



การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณี: ความแตกต่างใน  
อันดับความน่าเชื่อถือและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ



โดย  
สวิตรา เพ็ชรนาถ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต  
คณะบัญชี

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยรังสิต  
ปีการศึกษา 2565



**COMPARATIVE STUDY OF FINANCIAL PERFORMANCE OF LISTED  
COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND:  
A CASE OF DIFFERENCES IN CREDIT RATING AND  
CORPORATE GOVERNANCE**

**BY**

**SWITRA PETCHNAK**



**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT  
OF THE REQUIREMENTS FOR  
THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTANCY  
FACULTY OF ACCOUNTANCY**

**GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY**

**ACADEMIC YEAR 2022**

วิทยานิพนธ์เรื่อง

การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณี: ความแตกต่างใน  
อันดับความน่าเชื่อถือและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

โดย  
สวิตรา เพ็ชรนาค

ได้รับการพิจารณาให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

มหาวิทยาลัยรังสิต  
ปีการศึกษา 2565

รศ.ดร.พนารัตน์ ปานมณี  
ประธานกรรมการสอบ

ดร.ภัทรณัชชา โชติคุณากิตติ  
กรรมการ

ผศ.ดร.นันทวัฒน์ วิเศษสรรพ์  
กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษา

บัณฑิตวิทยาลัยรับรองแล้ว

(ผศ. ร.ต. หญิง ดร.วรรณี สุขศาสตร์)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

31 มีนาคม 2566

Thesis entitled

**COMPARATIVE STUDY OF FINANCIAL PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES  
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND: A CASE OF DIFFERENCES IN CREDIT  
RATING AND CORPORATE GOVERNANCE**

by

SWITRA PETCHNAK

was submitted in partial fulfillment of the requirements  
for the degree of Master of Accountancy

Rangsit University  
Academic Year 2022

---

Assoc. Prof. Panarat Panmanee, Ph.D.

Examination Committee Chairperson

---

Phatnatcha Chotkunakitti, D.B.A.

Member

---

Asst. Prof. Nimmual Visedsun, Ph.D.

Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Asst.Prof.Plт.Off. Vanee Sooksatra, D.Eng.)

Dean of Graduate School

March 31, 2023

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้เป็นอย่างดี ด้วยได้รับความเมตตาและความกรุณาจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นิมนวล วิเศษสรรพ อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้ให้ความเอาใจใส่ ช่วยเหลือ และ คอยให้คำปรึกษาแนะนำเป็นอย่างดีมาโดยตลอด รวมทั้งท่านประธานและคณะกรรมการสอบ วิทยานิพนธ์ทุกท่านที่ได้ให้คำแนะนำในการปรับปรุงแก้ไขวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์ มากขึ้น ผู้วิจัยขอขอบพระคุณทุก ๆ ท่านเป็นอย่างสูง และขอขอบคุณเพื่อนๆ ทุกคนในรุ่นเดียวกัน และรุ่นน้องที่เป็นกำลังใจและช่วยเหลือกันมาโดยตลอด นอกจากนี้ขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ที่ให้การสนับสนุนและขวัญกำลังใจที่ดี ทำให้ผู้วิจัยมีกำลังใจในการศึกษาเล่าเรียนจนสำเร็จ การศึกษา

สวิตรา เพ็ชรนาค

ผู้วิจัย

มหาวิทยาลัยรังสิต Rangsit University

- 6305259 : สวิตรา เพ็ชรนาค  
 ชื่อวิทยานิพนธ์ : การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณี: ความแตกต่างในอันดับความน่าเชื่อถือและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ  
 หลักสูตร : บัญชีมหัพพันิต  
 อาจารย์ที่ปรึกษา : ผศ.ดร.นิมมวล วิเศษสรรพ

### บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีเพื่อศึกษาการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน โดยเลือกศึกษาจากข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจำนวน 264 รายปีรายบริษัท ที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจากบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ซึ่งไม่รวมธุรกิจการเงิน ใช้สถิติวิเคราะห์เชิงพรรณนาในการอธิบายตัวแปรที่ศึกษา ใช้วิธีวิเคราะห์ค่าความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) และวิธีวิเคราะห์ค่าความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA) ในการทดสอบความแตกต่างในผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัทจดทะเบียนฯ ระหว่างบริษัทที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน โดยกำหนดช่วงความเชื่อมั่น 95% ผลการวิจัยพบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ทำให้กล่าวได้ว่าบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกัน จะมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ต่างกัน ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนฯ มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ต่างกัน โดยปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือส่งผลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV)

(วิทยานิพนธ์มีจำนวนทั้งสิ้น 92 หน้า)

คำสำคัญ: คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ, อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ, ผลการดำเนินงานของธุรกิจ

6305259 : Switra Petchnak  
 Thesis Title : Comparative Study of Financial Performance of Listed companies on the Stock Exchange of Thailand: A Case of Differences in Credit Rating and Corporate Governance  
 Program : Master of Accountancy  
 Thesis Advisor : Asst. Prof. Nimmual Visedsun, Ph.D.

**Abstract**

This research aims to compare the business performances of companies listed on the Stock Exchange of Thailand with different credit ratings and corporate governance quality scores by studying from the data of 264 firm-years which received credit rating from TRIS Rating Co., Ltd. (TRIS) from 2019 – 2021, excluding financial business. This research study employed descriptive statistical analysis to describe the variables studied, used one-way variance analysis (One-Way ANOVA) and two-way variance analysis (Two-Way ANOVA) to test differences in financial and marketing performance of listed companies with different credit ratings and different corporate governance quality scores. The 95% of confidence interval was determined. The research results were statistically significant to suggest that listed companies with different corporate governance quality scores will have different return on assets (ROA) and price to book value (PBV) ratio while listed companies with different credit ratings will have different debt to equity ratio (DE), the return on assets (ROA), the return on equity (ROE) ratio and the price to book value (PBV) ratio. The interaction between the corporate governance quality rating and the credit rating affects the debt to equity (DE) and price to book value (PBV) ratios.

(Total 92 pages)

**Keywords:** Corporate Governance Quality, Credit Ratings, Business Performances

Student’s Signature..... Thesis Advisor’s Signature.....

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ก
บทคัดย่อภาษาไทย	ข
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ค
สารบัญ	ง
สารบัญตาราง	ช
สารบัญรูป	ฉ
<b>บทที่ 1</b> บทนำ	<b>1</b>
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย	4
1.3 คำถามการวิจัย / สมมติฐานการวิจัย	5
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	5
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
<b>บทที่ 2</b> ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง / ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	<b>6</b>
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	6
2.2 การวัดผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	8
2.3 การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	9
2.4 การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ	15
2.5 บทสังเคราะห์วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	20
2.6 กรอบแนวคิดการวิจัย	26
2.7 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย	27



## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 3</b> ระเบียบวิธีการวิจัย	<b>29</b>
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	29
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	34
3.3 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	38
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล	39
<b>บทที่ 4</b> ผลการวิจัย	<b>41</b>
4.1 การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	41
4.2 การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัท จดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน	50
4.3 การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัท จดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน	60
4.4 การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัท จดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน	68
<b>บทที่ 5</b> สรุปผลและข้อเสนอแนะ	<b>77</b>
5.1 สรุปผลการวิจัย	77
5.2 การอภิปรายผลการวิจัย	81
5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย	83
5.4 ข้อเสนอแนะ	83
<b>บรรณานุกรม</b>	<b>85</b>

สารบัญ (ต่อ)

ประวัติผู้วิจัย

หน้า

92



## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
2.1	เกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการปี พ.ศ. 2564 - 2565	11
2.2	ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	11
2.3	การใช้หลักเกณฑ์การจัดอันดับเครดิตของบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด	17
2.4	ระดับคะแนนการจัดอันดับเครดิต	18
2.5	สรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรม	24
3.1	จำนวนประชากร	29
3.2	จำนวนบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง	30
3.3	แสดงรายชื่อกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี	30
3.4	แสดงค่าตัวแปรอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและคำอธิบาย	35
3.5	แสดงค่าตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และคำความหมาย	35
4.1	ค่าความถี่ ค่าร้อยละของอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	42
4.2	ค่าความถี่ ค่าร้อยละของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ	44
4.3	ค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของอัตราส่วนทางการเงินและการตลาด	46
4.4	ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการ	52
4.5	ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการ เป็นคู่ ๆ	55
4.6	ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ	61
4.7	ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ เป็นคู่ ๆ	63

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.8 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของ บริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	69
4.9 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน ของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการ กำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	70
4.10 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน สินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการ กำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	71
4.11 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการ กำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	72
4.12 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการ กำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	73
4.13 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนราคาตลาดต่อ กำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนน การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	74
4.14 ผลการวิเคราะห์ความความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่า ทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคุณภาพคะแนนการกำกับ ดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน	75

## สารบัญรูป

รูปที่

2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

หน้า

27



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) เป็นเครื่องมือในการประเมินความน่าเชื่อถือ และตัวชี้วัดความเสี่ยงในการผิคนัดชำระหนี้ของบริษัท ซึ่งจะเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์กับนักลงทุน หรือสถาบันการเงิน (ธรรมาชนัย หวังคนาลาก, 2560) ในประเทศไทยมีสถาบันการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agencies) ที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) ได้แก่ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS Rating) และบริษัท ฟิทช์เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด (FITCH Rating) หน้าที่หลักของสถาบันการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือเปรียบเสมือนเป็นผู้ตรวจสอบคุณภาพของกิจการ โดยตลาดตราสารหนี้ (Thailand Bond Exchange: TBX) (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564) กล่าวไว้ว่าในการวิเคราะห์อันดับเครดิตจะต้องอาศัยการวิเคราะห์ ลักษณะของธุรกิจ สถานภาพทางการเงินของธุรกิจ เปรียบเทียบกับภาพรวมอุตสาหกรรม รวมไปถึงปัจจัยเสี่ยงต่างๆ ได้แก่ 1) ความเสี่ยงของอุตสาหกรรม โดยจะอาศัยการประเมินแนวโน้มของอุตสาหกรรม เสถียรภาพของอุตสาหกรรม ตลอดจนกฎระเบียบในการดำเนินธุรกิจ 2) ความเสี่ยงของธุรกิจ เนื่องจากแต่ละธุรกิจมีปัจจัยเสี่ยงที่แตกต่างกันออกไปจึงมีความจำเป็นที่จะต้องประเมินความเสี่ยงของธุรกิจร่วมด้วย และสุดท้าย 3) ความเสี่ยงทางการเงินเป็นการวิเคราะห์ความสามารถในการก่อหนี้ประสิทธิภาพในการทำกำไร โครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง รวมถึงปัจจัยเสี่ยงอื่น ๆ โดยปกติแล้วสถาบันการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจะประเมินจากข้อมูลของบริษัทที่มีความประสงค์ที่จะจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และข้อมูลได้จากการสำรวจที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจะถูกนำมาประเมินร่วมด้วย ซึ่งอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีอยู่หลายระดับนับตั้งแต่อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือสูงสุดซึ่งเป็นระดับคะแนนที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นจากปัจจัยอื่น ๆ และส่งผลทางตรงต่อกิจการ กิจการจะได้รับผลกระทบน้อยที่สุด โดยจะได้รับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือเป็นสัญลักษณ์ (AAA) จนไปถึงอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในสถานะที่ไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ ทั้งเงินต้น พร้อมกับดอกเบี้ยคืนภายในระยะเวลาที่กำหนดได้ หมายถึง

หากกิจการได้มีการออกตราสารหนี้ไปแล้ว และเมื่อถึงระยะเวลาที่ครบกำหนดชำระหนี้คืนบริษัท ไม่สามารถที่จะชำระหนี้ได้โดยจะได้รับการอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือเป็นสัญลักษณ์ (D) หรือเรียกอีกอย่างว่า Default (ผิคนัดชำระหนี้) กล่าวได้ว่าอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ จะบ่งบอกถึงศักยภาพในการสร้างรายได้ และความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนภายในระยะเวลาที่กำหนด การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการจึงเป็นประโยชน์ให้แก่ นักลงทุนเพื่อใช้เป็นข้อมูลพิจารณาถึงความเสี่ยงหากต้องการลงทุนในกิจการนั้น ๆ (เสาวนีย์ โปร่งสิริกุล, 2562) ในทางปฏิบัติ การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ผู้ประเมินจะใช้วิธีการและเกณฑ์ซึ่งเป็นไปตามหลักการประเมินความเสี่ยงทางการเงินตามทฤษฎี และในบางครั้งอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่ประกาศล่าช้าเนื่องจากการประเมินได้ใช้เวลา 7-8 สัปดาห์ เพื่อการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการประเมินความเสี่ยงของกิจการ ดังนั้นการประกาศผลการประเมินในลักษณะของการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ จึงใช้ระยะเวลาค่อนข้างนาน ส่งผลให้ผลการจัดอันดับที่ออกมานั้นไม่สามารถที่จะสะท้อนสถานภาพในปัจจุบันของกิจการได้อย่างทันเวลาทำให้นักลงทุนเกิดอุปสรรคในการประเมินความเสี่ยงของกิจการ รวมไปถึงการตัดสินใจในการลงทุน (เอนก อรุณศรีแสงไทย, ภูริณัฐ อังศวัดทกกุล, วรรณภา ยินดีธรรม, และปิยภัสร ธาระวานิช, 2554)

จากงานวิจัยในอดีตมีงานวิจัยหลายฉบับที่ได้มีการนำอัตราส่วนทางการเงินมาใช้เพื่อหาความน่าจะเป็นของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือร่วมด้วยซึ่งพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์และส่งผลต่ออันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ชุตिकाญจน์ ชานาญพุกษา, 2547; บังอร ขาวเผือก, 2552; เสาวนีย์ โปร่งสิริกุล, 2562; เอนก อรุณศรีแสงไทย และคณะ, 2554) อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดจำหน่ายต่อหนี้สินรวม (บังอร ขาวเผือก, 2552) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (เอนก อรุณศรีแสงไทย และคณะ, 2554; ธรณ์ รัชย์ หวังคนาลาก, 2560) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ธรณ์ รัชย์ หวังคนาลาก, 2560; เสาวนีย์ โปร่งสิริกุล, 2562; เอนก อรุณศรีแสงไทย และคณะ, 2554) จากผลงานวิจัยในอดีตที่กล่าวมาในข้างต้นชี้ให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่ผลการดำเนินงานของกิจการจะมีผลต่ออันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ดังนั้นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการ จึงสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงของกิจการในการชำระหนี้สินทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจึงมีความสำคัญต่อความสำเร็จของกิจการในจัดหาเงินทุน เพื่อมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ หากกิจการต้องการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้เช่น หุ้นกู้ เป็นต้น นักลงทุนมักเต็มใจที่จะลงทุนกับบริษัทที่ได้รับการประเมินอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับสูงหรือมีความเสี่ยงต่ำสถาบันทาง

การเงินเองก็มีความจำเป็นที่ต้องใช้ข้อมูลการจัดอันดับเครดิตในการพิจารณาประกอบการตัดสินใจให้กู้ยืมได้เช่นกัน (เสาวนีย์ โปร่งสิริกุล, 2562) การเปิดเผยอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการเป็นความสมัครใจของฝ่ายบริหารในการที่จะส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน หรือสถาบันการเงินที่เป็นกลุ่มเป้าหมายของกิจการในการระดมทุน ซึ่งนอกจากข้อมูลอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการจะช่วยในการตัดสินใจอนุมัติสินเชื่อ หรือลงทุนแล้ว บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะมีข้อมูลเชิงคุณภาพอีกส่วนหนึ่งที่ถูกกำหนดให้ต้องเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ นั่นคือคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมีความเป็นมาหลังจากที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ.2540 ทำให้เกิดความเสียหายเป็นวงกว้าง โดยเป็นผลมาจากการทุจริตคอร์รัปชันรวมไปถึงการบิดเบือนปกปิดข้อมูล จากความเป็นจริงเกี่ยวกับการกับมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการซึ่งเป็นข้อมูลที่แสดงถึงฐานะการเงินของกิจการที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจ

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นอีกกลไกหนึ่งที่ส่งเสริมให้การบริหารจัดการขององค์กรเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการ ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ ลูกหนี้ ลูกค้า พนักงาน และหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นสิ่งที่สาธารณชนทั้งภาครัฐ และภาคเอกชนให้ความสำคัญเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว รวมไปถึงกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนา ด้วยเหตุผลที่ว่าการกำกับดูแลกิจการถือเป็นเครื่องมือที่ช่วยส่งเสริมให้กิจการมีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ และช่วยสร้างความสามารถในการแข่งขัน รวมไปถึงเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการในอนาคต โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียภายใต้กรอบจริยธรรมที่ดี (สังเวียน อินทวิชัย, 2543) เนื่องด้วยการกำกับดูแลกิจการมีลักษณะในการปฏิบัติ ซึ่งกำหนดโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทุกบริษัทจึงได้รับการประเมินเป็นประจำทุกปี โดยผลการประเมินจะมีการประกาศสู่สาธารณะด้วยการประกาศเป็นอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ “ดีเลิศ” จนถึง “ดี” โดยอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแสดงให้เห็นถึงการที่กิจการมีการควบคุม การบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ และดำเนินงานภายในกิจการไปอย่างโปร่งใส รวมถึงปิดโอกาสในการใช้อำนาจในทางที่มีขอบ อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลกิจการมักมีความเกี่ยวพันกับผลการดำเนินงานของกิจการอันเนื่องมาจากบทบาทและหน้าที่ความรับผิดชอบ ซึ่งได้มีการจำแนกหมวดหมู่เพื่อให้กิจการวางแผนดำเนินงาน และบริหารทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ



จากงานวิจัยในอดีตพบว่ากิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีย่อมได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และมีงานวิจัยหลายฉบับได้มีการทดสอบ และค้นพบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อผลการดำเนินงาน (กานดา พิศาลปิติ, 2558; กิตติชัย สถิตมั่นวิวัฒน์, 2548; ฆณาการ ปุประระ, ฤกษ์ชัย พุประทีปศิริ, และณชร กัญนราพงษ์, 2559; จินตวิษณุ ภูพนิชย์, 2553; ฌภัทร เอี่ยมวชิรสกุล, 2559) จากที่กล่าวมาแล้ว ในข้างต้น ทั้งอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างมีความเกี่ยวข้องที่สัมพันธ์กับการดำเนินงานและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้วิจัยเห็นว่าการระดมทุนจากภายนอกของกิจการโดยการก่อหนี้ ข้อมูลอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจะเป็นข้อมูลที่สถาบันการเงิน หรือนักลงทุนให้ความสำคัญในอันดับต้น ๆ ควบคู่ไปกับผลการดำเนินงาน จึงเป็นไปได้ที่ทั้งสองปัจจัยจะมีความสัมพันธ์กันซึ่งข้อมูลทั้งสองส่วนนี้เป็นข้อมูลที่สถาบันการเงินหรือนักลงทุนจะได้รับทราบจากการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทในขณะที่ยังอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะที่สถาบันการเงิน และเจ้าหน้าที่สามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลได้เช่นกัน โดยอาจจะใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบตัดสินใจในการอนุมัติให้สินเชื่อ หรือลงทุนในกิจการ จากงานวิจัยในอดีตได้แสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ที่แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ทางบวก ประเด็นการวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน เพื่อให้ได้หลักฐาน เชิงประจักษ์ที่แสดงให้เห็นว่าทั้งสามปัจจัยนั้นมีความสัมพันธ์กัน

## 1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างของผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกัน

1.2.2 เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างในผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

1.2.3 เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างในผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

### 1.3 คำถามการวิจัย / สมมติฐานการวิจัย

1.3.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการในอันดับคะแนนที่แตกต่างกัน จะมีผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร

1.3.2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร

1.3.3 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ จะมีผลการดำเนินงานทางการเงินแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร

### 1.4 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ผลการดำเนินงาน (Financial Performance) และการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) โดยการศึกษาครั้งนี้ ศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เสนอรายชื่อให้แก่บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ทำการจัดอันดับเครดิตระหว่างปี 2562 – 2564 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย ประกันชีวิต เนื่องด้วยบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดังกล่าวมีลักษณะที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ การดำเนินงาน และงบการเงินแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มธุรกิจอื่น ๆ โดยทั่วไป

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการวิจัยจากงานวิจัยฉบับนี้คาดว่าจะได้เป็นประโยชน์ให้แก่ผู้อ่าน ได้ทราบถึงความสัมพันธ์และผลกระทบ ระหว่างคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผู้อ่านจะสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานของบริษัทได้จากผลการประเมินคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของบริษัท เพื่อใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นของผู้ลงทุน และการให้สินเชื่อแก่บริษัท

## บทที่ 2

### ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง / ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าเอกสาร บทความ และงานวิจัยในอดีตที่มีความเกี่ยวข้องกับงานวิจัยเล่มนี้ โดยมีข้อมูลการผลการดำเนินงาน คุณภาพกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ซึ่งผู้วิจัยได้รวบรวมแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยมีทั้งหมด 6 ส่วนดังต่อไปนี้

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) Jensen and Meckling (1976) ทฤษฎีตัวแทนเป็นการอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่าย ได้แก่ตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent) หมายถึงการที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่มีความสามารถเพียงพอในการบริหารจัดการจึงว่าจ้างผู้มีความรู้ความสามารถรวมถึงประสบการณ์ให้มาดำเนินการแทนตน โดยตัวการจะมอบอำนาจให้แก่ตัวแทนในการบริหารจัดการแทนภายใต้วัตถุประสงค์ที่มุ่งหวังให้กิจการเติบโต และเพิ่มมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ โดยตัวแทนมีบทบาท และหน้าที่ในการดำเนินการต่าง ๆ รวมถึงการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนของกิจการ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดให้แก่ตัวการ ซึ่งเป็นการว่าจ้างโดยมีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ตัวแทน (อัฐวุฒิ ปภังกร, 2556) ทั้งนี้เพื่อให้ตัวการมั่นใจได้ว่าผลตอบแทนที่จ่ายไปให้กับผู้บริหารหรือตัวการนั้นคุ้มค่ากับความเสี่ยงที่ตนแบกรับตัวการมีความจำเป็นที่ต้องสอดส่องดูแลเพื่อไม่ให้ตัวแทนดำเนินการใด ๆ ที่ไม่เหมาะสม และตัวแทนจำเป็นต้องรายงานผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการที่ตนได้รับผิดชอบพร้อมส่งมอบผลประโยชน์ทั้งหมดให้แก่ตัวการโดยเจ้าของกิจการ ฝ่ายบริหารต้องมีความเชื่อใจและไว้วางใจต่อกัน (ศิลาปะพร ศรีจันเพชร, 2551) แต่หากฝ่ายบริหารได้กระทำการใด ๆ อันไม่สอดคล้องต่อผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของกิจการเนื่องจากทุกคนย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่าง เพื่อประโยชน์สูงสุดของตนเอง จะส่งผลให้เกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (ฉินชนันท์ จันทรเขตต์, 2554) โดยการตัดสินใจบางอย่างของตัวแทนอาจทำให้เกิดผลเสียต่อกิจการ ซึ่งตัวการหรือผู้ถือหุ้นจะต้องรับผิดชอบในส่วนที่เป็นตัวเงิน อย่างไรก็ตามเมื่อตัวการและตัวแทนมีผลประโยชน์หรือวัตถุประสงค์ไม่สอดคล้องกัน

จะก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน หรือเรียกอีกอย่างว่า Agency Problem (คิลปะพร ศรีจันเพชร, 2551) โดยปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนแบ่งออกเป็น 3 ข้อขัดแย้งดังต่อไปนี้

1) Conflict of Interest หมายถึง การขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เป็นประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหาร รวมไปถึงการขัดแย้งต่อหน้าที่อื่น ๆ ที่ได้รับมอบหมาย และอาจส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจในการดำเนินการบางอย่างซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย

2) Moral Hazard Problem หมายถึง การปกปิดพฤติกรรม เป็นปัญหาที่ตัวการหรือผู้ถือหุ้นไม่มั่นใจในการทำงานของตัวแทนหรือผู้บริหารที่เลือกมาให้ดำเนินการแทนซึ่งตัวการไม่มั่นใจว่าตัวแทนได้ใช้ความรู้ความสามารถในการทำงาน และพยายามทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนรวมอย่างเต็มที่หรือไม่ โดยตัวแทนหรือผู้บริหารอาจบริหารงานรวมถึงดำเนินการบางอย่างแบบไม่โปร่งใส

3) Adverse Selection Problem หมายถึง การปกปิดข้อมูล เป็นปัญหาที่ตัวการหรือผู้ถือหุ้นไม่มั่นใจในการทำงานของตัวแทนหรือผู้บริหารที่เลือกมาให้ดำเนินการแทนตนโดยตัวการไม่มั่นใจว่าตัวแทนมีความรู้ความสามารถรวมถึงประสบการณ์ที่เพียงพอในการบริหารงานให้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ โดยผู้บริหารอาจปกปิดข้อมูลในการบริหารงานและดำเนินการบางอย่างโดยไม่เปิดเผยข้อมูลให้ผู้ถือหุ้นได้ทราบ

### 2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

Spence (1973) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นการอธิบายถึงพฤติกรรมของบุคคลสองฝ่าย ได้แก่ผู้ส่งสัญญาณ และผู้รับสัญญาณ โดยทฤษฎีการส่งสัญญาณจะศึกษาพฤติกรรมของผู้บริหารกิจการที่มีต่อผู้ถือหุ้น นักลงทุน รวมไปถึงเจ้าหน้าที่ และผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับการเพื่อบ่งบอกความน่าจะเป็นในอนาคต การส่งสัญญาณให้นักลงทุนเป็น การสื่อให้รู้ว่าผู้บริหารมีความคิดเห็น และแผนการในดำเนินงานของบริษัทอย่างไรในอนาคตการเปิดเผยข้อมูลจึงเป็นการส่งสัญญาณเพื่อบอกให้นักลงทุนให้ทราบถึงขีดความสามารถของผู้บริหาร แน่แน่นอนว่าข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนย่อมไม่เท่าเทียมและมีความแตกต่างกัน โดยข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ โดย (Connolly, 2012) ได้อธิบายทฤษฎีการส่งสัญญาณไว้ว่า ในทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นประโยชน์อย่างมาก ที่จะบ่งบอกถึงพฤติกรรมของการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุน เมื่อผู้ส่งและผู้รับ สามารถเข้าถึงข้อมูลได้แตกต่างกัน ทฤษฎีการส่งสัญญาณจะแสดงให้เห็นถึงการเปิดเผยข้อมูลอย่างสมัครใจ และช่วยเอาชนะการไม่เท่าเทียมกันในการเปิดเผยข้อมูล

การส่งสัญญาณ ไม่เพียงแต่บ่งบอกถึงข้อมูลข่าวสารของกิจการ ที่จะดำเนินการไปทิศทางใดในอนาคต แต่ยังบ่งบอกถึงศักยภาพของกิจการโดยรวม นอกจากนี้กิจการต่าง ๆ มักใช้ทฤษฎีการส่งสัญญาณ เช่น การรายงานกิจกรรมของกิจการ รายงานประจำปี รวมไปถึงการเสนอข่าวที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เพื่อเป็นการส่งสัญญาณบอกนักลงทุนให้ทราบเรื่องราวต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น โดย (วิศิษฐ์ องค์กรพิพัฒน์กุล, 2550) บอกไว้ว่าการที่กิจการให้ออกประกาศข่าวสารที่มีความสำคัญ และเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของกิจการจะลดผลกระทบจากการบริหารรวมถึงการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์ได้ เช่น การประกาศผลกำไร ผู้บริหารสามารถส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุน และผู้ถือหุ้นให้ทราบถึงผลการดำเนินงานของกิจการ แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารสามารถควบคุม และบริหารจัดการให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรมากเพียงใด เพื่อให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจในทิศทางในการบริหารจัดการและปรับเปลี่ยนมุมมองตามผู้บริหารซึ่งส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ และนักลงทุนเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสาร จะสามารถนำข้อมูลดังกล่าวพิจารณาตัดสินใจในการลงทุนได้ (ลภัสวัฒน์ คล้ายแสง และมรรษภร เชื้อทองฮั่ว, 2564) นอกจากนี้ ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ต้นวิเชียร, ตรีการดา สงวนศักดิ์โยธิน, และปิยะภัทร ธาระวานิช (2555) พบว่าการจ่ายปันผลของกิจการเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้แก่นักลงทุน เมื่อนักลงทุนได้ทราบถึงปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง แต่หากการประกาศจ่ายปันผลของกิจการลดลงนักลงทุนย่อมเข้าใจว่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Ross (1977) ที่พบว่าการการส่งสัญญาณที่ผู้บริหารมักส่งสัญญาณให้นักลงทุนประกอบด้วย การชำระหนี้ การจ่ายปันผล การกู้ยืมเงินหรือการก่อหนี้ การซื้อหุ้นคืน และรวมไปถึงการประกาศควบรวมธุรกิจ จะเห็นได้ว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นกลไกสำคัญในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต การเปิดเผยข้อมูลโดยสมัครใจเกี่ยวกับผลการดำเนินงานจะช่วยจูงใจให้นักลงทุนคาดหวังผลการดำเนินงานในอนาคต แน่ใจว่าการส่งสัญญาณย่อมเป็น สิ่งที่ดีต่อกิจการ โดยตรงการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนให้ทราบถึงกลยุทธ์ของกิจการในการทำ ผลการดำเนินงานที่ดีและในทางตรงข้ามกัน

## 2.2 การวัดผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการดำเนินงานถือเป็นความสำเร็จ หรือผลประโยชน์ที่เกิดจากการทำงานของกิจการ แสดงถึงประสิทธิภาพในการทำงาน และบ่งบอกถึงความสามารถของผู้บริหารในการบริหารจัดการ รวมไปถึงความสามารถในการสร้างรายได้ ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยในอดีตอ้างอิงถึง อัตราส่วนทางการเงิน เช่น สภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างทางการเงิน และประสิทธิภาพ

ในการบริหารสินทรัพย์ จากการพิจารณาอัตราส่วนดังกล่าว พบว่าอัตราส่วน ที่ผู้วิจัยมักจะนำมาใช้คำนวณเพื่อชี้วัดความสามารถของผู้บริหาร รวมไปถึงความสำเร็จขององค์กรให้บรรลุวัตถุประสงค์ตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เปรียบเทียบในส่วนของกำไรสุทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นการวัดถึงประสิทธิภาพในส่วนของผู้ถือหุ้นว่าให้ผลตอบแทนกลับคืนเท่าใด โดย (กานดา พิศาลปิติ, 2558) พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมักมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และยังพบอีกว่าหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอัตราส่วนที่ต่ำจะไม่ช่วยส่งเสริมให้บริษัทได้รับผลคะแนนการกำกับดูแลกิจการในส่วนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA) (ชุตติกาญจน์ ชำนาญพญา, 2547) กล่าวไว้ว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่แสดงถึงสัดส่วนของกำไรสุทธิของกิจการต่อสินทรัพย์รวมของกิจการ การพิจารณาจะพิจารณาจากสินทรัพย์ของกิจการที่มีก่อให้เกิดกำไรสุทธิเท่าใด อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จะบ่งบอกถึงความสามารถของกิจการในการนำสินทรัพย์ที่มีไปใช้ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดเท่าใดในการดำเนินงานของกิจการ ทั้งนี้จากการศึกษาของ (กานดา พิศาลปิติ, 2558) พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และจากการศึกษาของ (เอนก อรุณศรีแสงไชย และคณะ, 2554) พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือขององค์กร และยังมีอีกหลายงานวิจัยที่นำอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA) มาใช้เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการเช่น (กิตติชัย สติธมันวิวัฒน์, 2548; ฆณาการ ปุประระ และคณะ, 2559) ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) (เอนก อรุณศรีแสงไชย และคณะ, 2554) บอกไว้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงเงินทุนและแหล่งที่มาของเงินทุนว่ามาจากส่วนใดบ้างและมาจากแหล่งใดมากกว่ากัน เช่น ส่วนของผู้ถือหุ้น หรือหนี้สิน เนื่องจากบริษัทจะสามารถจัดหาทรัพยากรมาสร้างรายได้ 2 แหล่งเท่านั้น ได้แก่ แหล่งของหนี้สิน และแหล่งของทุนซึ่งบริษัทใดมีหนี้สินมามากจะทำให้บริษัทนั้นมีความเสี่ยงที่สูงตามไปด้วย

## 2.3 การกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) มีเพื่อตั้งเป้าหมายในการสร้างประโยชน์สูงสุดให้แก่กิจการและผู้มีส่วนได้เสีย โดยการกำกับดูแลกิจการเกิดขึ้นในสหรัฐอเมริกาในช่วงปีทศวรรษที่ 1980 ในอดีตการกำกับดูแลกิจการยังถือเป็นเรื่องใหม่มากและผู้คนต่างละเลยไม่เป็น

ที่สนใจมากนักและพบว่าในอดีตนั้นประสิทธิภาพในการบริหารงานของคณะกรรมการได้มีการบริหารงานอย่างไม่เต็มประสิทธิภาพใช้สินทรัพย์ไปอย่างสิ้นเปลือง และเมื่อมีการปรับปรุงโครงสร้างใหม่กิจการดังกล่าวมักที่จะได้รับผลกระทบเป็นวงกว้างมาตลอด ซึ่งในประเทศไทยหลังจากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจต้มยำกุ้งในปี พ.ศ. 2540 จากผลกระทบดังกล่าวทำให้องค์กรต่าง ๆ ได้หันมาให้ความสำคัญเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น และประเทศไทยเริ่มศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ และมีการปรับปรุงพัฒนาให้เข้ากับสถานะในประเทศมากขึ้น (กิตติชัย สถิติมันน์ วิวัฒน์, 2548) นอกจากนี้ยังส่งเสริมให้แต่ละองค์กรมีการกำกับดูแลกิจการเพื่อช่วยให้ลดปัญหาทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากตัวแทนซึ่งได้รับการแต่งตั้งจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ เพื่อสร้างคามพึงพอใจให้แก่เจ้าของกิจการ โดยตัวแทนถือเป็นกลไกหนึ่งซึ่งช่วยในการขับเคลื่อนองค์กรและการกำกับดูแลกิจการหลายครั้ง ผู้บริหารมักใช้อำนาจและพฤติกรรมในทางที่มีขอบ เช่นการใช้อำนาจเพื่อหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเองมากกว่าการสร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือการตกแต่งบัญชีเพื่อให้ นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นมองว่ากิจการยังมีกำไรที่ตีเหมาะสมแก่การลงทุนดังนั้นการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ตัวแทนในอัตราที่เหมาะสม และเพียงพอตามหลักของการกำกับดูแลกิจการ จะช่วยลดปัญหาตัวแทนและช่วยปกป้องผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสีย จากงานวิจัยในอดีต (ชารทิพย์ ศรีวิสุทธิ, 2550) พบว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในจำนวนที่สูงจะช่วยส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันดีกว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารในอัตราที่ต่ำ กล่าวได้ว่านโยบายการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารในอัตราที่สูงนั้นจะช่วยลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้ นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการ และในปัจจุบันจะเห็นได้ว่านักลงทุนต่างให้ความสนใจเกี่ยวกับการจ่ายค่าตอบแทนของคณะกรรมการมากขึ้น เนื่องจากการจ่ายผลตอบแทนดังกล่าวนี้เป็นประโยชน์ที่ตนจะได้รับ ดังนั้นนักลงทุนมักสนใจในการจ่ายผลตอบแทนของคณะกรรมการที่สูงขึ้นและจำเป็นจะต้องคอยสอดส่องว่าเงินค่าตอบแทนนั้นสอดคล้องกับผลการดำเนินงานหรือไม่ตามหลักของการกำกับดูแลกิจการ การกำกับดูแลกิจการหมายถึงการที่องค์กรนั้น ๆ ดำเนินธุรกิจตามหลักของการกำกับดูแลกิจการ รวมไปถึงการใช้หลักการในการกำกับดูแลกิจการเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่องค์กรอย่างยั่งยืน ซึ่งการกำกับดูแลกิจการจะช่วยผลักดันในองค์กรมีกรอบจริยธรรมสามารถแข่งขันได้ภายใต้การเปลี่ยนแปลงที่อาจจะเกิดขึ้น โดยการกำกับดูแลกิจการตามความหมายขององค์การเพื่อความร่วมมือ และการพัฒนาทางเศรษฐกิจ (Organization for Economic Co-operation and development : OECD ) หมายถึงระบบที่มีความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการเจ้าของกิจการและผู้มีส่วนได้เสีย โดยการกำกับดูแลกิจการถือเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้องค์กรมีการกำหนดวัตถุประสงค์รวมไปถึงการกำหนดโครงสร้างขององค์กรที่เป็นส่วนสำคัญ และการที่องค์กรจะบรรลุวัตถุประสงค์นั้น องค์กรควรจะมีการกำหนดวิธีการเพื่อที่จะบรรลุวัตถุประสงค์ รวมไปถึง

ติดตามสอดคล้องผลการปฏิบัติงานของกิจการ ทั้งนี้เพื่อเป็นการสอดคล้องและวัดผลของการกำกับดูแลกิจการในการใช้เป็นหลักเกณฑ์ในการประเมิน การกำกับดูแลกิจการ องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้ให้เกณฑ์ในการอ้างอิงเกี่ยวกับหลักการการกำกับดูแลกิจการใน ปี พ.ศ. 2564 – 2565 ประกอบไปด้วยหลักเกณฑ์ทั้งหมดรวม 241 ข้อซึ่งจะแบ่งออกเป็น 5 หมวดดังนี้

ตารางที่ 2.1 เกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการปี พ.ศ. 2564 - 2565

ข้อ	หลักเกณฑ์	จำนวนข้อ	น้ำหนัก (%)
1	สิทธิของผู้ถือหุ้น	32	15%
2	การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้น	19	10%
3	การคำนึงถึงบทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย	29	20%
4	การเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส	53	20%
5	ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ	108	35%
รวม		241	100%

ที่มา: สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย [IOD], 2565

ซึ่งระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่กิจการได้รับจะแบ่งออกเป็น ดีเลิศ ดีมาก ดี ดีพอใช้ ผ่าน และไม่ผ่าน โดยระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.2 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ

ระดับคะแนน	ตราสัญลักษณ์	ความหมาย
ระดับคะแนน 90 ขึ้นไป		ดีเลิศ
ระดับคะแนน 80-89		ดีมาก
ระดับคะแนน 70-79		ดี
ระดับคะแนน 60-69		ดีพอใช้
ระดับคะแนน 50-59		ผ่าน
ระดับคะแนนต่ำกว่า 50	ไม่แสดงสัญลักษณ์	ไม่ผ่าน

ที่มา: สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย [IOD], 2565



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบนับตั้งแต่ปี พ.ศ.2538 แต่ประชากรในประเทศไทยเริ่มรู้จักการกำกับดูแลกิจการอย่างเป็นวงกว้าง และแพร่หลายในช่วงของวิกฤตการเศรษฐกิจต้มยำกุ้งในช่วงปี 2540 จากงานวิจัยในอดีต (กิตติชัย สติคมันน์วิวัฒน์, 2548) บอกไว้ว่าวิกฤตการเศรษฐกิจในปี 2540 ที่ประเทศไทยได้เกิดการล่มสลายทางการเงิน และความล้มเหลวในการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ หลายแห่งเกิดจากการฉ้อโกงมากมาย จากเหตุการณ์ดังกล่าวหลายฝ่ายจึงได้ตระหนักถึงเรื่องการเปิดเผยข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นอย่างโปร่งใสสามารถตรวจสอบได้ ซึ่งสิ่งเหล่านี้ล้วนเกี่ยวข้องกับ และเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ เพื่อเรียกร้องความเชื่อมั่นกลับคือสู่ประเทศหลังจากเกิดเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ผู้คนเริ่มที่จะสนใจการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น เนื่องจากขณะนั้นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นจำนวนมากขาดการควบคุม และไม่มีเปิดเผยข้อมูลผลการดำเนินงานอย่างเพียงพอ ทำให้นักลงทุนทั้งรายใหญ่และรายย่อยเกิดความไม่แน่ใจในผลประโยชน์และเงินทุนที่ได้ลงทุนไปของตน ซึ่งในส่วนของฝ่ายบริหารไม่สามารถที่จะประเมินความเสี่ยงได้อย่างถูกต้องทำให้การกำกับดูแลกิจการได้รับความสนใจมากขึ้นในเดือนมกราคม พ.ศ.2543 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการคือระบบที่จัดการ กระบวนการและโครงสร้างของสถานะผู้นำในการควบคุมองค์กรให้มีความรับผิดชอบปฏิบัติหน้าที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขัน โดยรักษาเงินทุนและเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี เพื่อนำไปสู่ความยั่งยืน ซึ่งคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย และสังคมส่วนรวม ช่วยส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการกำกับดูแลกิจการ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักการของการกำกับดูแลกิจการสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ปีพ.ศ.2555 ได้กำหนดหลักการการกำกับดูแลกิจการและแนวทางในปฏิบัติเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ โดยไม่รวมถึงเรื่อง ที่กฎหมายกำหนดให้ปฏิบัติไว้แล้ว โดยจะแบ่งเป็น 5 หมวดดังนี้

1) สิทธิของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นต้องมีสิทธิในความเป็นเจ้าของโดยควบคุมคณะกรรมการที่แต่งตั้งให้ทำหน้าที่แทนตน และมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท เช่นการแต่งตั้งหรือถอดถอนคณะกรรมการ แต่งตั้งผู้สอบบัญชีหรือสิทธิขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นต้องมีสิทธิในการซื้อขายหรือโอนหุ้นของตนได้ และต้องรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่มีบทบาทต่อการตัดสินใจจากกิจการอย่างเพียงพอ ผู้ถือหุ้นควรได้รับเกณฑ์และวิธีการเข้าร่วมประชุมซึ่งข้อมูลที่ได้รับนั้นต้องเพียงพอต่อการตัดสินใจในพิจารณาการประชุมในแต่ละครั้งตามเวลาอันควรเช่น การจัดสรรเงินปันผล การแก้ไขข้อบังคับหรือหนังสือบริคณห์สนธิ การ

เพิ่มทุนหรือลดต้นทุนบางส่วน การอนุมัติรายการต่าง ๆ ของคณะกรรมการ ซึ่งคณะกรรมการของบริษัทจำเป็นต้องตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้น หมายถึงต้องไม่กระทำการใดในการละเมิดหรือลดสิทธิของผู้ถือหุ้น

2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน โดยผู้ถือหุ้นทุกรายทั้งผู้ถือหุ้นที่บริหารงาน และไม่เป็นผู้บริหารงาน หรือผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกัน และเป็นธรรม โดยผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสใช้สิทธิที่ตนมีและควรได้รับการชดเชย เพื่อเป็นการสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับคณะกรรมการและฝ่ายจัดการในดูแลการใช้เงินของผู้ถือหุ้นให้เป็นไปอย่างเหมาะสม ถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อความมั่นใจในการลงทุนของนักลงทุนกับบริษัทมากขึ้นการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย แสดงให้เห็นถึงความเป็นธรรมและความโปร่งใสกรรมการควรกำหนดวิธีการให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยแสดงชื่อบุคคลเพื่อเข้าดำรงตำแหน่งกรรมการผู้บริหารไม่ควรเพิ่มวาระการประชุม โดยไม่ได้แจ้งผู้ถือหุ้นก่อนล่วงหน้า คณะกรรมการควรมีการแต่งตั้งกรรมการเป็นรายบุคคล

3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับดูแลตามสิทธิตามกฎหมาย กรรมการควรมีการส่งเสริมเพื่อให้เกิดความร่วมมือระหว่างกิจการและผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความยั่งยืนให้แก่กิจการ โดยผู้มีส่วนได้เสียของกิจการได้แก่ ลูกค้า พนักงาน คู่ค้า ผู้ถือหุ้น นักลงทุน และเจ้าหนี้ รวมไปถึงชุมชนที่บริษัทตั้งอยู่ สังคมหรือภาครัฐ รวมถึงคู่แข่งทางการค้าและผู้ตรวจสอบบัญชีอิสระ เป็นต้น กิจการควรกำหนดนโยบายให้มีการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสียค่านึงถึงสิทธิตามกฎหมายไม่ควรทำการละเมิดสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย คณะกรรมการควรกำหนดนโยบายการรับผิดชอบต่อสังคมส่วนรวม โดยเฉพาะเรื่องที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เช่น การประกอบกิจการโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อมและชุมชน

4) การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส กรรมการควรเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่เป็นสาระสำคัญ เช่น ข้อมูลทางการเงินหรือไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน อย่างถูกต้อง ครบถ้วนตามเวลาผ่านช่องทางที่ผู้มีส่วนได้เสียสามารถเข้าถึงได้โดยง่าย มีความเท่าเทียมกัน และน่าเชื่อถือตามข้อกำหนดของ ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมไปถึงข้อมูลอื่น ๆ เช่น นโยบายการกำกับดูแลกิจการ นโยบายเกี่ยวกับการดูแลสิ่งแวดล้อม การปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการในปีที่ผ่านมา เป็นต้น

5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ถือเป็นบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของของบริษัท คณะกรรมการควรมีความรับผิดชอบต่อการปฏิบัติหน้าที่ของตนต่อผู้ถือหุ้นและต้องเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ โดยกรรมการควรมีสภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และ ความเป็นอิสระต่อการตัดสินใจ ซึ่งจะยึดถึงประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นเป็นอันดับแรกบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการควรแยกความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการให้ชัดเจน ซึ่งคุณสมบัติของคณะกรรมการประกอบไปด้วย ทักษะ ประสบการณ์ ความสามารถเฉพาะด้านที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท เพื่อการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ควรจัดให้มีการชดเชยต่าง ๆ เพื่อช่วยสอดคล้องกับการทำงาน และกลั่นกรองงานตามความจำเป็น ควรมีการกำหนดนโยบาย บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบไว้อย่างชัดเจน โดยคณะกรรมการทุกคนควรเข้าใจถึงหน้าที่และความรับผิดชอบ และต้องทราบถึงลักษณะของธุรกิจพร้อมแสดงความคิดเห็นของตนเองอย่างเป็นอิสระโดยไม่ถูกกดดันจากกิจกรรมการควรที่จะปฏิบัติหน้าที่ด้วยความสุจริตต่อผู้ถือหุ้นทุกท่าน โดยคำตอบแทนของกรรมการ กรรมการไม่ควรอนุมัติคำตอบแทนของตนด้วยตัวเองเนื่องจากเป็นผลประโยชน์โดยตรงต่อกรรมการเอง

### 2.3.1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) ถือเป็นเรื่องสำคัญต่อองค์กรและเป็นเรื่องสำคัญซึ่งได้รับความสนใจเป็นอย่างมากจากกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย จากผลการศึกษาในงานวิจัย (เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย, อนุวัฒน์ ภัคคีดี, และศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2562) พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการส่งผลให้กิจการมีความน่าเชื่อถือและนักลงทุนต่างเชื่อถือ และเต็มใจในการลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ค่อนข้างต่ำ กล่าวได้ว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีส่วนสำคัญที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ (เสาวณีย์ โปร่งศิริกุล, 2562) ที่ค้นพบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 คะแนนการกำกับดูแลกิจการส่งผลเชิงบวกกับอันดับเครดิตขององค์กร

สรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือในการส่งเสริมในกิจการบรรลุวัตถุประสงค์ ซึ่งหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการแข่งขัน และรักษาเงินทุนของกิจการ นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวโดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย ส่วนรวมการกำกับดูแลกิจการช่วยให้กิจการลดต้นทุนทางการเงินได้ หากกิจการต้องการเพิ่มทุน

เมื่อมีการกำกับดูแลกิจการเสริมสร้างความน่าเชื่อถือให้นักลงทุน แน่ใจว่าหากกิจการกู้ยืมเงินจากสถาบันทางการเงิน ธนาคาร หรือเจ้าหนี้ ดอกเบี้ยจะสูงกว่าการจ่ายปันผล และต้องจ่ายชำระคืนเงินต้นต้นพร้อมดอกเบี้ยตามวันและเวลาที่กำหนดไม่ว่าในปีนั้นมีผลประกอบการที่ดีหรือไม่

## 2.4 การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ

ธนาคารแห่งประเทศไทย พ.ศ.2557 จุดเริ่มต้นของการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือเริ่มต้นเมื่อ ค.ศ.19 เป็นช่วงที่มีการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของ 3 บริษัทยักษ์ใหญ่ ประกอบไปด้วย S&P's Moody's และ Fitch เริ่มแรกมีเพียง การตีพิมพ์การวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น และตราสารหนี้เพียงในสหรัฐเท่านั้น ภายหลังจากได้มีการให้จัดอันดับเครดิตให้มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น โดยการแบ่งตราสารแต่ละชนิดแยกออกจากกันเป็นอันดับต่างๆ ที่แตกต่างกันตามการจัดอันดับ เพื่อให้ง่ายต่อการที่นักลงทุนใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจก่อนลงทุน และให้มั่นใจได้ว่าผู้ออกตราสารมีความสามารถในการชำระหนี้มากหรือน้อยเพียงใด ซึ่งการจัดอันดับของตราสารหนี้ที่นักลงทุนสามารถลงทุนได้ โดยสรุปแล้วการจัดอันดับเครดิตแบ่งออกเป็น 2 ประเภทที่มักพบเห็นหรือเป็นที่นิยมใช้ดังนี้

1) การจัดอันดับเครดิตขององค์กร รัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชน โดยการจัดอันดับเครดิตขององค์กรจะสะท้อนถึงสถานะทางการเงิน ศักยภาพและความแข็งแกร่งขององค์กร โดยวัดค่าจากฐานะทางการเงินของกิจการนั้น ๆ รวมทั้งเศรษฐกิจ ซึ่งอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือขององค์กรสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถของการชำระหนี้ เนื่องจากบางครั้ง เจ้าหนี้ หรือสถาบันการเงินส่วนใหญ่ มักใช้อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมาเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจประกอบการพิจารณาให้สินเชื่อแก่องค์กร โดยสถาบันการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจะใช้ข้อมูลทางการเงินรวมทั้งโครงสร้างขององค์กรมาใช้ในการพิจารณา หากองค์กรนั้นมีระดับเครดิตที่ดีก็จะมีผลการออกตราสารหนี้เพื่อกู้ยืมเงินมาใช้ในการลงทุน

2) การจัดอันดับเครดิตของตราสารหนี้ หากออกด้วยรัฐบาล หรือรัฐวิสาหกิจจะถูกเรียกว่า “พันธบัตร” แต่หากออกโดยภาคเอกชนจะถูกเรียกว่า “หุ้นกู้” ซึ่งการจัดอันดับเครดิตของตราสารหนี้ถือเป็นดัชนีที่สำคัญต่อการวัดความสามารถในการทำกำไรขององค์กร ซึ่งการลงทุนในส่วน of ตราสารหนี้ผู้ลงทุนควรที่จะพิจารณาถึงอายุของพันธบัตรและอัตราดอกเบี้ย เพื่อเป็นหลักประกันว่าตรงกับความต้องการของผู้ลงทุนหรือไม่ โดยผู้ลงทุนนั้นสามารถใช้อันดับเครดิต

ความน่าเชื่อถือขององค์กรในการหลักชี้วัดความเสี่ยงการลงทุนว่าองค์กรมีการผิन्छชำระหนี้เท่าใด หรือเพื่อให้ทราบว่าคุณออกตราสารเป็นใครรัฐบาล รัฐวิสาหกิจ หากมีการค้ำประกันให้ความเสี่ยงในการลงทุนจะค่อนข้างต่ำกว่าไม่มีการค้ำประกันกับผู้ออก และอันดับเครดิตนั้นมักจะพบในกลุ่มของ Investment Grade ในส่วนของหุ้นกู้ที่เอกชนเป็นผู้ออกโดยหุ้นกู้จะมีหลายประเภท ได้แก่หุ้นกู้ ระยะยาว หุ้นกู้ระยะสั้น และหุ้นกู้ด้อยสิทธิ เนื่องจากหุ้นกู้ที่เอกชนออกนั้นมีความหลากหลาย ในการลงทุน ผู้ลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้มากมักจะลงทุนในหุ้นกู้เนื่องจากมีความมั่งคั่งร่ำรวยของฐานะการเงินและการดำเนินธุรกิจ แต่เนื่องด้วยเอกชนเป็นผู้ออกตราสารดังกล่าวการผิन्छชำระหนี้จึงมีสูง และมากกว่าพันธบัตรรัฐบาล กล่าวได้ว่ากรณีที่หุ้นกู้ให้ผลตอบแทน อัตราดอกเบี้ยสูง เนื่องจากหุ้นกู้มีความเสี่ยงสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล โดยอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออาจแบ่งออกเป็น 3 กลุ่มดังนี้

(1) กลุ่ม Investment Grade (กลุ่มระดับลงทุน) คือกลุ่มที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือในระดับที่น่าลงทุน เริ่มตั้งแต่ AAA หมายถึงอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือสูงสุดและมีความเสี่ยงต่ำที่สุด ไล่ลงมาจนถึงระดับ BBB มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือปานกลางมีความสามารถในการชำระหนี้ได้ในเกณฑ์ปานกลาง

(2) กลุ่ม Non-Investment Grade (กลุ่มต่ำกว่าระดับลงทุน) หรือเรียกอีกอย่างว่า Speculative Grade (กลุ่มที่ลงทุนเพื่อการเก็งกำไร) หมายถึงอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงสูงนับตั้งแต่ BB ลงมาซึ่งเป็นตราสารที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือลดลงอาจไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ได้ตามที่กำหนด

(3) กลุ่ม Unrated Bond (ไม่มีการจัดอันดับเครดิต) เป็นตราสารหนี้ที่ไม่ได้ส่งไปจัดอันดับหรือเป็นตราสารหนี้ที่ขอให้จัดอันดับแล้วแต่ไม่ได้รับการพิจารณา ซึ่งตราสารหนี้กลุ่มนี้จะจูงใจด้วยผลตอบแทนสูงแต่ก็แลกมาด้วยความเสี่ยงที่สูงมากเช่นเดียวกัน โดยจะเสนอขายเฉพาะให้แบบเฉพาะเจาะจง (Private Placement) กับกลุ่มนักลงทุนสถาบัน และบุคคลที่มีสินทรัพย์ 50 ล้านบาทขึ้นไป

สรุปได้ว่าอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจของ นักลงทุน และช่วยส่งเสริมให้องค์กรภาพลักษณ์ที่ดี จากงานวิจัยในอดีต (นุชนก ชูแสง, 2550) กล่าวว่าอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือนอกจากจะเป็นประโยชน์สำหรับการออกตราสารหนี้แล้วยังช่วยให้องค์กรมีภาพลักษณ์ที่ดีอีกด้วย แต่หากองค์กรมีอันดับเครดิตน้อยหรือไม่เป็นที่พอใจจะช่วยกระตุ้นองค์กรมีการพัฒนาปรับปรุงให้มีอันดับเครดิตที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตามการจัดอันดับเครดิตไม่ได้มีเพื่อเป็นการ

แนะนำการซื้อขายหรือการถือครองตราสารหนี้แต่เป็นการให้ความเห็นเกี่ยวกับความเสี่ยงในการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยคืนของผู้ออกตราสาร และเพื่อให้ง่ายต่อการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้ให้เกณฑ์ในการจัดอันดับเครดิต ของบริษัท โดยการวิเคราะห์จะมุ่งเน้นไปที่การใช้ข้อมูลเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ เพื่อเป็นการรักษามาตรฐานให้ผลการประเมินที่ออกมานั้นสามารถเปรียบเทียบกันได้และเพื่อให้ผู้ใช้ข้อมูลมั่นใจได้ว่า ปัจจัยหลักที่สำคัญในการนำข้อมูลมาพิจารณาวิเคราะห์อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจะต้องผ่านกระบวนการและการพิจารณาอย่างถี่ถ้วน ดังนั้นการวิเคราะห์จะต้องครอบคลุมข้อมูลในอุตสาหกรรมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ธุรกิจ โดยมีการให้ความสำคัญและน้ำหนักของข้อมูลแต่ละตัวแปรซึ่งจะขึ้นอยู่กับลักษณะของแต่ละธุรกิจจัดให้มีเกณฑ์การวิเคราะห์ในตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.3 การใช้หลักเกณฑ์การจัดอันดับเครดิตของบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

หลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์	รายละเอียดในการวิเคราะห์
การวิเคราะห์ระดับอุตสาหกรรม	ภาวะอุตสาหกรรม (1) แนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรม (2) สภาพการแข่งขัน (3) ภาวะการจ้างงาน (4) แหล่งวัตถุดิบ (5) ความผันผวนของเทคโนโลยี (6) ระเบียบและกฎเกณฑ์ของทางการที่สนับสนุนหรือก่อกำหนดให้แก่ผู้ประกอบการ (7) ความเสี่ยงอื่น ๆ ของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท
การวิเคราะห์ธุรกิจของบริษัท	ทีมผู้บริหารและกลยุทธ์ (1) โครงสร้างองค์กรและทีมผู้บริหาร (2) กลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ (3) ความสอดคล้องของแผนและผลการดำเนินงานจริง การสนับสนุนจากผู้ถือหุ้นและเครือข่ายธุรกิจวิเคราะห์บริษัทในเชิงเปรียบเทียบภายในอุตสาหกรรม (1) ส่วนแบ่งตลาด (2) ผู้นำทางเทคโนโลยี (3) ประสิทธิภาพการผลิต

ตารางที่ 2.3 การใช้หลักเกณฑ์การจัดอันดับเครดิตของบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด (ต่อ)

หลักเกณฑ์ในการวิเคราะห์	รายละเอียดในการวิเคราะห์
การวิเคราะห์การเงินของบริษัท	(1) ความสามารถในการทำกำไร (2) โครงสร้างทางการเงิน (3) สภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงิน (4) ความเพียงพอของกระแสเงินสดในการชำระหนี้

ที่มา: บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด, 2565

การวิเคราะห์ข้อมูลของบริษัทในเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ ซึ่งการประเมินสถานะของบริษัทจะใช้ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณชนโดยการวิเคราะห์จะแบ่งออกเป็น การวิเคราะห์ทางด้านธุรกิจ และการวิเคราะห์ทางการเงิน การจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจะต้องอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงิน โดยจะวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเป็นหลัก นอกจากนี้ยังมีหลายปัจจัยที่มีความสำคัญไม่น้อยไปกว่ากัน เช่น นโยบายทางการเงิน ความสามารถในการทำกำไรของทีมผู้บริหารและการตลาด เป็นต้น ซึ่งต้องวิเคราะห์ข้อมูลในเชิงคุณภาพร่วมด้วย เมื่อมีการวิเคราะห์ข้อมูลเสร็จสิ้นจะมีการให้อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือให้แก่องค์กร การให้อันดับเครดิตองค์กรนั้นจะมีหลักเกณฑ์ในการพิจารณาอย่างชัดเจนซึ่งความหมายของระดับผลการจัดอันดับเครดิตแต่ละระดับมีความหมายดังนี้

ตารางที่ 2.4 ระดับคะแนนการจัดอันดับเครดิต

ระดับคะแนน	ความหมาย
AAA	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือสูงสุดเป็นระดับคะแนนที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ผู้ที่ออกตราสารหนี้ มีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยสูงที่สุดเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นซึ่งส่งผลกระทบต่อของกิจการ เช่น การเมือง เศรษฐกิจ กฎหมาย และสภาพแวดล้อมกิจการดังกล่าวจะได้รับผลกระทบน้อยมากเนื่องจากมีความแข็งแกร่งสูง
AA	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับที่มีความเสี่ยงที่ต่ำมาก ผู้ที่ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยสูงในเกณฑ์ที่สูงเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นผลกระทบต่อกิจการอาจมากกว่าการที่ได้รับอันดับความน่าเชื่อถือในระดับAAA

ตารางที่ 2.4 ระดับคะแนนการจัดอันดับเครดิต (ต่อ)

ระดับคะแนน	ความหมาย
A	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับความเสี่ยงที่ต่ำผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนในเกณฑ์ที่สูงเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นผลกระทบอาจส่งผลต่อกิจการอาจมากกว่าการที่ได้รับอันดับความน่าเชื่อถือในระดับAA
BBB	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับความเสี่ยงปานกลางผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนในเกณฑ์ที่เพียงพออยู่ในระดับปานกลาง เมื่อมีความผันผวนที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ หรือทางสถานะเศรษฐกิจต่าง ๆ อาจจะมีผลกระทบเล็กน้อยในความสามารถของการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนเมื่อเทียบกับอันดับเครดิตที่สูงกว่า
BB	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับความเสี่ยงสูง ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนในเกณฑ์ที่เพียงพออยู่ในระดับปานกลางเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นซึ่งส่งผลทางตรงของกิจการ เช่นการเมือง เศรษฐกิจ กฎหมาย และสภาพแวดล้อมกิจการดังกล่าวจะได้รับผลกระทบซึ่งอาจส่งผลให้ความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยไม่เพียงพอ
B	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับความเสี่ยงสูงมากผู้ที่ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนในเกณฑ์ที่ต่ำ และกิจการอาจหมดความสามารถหรือหมดความตั้งใจที่จะชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนตามการเปลี่ยนแปลงของสถานะการณ์ของกิจการและสถานะเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อกิจการ
C	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับที่กิจการอาจมีความสามารถในการผิคนัดชำระหนี้สูงที่สุด เนื่องจากความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยและการคืนเงิน อาจจะต้องอาศัยเงื่อนไขที่เอื้ออำนวยทางธุรกิจ เศรษฐกิจเป็นอย่างมากจึงจะสามารถในการชำระหนี้คืนได้
D	ระดับนี้ถือเป็นระดับที่อยู่ในสถานะผิคนัดชำระหนี้ ผู้ออกตราสารหนี้ไม่สามารถชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยได้ตามที่กำหนดได้

ที่มา: บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด, 2565



อันดับเครดิตตั้งแต่ AA – C อาจมีเครื่องหมาย + หรือ - ต่อท้าย เพื่อให้เห็นความแตกต่างของคุณภาพของคะแนนการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับเดียวกัน ทั้งนี้ยังมีการกำหนดแนวโน้มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือไปพร้อมกับอันดับเครดิตขององค์กร เพื่อจะสะท้อนถึงมุมมองของความเป็นไปได้ ซึ่งเกี่ยวข้องกับเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือนั้นอยู่ในระยะสั้น ระยะกลางหรือระยะยาว โดยจะพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงของสถานะเศรษฐกิจ หรือสภาพแวดล้อมของอุตสาหกรรมนั้น ในอนาคตที่อาจจะส่งผลต่อความสามารถในการชำระหนี้พร้อมดอกเบี้ยคืนแก่เจ้าหนี้ โดยแนวโน้มของการออกตราสารให้แก่องค์กรใดองค์กรหนึ่งมักจะให้เท่ากับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือขององค์กรนั้น ๆ กล่าวได้ว่าแนวโน้มของเครดิตตราสารนี้ที่ออกจะเท่ากับความสามารถในการชำระหนี้พร้อมดอกเบี้ยคืนขององค์กรนั้น ซึ่งแนวโน้มดังกล่าวจะแบ่งออกเป็น 4 ประเภทได้แก่

- 1) Positive หมายถึง แนวโน้มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อาจจะปรับขึ้น
- 2) Stable หมายถึง แนวโน้มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลง
- 3) Negative หมายถึง แนวโน้มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อาจจะปรับลดลง
- 4) Developing หมายถึง แนวโน้มระดับของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อาจจะปรับขึ้นปรับลงหรือไม่มีการเปลี่ยนแปลง

อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือไม่เพียงแต่สะท้อนถึงความสามารถโดยรวมขององค์กร ยังสะท้อนสถานะทางการเงินอีกด้วย โดยจะสะท้อนให้เห็นถึงระดับความสามารถขององค์กรในการชำระหนี้คืนให้แก่เจ้าหนี้ขององค์กรนั้น ๆ และไม่เจาะจงว่าเป็นเจ้าหนี้รายใดเป็นหลัก ไม่รวมถึงการเปลี่ยนแปลงที่มีความผันผวนจากสกุลเงินต่างประเทศที่มีความผันผวนสูง

## 2.5 บทสังเคราะห์วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

### 2.5.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสัมพันธ์กัน โดยงานวิจัยของ (กิตติชัย สถิตมันน์ วิวัฒน์, 2548) ศึกษาความสัมพันธ์ของกลไกการควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งใช้ข้อมูลในปี 2546 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 285 บริษัท และได้ค้นพบว่า การที่คณะกรรมการมี

ลักษณะเป็นกลุ่มเครือข่ายกันจะส่งผลทางลบต่อผลการดำเนินงานสำหรับกลไกของการกำกับดูแลกิจการไม่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีเพียงขนาดของกิจการที่ส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ขณะที่งานวิจัยของ (ฉวีวรรณ ชูสนุก และอัมพล ชูสนุก, 2555) ได้ค้นพบว่าอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลไกการกำกับดูแลกิจการได้แก่คุณลักษณะของคณะกรรมการ สิ่งจูงใจของกรรมการและฝ่ายบริหาร การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ ประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างเงินทุน ในส่วนของผลการดำเนินงานของบริษัทจะถูกรัดด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จากผลการวิจัยพบว่าปัจจัยที่ส่งผลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และค่าตอบแทนของกรรมการ ได้แก่ทักษะความรู้ของกรรมการในส่วนของและฝ่ายบริหารเองมีอิทธิพลทางบวกต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในอดีตสามารถพิสูจน์ได้ว่าการกำกับดูแลกิจการมีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเช่น (กานดา พิศาลปีติ, 2558) ได้ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบเชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน วัดผลการดำเนินงานโดยเลือกใช้ใช้อัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนของกรรมการอิสระ และจำนวนครั้งในการเข้าร่วมประชุมของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ยังพบอีกว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะได้รับการประเมินให้มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงนั้นจะช่วยส่งเสริมให้มีอัตราส่วนทางการเงินที่สูงตาม ขณะเดียวกัน (ฉณาการ ปุประระ และคณะ, 2559) พบว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อการดำเนินงานได้แก่ สัดส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (เพ็ญจันทร์ แสงอรุณ, 2562; โสธยา อรไทรวรรณ, 2562) ที่พบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชีส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าทางการตลาดของกิจการ เช่นงานวิจัยของ(สาริยา นวลถวิล และกุสุมา คำพิทักษ์, 2563) พบว่าอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนและอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

จากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมายังบอกถึงความสัมพันธ์ในด้านต่าง ๆ ของคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานที่มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกัน Miyajima (2007) ได้อธิบายเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานซึ่งได้ใช้

อัตราส่วนทางการเงินการวัดผล ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) ในขณะที่ Black, Jang, and Woocha (2006) ที่พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชี (Price To Book Value Per Share Ratio) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำกับดูแลกิจการ หมายความว่า หากกิจการ มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะมีผลการดำเนินงานที่ดีตามไปด้วย เนื่องจากการกำกับ ดูแลกิจการจะช่วยลดการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และช่วยลดโอกาสในการปกปิดข้อมูลและลดกระทำการทุจริต ก็จะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการจะช่วยให้อำนาจการดำเนินงานไปอย่างมีระบบการจัดการภายในองค์กรที่ดี เพื่อนำไปสู่การดำเนินงาน ผลการดำเนินงานที่ดี

### 2.5.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอันดับเครดิตกับผลการดำเนินงาน

จากงานวิจัยในอดีตที่นักวิจัยหลายท่าน ได้ใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินเป็นการวัดค่าของผลการดำเนินงาน ในปี 2539 (กัญญา วิฑิตยานนท์, ชัยวัฒน์ อัครวิทรางกูร, และสุวรรณ กลิ่นมะลิ, 2539) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดอันดับเครดิต โดยใช้ตัวแปร 6 ตัวเพื่อทำการทดสอบประกอบไปด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย เบต้าของหุ้นสามัญอัตราการเติบโตของผลผลิตมวลรวมที่แท้จริง และลักษณะเฉพาะของกิจการกลุ่มสถาบันการเงิน เพื่อทดสอบปัจจัยที่ส่งผลต่ออันดับเครดิต ซึ่งเลือกใช้ข้อมูล การจัดอันดับเครดิตช่วงระหว่างปี 2536 – 2538 เฉพาะกิจการภาคเอกชนรวมทั้งสิ้น 39 ตัวอย่าง และไม่พบว่าตัวแปรใดส่งต่อ อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ แต่ยังมีงานวิจัยจำนวนหนึ่งค้นพบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตเช่นงานวิจัยของ (บังอร ขาวเผือก, 2552) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับอันดับเครดิตของบริษัทจดทะเบียน ในช่วงปีพ.ศ. 2546 – 2552 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในการทดสอบหาความสัมพันธ์ และได้ค้นพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับงานวิจัยของ (เอนก อรุณศรีแสงไชย และคณะ, 2554) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอันดับเครดิตของบริษัทจดทะเบียน ในช่วงปี 2547 – 2551 โดยใช้แบบจำลองในการพยากรณ์ อันดับเครดิต พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตประกอบไปด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน นอกจากนี้ยังได้ค้นพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2547 – 2551 ประกอบไปด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนขณะที่ (ธรรณชัย หวังคณาภ, 2561) ได้อธิบายเกี่ยวกับงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอันดับเครดิตกับอัตราส่วน

ทางการเงินและปัจจัยอื่น ๆ โดยใช้แหล่งข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2560 พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิต ได้แก่ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

นอกจากนี้ มีงานวิจัยอีกหลายฉบับที่ใช้อัตราส่วนทางการเงินในการพยากรณ์อันดับเครดิต ความน่าเชื่อถือ เช่นในงานวิจัยของ Pinches and Mingo (1973) พบว่าผลการดำเนินงานที่วัดผลด้วยอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์ต่ออันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Horrigan (1966) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือซึ่งได้รับการจัดอันดับเครดิตจาก Moody และ Standard and Poor เพื่อทำการศึกษาในการหาความสัมพันธ์ของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ กับอัตราส่วนทางการเงิน ในส่วนของ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ จากงานวิจัยของ Kennedy and Suan (2001) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของบริษัทที่ประกอบธุรกิจในประเทศอเมริกา ในช่วงปี 1989 – 1993 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ซึ่งผลการทดสอบของงานวิจัยฉบับนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Pinches and Mingo (1973)

จากบทสังเคราะห์ผลงานวิจัยในอดีตที่กล่าวข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า ผลการดำเนินงานทางการเงิน ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์จะสัมพันธ์และส่งผลให้อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่แตกต่างกัน แต่ยังมีผลงานวิจัยบางฉบับที่มีสรุปผลการวิจัย ไม่สอดคล้องกัน เช่นอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นต้น ในทำนองเดียวกันคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นผู้ทำการสำรวจและประเมินจากรายงานผลการวิจัยข้างต้น พบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานแต่พบว่ายังมีผลการวิจัยที่ไม่สนับสนุนว่าการกำกับดูแลกิจการนั้นเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานโดยตรงโดยอ้างถึงบทบาทของคณะกรรมการบริษัทที่เป็นผู้บริหารระดับสูง และแนวทางตามข้อกำหนด การกำกับดูแลกิจการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ด้วยเหตุนี้ในการพัฒนาสมมติฐานการวิจัย จึงมีความเห็นว่าทั้งอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการน่าจะมีความเป็นไปได้ที่จะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน โดยจะนำตัวแปรที่ใช้แทนผลการดำเนินงานทางการเงินจากผลการวิจัยข้างต้นที่สอดคล้องกันกับวัตถุประสงค์ของการวิจัยฉบับนี้ เป็นตัวแปรที่จะ

นำมาทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งจะแสดงไว้ในตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2.5 สรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรม

รายชื่อผู้วิจัยในอดีต	ตัวแปร	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวม	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางการบัญชี
ชรณรัชช์ หวังคณาภ, 2560			✓		✓				
จินตวิษณุ ภูพานิชย์, 2553	✓								
เสาวณีย์ โปร่งศิริกุล, 2562	✓	✓				✓			
ฉวีวรรณ ชูสนุกและอัมพล ชูสนุก, 2554	✓								
มัทยา ดิจริงจริง, 2552	✓								
ชาญศิริ ขาวนาใต้, 2554	✓								
ศาสวัต มาศสุพงษ์, 2557	✓								
บังอร ขาวเฟือก, 2552						✓			
กานดา พิศาลปิติ, 2558	✓	✓	✓						
เอนก อรุณศรีแสงไชย และคณะ, 2554			✓		✓	✓	✓		
รมิดา คงเขตวนิช, 2561	✓	✓	✓						
ศิขรินทร์ อิศรกุล, 2556	✓	✓	✓				✓		

ตารางที่ 2.5 สรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรม (ต่อ)

รายชื่อผู้วิจัยในอดีต	ตัวแปร	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี
ภัทรศจี จำจรุช, 2562		✓	✓							
เกรียงไกร บุญเลิศสุทัย และคณะ, 2562		✓								
สุชนา จตุรภูมิทรัพย์, 2564		✓				✓				
จิตชนก ดวงแข, 2555			✓							
สรินยา เขาวนัเกษม, 2552		✓	✓				✓			
วรลักษณ์ อิศรางกูร ณ อยุธยา, 2558		✓	✓							
ณญาดา สุขอนันตธรรม, 2558		✓								
สภัสสรฯ ยามะเทวัน, 2562			✓	✓						
ฉณาการ ปุประระ และคณะ, 2559			✓	✓						✓
เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ, 2562								✓	✓	
โสธยา อรไทรธรรม, 2562		✓								✓
สาริยา นวลถวิล และกุสุมา คำพิทักษ์, 2563				✓	✓					✓
Pinches & Mingo, 1973			✓							
Horrigan, 1966					✓					
Kennedy & Suan, 2001			✓							

ตารางที่ 2.5 สรุปตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยจากการทบทวนวรรณกรรม (ต่อ)

ตัวแปร รายชื่อผู้วิจัยในอดีต	ตัวแปร							
	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม	อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี
Miyajima, 2007		✓						
Black et al., 2006								
รวม	16	15	6	4	4	3	1	4

ที่มา: ผู้วิจัย

## 2.6 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการสังเคราะห์วรรณกรรมที่กล่าวไว้ข้างต้น ผู้วิจัยได้กำหนดกรอบแนวคิดที่ผู้วิจัยต้องการที่จะศึกษาเปรียบเทียบถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยสามารถเขียนกรอบแนวคิดของงานวิจัยได้ดังนี้



รูปที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

## 2.7 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

เกณฑ์ในการจัดอันดับเครดิตส่วนหนึ่งจะพิจารณาจากผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท ดังนั้นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ จึงเป็นผลจากผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน ในขณะที่คุณภาพการกำกับดูแลกิจการจะเป็นข้อมูลที่แสดงถึงคุณภาพของการบริหารงานของผู้บริหารของกิจการ ซึ่งผลการดำเนินงานทางการเงินที่เกิดขึ้นจะเป็นผลที่เกี่ยวข้องเนื่องจากการมีระบบและกลไกในการบริหารจัดการที่ดี ดังนั้นคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจึงอาจจะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน สมมติฐานการวิจัย จึงเป็นดังนี้



สมมติฐานที่ 1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีอันดับคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ แตกต่างกัน ดังนี้

สมมติฐาน 1.1 ด้านสภาพคล่อง

สมมติฐาน 1.2 ด้านภาระหนี้สิน

สมมติฐาน 1.3 ด้านประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์

สมมติฐาน 1.4 ด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร

สมมติฐาน 1.5 ด้านมูลค่าทางการตลาด

สมมติฐานที่ 2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการต่างกัน จะมีผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ แตกต่างกัน ดังนี้

สมมติฐาน 2.1 ด้านสภาพคล่อง

สมมติฐาน 2.2 ด้านภาระหนี้สิน

สมมติฐาน 2.3 ด้านประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์

สมมติฐาน 2.4 ด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร

สมมติฐาน 2.5 ด้านมูลค่าทางการตลาด

สมมติฐานที่ 3 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการ และอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกัน จะมีผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ แตกต่างกัน ดังนี้

สมมติฐาน 3.1 ด้านสภาพคล่อง

สมมติฐาน 3.2 ด้านภาระหนี้สิน

สมมติฐาน 3.3 ด้านประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์

สมมติฐาน 3.4 ด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร

สมมติฐาน 3.5 ด้านมูลค่าทางการตลาด

### บทที่ 3

#### ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างในผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ ระหว่างกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกัน ใช้วิธีการดำเนินการวิจัยเชิงพรรณนา โดยการกำหนดขนาด และวิธีการคัดเลือกหน่วยตัวอย่างจากกลุ่มประชากรที่กำหนดตัวแปร และการวัดค่าตัวแปรที่เหมาะสมตลอดจนมีวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยและวิธีวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อให้ได้มาซึ่งผลการวิจัยที่เชื่อถือได้ ตามวัตถุประสงค์การวิจัย ดังจะกล่าวต่อไปนี้

#### 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากร (Population) บริษัทที่เสนอชื่อให้บริษัท ทรিসเรทติ้ง จำกัด จัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือในระหว่างช่วงปี พ.ศ.2562 – 2564 ซึ่งมีจำนวนบริษัทดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3.1 จำนวนประชากร

ปี พ.ศ.2562	ปี พ.ศ.2563	ปี พ.ศ.2564
รวม 222 บริษัท	รวม 220 บริษัท	รวม 223 บริษัท

กลุ่มตัวอย่าง ใช้วิธี Purposive โดยกำหนดเงื่อนไขการคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างดังนี้

- 1) ต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยื่นเสนอชื่อให้แก่บริษัท ทรিসเรทติ้ง จำกัด ในจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ในระหว่างช่วงปี พ.ศ.2562 – 2564 ทุกบริษัท
- 2) ต้องไม่เป็นกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งได้แก่ ธนาคาร ประกันภัย และประกันชีวิต บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ เป็นต้น
- 3) ต้องมีรายชื่อในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตลอดระยะเวลาที่ศึกษา ได้แก่ พ.ศ. 2562 – 2564

ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างจะประกอบด้วย บริษัทที่มีคุณสมบัติเป็นไปตามเกณฑ์ข้างต้นดังแสดงในตารางที่ 3.2 และ 3.3

ตารางที่ 3.2 จำนวนบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง

เกณฑ์การคัดเลือก	2562	2563	2564
บริษัททั้งหมดที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ	222	220	223
หัก บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	(69)	(70)	(65)
หัก บริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจสถาบันการเงิน	(24)	(21)	(29)
หัก บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ตลอดระยะเวลา 3 ปี ที่ศึกษา	(41)	(41)	(41)
รวมบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง	88	88	88
รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น	264		

ตารางที่ 3.3 แสดงรายชื่อกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี

บริษัท	ปี พ.ศ.2562	ปี พ.ศ.2563	ปี พ.ศ.2564
GUNKUL	✓	✓	✓
ANAN	✓	✓	✓
TTCL	✓	✓	✓
PTTEP	✓	✓	✓
BEC	✓	✓	✓
GLOBAL	✓	✓	✓
PREB	✓	✓	✓
NOBLE	✓	✓	✓
UNIQ	✓	✓	✓
CKP	✓	✓	✓
PTG	✓	✓	✓

ตารางที่ 3.3 แสดงรายชื่อกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี (ต่อ)

บริษัท	ปี พ.ศ.2562	ปี พ.ศ.2563	ปี พ.ศ.2564
TPIPP	✓	✓	✓
CFRESH	✓	✓	✓
TPIPL	✓	✓	✓
ORI	✓	✓	✓
CI	✓	✓	✓
CK	✓	✓	✓
SAMTEL	✓	✓	✓
SAMART	✓	✓	✓
WHA	✓	✓	✓
CWT	✓	✓	✓
BEM	✓	✓	✓
BTS	✓	✓	✓
EA	✓	✓	✓
AP	✓	✓	✓
BANPU	✓	✓	✓
CPF	✓	✓	✓
RATCH	✓	✓	✓
EASTW	✓	✓	✓
THCOM	✓	✓	✓
JMART	✓	✓	✓
SST	✓	✓	✓
SGP	✓	✓	✓
BCH	✓	✓	✓
GLAND	✓	✓	✓
ICC	✓	✓	✓
CPALL	✓	✓	✓
QH	✓	✓	✓
AMATA	✓	✓	✓

ตารางที่ 3.3 แสดงรายชื่อกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี (ต่อ)

บริษัท	ปี พ.ศ.2562	ปี พ.ศ.2563	ปี พ.ศ.2564
SPCG	✓	✓	✓
TFG	✓	✓	✓
BCP	✓	✓	✓
MBK	✓	✓	✓
ECF	✓	✓	✓
IVL	✓	✓	✓
PF	✓	✓	✓
CENDEL	✓	✓	✓
AQUA	✓	✓	✓
BH	✓	✓	✓
TSE	✓	✓	✓
LALIN	✓	✓	✓
LOXLEY	✓	✓	✓
SINGER	✓	✓	✓
TU	✓	✓	✓
KSL	✓	✓	✓
CBG	✓	✓	✓
ITD	✓	✓	✓
TWPC	✓	✓	✓
STA	✓	✓	✓
OISHI	✓	✓	✓
BDMS	✓	✓	✓
SPALI	✓	✓	✓
GPSC	✓	✓	✓
PSL	✓	✓	✓
TPOLY	✓	✓	✓
SC	✓	✓	✓

ตารางที่ 3.3 แสดงรายชื่อกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี (ต่อ)

บริษัท	ปี พ.ศ.2562	ปี พ.ศ.2563	ปี พ.ศ.2564
TPCH	✓	✓	✓
TTW	✓	✓	✓
TMT	✓	✓	✓
MAJOR	✓	✓	✓
TTA	✓	✓	✓
GULF	✓	✓	✓
AH	✓	✓	✓
CPN	✓	✓	✓
BJC	✓	✓	✓
DTAC	✓	✓	✓
SIRI	✓	✓	✓
LPN	✓	✓	✓
SUPER	✓	✓	✓
NWR	✓	✓	✓
RP	✓	✓	✓
SENA	✓	✓	✓
TRUE	✓	✓	✓
FPT	✓	✓	✓
BGRIM	✓	✓	✓
CCP	✓	✓	✓
WHAUP	✓	✓	✓
LH	✓	✓	✓
รวม	88	88	88
รวมทั้งสิ้น	264		

ดังนั้นจากการพิจารณาตามเงื่อนไขในการคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มประชากร และกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยฉบับนี้จากปี พ.ศ. 2562 – 2564 มีกลุ่มประชากรและกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งสิ้น 264 บริษัท โดยรายชื่อกลุ่มตัวอย่างดังตารางที่ 3.3

## 3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

### 3.2.1 ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระในงานวิจัยฉบับนี้ เป็นตัวแปรเชิงกลุ่ม มี 2 ตัวแปร ซึ่งนำมาใช้ในการจัดกลุ่มบริษัทจดทะเบียนฯ ที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง เพื่อให้สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ทางสถิติ โดยการจัดกลุ่มจะจัดตามอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) ของบริษัท ที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมาจากบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ในปี พ.ศ.2562 – 2564 และจะทำการแปลงเป็นค่าเป็นตัวเลขลำดับซึ่งพบวิธีการวัดค่าตัวแปรเช่นนี้จากงานวิจัยของ ธรณ์ธันย์ หวังคนาลาก (2560) โดยแบ่งเป็น 4 ลำดับ ตามที่แสดงในตารางที่ 3.4 การจัดกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในอีกมิติหนึ่งเป็นการจัดกลุ่มตามระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) ตามที่ IOD ได้ประเมินบริษัทจดทะเบียนและเช่นเดียวกันเพื่อให้สามารถนำมาวิเคราะห์ข้อมูลรวมกับข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา จะต้องแปลงค่าคะแนนออกเป็นตัวเลขลำดับดังปรากฏในตารางที่ 3.5 ในการกำหนดค่าตัวเลขดังกล่าวจะพบได้จากงานวิจัยของ ศาสวัต มาศสุพงษ์ (2557)

ตารางที่ 3.4 แสดงค่าตัวแปรอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและคำอธิบาย

ค่าลำดับที่กำหนด(CRT)	อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ	คำอธิบาย
CRT = 4	AAA AA+ AA AA-	มีความเสี่ยงน้อยที่สุด เนื่องจากมีความสามารถในการชำระหนี้สูงที่สุด
CRT = 3	A+ A A-	มีความเสี่ยงน้อย เนื่องจากมีความสามารถในการชำระหนี้สูงมาก
CRT = 2	BBB+ BBB BBB-	มีความเสี่ยงปานกลาง เนื่องจากมีความสามารถในการชำระหนี้ปานกลาง
CRT = 1	BB+ BB BB-	มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากมีความสามารถในการชำระหนี้ต่ำ

ตารางที่ 3.5 แสดงค่าตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และคำความหมาย

ค่าลำดับที่กำหนด(CGR)	ตราสัญลักษณ์	ความหมาย
CGR = 5		ดีเลิศ
CGR = 4		ดีมาก
CGR = 3		ดี
CGR = 0		ดีพอใช้
CGR = 0		ผ่าน
CGR = 0	ไม่แสดงสัญลักษณ์	ไม่ผ่าน



### 3.2.2 ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามในที่นี้เป็นตัวแปรเชิงปริมาณประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ที่แสดงถึงผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างในด้านต่าง ๆ ได้แก่ สภาพคล่อง ภาระหนี้สิน ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ ประสิทธิภาพในการทำกำไร ผลการดำเนินงานทางการเงินที่ใช้ข้อมูลทางด้านการตลาด ได้แก่ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน รัชนีลักษณะ วิจิตรสาระวงศ์.(2560). ได้ให้คำนิยามเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน ในแต่ละอัตราส่วน เพื่อวัดคุณภาพของกิจการในการดำเนินงานทั้ง 5 ด้านดังต่อไปนี้

#### ด้านที่ 1: สภาพคล่อง

อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้ในระยะสั้นของกิจการ โดยหากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่คำนวณได้ยังมีค่าสูงเท่าใดจะแสดงให้เห็นได้ว่าบริษัทนั้นมีสินทรัพย์หมุนเวียนที่ประกอบไปด้วย เงินสด ลูกหนี้ รวมถึงสินค้าคงเหลือของกิจการมีมากกว่าหนี้สินในระยะสั้น ซึ่งทำให้อกิจการมีสภาพคล่องที่ดีและมีความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นได้เป็นอย่างดี ซึ่งอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) เมื่อกำหนดค่าออกมาแล้ว ค่าที่ได้จากการคำนวณ จะแสดงอยู่ในรูปแบบ “เท่า” สามารถคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราส่วนทุนหมุนเวียน} = \text{สินทรัพย์หมุนเวียน} / \text{หนี้สินหมุนเวียน}$$

#### ด้านที่ 2: ภาระหนี้สิน

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt To Equity Ratio: D/E) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนให้เห็นถึงโครงสร้างทางการเงินของกิจการว่ามาจากการก่อหนี้ของกิจการหรือส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่ากัน ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt To Equity Ratio: D/E) เมื่อกำหนดแล้วค่าที่ได้จากการคำนวณจะแสดงอยู่ในรูปแบบ “เท่า” สามารถคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

### ด้านที่ 3: ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์

อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover Ratio) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ เมื่อเปรียบเทียบกับยอดขายของกิจการ ซึ่ง อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover Ratio) เมื่อคำนวณค่าออกมาแล้ว ค่าที่ได้จากการคำนวณจะแสดงถึง “เท่า” ในการหมุนเวียนของสินทรัพย์ของกิจการสามารถคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม} = \text{ขายสุทธิ} / \text{สินทรัพย์รวม}$$

### ด้านที่ 4: ประสิทธิภาพในการทำกำไร

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset Ratio: ROA) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยวัดค่าจากสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่ใช้ในการดำเนินงาน ว่าสินทรัพย์นั้นให้ผลตอบแทนจากการดำเนินงาน ได้มากหรือน้อยเพียงใดโดยหากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าสูง จะแสดงให้เห็นถึงการที่ กิจการสามารถใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset Ratio: ROA) ค่าที่ได้จากการคำนวณจะแสดงอยู่ในรูปแบบเปอร์เซ็นต์ (%) หรือร้อยละจะคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \text{กำไรสุทธิ} / \text{สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย}$$

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity Ratio: ROE) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของจะได้ผลตอบแทนจากการดำเนินงานของกิจการมากหรือน้อยเพียงใด โดยหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสูงจะแสดงให้เห็นถึงการที่กิจการสามารถบริหารงานได้เป็นอย่างดีและมีประสิทธิภาพในการทำกำไรได้สูง โดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return On Equity Ratio: ROE) เมื่อคำนวณออกมาแล้ว ค่าที่ได้จากการคำนวณจะแสดงอยู่ในรูปแบบเปอร์เซ็นต์ (%) หรือร้อยละ ซึ่งจะคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \text{กำไรสุทธิ} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้นถัวเฉลี่ย}$$

### ด้านที่ 5: ผลการดำเนินงานทางตลาด

อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price to Earning : P/E) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ดูว่ากิจการมีราคาหุ้นที่เท่าของกำไร ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ยังมีค่าต่ำยิ่งดี เมื่อคำนวณหาค่าแล้ว อัตราส่วนนี้จะแสดงค่าโดยใช้หน่วยเป็น “เท่า” ซึ่งจะสามารถคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น} = \text{ราคาตลาดของหุ้น} / \text{กำไรต่อหุ้น}$$

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price To Book Value Per Share Ratio : PBV) เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงให้เห็นถึงราคาหุ้นในปัจจุบันของกิจการว่าในปัจจุบันนั้น ราคาตลาดของหุ้นสามัญมากกว่าเป็นกี่เท่าของมูลค่าทางบัญชี ซึ่งเมื่อคำนวณอัตราส่วนนี้จะแสดงค่าเป็นจำนวน “เท่า” จะสามารถคำนวณโดยใช้สูตรดังต่อไปนี้

$$\text{อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี} = \text{ราคาตลาดของหุ้น} / \text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}$$

### 3.3 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการเก็บรวบรวมข้อมูลในงานวิจัยฉบับนี้ได้ใช้วิธีการเก็บข้อมูลเป็นรายปีนับตั้งแต่นั้นปี พ.ศ. 2562 – 2564 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 3 ปี ดังนี้

3.3.1 อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ เก็บรวบรวมข้อมูลการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจากบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด โดยค้นหาจาก [www.trisrating.com](http://www.trisrating.com)

3.3.2 คะแนนการกำกับดูแลกิจการ เก็บรวบรวมข้อมูลรายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute Of Directors) (IOD) ผ่านทางเว็บไซต์ [www.thai-iod.com](http://www.thai-iod.com)

3.3.3 ผลการดำเนินงานทางการเงินที่อธิบายด้วยอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมด รวมถึงผลการดำเนินงานทางตลาดที่นำมาใช้ในการศึกษาเก็บรวบรวมข้อมูลจากระบบข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART)

### 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

3.4.1 การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยวิธีวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา สำหรับตัวแปรเชิงกลุ่มได้แก่ ค่าลำดับเครดิตความน่าเชื่อถือและค่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการจะใช้ค่าอัตราร้อยละในการอธิบายในส่วนของตัวแปรเชิงปริมาณได้แก่ อัตราส่วนทางการเงิน และผลการดำเนินงานทางตลาด ที่นำมาใช้อธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งหมดจะใช้ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในการอธิบายการกระจายของค่าผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มตัวอย่าง โดยจะจำแนกตามตัวแปรเชิงกลุ่มทั้งหมด

#### 3.4.2 การทดสอบสมมติฐานการวิจัย เป็นดังนี้

สมมติฐานที่ 1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ แตกต่างกัน สามารถเขียนในรูปของสมมติฐานทดสอบ ดังนี้

$$H_0: \mu_0 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5$$

$$H_1: \mu_0 \neq \mu_3 \neq \mu_4 \neq \mu_5$$

โดยที่  $\mu_i$  คือค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทางการเงินแต่ละอัตราส่วนที่ใช้อธิบายในส่วนของการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างย่อยที่จำแนกตามอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (i) ซึ่ง i มีค่าเท่ากับ 0, 3 - 5

ใช้วิธีวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) ในทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานทางการเงินประมวลผลข้อมูลพร้อมกันทั้ง 3 ปี ค่าสถิติทดสอบคือค่าสถิติ F โดยจะยอมรับสมมติฐานแย้ง (H1) เมื่อค่า Significant < .05 ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

สมมติฐานที่ 2 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการต่างกัน จะมีผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ แตกต่างกัน สามารถเขียนในรูปของสมมติฐานทดสอบ ดังนี้

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3 \neq \mu_4$$

โดยที่  $\mu_j$  คือค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทางการเงินแต่ละอัตราส่วนที่ใช้อธิบายผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างย่อยที่จำแนกตามระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (j) โดย j มีค่าตั้งแต่ 1 ถึง 4

ใช้วิธีวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) ในทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดด้วยอัตราส่วนทางการเงินโดยจะประมวลผลพร้อมกันทั้ง 3 ปี ค่าสถิติทดสอบ คือค่าสถิติ F โดยจะยอมรับสมมติฐานแย้ง (H1) เมื่อค่า Significant < .05 ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

สมมติฐานที่ 3 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของกิจการและอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินในด้านต่าง ๆ แตกต่างกันได้สามารถเขียนในรูปของสมมติฐานทดสอบ ดังนี้

$$H_0: \mu_{ij} = 0 \text{ โดย } i=0,3,4,5$$

$$H_1: \mu_{ij} \neq 0 \text{ โดย } j=1,2,3,4$$

โดยที่  $\mu_{ij}$  คือค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทางการเงินแต่ละอัตราส่วนที่ใช้อธิบายของผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างย่อยที่จำแนกตามระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (i) และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (j)

ใช้วิธีวิเคราะห์ค่าความแปรปรวนสองทาง (Two-way ANOVA) เพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน ที่จัดกลุ่มโดยค่าลำดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และค่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ประมวลผลพร้อมกันทั้ง 3 ปี ค่าสถิติทดสอบ คือค่าสถิติ F โดยจะยอมรับสมมติฐานแย้ง (H1) เมื่อค่า Significant < .05 ที่ช่วงความเชื่อมั่น 95%

## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีมีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ และคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน ซึ่งผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนฯ จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 88 บริษัท ตามวิธีการคัดเลือกหน่วยตัวอย่างที่กล่าวไว้ในบทที่ 3 โดยใช้ข้อมูลทางการเงินที่แสดงถึงผลการดำเนินงานทางการเงินและทางการตลาดในรูปแบบของอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่จัดโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด อันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูลทั้งหมดเก็บรวบรวมตั้งแต่ปี 2562-2564 รวม 3 ปี การวิเคราะห์ข้อมูลในที่นี้ประกอบด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลรายปีและการวิเคราะห์ข้อมูลในภาพรวม ในบทนี้จะกล่าวถึงการวิเคราะห์ข้อมูล และการอธิบายผลการวิเคราะห์ที่ได้ในแต่ละหัวข้อต่อไปนี้

#### 4.1 การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติของตัวแปรจะใช้ค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าความถี่ อัตราร้อยละ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่ออธิบายการกระจายของข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ ซึ่งนำเสนอในตารางที่ 4.1 - 4.3

ตารางที่ 4.1 ค่าความถี่ ค่าร้อยละของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการ (CGR)			ปี			Total
			2562	2563	2564	
CG Rank	0	Count	2	1	1	4
		% within CG Rank	50.0%	25.0%	25.0%	100.0%
		% within Year	2.3%	1.1%	1.1%	1.5%
		% of Total	0.8%	0.4%	0.4%	1.5%
	3	Count	11	10	10	31
		% within CG Rank	35.5%	32.3%	32.3%	100.0%
		% within Year	12.5%	11.4%	11.4%	11.7%
		% of Total	4.2%	3.8%	3.8%	11.7%
	4	Count	30	22	15	67
		% within CG Rank	44.8%	32.8%	22.4%	100.0%
		% within Year	34.1%	25.0%	17.0%	25.4%
		% of Total	11.4%	8.3%	5.7%	25.4%
	5	Count	45	55	62	162
		% within CG Rank	27.8%	34.0%	38.3%	100.0%
		% within Year	51.1%	62.5%	70.5%	61.4%
		% of Total	17.0%	20.8%	23.5%	61.4%
Total	Count	88	88	88	264	
	% within CG Rank	33.3%	33.3%	33.3%	100.0%	
	% within Year	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
	% of Total	33.3%	33.3%	33.3%	100.0%	

อันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ปรากฏในตารางที่ 4.1 แบ่งเป็น 4 อันดับ ดังนี้ อันดับ 0 หมายถึงคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำกว่าระดับดี อันดับ 3 หมายถึงคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับดี อันดับ 4 หมายถึงคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ระดับดีมาก และอันดับ 5 หมายถึงคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ระดับดีเลิศ จะเห็นว่าในปี 2562 -2564 จำนวนบริษัทในแต่ละอันดับมีความแตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด กล่าวคือจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับดี (อันดับ 3) มีทั้งสิ้น 31 บริษัท โดยในปี 2562 มีจำนวน 11 บริษัท (35.5%) และปี 2563 – 2564 มีจำนวนลดลงเหลือ 10 บริษัท (32.3%) ในลำดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับดีมาก (อันดับที่ 4) จะเห็นว่าจำนวนบริษัทที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับนี้มีทั้งสิ้น 67 บริษัท (25.4%) ซึ่งในจำนวนนี้มีอยู่ในปี 2563 จำนวน 22 บริษัท (32.8%) และปี 2564 จำนวน 15 บริษัท (22.4%) โดยลดลงจากปี 2562 ซึ่งมีจำนวน 30 บริษัท (44.8%) เมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนบริษัทที่มีคุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ (อันดับที่ 5) มีจำนวนทั้งสิ้น 162 บริษัท (61.4%) จะเห็นว่าจำนวนบริษัทในอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการนี้มีมากกว่าอันดับที่ 4 และการเปลี่ยนแปลงของจำนวนบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการนี้มีจำนวนบริษัทที่เพิ่มขึ้นจากปี 2562 อย่างชัดเจน โดยในปี 2563 มีจำนวน 55 บริษัท (34.0%) และในปี 2564 มีจำนวน 62 บริษัท (38.3%) จะเห็นว่ามากขึ้นกว่าปี 2562 ซึ่งมีจำนวน 45 บริษัท (27.8%)

เนื่องจากช่วงเวลาที่เลือกศึกษาอยู่ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ซึ่งเป็นช่วงที่มีเหตุการณ์ไม่ปกติด้วยเกิดโรคระบาดของไวรัสโควิด 2019 (Covid-19) จากสถานการณ์ดังกล่าวเป็นเหตุการณ์ที่ไม่เคยเกิดขึ้น และยังถือเป็นเรื่องใหม่ที่ทั่วทุกมุมโลกต่างได้รับผลกระทบและเกิดความเสียหายทางเศรษฐกิจเป็นวงกว้าง จากเหตุการณ์นี้แต่ละบริษัทต่างได้รับผลกระทบมากน้อยแตกต่างกันขึ้นอยู่กับประเภทอุตสาหกรรม การปรับโมเดลการดำเนินงาน และศักยภาพด้านเงินทุน ทำให้การรักษาระดับของผลการดำเนินงานนั้นเป็นไปได้ค่อนข้างยากและต้องใช้ความพยายามมากกว่าในสถานการณ์ปกติ ดังนั้นจากการเปลี่ยนแปลงอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่กล่าวมาข้างต้น จึงกล่าวได้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้ความสำคัญต่อการพัฒนาปรับปรุงคุณภาพการกำกับดูแลกิจการเป็นอย่างดี ทั้งนี้เพราะจำนวนบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอันดับที่ 5 เพิ่มขึ้นตลอดช่วงระยะเวลา 3 ปี



ตารางที่ 4.2 ค่าความถี่ ค่าร้อยละของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ

อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)			ปี			Total
			2562	2563	2564	
CR Rating	1	Count	7	10	9	26
		% within CR Rating	26.9%	38.5%	34.6%	100.0%
		% within Year	8.0%	11.4%	10.2%	9.8%
		% of Total	2.7%	3.8%	3.4%	9.8%
	2	Count	37	37	38	112
		% within CR Rating	33.0%	33.0%	33.9%	100.0%
		% within Year	42.0%	42.0%	43.2%	42.4%
		% of Total	14.0%	14.0%	14.4%	42.4%
	3	Count	34	32	32	98
		% within CR Rating	34.7%	32.7%	32.7%	100.0%
		% within Year	38.6%	36.4%	36.4%	37.1%
		% of Total	12.9%	12.1%	12.1%	37.1%
	4	Count	10	9	9	28
		% within CR Rating	35.7%	32.1%	32.1%	100.0%
		% within Year	11.4%	10.2%	10.2%	10.6%
		% of Total	3.8%	3.4%	3.4%	10.6%
Total		Count	88	88	88	264
		% within CR Rating	33.3%	33.3%	33.3%	100.0%
		% within Year	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total	33.3%	33.3%	33.3%	100.0%

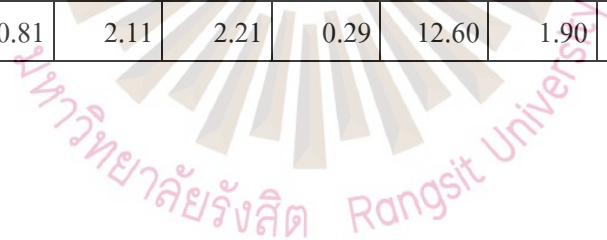
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่ปรากฏในตารางที่ 4.2 แบ่งเป็น 4 อันดับ ดังนี้อันดับที่ 1 เป็นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับ BB+ BB และ BB- หมายถึงอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงสูง ในเชิงเปรียบเทียบถือว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มนี้จะมีความสามารถในการชำระหนี้ในระดับต่ำสุด อันดับที่ 2 เป็นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับ BBB+ BBB และ BBB- เป็นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตอยู่ในระดับปานกลาง บริษัทที่อยู่ในอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือนี้ ถือว่ามีความสามารถในการชำระหนี้ปานกลาง สำหรับอันดับที่ 3 เป็นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับ A+ A และ A- ซึ่งเป็นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำที่สุด เนื่องจากบริษัทที่ได้รับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือในระดับนี้ จะมีความสามารถในการชำระหนี้สูงมาก ส่วนอันดับที่ 4 เป็นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่อยู่ในระดับ AAA AA+ AA และ AA- หมายถึงอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงทางด้านเครดิตน้อยที่สุด เนื่องจากบริษัทที่ได้รับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือในระดับนี้ จะมีความสามารถในการชำระหนี้คืนได้สูงที่สุด

จากข้อมูลในตารางข้างต้น จะเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงจำนวนบริษัทในแต่ละอันดับในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี 2562 – 2564 แตกต่างกันเพียงเล็กน้อย กล่าวคือบริษัทที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออันดับที่ 1 มีทั้งสิ้น 26 บริษัท (9.8%) โดยปี 2562 มีจำนวน 7 บริษัท (26.9%) เพิ่มขึ้นในปี 2563 เป็น 10 บริษัท (38.5%) บริษัท และในปี 2564 มีจำนวนลดลงเหลือ 9 บริษัท (34.6%) บริษัทที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ อันดับที่ 2 มีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 112 บริษัท (42.4%) โดยในปี 2562 – 2563 มีจำนวนบริษัท 37 บริษัท (33.0%) เพิ่มขึ้นในปี 2564 เป็น 38 บริษัท ซึ่งต่างจากอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือในอันดับที่ 3 มีจำนวนบริษัทที่ลดลง เหลือ 98 บริษัท (37.1%) ลดลงจากอันดับที่ 2 อย่างเห็นได้ชัด ในปี 2562 มีจำนวน 34 บริษัท (34.7%) และในปี 2563 – 2564 ลดลงจากปี 2562 เหลือ 32 บริษัท (32.7%) เช่นเดียวกันกับบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออันดับที่ 4 ลดลงจากอันดับที่ 3 อย่างเห็นได้ชัดเช่นกัน โดยลดลงเหลือจำนวน 28 บริษัท (10.6%) โดยในปี 2562 มีจำนวน 10 บริษัท (35.7%) ในปี 2563 – 2564 ลดลงจากปี 2562 เหลือ 9 บริษัท (32.1%) จะเห็นได้ว่าอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแต่ละอันดับส่วนใหญ่จัดอยู่ในอันดับที่ 2 และอันดับที่ 3 คือในระดับ BBB+ BBB และ BBB- และ A+ A- จึงกล่าวได้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยเล่มนี้ โดยส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับน้อยจนถึงปานกลาง หรืออีกนัยหนึ่งคือมีความสามารถในการชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยคืนสูงมากถึงปานกลาง

ตารางที่ 4.3 ค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของอัตราส่วนทางการเงินและการตลาด

N = 88

อัตราส่วนทางการเงินและการตลาด (หน่วย)	2562				2563				2564			
	Min	Max	Mean	SD	Min	Max	Mean	SD	Min	Max	Mean	SD
Current ratio (CR) (เท่า)	0.32	5.54	1.57	1.07	-0.17	4.76	1.50	1.00	0.18	6.44	1.56	1.11
Debt to equity ratio (DE) (เท่า)	0.16	5.99	1.59	1.07	-0.19	6.21	1.76	1.23	0.18	7.15	1.70	1.35
Total assets turnover ratio (TAT) (รอบ)	0.07	5.52	0.61	0.67	-0.05	3.24	0.50	0.46	0.06	3.10	0.53	0.49
Return on assets ratio (ROA) (ร้อยละ)	-8.19	21.75	6.75	4.93	-9.04	27.20	5.23	5.88	-10.32	44.30	6.93	6.81
Return on equity ratio (ROE) (ร้อยละ)	-18.65	45.75	10.32	10.40	-23.52	38.06	7.06	11.91	-29.30	68.93	9.98	12.84
Price to Earnings ratio (PE) (เท่า)	-149.00	386.00	15.25	50.41	-115.00	123.33	18.59	34.98	-119.50	216.66	19.49	38.77
Price to BV ratio (PBV) (เท่า)	0.31	10.81	2.11	2.21	0.29	12.60	1.90	1.90	0.33	15.12	2.27	2.56



ผลการดำเนินงานทางการเงินและทางการตลาดที่แสดงในตารางที่ 4.3 ซึ่งให้เห็นว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการในปี 2562 – 2564 มีค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกันเท่ากับ 1.57 1.50 และ 1.56 โดยในปี 2564 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD = 1.11) มากกว่า 2 ปีที่ผ่านมาคือปี 2562 และ ปี 2563 ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกัน (SD = 1.07 และ 1.00) อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาระยะห่างจากค่าต่ำสุดไปยังค่าสูงสุดสามารถกล่าวได้ว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีสภาพคล่องแตกต่างกันสูงมาก ซึ่งตามหลักการทางทฤษฎีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมควรแสดงถึงการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน จึงกล่าวได้ว่าโดยเฉลี่ยสภาพคล่องของกิจการอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเกณฑ์ที่เหมาะสม

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว และเชื่อมโยงถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท รวมทั้งแสดงถึงโครงสร้างทางการเงินของบริษัท ซึ่งจะบ่งบอกว่ากิจการมีหนี้สินรวมเป็นจำนวนกี่เท่าของทุน จะเห็นได้ว่าในปี 2562 ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 1.59 และเพิ่มขึ้นในปี 2563 เป็น 1.76 ต่อมาในปี 2564 ลดเหลือ 1.70 อย่างไรก็ตามการที่อัตราส่วนนี้มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีหนี้สินเป็นจำนวนมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างทางการเงินที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูง หมายถึงบริษัทอาจจะมีปัญหาในการชำระหนี้ระยะยาว นอกจากนี้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มตัวอย่างจะมีการกระจายเพิ่มขึ้นตลอดช่วงระยะเวลา 3 ปี โดยในปี 2562 มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.07 เพิ่มขึ้นเป็น 1.23 และ 1.35 ในปี 2563 และ ปี 2564 ตามลำดับ เมื่อเปรียบเทียบกับระยะห่างระหว่างค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของอัตราส่วนดังกล่าว กล่าวได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความแตกต่างกันสูงมาก เช่นเดียวกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน

การหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกความสามารถในการใช้ประโยชน์สินทรัพย์ของบริษัทในการสร้างรายได้ให้แก่บริษัท ซึ่งสะท้อนถึงประสิทธิภาพการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์โดยบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมสูงกว่าจะมีประสิทธิภาพการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ในการสร้างรายได้สูงกว่า ซึ่งจากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่าในปี 2563 และ 2564 ค่าเฉลี่ยของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมใกล้เคียงกันเท่ากับ 0.50 และ 0.53 ตามลำดับ โดยลดลงจากปี 2562 ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.61 แสดงว่าประสิทธิภาพการใช้ประโยชน์สินทรัพย์ในการสร้างรายได้ขึ้นลดลง โดยการหมุนเวียนของ

สินทรัพย์รวมในกลุ่มตัวอย่างมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานลดลงจากปี 2562 ( $SD = 0.67$ ) โดยในปี 2563 และ 2564 ที่ผ่านมามีค่าใกล้เคียงกัน ( $SD = 0.46$  และ  $0.49$ ) แสดงว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีประสิทธิภาพในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ค่อนข้างจะใกล้เคียงกัน และมีแนวโน้มลดลงในช่วง 2 ปีหลัง

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไร โดยเทียบกับสินทรัพย์รวมของกิจการ โดยจะชี้ให้เห็นว่าบริษัทสามารถทำกำไรจากการดำเนินงาน เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมได้ในอัตราร้อยละเท่าใด จะเห็นได้ว่าในปี 2562 บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.75 และลดลงในปี 2563 เหลือ ร้อยละ 5.23 และกลับเพิ่มขึ้นในปี 2564 เป็นร้อยละ 6.93 โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในกลุ่มตัวอย่างจะมีการกระจายเพิ่มขึ้นตลอดช่วงระยะเวลา 3 ปี โดยในปี 2562 มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.93 เพิ่มขึ้นเป็น 5.88 และ 6.81 ในปี 2563 และ ปี 2564 ตามลำดับ เมื่อเปรียบเทียบค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ จะเห็นได้ว่ามีค่าเพิ่มสูงขึ้นทุกปีและเมื่อเปรียบเทียบระยะห่างของค่าต่ำสุดไปยังค่าสูงสุดของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าแตกต่างกันเป็นอย่างมาก

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยจะชี้ให้เห็นว่ากิจการสามารถสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินงานได้มากหรือน้อยเพียงใด จากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่าในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับร้อยละ 10.32 ลดลงในปี 2563 เหลือร้อยละ 7.06 และเพิ่มขึ้นในปี 2564 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 9.98 ซึ่งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการกระจายสูง และเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลา 3 ปี โดยพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งในปี 2562 เท่ากับ 10.40 เพิ่มขึ้นเป็น 11.91 และ 12.84 ในปี 2563 และ ปี 2564 ตามลำดับ เมื่อเปรียบเทียบระยะห่างของค่าต่ำสุดไปยังค่าสูงสุดของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง พบว่ามีความแตกต่างกันเป็นอย่างมาก

อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE) เป็นอัตราส่วนที่ชี้ให้เห็นว่าหุ้นสามัญของบริษัทมีราคาตลาดเป็นกี่เท่าของกำไรสุทธิต่อหุ้น ซึ่งนักลงทุนจะให้ความสำคัญต่ออัตราส่วนนี้ โดยใช้ในการพิจารณาราคาของหุ้นสามัญที่ควรจะเป็นโดยเปรียบเทียบกับค่า PE ของอุตสาหกรรม จากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัท

ในกลุ่มตัวอย่างเพิ่มขึ้นทุก ๆ ปี โดยในปี 2562 – 2564 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15.25 18.59 และ 19.49 กล่าวได้ว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นสูง โดยตลอดระยะเวลา 3 ปีมีการกระจายลดลง เป็นดังนี้ในปี 2562 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 50.41 ลดลงในปี 2563 เป็น 34.98 และในปี 2564 เพิ่มขึ้นจากปี 2563 เป็น 38.77 เมื่อเปรียบเทียบระยะห่างของค่าต่ำสุดไปยังค่าสูงสุดของแต่ละปีจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่าง มีความแตกต่างกันอย่างมากที่สุดในปี 2562 และระยะห่างดังกล่าวลดลงอย่างเห็นได้ชัด ซึ่งสังเกตได้ว่าในขณะที่เกิดสถานการณ์โรคระบาดของไวรัสโควิด 2019 (Covid-19) ราคาหุ้นปรับตัวลดลงน้อยกว่าการลดลงของกำไรสุทธิต่อหุ้น จึงยังคงทำให้อัตราส่วนดังกล่าวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) อัตราส่วนนี้จะชี้ให้เห็นถึงราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทเปรียบเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ อัตราส่วนนี้จึงเป็นอัตราส่วนที่นักลงทุนให้ความสนใจและใช้ในการตัดสินใจลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทเช่นเดียวกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE) จากตารางข้างต้นจะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นในปี 2562 มีค่าเท่ากับ 2.11 ลดลงในปี 2563 เหลือ 1.90 ขณะที่ปี 2564 มีค่าเพิ่มขึ้นจากปีก่อน เป็น 2.27 สูงกว่าปี 2562 โดยมีค่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในปี 2562 เท่ากับ 2.21 ลดลงในปี 2563 เหลือ 1.90 ขณะที่ปี 2564 มีค่าที่เพิ่มขึ้นเป็น 2.56 อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาระยะห่างของค่าต่ำสุดไปยังค่าสูงสุด จะเห็นได้ว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีแตกต่างกันเป็นอย่างมากในแต่ละปี

จากการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและทางการตลาด ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2562-2564 โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินในข้างต้น สามารถกล่าวโดยรวมได้ว่า ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวซึ่งเกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด 2019 บริษัทในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจทำให้ผลการดำเนินงานทางการเงินลดลง โดยเฉพาะในด้านสภาพคล่องของกิจการ ที่พบว่ามีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่ำกว่า 2.00 แม้ว่าจะพยายามรักษาระดับที่ค่าเฉลี่ยประมาณ 1.50 แต่ยังคงมีความแตกต่างภายในกลุ่มสูงมากในด้านความสามารถในการชำระหนี้ทั้งในส่วนของหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว พบว่ายังมีความเสี่ยงในระดับสูงด้วยตามหลักการทางทฤษฎี การมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) สูงขึ้นแสดงถึงความเสี่ยงทางด้านเครดิตที่เป็นอุปสรรคต่อการใช้การก่อหนี้เพื่อก่อให้เกิดการขยายตัวของธุรกิจ เพราะบริษัทเหล่านี้มีแหล่งเงินทุนของกิจการที่มาจากภาระหนี้เป็น

ส่วนใหญ่ในสถานการณ์เช่นนี้ ยังส่งผลต่ออัตราค่าธรรมเนียมของสินทรัพย์รวม ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างรายได้ของบริษัทและกำไรสุทธิ ซึ่งจะเห็นว่าอัตราค่าธรรมเนียมของสินทรัพย์ลดลงจากปี 2562 เมื่อพิจารณาการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม พบว่าในปี 2564 บริษัทต่าง ๆ มีความสามารถในการทำกำไรดีขึ้นกว่าในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา แสดงว่าภาวะเศรษฐกิจ เริ่มดีขึ้น แต่อย่างไรก็ตามพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมยังมีความแตกต่างกันสูงมากความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอาจจะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ดังกล่าวอยู่มาก เพราะค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นลดลงอย่างมากในปี 2563 และเริ่มสูงขึ้นแต่ยังน้อยกว่าปี 2562 นอกจากนี้ความสามารถในการทำกำไรที่สะท้อนออกมาจากอัตราส่วนกำไรสุทธิที่ติดลบเป็นจำนวนมาก แสดงให้เห็นว่าสถานการณ์ในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรสุทธิของกิจการส่วนใหญ่ แม้ว่าค่าสูงสุดของอัตรากำไรสุทธิเป็นบวกก็ตาม แต่เมื่อค่าเฉลี่ยมีค่าติดลบแสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่ยังคงประสบผลขาดทุน

ในด้านของผลการดำเนินงานทางการตลาดในที่นี้หมายถึงมุมมองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นสามัญ หรือมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ซึ่งพบว่าการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในอัตราส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นเท่ากับว่าต้นทุนในส่วนเงินทุนของกิจการในมุมมองของนักลงทุน ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกสูงขึ้นเนื่องจากในขณะที่กำไรต่อหุ้นสามัญและมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญมีแนวโน้มลดลงอันเกิดจากความสามารถในการสร้างรายได้และกำไรสุทธิลดลง แต่ราคาหุ้นอาจจะเปลี่ยนแปลงลดลงน้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นหรือมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ สะท้อนถึงพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุนในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ไม่น่าปกติ นักลงทุนตัดสินใจซื้อเพื่อหวังผลตอบแทนในระยะยาว ซึ่งหมายถึงหลังจากที่ผ่านพ้นสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด 2019 จึงทำให้อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนมุมมองของนักลงทุน มีค่าเพิ่มขึ้นในทุกปี

#### 4.2 การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงิน และการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน

การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงิน และการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน มีเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย ที่ 1

$H_0$ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทั้งทางการเงินและการตลาดไม่แตกต่างกัน

$H_1$ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทั้งทางการเงินและการตลาดแตกต่างกัน

ผลการทดสอบสมมติฐานแสดงในตารางที่ 4.4 อธิบายได้ดังต่อไปนี้

จากตารางข้างต้นจะเห็นว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.273 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าสภาพคล่องของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.858 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความแตกต่างกัน



ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนน  
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

ทดสอบเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA)						
การกำกับดูแลกิจการ (CGR)		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Current ratio (CR)	Between Groups	4.356	3	1.452	1.305	0.273
	Within Groups	289.399	260	1.113		
	Total	293.755	263			
Debt to equity ratio (DE)	Between Groups	1.145	3	0.382	0.255	0.858
	Within Groups	389.349	260	1.497		
	Total	390.493	263			
Total assets turnover ratio (TAT)	Between Groups	.285	3	0.095	0.316	0.813
	Within Groups	77.917	260	0.300		
	Total	78.201	263			
Return on assets ratio (ROA)	Between Groups	291.194	3	97.065	2.795	0.041*
	Within Groups	9028.077	260	34.723		
	Total	9319.270	263			
Return on equity ratio (ROE)	Between Groups	693.906	3	231.302	1.672	0.173
	Within Groups	35960.091	260	138.308		
	Total	36653.997	263			
Price to Earnings ratio (PE)	Between Groups	2924.386	3	974.795	0.555	0.645
	Within Groups	456266.432	260	1754.871		
	Total	459190.818	263			
Price to BV ratio (PBV)	Between Groups	40.422	3	13.474	2.745	0.044*
	Within Groups	1276.075	260	4.908		
	Total	1316.497	263			

\* The mean difference is significant at the 0.05 level.

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.813 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ของกิจการก่อให้เกิดรายได้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.041 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานแย้ง (H<sub>1</sub>) ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าความสามารถในการทำกำไรต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และจากตารางที่ 4.5 (หน้า 58 - 61) จะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอยู่ในอันดับดีมาก (กลุ่ม 4) และอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอยู่ในอันดับดีเลิศ (กลุ่ม 5) มีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในอันดับที่ต่ำกว่าอันดับดี (กลุ่ม 0) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับที่ 0.05 เนื่องจากค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่ม 4 เท่ากับ 7.549\* และมีค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.013 ขณะที่ค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่ม 5 เท่ากับ 5.908\* และมีค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.049 ซึ่งต่ำกว่า 0.05

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.173 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าความสามารถในการทำกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.645 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.044 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานแย้ง ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการมีความแตกต่างกัน จากตารางที่ 4.5 จะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอยู่ในอันดับดีมาก (กลุ่ม 4) มีค่าสูงกว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในอันดับดีเลิศ (กลุ่ม 5) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับที่ 0.05 เนื่องจากค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่มมีค่าเท่ากับ 0.795 และมีค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.014 ซึ่งต่ำกว่า 0.05

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนน  
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เป็นคู่ ๆ

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
การกำกับดูแลกิจการ (CGR)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)				95% Confidence Interval	
	CGR	CGR	Mean (I-J)	Std.	Sig.	Lower Bound	Upper Bound
Current ratio (CR)	0	3	-0.318	0.561	0.571	-1.422	0.786
		4	-0.391	0.543	0.472	-1.460	0.679
		5	-0.597	0.534	0.264	-1.649	0.454
	3	0	0.318	0.561	0.571	-0.786	1.422
		4	-0.073	0.229	0.750	-0.524	0.378
		5	-0.279	0.207	0.178	-0.687	0.128
	4	0	0.391	0.543	0.472	-0.679	1.460
		3	0.073	0.229	0.750	-0.378	0.524
		5	-0.206	0.153	0.179	-0.508	0.095
	5	0	0.597	0.534	0.264	-0.454	1.649
		3	0.279	0.207	0.178	-0.128	0.687
		4	0.206	0.153	0.179	-0.095	0.508
Debt to equity ratio (DE)	0	3	-0.288	0.650	0.659	-0.993	1.568
		4	0.062	0.630	0.921	-1.178	1.303
		5	0.129	0.619	0.835	-1.090	1.349
	3	0	-0.288	0.650	0.659	-1.568	0.993
		4	-0.225	0.266	0.397	-0.749	0.298
		5	-0.158	0.240	0.510	-0.631	0.314

\* The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนน  
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
การกำกับดูแลกิจการ (CGR)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95% Confidence Interval	
	CGR	CGR				Lower Bound	Upper Bound
Debt to equity ratio (DE)	4	0	-0.062	0.630	0.921	-1.303	1.178
		3	0.225	0.266	0.397	-0.298	0.749
		5	0.067	0.178	0.706	-0.283	0.417
	5	0	-0.129	0.619	0.835	-1.349	1.090
		3	0.158	0.240	0.510	-0.314	0.631
		4	-0.067	0.178	0.706	-0.417	0.283
Total assets turnover ratio (TAT)	0	3	-0.092	0.291	0.753	-0.664	0.481
		4	-0.183	0.282	0.517	-0.738	0.372
		5	-0.131	0.277	0.637	-0.677	0.415
	3	0	0.092	0.291	0.753	-0.481	0.664
		4	-0.091	0.119	0.444	-0.325	0.143
		5	-0.039	0.107	0.713	-0.251	0.172
	4	0	0.183	0.282	0.517	-0.372	0.738
		3	0.091	0.119	0.444	-0.143	0.325
	5	0.052	0.080	0.517	-0.105	0.208	
	5	0	0.131	0.277	0.637	-0.415	0.677
	3	0.039	0.107	0.713	-0.172	0.251	
	4	-0.052	0.080	0.517	-0.208	0.105	

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนน  
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
การกำกับดูแลกิจการ (CGR)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)				95% Confidence Interval	
	CGR	CGR	Mean (I-J)	Std.	Sig.	Lower Bound	Upper Bound
Return on assets ratio	0	3	-5.941	3.131	0.059	-12.106	0.224
(ROA)		4	-7.549	3.033	0.013	-13.522	-1.577
		5	-5.908	2.982	0.049	-11.781	-0.035
	3	0	5.941	3.131	0.059	-0.224	12.106
		4	-1.608	1.280	0.210	-4.129	0.912
		5	0.033	1.155	0.978	-2.242	2.307
	4	0	7.549*	3.033	0.013*	1.577	13.522
		3	1.608	1.280	0.210	-0.912	4.129
		5	1.641	0.856	0.056	-0.045	3.326
	5	0	5.908*	2.982	0.049*	0.035	11.781
		3	-0.033	1.155	0.978	-2.307	2.242
		4	-1.641	0.856	0.056	-3.326	0.045
Return on equity ratio	0	3	-7.664	6.248	0.221	-19.968	4.639
(ROE)		4	-11.351	6.053	0.062	-23.271	0.569
		5	-9.447	5.952	0.114	-21.168	2.274
	3	0	7.664	6.248	0.221	-4.639	19.968
		4	-3.687	2.555	0.150	-8.717	1.344
		5	-1.783	2.305	0.440	-6.322	2.757

\* The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนน  
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
การกำกับดูแลกิจการ (CGR)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95% Confidence Interval	
	CGR	CGR				Lower Bound	Upper Bound
Return on equity ratio (ROE)	4	0	11.351	6.053	0.062	-0.569	23.271
		3	3.687	2.555	0.150	-1.344	8.717
		5	1.904	1.708	0.266	-1.460	5.268
	5	0	9.447	5.952	0.114	-2.274	21.168
		3	1.783	2.305	0.440	-2.757	6.322
		4	-1.904	1.708	0.266	-5.268	1.460
Price to Earnings ratio (PE)	0	3	-8.605	22.256	0.699	-52.430	35.220
		4	-2.996	21.562	0.890	-45.454	39.462
		5	1.305	21.203	0.951	-40.446	43.056
	3	0	8.605	22.256	0.699	-35.220	52.430
		4	5.609	9.100	0.538	-12.309	23.527
		5	9.910	8.212	0.229	-6.261	26.081
	4	0	-2.996	21.562	0.890	-39.462	45.454
		3	-5.609	9.100	0.538	-23.527	12.309
		5	4.301	6.085	0.480	-7.681	16.283
	5	0	-1.305	21.203	0.951	-43.056	40.446
		3	-9.910	8.212	0.229	-26.081	6.261
		4	-4.301	6.085	0.480	-16.283	7.681

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับคะแนน  
คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
การกำกับดูแลกิจการ (CGR)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I) CGR	(J) CGR	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Price to BV ratio	0	3	-1.234	1.177	0.295	-3.552	1.084
(PBV)		4	-2.064	1.140	0.072	-4.309	0.182
		5	-1.268	1.121	0.259	-3.476	0.940
	3	0	1.234	1.177	0.295	-1.084	3.552
		4	-0.829	0.481	0.086	-1.777	0.118
		5	-0.034	0.434	0.937	-0.889	0.821
	4	0	2.064	1.140	0.072	-0.182	4.309
		3	0.829	0.481	0.086	-0.118	1.777
		5	0.795*	0.322	0.014*	0.162	1.429
	5	0	1.268	1.121	0.259	-0.940	3.476
		3	0.034	0.434	0.937	-0.821	0.889
		4	-0.795*	0.322	0.014*	-1.429	-0.162

\*The mean difference is significant at the 0.05 level.



#### 4.3 การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงิน และการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน

การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงิน และการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันมีเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2

$H_0$ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่ต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทั้งทางการเงินและการตลาดไม่แตกต่างกัน

$H_1$ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่ต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทั้งทางการเงินและการตลาดแตกต่างกัน

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยแสดงในตารางที่ 4.6 (หน้า 66) ซึ่งจะอธิบายดังต่อไปนี้

อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.431 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าสภาพคล่องของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.003 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานแย้ง ดังนั้นจึงสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีความแตกต่างกัน จากตารางที่ 4.6 จะเห็นได้ว่ามีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีความเสี่ยงสูง (กลุ่ม 1) และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงปานกลาง (กลุ่ม 2) มีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อย (กลุ่ม 3) อย่างมีนัยทางสถิติที่ระดับที่ 0.05 เนื่องจากค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่ม 1 เท่ากับ 0.860\* และมีค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.001 เช่นเดียวกับกลุ่มที่ 2 ที่มีค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มเท่ากับ 0.476\* และมีค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.004 ซึ่งต่ำกว่า 0.05

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือ

ทดสอบเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA)						
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Current ratio (CR)	Between Groups	3.093	3	1.031	0.922	0.431
	Within Groups	290.662	260	1.118		
	Total	293.755	263			
Debt to equity ratio (DE)	Between Groups	20.402	3	6.801	4.778	0.003*
	Within Groups	370.092	260	1.423		
	Total	390.493	263			
Total assets turnover ratio (TAT)	Between Groups	1.607	3	.536	1.818	0.144
	Within Groups	76.594	260	.295		
	Total	78.201	263			
Return on assets ratio (ROA)	Between Groups	796.317	3	265.439	8.097	0.000*
	Within Groups	8522.953	260	32.781		
	Total	9319.270	263			
Return on equity ratio (ROE)	Between Groups	3104.124	3	1034.708	8.019	0.000*
	Within Groups	33549.874	260	129.038		
	Total	36653.997	263			
Price to Earnings ratio (PE)	Between Groups	10261.728	3	3420.576	1.981	0.117
	Within Groups	448929.089	260	1726.650		
	Total	459190.818	263			
Price to BV ratio (PBV)	Between Groups	150.476	3	50.159	11.184	0.000*
	Within Groups	1166.021	260	4.485		
	Total	1316.497	263			

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกันเนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.144 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นจึงสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ของกิจการก่อให้เกิดรายได้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานแย้ง ดังนั้นจึงสรุปผลการทดสอบได้ว่าความสามารถในการทำกำไรต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีความแตกต่างกัน จากตารางที่ 4.7 จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด (กลุ่ม 4) และกลุ่มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อย (กลุ่ม 3) มีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือปานกลาง (กลุ่ม 2) และกลุ่มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงสูง (กลุ่ม 1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่มของกลุ่ม 4 มีค่าเท่ากับ 6.030\* และค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.000 เช่นเดียวกับค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่มของกลุ่ม 3 มีค่าเท่ากับ 5.846\* ซึ่งมีค่านัยสำคัญที่คำนวณได้เท่ากับ 0.000 ซึ่งทั้งสองกลุ่มมีค่านัยสำคัญที่ต่ำกว่า 0.05

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานแย้ง ดังนั้นจึงสรุปผลการทดสอบได้ว่าความสามารถในการทำกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีความแตกต่างกัน

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือ เป็นคู่ ๆ

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95%Confidence Interval	
	CRT	CRT				Lower Bound	Upper Bound
Current ratio (CR)	1	2	-0.271	0.230	0.240	-0.725	0.182
		3	-0.335	0.233	0.152	-0.794	0.125
		4	-0.445	0.288	0.123	-1.012	0.122
	2	1	0.271	0.230	0.240	-0.182	0.725
		3	-0.063	0.146	0.665	-0.352	0.225
		4	-0.174	0.223	0.437	-0.614	0.266
	3	1	0.335	0.233	0.152	-0.125	0.794
		2	0.063	0.146	0.665	-0.225	0.352
		4	-0.110	0.227	0.627	-0.556	0.336
	4	1	0.445	0.288	0.123	-0.122	1.012
		2	0.174	0.223	0.437	-0.266	0.614
		3	0.110	0.227	0.627	-0.336	0.556
Debt to equity ratio (DE)	1	2	-0.384	0.260	0.140	-0.127	0.896
		3	0.860	0.263	0.001*	0.342	1.379
		4	0.582	0.325	0.074	-0.058	1.222
	2	1	-0.384	0.260	0.140	-0.896	0.127
		3	0.476	0.165	0.004*	0.151	0.801
	4	0.198	0.252	0.434	-0.299	0.694	

\* The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ								
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)								
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95%Confidence Interval		
	CRT	CRT				Lower Bound	Upper Bound	
Debt to equity ratio (DE)	3	1	-0.860	0.263	0.001*	-1.379	-0.342	
		2	-0.476	0.165	0.004*	-0.801	-0.151	
		4	-0.278	0.256	0.277	-0.782	0.225	
	4	1	-0.582	0.325	0.074	-1.222	0.058	
Total assets turnover ratio (TAT)		2	-0.198	0.252	0.434	-0.694	0.299	
		3	0.278	0.256	0.277	-0.225	0.782	
		4	0.120	0.148	0.419	-0.171	0.411	
	1	2	-0.057	0.118	0.627	-0.290	0.175	
		3	0.102	0.120	0.396	-0.134	0.338	
		4	0.120	0.148	0.419	-0.171	0.411	
	2	1	0.057	0.118	0.627	-0.175	0.290	
		3	0.159	0.075	0.035	0.012	0.307	
		4	0.177	0.115	0.124	-0.049	0.403	
		3	1	-0.102	0.120	0.396	-0.338	0.134
		2	-0.159	0.075	0.035	-0.307	-0.012	
		4	0.018	0.116	0.878	-0.211	0.247	
	4	1	-0.120	0.148	0.419	-0.411	0.171	
		2	-0.177	0.115	0.124	-0.403	0.049	
		3	-0.018	0.116	0.878	-0.247	0.211	

\* The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95%Confidence Interval	
	CRT	CRT				Lower Bound	Upper Bound
Return on assets ratio	1	2	-4.012	1.246	0.001*	-6.466	-1.557
(ROA)		3	-5.846	1.263	0.000*	-8.333	-3.359
		4	-6.030	1.559	0.000*	-9.100	-2.959
	2	1	4.012	1.246	0.001*	1.557	6.466
		3	-1.835	0.792	0.021*	-3.394	-0.275
		4	-2.018	1.210	0.096	-4.400	0.364
	3	1	5.846	1.263	0.000*	3.359	8.333
		2	1.835	0.792	0.021*	0.275	3.394
		4	-0.184	1.227	0.881	-2.600	2.232
	4	1	6.030	1.559	0.000*	2.959	9.100
		2	2.018	1.210	0.096	-0.364	4.400
		3	0.184	1.227	0.881	-2.232	2.600
Return on equity ratio	1	2	-9.598	2.473	0.000*	-14.468	-4.729
(ROE)		3	-11.676	2.506	0.000*	-16.610	-6.741
		4	-12.836	3.094	0.000*	-18.928	-6.744
	2	1	9.598	2.473	0.000*	4.729	14.468
		3	-2.077	1.571	0.187	-5.171	1.017
		4	-3.238	2.400	0.179	-7.964	1.489

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95%Confidence Interval	
	CRT	CRT				Lower Bound	Upper Bound
Return on equity ratio	3	1	11.676	2.506	0.000*	6.741	16.610
(ROE)		2	2.077	1.571	0.187	-1.017	5.171
		4	-1.160	2.434	0.634	-5.954	3.633
	4	1	12.836	3.094	0.000*	6.744	18.928
		2	3.238	2.400	0.179	-1.489	7.964
		3	1.160	2.434	0.634	-3.633	5.954
Price to Earnings ratio	1	2	-3.141	9.046	0.729	-20.954	14.671
(PE)		3	-13.511	9.167	0.142	-31.561	4.540
		4	-18.351	11.317	0.106	-40.636	3.933
	2	1	3.141	9.046	0.729	-14.671	20.954
		3	-10.370	5.748	0.072	-21.688	0.948
		4	-15.210	8.780	0.084	-32.499	2.078
	3	1	13.511	9.167	0.142	-4.540	31.561
		2	10.370	5.748	0.072	-0.948	21.688
		4	-4.840	8.904	0.587	-22.374	12.693
	4	1	18.351	11.317	0.106	-3.933	40.636
		2	15.210	8.780	0.084	-2.078	32.499
		3	4.840	8.904	0.587	-12.693	22.374

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวของผลการดำเนินงานกับอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือ เป็นคู่ ๆ (ต่อ)

ทดสอบการเปรียบเทียบความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) เป็นคู่ ๆ							
อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT)							
อัตราส่วนทางการเงิน และการตลาด	(I)	(J)	Mean (I-J)	Std.	Sig.	95%Confidence Interval	
	CRT	CRT				Lower Bound	Upper Bound
Price to BV ratio (PBV)	1	2	-0.646	0.461	0.162	-1.554	0.262
		3	-1.950	0.467	0.000*	-2.870	-1.030
		4	-2.121	0.577	0.000*	-3.257	-0.985
		2	0.646	0.461	0.162	-0.262	1.554
		3	-1.303	0.293	0.000*	-1.880	-0.727
		4	-1.475	0.447	0.001	-2.356	-0.594
		3	1.950	0.467	0.000*	1.030	2.870
		2	1.303	0.293	0.000*	0.727	1.880
		4	-0.171	0.454	0.706	-1.065	0.722
		4	2.121	0.577	0.000*	0.985	3.257
		2	1.475	0.447	0.001	0.594	2.356
		3	0.171	0.454	0.706	-0.722	1.065

\*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

จากตารางที่ 4.7 จะเห็นได้ว่ามีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของ  
บริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด (กลุ่ม 4) กลุ่มอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อย (กลุ่ม 3) และกลุ่มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือปานกลาง (กลุ่ม 2)  
มีค่าสูงกว่ากลุ่มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงสูง (กลุ่ม 1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ  
ที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่มของกลุ่ม 4 กลุ่ม 3 และกลุ่ม 2  
มีค่าเท่ากับ 12.836\* 11.676\* และ 9.598\* ตามลำดับ โดยค่านัยสำคัญของทั้ง 3 กลุ่มคำนวณได้  
มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05



อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่าไม่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.117 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก ดังนั้นจึงสรุปผลการทดสอบสมมติฐานได้ว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือไม่มีความแตกต่างกัน

อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ของบริษัทต่าง ๆ ในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันทั้ง 3 ปี พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เนื่องจากค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานแย้ง ดังนั้นสรุปผลการวิจัยได้ว่าอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2562 – 2564 ในแต่ละอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมีความแตกต่างกัน จากตารางที่ 4.7 จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อยที่สุด (กลุ่ม 4) และกลุ่มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงน้อย (กลุ่ม 3) มีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือปานกลาง (กลุ่ม 2) และกลุ่มอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่มีความเสี่ยงสูง (กลุ่ม 1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับที่ 0.05 เนื่องจากค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างกลุ่มของกลุ่ม 4 และกลุ่ม 3 มีค่าเท่ากับ 2.121\* และ 1.950\* ตามลำดับโดยค่านัยสำคัญของทั้ง 2 กลุ่มที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05

#### 4.4 การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงิน และการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน

การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน มีเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3

$H_0$ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและเครดิตความน่าเชื่อถือที่ต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทั้งทางการเงินและการตลาดไม่แตกต่างกัน

$H_1$ : บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และเครดิตความน่าเชื่อถือที่ต่างกันจะมีผลการดำเนินงานทั้งทางการเงินและการตลาดแตกต่างกัน

ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย แสดงในตารางที่ 4.8 - 4.14 ซึ่งจะได้อธิบายดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	17.643 <sup>a</sup>	12	1.470	1.337	0.198
Intercept	73.232	1	73.232	66.572	0.000
CGR	1.348	3	0.449	0.408	0.747
CRT	4.097	3	1.366	1.242	0.295
CGR * CRT	11.918	6	1.986	1.806	0.098
Error	276.112	251	1.100		
Total	924.300	264			
Corrected Total	293.755	263			

a. R Squared = .060 (Adjusted R Squared = .015)

จากตารางที่ 4.8 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) รวมทั้งปฏิสัมพันธ์ระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CGR\*CRT) มีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่าอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ รวมทั้งปฏิสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีผลกระทบต่ออัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน

ตารางที่ 4.9 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	43.125 <sup>a</sup>	12	3.594	2.597	0.003
Intercept	88.821	1	88.821	64.180	0.000
CGR	10.779	3	3.593	2.596	0.053
CRT	27.082	3	9.027	6.523	0.000*
CGR * CRT	17.784	6	2.964	2.142	0.049*
Error	347.369	251	1.384		
Total	1138.701	264			
Corrected Total	390.493	263			

a. R Squared = .110 (Adjusted R Squared = .068)

จากตารางที่ 4.9 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าสูงกว่า 0.05 เพียงเล็กน้อย ในส่วนของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) และปฏิสัมพันธ์ร่วมของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CGR\*CRT) มีค่าต่ำกว่า 0.05 แสดงว่าในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ทั้งนี้ความแตกต่างในอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะได้รับอิทธิพลจากอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมากกว่าอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	3.719 <sup>a</sup>	12	0.310	1.044	0.409
Intercept	10.050	1	10.050	33.867	0.000
CGR	0.102	3	0.034	.114	0.952
CRT	0.040	3	0.013	.045	0.987
CGR * CRT	1.611	6	0.268	.905	0.492
Error	74.482	251	0.297		
Total	156.616	264			
Corrected Total	78.201	263			

a. R Squared = .048 (Adjusted R Squared = .002)

จากตารางที่ 4.10 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) รวมทั้งปฏิสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CGR\*CRT) มีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือว่าไม่มีผลกระทบบนอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ:อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	1357.358 <sup>a</sup>	12	113.113	3.566	0.000
Intercept	1439.461	1	1439.461	45.379	0.000
CGR	221.057	3	73.686	2.323	0.076
CRT	877.628	3	292.543	9.222	0.000*
CGR * CRT	211.194	6	35.199	1.110	0.357
Error	7961.912	251	31.721		
Total	19810.664	264			
Corrected Total	9319.270	263			

a. R Squared = .146 (Adjusted R Squared = .105)

จากตารางที่ 4.11 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าสูงกว่า 0.05 ขณะที่อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 โดยปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CGR\*CRT) มีค่าสูงกว่า 0.05 แสดงว่าในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันจะมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 อย่างไรก็ตามไม่พบความแตกต่างในปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าว จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ต่างกัน

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	4054.053 <sup>a</sup>	12	337.838	2.601	0.003
Intercept	2385.391	1	2385.391	18.366	0.000
CGR	333.091	3	111.030	0.855	0.465
CRT	2500.552	3	833.517	6.418	0.000*
CGR * CRT	436.078	6	72.680	0.560	0.762
Error	32599.944	251	129.880		
Total	58612.951	264			
Corrected Total	36653.997	263			

a. R Squared = .111 (Adjusted R Squared = .068)

จากตารางที่ 4.12 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าสูงกว่า 0.05 ขณะที่อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) มีค่าเท่ากับ 0.000 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 โดยปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างการอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CGR\*CRT) มีค่าสูงกว่า 0.05 แสดงว่าในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน จะมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 อย่างไรก็ตามไม่พบความแตกต่างในปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าว จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่างกัน

ตารางที่ 4.13 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	24503.768 <sup>a</sup>	12	2041.981	1.179	0.298
Intercept	18179.241	1	18179.241	10.497	0.001
CGR	5608.612	3	1869.537	1.080	0.358
CRT	10892.351	3	3630.784	2.097	0.101
CGR * CRT	4805.668	6	800.945	0.462	0.836
Error	434687.050	251	1731.821		
Total	542600.005	264			
Corrected Total	459190.818	263			

a. R Squared = .053 (Adjusted R Squared = .008)

จากตารางที่ 4.13 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) รวมทั้งปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CGR\*CRT) มีค่ามากกว่า 0.05 แสดงว่าอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ รวมทั้งปฏิสัมพันธ์ร่วมดังกล่าวไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (PE) จึงไม่อาจกล่าวได้ว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นแตกต่างกัน

ตารางที่ 4.14 ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนสองทางของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ทดสอบความแปรปรวนสองทาง (Two-Way ANOVA)					
การกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV)					
Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	310.723 <sup>a</sup>	12	25.894	6.462	0.000
Intercept	222.024	1	222.024	55.408	0.000
CGR	27.770	3	9.257	2.310	0.077
CRT	218.360	3	72.787	18.165	0.000*
CGR * CRT	82.776	6	13.796	3.443	0.003*
Error	1005.773	251	4.007		
Total	2474.529	264			
Corrected Total	1316.497	263			

a. R Squared = .236 (Adjusted R Squared = .199)

จากตารางที่ 4.14 ค่านัยสำคัญที่คำนวณได้ของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ (CGR) มีค่าสูงกว่า 0.05 เพียงเล็กน้อย ในส่วนของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ (CRT) และปฏิสัมพันธ์ร่วมของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ มีค่าต่ำกว่า 0.05 แสดงว่าในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและปฏิสัมพันธ์ร่วมของอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกันจะมีอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ทั้งนี้ความแตกต่างในอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีจะได้รับอิทธิพลจากอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือมากกว่าอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ

จากผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 ที่กล่าวมาข้างต้นชี้ให้เห็นว่าการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน ในช่วงระยะเวลา 3 ปีตั้งแต่ปี 2562-2564 ที่ศึกษาโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ



ทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ในส่วนของอัตราส่วนทางการเงินที่เหลืพบว่ามีค่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีในบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกันมีความแตกต่างกัน

จากผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ที่กล่าวมาข้างต้นชี้ให้เห็นว่าการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2562-2564 ที่ศึกษาโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ในส่วนของอัตราส่วนทางการเงินที่เหลืพบว่ามีค่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสรุปได้ว่าผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งวัดด้วยได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีในบริษัทที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกันมีความแตกต่างกัน

จากผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3 ที่กล่าวมาข้างต้น การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินและการตลาดของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือแตกต่างกัน พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.05 ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ในส่วนของอัตราส่วนทางการเงินที่เหลืไม่พบว่ามีค่าแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงสรุปได้ว่าในบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่แตกต่างกันจะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีแตกต่างกัน ดังนั้นปฏิสัมพันธ์ระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ จะทำให้ผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานทางการตลาด ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีมีความแตกต่างกัน

## บทที่ 5

### สรุปผลและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการต่างกันได้แบ่งผลการดำเนินงานของบริษัทเป็น 2 ด้านคือ ผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นตัวชี้วัดและผลการดำเนินงานทางตลาด ซึ่งใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีและกำไรต่อหุ้นเป็นตัวชี้วัด มีจุดมุ่งหมายที่จะตรวจสอบผลการดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ ที่จัดอยู่ในอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และหรืออันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกันโดยศึกษาจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่เข้ารับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือจากบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด จำนวน 88 บริษัท ในช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2562 - 2564 ผลการวิเคราะห์ในบทที่ 4 สามารถสรุปผลการวิจัย ซึ่งจะอธิบายตามลำดับของวัตถุประสงค์การวิจัยได้ดังนี้

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

##### 5.1.1 ผลการดำเนินงานทางการเงินและทางการตลาดในช่วงระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2562-2564

กล่าวได้ว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ 61.4 % มีผลการจัดอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศซึ่งเป็นอันดับสูงสุด (อันดับ 5) รองลงมา 25.4 % อยู่ในอันดับคะแนนดีมาก (อันดับ 4) และ 11.7% อยู่ในอันดับดี (อันดับ 3) ที่เหลือ 1.5% อยู่ในระดับต่ำกว่าดี โดยในแต่ละปีอัตราร้อยละของบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลต่าง ๆ จะมีสัดส่วนคล้ายคลึงกับผลการวิเคราะห์ในภาพรวม ในส่วนของอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ 42.4% จะจัดอยู่ในกลุ่มอันดับความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับปานกลาง (อันดับ 2, BBB- ถึง BBB+) 37.1% จัดอยู่กลุ่มอันดับความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับต่ำ (อันดับ 3, A- ถึง A+) 10.6% จัดอยู่ในกลุ่มอันดับความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับน้อยที่สุด (อันดับ 4, AA- ถึง AAA) และที่เหลือ 9.8% จัดอยู่ในกลุ่มอันดับความเสี่ยงด้านเครดิตสูงสุด (อันดับ 1, BB- ถึง BB+)

จึงสรุปได้ว่าบริษัทจดทะเบียนที่เข้ารับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษาส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ได้รับการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ที่บริษัทส่วนใหญ่ในระดับดีเลิศ โดยมีความเสี่ยงด้านเครดิตอยู่ในระดับต่ำจนถึงปานกลางสำหรับผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นแล้วในช่วงระยะเวลาดังกล่าว สามารถสรุปเป็นด้าน ๆ ดังนี้

### ด้านที่ 1: สภาพคล่อง

เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนหมุนเวียนที่สะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น พบว่าตลอดช่วงระยะเวลาปี 2562 – 2564 บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีสภาพคล่องในแต่ละปีอยู่ในระดับใกล้เคียงกัน โดยค่าเฉลี่ยในปี 2563 ลดลงจากปี 2562 เพียงเล็กน้อย และในปี 2564 ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับใกล้เคียง ปี 2562 และจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงว่าบริษัทจดทะเบียนพยายามรักษาสภาพคล่องของบริษัท โดยทำให้สินทรัพย์หมุนเวียนมีมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน โดยสามารถรักษาระดับ ที่ 1.5 เท่า

### ด้าน 2: ภาระหนี้สิน

เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว กล่าวได้ว่ามีแนวโน้มลดลงเนื่องจากอัตราส่วนดังกล่าวปรับตัวสูงขึ้นในปี 2563 และปี 2564 อย่างเห็นได้ชัดเมื่อเทียบกับปี 2562 ในขณะที่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูงและแนวโน้มสูงขึ้นตลอดระยะเวลา 3 ปี แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความเสี่ยงทางการเงินและภาระหนี้สินที่เพิ่มขึ้น และมีความแตกต่างในด้านความสามารถในการชำระหนี้ภายในกลุ่มสูงมาก

### ด้าน 3: ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์

เมื่อพิจารณาจากอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวมทั้งที่สะท้อนถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดเพื่อก่อให้เกิดรายได้ กล่าวได้ว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มตัวอย่างมีแนวโน้มความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์กับบริษัทลดลงจากปี 2562 โดยมีความแตกต่างภายในกลุ่มน้อยที่สุดเนื่องจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน มีค่าต่ำที่สุด และลงมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกันใน 2 ปีหลัง คือปี 2563 และ ปี 2564

#### ด้าน 4: ประสิทธิภาพในการทำกำไร

เมื่อพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น กล่าวได้ว่า ทั้ง 2 อัตราส่วนมีค่าแนวโน้มในทิศทางเดียวกันตลอดช่วงระยะเวลา 3 ปี กล่าวคือลดลงอย่างมาก ในปี 2563 และปรับตัวสูงขึ้นในปี 2564 ซึ่งถ้าเปรียบเทียบการกระจายของข้อมูลโดยพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน พบว่าการสร้างผลตอบแทนให้กับกิจการจะมีความแตกต่างกันในกลุ่มบริษัทน้อยกว่าความสามารถในการทำกำไรให้กับผู้ถือหุ้น ทั้งนี้อาจเกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการซึ่งไม่ได้นำมาเป็นประเด็นการศึกษาในงานวิจัยนี้ อย่างไรก็ตามแนวโน้มการกระจาย อาจสรุปได้ว่ามากขึ้นในปี 2563 - ปี 2564 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกันพอสมควร

#### ด้าน 5: ผลการดำเนินงานทางการตลาด

เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี ซึ่งเป็นมุมมองจากนักลงทุน โดยเปรียบเทียบราคาหุ้นสามัญของบริษัทกับกำไรต่อหุ้นและมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวได้ว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น มีความแตกต่างกันสูงมากโดยสังเกตได้จากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูงมากและสูงที่สุด แสดงว่านักลงทุนยังมีความเต็มใจที่จะลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท จนทำให้ราคาตลาดของหุ้นสูงกว่า กำไรต่อหุ้นมากกว่า 10 เท่า โดยระยะห่างค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดมีสูงมาก ซึ่งตรงกันข้ามกับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีที่มีแนวโน้มที่ลดลงในปี 2563 อย่างเห็นได้ชัดก่อนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2564 โดยมีข้อสังเกตว่ามีการกระจายน้อยกว่าอย่างมากเมื่อเทียบกับอัตราส่วนแรก จึงอาจกล่าวได้ว่าราคาตลาดหุ้นสามัญโดยรวมอยู่ระดับเดิมหรือเปลี่ยนแปลงเล็กน้อย

#### 5.1.2 ความแตกต่างของผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่างกัน

ผลการวิเคราะห์และทดสอบความแตกต่างค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทางการเงินทั้งหมดที่นำมาศึกษาระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่าง ๆ ทั้ง 4 กลุ่ม เพื่อแสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาทั้ง 3 ปี ขึ้นอยู่กับอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยชี้ให้เห็นว่าเฉพาะอัตราผลตอบแทน

ต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ และดีมากกว่าของบริษัทจดทะเบียนที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการระดับต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วง ความเชื่อมั่น 95 % นอกนั้นไม่พบความแตกต่าง จึงอาจกล่าวได้ว่าผลการทดสอบสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยเพียงบางส่วน กล่าวคือในช่วงระยะเวลาที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส โควิด 2019 ความสามารถในการทำกำไรและมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ เมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการเกี่ยวข้องหรือขึ้นอยู่กับอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแล โดยบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการอยู่ในอันดับที่ดีมากขึ้น ไปถึงดีเลิศมีความแตกต่างกัน จากบริษัทที่จัดอยู่ในอันดับต่ำกว่าระดับคืออย่างชัดเจน

### 5.1.3 ความแตกต่างในผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

กล่าวได้ว่าความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี มีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถืออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงความเชื่อมั่น 95% โดยบริษัทที่มีอันดับความเสี่ยงด้านเครดิตสูง (อันดับ 1) มีความสามารถในการชำระหนี้ ระยะยาวต่ำกว่ากลุ่มที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำที่สุด (อันดับ 4) บริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตระดับต่ำ (อันดับ 3) และบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตระดับปานกลาง (อันดับ 2)

สำหรับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตสูง (อันดับ 1) มีความสามารถในการทำกำไรน้อยกว่าบริษัท ที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับต่ำที่สุด (อันดับ 4) ระดับต่ำ (อันดับ 3) และปานกลาง (อันดับ 2) ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงความเชื่อมั่น 95% จึงกล่าวได้ว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเกี่ยวข้องกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ

ในส่วนของอัตราส่วนราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี พบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตสูงจะมีราคาตลาดหุ้นสามัญเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีต่ำกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับต่ำที่สุด (อันดับ 4) ระดับต่ำ (อันดับ 3) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในช่วงความเชื่อมั่น

95% เช่นเดียวกับบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตระดับปานกลาง (อันดับ 2) แต่ระหว่างบริษัทที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับต่ำและปานกลางไม่มีความแตกต่างกันในประเด็นนี้

#### 5.1.4 ความแตกต่างในผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน

ผลการวิจัยในประเด็นสุดท้ายนี้ได้จากผลการทดสอบปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งผลการทดสอบชี้ให้เห็นว่าปฏิสัมพันธ์ร่วมระหว่างตัวแปรทั้งสองจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ และราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของกิจการ โดยบริษัทที่มีทั้งคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงและมีความเสี่ยงด้านเครดิตในระดับต่ำ จะยังส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว และราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ช่วงความเชื่อมั่น 95% ทำให้มีความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาวและราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของกิจการสูงกว่า

## 5.2 การอภิปรายผลการวิจัย

ในช่วงระยะเวลาที่มีการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด 2019 ในประเทศ ซึ่งเริ่มตั้งแต่ปลายปี 2562 ถึง ปี 2564 ส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจอย่างมากและเป็นวงกว้าง ทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างปรับกลยุทธ์การดำเนินงานธุรกิจเพื่อรักษามูลค่ากิจการและความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน รวมทั้งผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผลการวิจัยนี้ได้แสดงถึงความสามารถของบริษัทจดทะเบียนในการรักษาระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและระดับความเสี่ยงด้านเครดิตของบริษัท ซึ่งทั้งสองปัจจัยนี้เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพที่นักลงทุนให้ความสำคัญ (วัตน์ รัมมะพ้อ และนิ่มนวล วิเศษสรรพ, 2563) มีความเกี่ยวข้องเชื่อมโยงกับมูลค่าตลาดของกิจการ โดยปัจจัยทั้งสองสะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างใน ผลการดำเนินงานดังปรากฏในผลการวิจัยนี้ โดยเฉพาะประสิทธิภาพในการทำกำไร และความสามารถในการชำระหนี้ รวมทั้งราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือที่แตกต่างตามที่กล่าวไว้ในสรุปผลการวิจัย ซึ่งเมื่อพิจารณาเฉพาะประสิทธิภาพใน

การทำกำไร และราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทที่มีระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการสูง และความเล็งด้านเครดิตต่ำ ส่วนใหญ่จะสูงกว่าบริษัทที่มีระดับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการต่ำกว่า และความเล็งด้านเครดิตสูงกว่า สอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีตหลายฉบับที่พบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ หรือ อันดับเครดิตความน่าเชื่อถือไปในทิศทางที่สอดคล้องกับผลการวิจัยนี้ (บังอร ขาวเผือก, 2552; ปราณี แจ่มสาคร, 2557; สุชญา จตุรภูมิทรัพย์, 2564; เสาวณีย์ โปร่งศิริกุล, 2562; อเนก อรุณแสงไทย และคณะ, 2554) เพียงแต่ผลการวิจัยเหล่านั้นแยกประเด็นการศึกษาระหว่างอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือออกจากกันซึ่งแตกต่าง จากการศึกษาฉบับนี้ที่ได้นำปัจจัยทั้งสองมาทำการศึกษาความเกี่ยวข้องกันกับผลการดำเนินงานนอกจากนี้การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานในด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งอัตราส่วนดังกล่าวปรากฏในงานวิจัยในอดีตหลายฉบับ (กานดา พิศาลปิติ, 2558; วนณาการ ปุประระ และคณะ, 2559; ชิดชนก ดวงแข, 2555; ธรรม์ชนย์ หวังคณาลาก, 2560; ปราณี แจ่มสาคร, 2557; ภัทรศิ ขำครุฑ, 2562; รมีดา คงเขตวนิช, 2561; วรลักษณ์ อิศรางกูร ณ อยุธยา, 2558; ศิรินทร์ อิศรกุล, 2556; สกีสสารา ยามะเทวัน, 2562; สรินยา เซาว์เกษม, 2552; สารียา นวลถวิล และกฤษมา คำพิทักษ์, 2563; เสาวณีย์ โปร่งศิริกุล, 2562; อเนก อรุณศรีแสงไชย และคณะ, 2554) ที่ค้นพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่นำมาศึกษาหาความสัมพันธ์กับคุณภาพคะแนนการกำกับดูแลกิจการ และในบางฉบับกับอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ พบว่ามีความแตกต่างกันระหว่างบริษัทที่มีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือต่างกัน ในขณะที่เดียวกันมีเพียงอัตราส่วนหนึ่งสินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่มีความแตกต่างกันตามอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ซึ่งไม่พบความแตกต่างดังกล่าวว่าเป็นไปตามหรือขึ้นอยู่กับอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ การที่ผลการวิจัยนี้มีความสอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีตในบางฉบับอาจเป็นเพราะปัจจัยภายนอกที่มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ เพราะผลการวิจัยในอดีตเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาปกติ ซึ่งแตกต่างจากช่วงเวลาการศึกษาของการวิจัยนี้ หนึ่งบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษามีลักษณะเฉพาะกล่าวคือประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่เข้ารับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ซึ่งหมายถึงบริษัทที่ต้องการระดมทุนจากภายนอกด้วยวิธีการ ก่อหนี้ ดังนั้นความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว จึงเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญที่แสดงถึงความแตกต่างที่เกิดขึ้นในอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือได้ชัดเจนกว่าผลการดำเนินงานด้านอื่น ๆ ได้แก่ ประสิทธิภาพในการทำกำไร และราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของกิจการซึ่งมีความแตกต่างกันทั้งในอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ จึงกล่าวได้ว่า ความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาว ประสิทธิภาพในการทำกำไร และราคาตลาดหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีของ

บริษัทเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ที่เกี่ยวข้องกับการจัดอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือและ การกำกับดูแลกิจการ

### 5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย

เนื่องจากการวิจัยฉบับนี้ได้กำหนดขอบเขตการศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้รับการประเมินอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ในปีพ.ศ. 2562 – 2564 ทำให้ข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์และสรุปผลการวิจัย เป็นข้อมูลที่ลักษณะเฉพาะของธุรกิจที่มีแผนในการจัดหาเงินทุนของกิจการด้วยวิธีการก่อหนี้ และเกิดขึ้นในช่วงระยะเวลาที่ไม่ปกติ กล่าวคืออยู่ในช่วงระยะเวลามีการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด 2019 ซึ่งปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในด้านต่าง ๆ ดังนั้น ผลการวิจัยที่ได้จึงไม่สามารถนำไปใช้ในการอธิบายในวงกว้างหรือในสถานการณ์ทั่วไป

### 5.4 ข้อเสนอแนะ

#### 5.4.1 การนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลการวิจัยนี้ นำไปใช้ในการอธิบายตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่มีความเกี่ยวข้องหรือสัมพันธ์กับอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ซึ่งเป็นประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีกับข้อมูลเชิงคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะที่ผู้ใช้ข้อมูลทุกกลุ่มสามารถนำไปใช้ได้โดยปราศจากต้นทุน โดยเฉพาะนักลงทุนที่ถือหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ สามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนโดยอาศัยตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน และอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ และอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยผลการวิจัยได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอันดับคะแนนคุณภาพการกำกับดูแลกิจการในระดับสูงกว่าหรือมีอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือในระดับสูงกว่า เป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ และราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชีสูงกว่าเช่นกัน



#### 5.4.2 ข้อเสนอแนะในการต่อยอดผลการวิจัยที่ควรดำเนินการต่อไป

การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในที่มีข้อจำกัดในประเด็นของช่วงระยะเวลาที่ศึกษา ซึ่งเป็นช่วงเวลาไม่ปกติ เนื่องจากเกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด 2019 ที่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้าง การขยายช่วงระยะเวลาการศึกษาให้ครอบคลุมช่วงเวลาก่อน และหลังจากระยะเวลาการแพร่ระบาดฯ ดังกล่าว โดยแบ่งช่วงระยะเวลาศึกษาออกเป็น 3 ตอน ได้แก่ ช่วงระยะเวลาที่กำลังแพร่ระบาดฯ และช่วงเวลาก่อน และหลังการแพร่ระบาดฯ เพื่อติดตามตรวจสอบการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นทั้งในข้อมูลเชิงคุณภาพและปริมาณของบริษัท เพื่ออธิบายเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนและความเกี่ยวข้องกับคุณภาพการกำกับดูแลกิจการและอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือ ของบริษัทให้มีความชัดเจนมากขึ้น นอกจากนี้ควรนำตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่สามารถชี้วัดในเชิงเปรียบเทียบระหว่างข้อมูลที่แสดงอยู่ในราคาตามบัญชีและราคาตลาดของหุ้นสามัญ เช่น การวัดผลการดำเนินงานด้วย Tobin's Q เป็นต้น เพื่อเป็นภาพรวมเชิงเปรียบเทียบระหว่างมุมมองจากภายในองค์กรกับตลาดทุน



## บรรณานุกรม

- กานดา พิศาลปิติ. (2558). ผลกระทบเชิงสาเหตุระหว่างการค้ากับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 11(32), 5-16.
- กิตติชัย สถิตมันน์วิวัฒน์. (2548). ความสัมพันธ์ของกลไกควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีใช้สถาบันการเงิน (Master's thesis). สืบค้นจาก <http://cuir.car.chula.ac.th/handle/123456789/12900>
- เกรียงไกร บุญเลิศสุทัย, อนุวัฒน์ ภัคดี, และศศิลาพร ศรีจันทเพชร. (2562). ผลกระทบของคะแนนการกำกับดูแลกิจการและคุณลักษณะ คณะกรรมการบริษัทต่อความทันเวลาของงบการเงิน. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 15(4), 5-30.
- ฉณาการ ปุประระ, ฤกษ์ชัย พุประทีปศิริ, และณชกร กัญจนราชพงษ์. (2559). ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการของบริษัทที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ*, 5(1), 34-42.
- จินตวิษณุ ภูวนิชย์. (2553). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:120333](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:120333)
- ฉวีวรรณ ชูสนุก, และอัมพล ชูสนุก. (2555). อิทธิพลของกลไกการกำกับดูแลกิจการต่อประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารดุสิตบัณฑิตทางสังคมศาสตร์*, 2(1), 59-77.
- ชาญศิริ ชานาใต้. (2555). ความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:121473](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:121473)
- ชิดชนก ดวงแข. (2555). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัทกับการจัดอันดับเครดิตองค์กร: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศ (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:92321](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:92321)

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- ชุตติกาญจน์ ชำนาญพุกษา. (2547). *ความสัมพันธ์ของดัชนีชี้วัดทางการเงินกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก <http://cuir.car.chula.ac.th/handle/123456789/599>
- ณญาดา สุขอนันตธรรม. (2558). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพข้อมูลทาง* (Master's thesis). สืบค้นจาก [http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2014/TU\\_2014\\_5602110362\\_1196\\_299.pdf](http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2014/TU_2014_5602110362_1196_299.pdf)
- ณภัทร เอี่ยมวชิรสกุล. (2559). *ASEAN Corporate Governance Scorecard และกลไกบรรษัทภิบาลส่งผลอย่างไรต่อผลประกอบการและความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์: ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศ* (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:93052](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:93052)
- นิชชนันท์ จันทระเขตต์. (2554). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100* (Master's thesis). สืบค้นจาก <https://searchlib.utcc.ac.th/library/onlinethesis/264379.pdf>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565ก). *การกำกับดูแลกิจการของตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/th/about/overview/setcg\\_p2.html](https://www.set.or.th/th/about/overview/setcg_p2.html)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2565ข). *เอกสารเผยแพร่ความรู้เรื่องตราสารหนี้ชุดที่ 4*. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/th/products/bonds/files/book4\\_credit-ratings.pdf](https://www.set.or.th/th/products/bonds/files/book4_credit-ratings.pdf)
- ธรรณัฐ หวังคณาภ. (2560). *การศึกษาการจัดอันดับเครดิตกับอัตราส่วนทางการเงินและปัจจัยอื่น ๆ* (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:137534](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:137534)
- ชญลักษณ์ วิจิตรสารวงษ์. (2560). *วิเคราะห์เจาะลึกรายงานทางการเงินและการประเมินมูลค่าตราสารทุน (1)*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ. (2550). *ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุน กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (Master's thesis). สืบค้นจาก <http://cuir.car.chula.ac.th/handle/123456789/3832>

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- นุชชนก ชูแสง. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการการจัดอันดับเครดิตองค์กรของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis). สืบค้นจาก  
<http://cuir.car.chula.ac.th/handle/123456789/41782>
- บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด. (2565). ข้อมูลการจัดอันดับ. สืบค้นจาก <https://www.trisrating.com/th/>
- บั้งอร ขาวเฟือก. (2552). ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับอันดับเครดิตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis). สืบค้นจาก  
[https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:166503](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:166503)
- ปราณี แจ่มสาคร. (2557). ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางบัญชีที่มีต่อการจัดคะแนนการ  
กำกับดูแลกิจการของกลุ่มธุรกิจการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:  
หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยธนบุรี,  
8(15), 82-94.
- เพ็ญจันทร์ แสงอาวูธ. (2562). การกำกับดูแลกิจการผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการตามราคา  
ตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม MAI (Master's  
thesis). สืบค้นจาก <http://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Penjan.Sae.pdf>
- ภัทรศจี จำรุง. (2562). ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานกำไรของบริษัทที่  
อยู่ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ MAI (Master's thesis). สืบค้นจาก  
<http://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Pattarasajee.Kha.pdf>
- ภิญโญ วิทิตยานนท์, ชัยวัฒน์ อัสวินทรานุกร, และสุวรรณ ถิ่นมะลิ. (2539). ปัจจัยที่มีผลต่อการ  
จัดอันดับเครดิต (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/  
frontend/Info/item/dc:178031](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:178031)
- มัทยา ศิจจริงจริง. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไร  
ในงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis).  
สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:165909](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:165909)
- รมิดา คงเขตวณิช. (2562). การประเมินหลักการกำกับดูแลกิจการกับความสามารถในการทำกำไร  
และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's  
thesis). สืบค้นจาก <http://dspace.spu.ac.th/handle/123456789/6186>

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- ลภัสวัฒน์ คล้ายแสง, และมรรษภร เชื้อทองฮั่ว. (2564). การประกาศผลการดำเนินงานและการตอบสนองของนักลงทุน หลังปรับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศในประเทศไทย. สืบค้นจาก <http://www.thaiiod.com/imgUpload/Earnings%20Announcement%20and%20Earnings%20Response%20after%20Implementation%20of%20IFRS%20in%20Thailand.pdf>
- วรลักษณ์ อิศรางกูร ณ อยุธยา. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis). สืบค้นจาก [http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2015/TU\\_2015\\_5702020370\\_2784\\_1818.pdf](http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2015/TU_2015_5702020370_2784_1818.pdf)
- วัฒน์ รัมมะพ้อ, และนิมมวล วิเศษสรรพ. (2563). ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนของคุณค่าของรายงานความยั่งยืน การกำกับดูแลกิจการ และผลการปฏิบัติทางการเงิน: หลักฐานจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาชีพบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 16(49), 1-18.
- วิศิษฐ์ องค์กรพัฒนกุล. (2550). *Money Game* ฝ่ากลเงินนอก (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพฯ: เนชั่น มัลติมีเดียกรุ๊ป.
- ศาสวัต มาศสุพงษ์. (2557). ระดับบรรษัทภิบาลส่งผลอย่างไรต่ออันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:142972](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:142972)
- ศิรินทร์ อิศรกุล. (2556). การศึกษาความสัมพันธ์ผลการดำเนินงานกับอันดับกิจการตามหลักการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI (Master's thesis). สืบค้นจาก <https://searchlib.utcc.ac.th/library/onlinethesis/263898.pdf>
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. วารสารบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 31(120), 1-4.
- ศุภลักษณ์ อังคสุใจ, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน, และปิยะภัสร ธาระวานิช. (2555). นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น. จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์, 34(131), 107-144.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- สภัสตรา ยามะเทวัน. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของ  
หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
(Master's thesis). สืบค้นจาก <http://dspace.spu.ac.th/handle/123456789/7079>
- สภัสตรา ยามะเทวัน. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของ  
หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
(Master's thesis). สืบค้นจาก <http://dspace.spu.ac.th/handle/123456789/7079>
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2565). *Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022*. สืบค้นจาก website: <https://www.thai-iod.com/>
- สรินยา เขาวนัเกษม. (2552). ผลการดำเนินงานของกิจการกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแล  
กิจการที่ดี. (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:120285](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:120285)
- สังเวียน อินทวิชัย. (2548). การกำกับดูแลกิจการ: ทำไมและเพียงใด. ใน ศิลปะพร ศรีจันเพชร  
(บ.ก.), *การกำกับดูแลกิจการ: Corporate Governance* (น.19-23). กรุงเทพฯ: คณะพาณิชย  
ศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สารินยา นวลถวิล, และกุสุมา คำพิทักษ์. (2563). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปัน  
ผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี sSET.  
*วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 12(1), 304-318.
- สุชญา จตุรภูมิทรัพย์. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการจัดอันดับความ  
น่าเชื่อถือของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET50  
(Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:185901](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:185901)
- เสาวนีย์ โปร่งสิริกุล. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการจัดอันดับเครดิต  
ความน่าเชื่อถือของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม  
SET100 (Master's thesis). สืบค้นจาก [https://digital.library.tu.ac.th/tu\\_dc/frontend/Info/item/dc:175700](https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:175700)

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- โสรยา อรไทรวรรณ. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าทางการตลาดและอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Master's thesis). สืบค้นจาก <http://dspace.spu.ac.th/handle/123456789/7093>
- อัฐวุฒิ ปังกร. (2556). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. สืบค้นจาก <https://thaicg.wordpress.com/tag/stakeholders/>
- เอนก อรุณศรีแสงไทย, ภูริณัฐ อังศุวัตกุล, วรณภา ยินดีธรรม, และปิยภัทร ชาระวานิช.(2554). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอันดับเครดิตของบริษัทจดทะเบียน. *วารสารวิชาเศรษฐศาสตร์ธรรมศาสตร์*, 29(2), 117-154.
- Black, B. S., Jang, H., & Woochan, K. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 22(2), 366-413.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). *Corporate governance and firm performance*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=586423>
- Connelly, J.T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N.J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1722-1743.
- Horrigan, J. O. (1966). The determination of long-term credit standing with financial ratios. *Journal of accounting research*, 4, 44-62.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kamstra, M., Kennedy, P., & Suan, T.K. (2001). Combining Bond Rating Forecasts Using Logit. *The Financial Review* 37, 75-96.
- Miyajima, H. (2007). The performance effects and determinants of corporate governance reform in Japan. In *Corporate Governance in Japan* (pp. 330-369). Oxford: Oxford University Press.

### บรรณานุกรม (ต่อ)

Pinches, G. E., & Mingo, K. A. (1973). A multivariate analysis of industrial bond rating. *The journal of finance*, 28(1), 1-18.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 8, 23-40.

Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.





## ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ	สวิตรา เพ็ชรนาค
วัน เดือน ปีเกิด	7 พฤศจิกายน 2540
สถานที่เกิด	กรุงเทพมหานคร ประเทศไทย
ประวัติการศึกษา	มหาวิทยาลัยรังสิต ปริญญาบัญชีบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี, 2559 มหาวิทยาลัยรังสิต ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, 2565
ที่อยู่ปัจจุบัน	88/36 หมู่ 5 ตำบลลาดสวาย อำเภอลำลูกกา จังหวัดปทุมธานี 12150

