

ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ  
ที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย

นิพนธ์ โพธิ์วิจิตร

คุณนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม หลักสูตรบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต  
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

พ.ศ.2555

**The Impact of Ownership Structure,  
Board of Directors and Audit Committees on Earnings Management  
of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand**

**Nipat Powijit**

**A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Doctor of Business Administration Program  
Faculty of Business, Dhurakij Pundit University**

**2012**

## กิตติกรรมประกาศ

ข้าพเจ้าขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิรุณา ไบโล่วิส อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิติมา สิริพิงษ์พานิช อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วมที่กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษาและแนะนำจนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ และขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร. ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำ ความเมตตาและกำลังใจตลอดระยะเวลาที่ได้จัดทำวิทยานิพนธ์นี้ รวมถึงรองศาสตราจารย์ ดร. มนตรี โสคติยานุรักษ์ และรองศาสตราจารย์ ดร. กุลกัญญา ณ. ป้อมเพ็ชร ที่กรุณาสละเวลาให้คำแนะนำที่มีคุณค่าเป็นอย่างยิ่งจนวิทยานิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วง

พร้อมกันนี้ขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อติลล้า พงศ์ยี่หล้า ผู้อำนวยการหลักสูตรดุขฎิบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตที่ได้ดูแล ให้คำแนะนำปรึกษา รวมถึงให้ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมถึงขอขอบพระคุณคณาจารย์ของมหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตทุกท่านที่กรุณาอบรมสั่งสอนให้ศิษย์มีความรู้จนสามารถสำเร็จการศึกษาได้ และขอขอบพระคุณมหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ที่มอบทุนการศึกษาตลอดระยะเวลาที่ศึกษาในหลักสูตรดุขฎิบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ

สุดท้ายนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณบิดาและมารดาที่คอยอาทรห่วงใยข้าพเจ้าตลอดมา และขอบคุณน้องๆ ที่เป็นกำลังใจให้เสมอ รวมถึงรุ่นพี่ เพื่อน และรุ่นน้องนักศึกษาปริญญาเอกทุกคนที่คอยช่วยเหลือมาตลอดระยะเวลาที่ศึกษาในหลักสูตรนี้

นิพัทธ์ โพธิ์วัจจร

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ฅ
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฉ
สารบัญภาพ.....	ค
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 คำถามการวิจัย.....	7
1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย.....	8
1.4 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา.....	8
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	9
1.6 ขอบเขตของงานวิจัย.....	9
2. การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน.....	11
2.1 บทนำ.....	11
2.2 ความหมายของการบริหารกำไร.....	12
2.3 ทฤษฎีตัวแทน.....	19
2.4 ทฤษฎี Positive Accounting.....	22
2.5 แรงจูงใจที่เป็นสาเหตุของการบริหารกำไร.....	25
2.6 การวัดค่าการบริหารกำไร.....	26
2.7 การบริหารกำไรกับคุณภาพกำไร.....	26
2.8 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร.....	30
2.9 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ที่มีต่อการบริหารกำไร.....	56
2.10 ตัวแปรควบคุม.....	73
2.11 ตัวแบบที่ใช้วัดค่าการบริหารกำไร.....	76

สารบัญ

บทที่	หน้า
2.12 ผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทน จากหลักทรัพย์.....	82
2.13 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	89
2.14 สมมติฐานการวิจัย.....	90
2.15 สรุป.....	92
3. ระเบียบวิธีวิจัย.....	98
3.1 บทนำ.....	98
3.2 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา.....	9๙
3.3 ประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง.....	103
3.4 การรวบรวมข้อมูล.....	105
3.5 มาตรการวัดตัวแปร.....	109
3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	122
3.7 สรุป.....	123
4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	125
4.1 บทนำ.....	125
4.2 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	126
4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา.....	127
4.4 ผลการวิเคราะห์ถดถอย.....	132
4.5 ผลการตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอย.....	148
4.6 ผลการทดสอบยืนยัน.....	181
4.7 สรุปผลการศึกษา.....	194
5. สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....	197
5.1 บทนำ.....	197
5.2 สรุปผลการวิจัย.....	198
5.3 อภิปรายผลการวิจัย.....	203
5.4 ข้อจำกัดของงานวิจัย.....	210

สารบัญ

บทที่		หน้า
5.5	ข้อเสนอแนะจากงานวิจัยนี้.....	211
5.6	ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต.....	212
	บรรณานุกรม.....	214
	ประวัติผู้เขียน.....	230

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 การเปรียบเทียบแนวคิดการบริหารกำไรของงานวิจัยต่างๆ.....	18
2.2 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของ โครงสร้าง ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ที่มีต่อการบริหารกำไร.....	90
2.3 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของ การบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์.....	92
3.1 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา.....	104
3.2 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	105
3.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร.....	108
3.4 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์.....	122
4.1 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา.....	126
4.2 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	127
4.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนา.....	128
4.4 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร.....	132
4.5 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อรายการคงค้าง ที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร.....	133
4.6 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร.....	138
4.7 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร.....	139
4.8 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการ ตรวจสอบที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร.....	142

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.9 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของ รายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์.....	146
4.10 ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์.....	147
4.11 ตารางสรุปค่า Durbin Watson.....	149
4.12 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 1.....	152
4.13 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 2.....	157
4.14 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 3.....	162
4.15 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 4.....	167
4.16 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 5.....	172
4.17 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 10.....	177
4.18 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 11.....	177
4.19 ตารางแสดงค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 5.....	178
4.20 ตารางแสดงค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรในตัวแบบที่ 10 ถึงตัวแบบที่ 11.....	181
4.21 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับ ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model.....	183



## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.22 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตาม Jones Model.....	186
4.23 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับ ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model.....	189
4.24 ผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของ ฝ่ายบริหารตาม Modified Jones Model ที่มีต่อ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์.....	193
5.1 ตารางสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษา ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร.....	201
5.2 ตารางสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษา ผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์.....	202

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร.....	89
2.2 กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไร ที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์.....	90

หัวข้อคุณูปนิพนธ์	การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นิพนธ์ โพธิ์วิจิตร
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.พิรุณา ไบโลวัต
อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิตติมา สิทธิพงษ์พานิช
สาขาวิชา	บริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา	2554

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร การศึกษานี้ได้ศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ด้วย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงิน ในปี พ.ศ. 2551 ในการศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นรวมถึงการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ นักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันและนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือและการมีนักลงทุนสถาบันในกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ปัจจัยด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบรวมถึงสัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบและสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ รายการคงค้าง ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร วิธีดำเนินการวิจัยที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ การวิเคราะห์ถดถอย

ผลการศึกษา พบว่า การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร นอกจากนี้ การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร การมีนักลงทุนสถาบันในกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งสิ้นมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเช่นกัน การศึกษา

ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อการบริหารกำไร เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างรายการคงค้างและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

คำสำคัญ การบริหารกำไร โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ นักลงทุนกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน คณะกรรมการ คณะกรรมการตรวจสอบ

Thesis Title	The impact of ownership structure, board of directors and audit committee on earnings management of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand.
Author	Nipat Powijit
Thesis Advisor	Assistant Professor Dr. Piruna Bialowas
Co- Thesis Advisor	Assistant Professor Dr. Thitima Sitthipongpanich
Department	Business Administration
Academic Year	2011

### **ABSTRACT**

The main purpose of this study is to examine the impact of ownership structure, board of directors and audit committee on earnings management. This study also aims to examine the impact of accruals on stock returns. Sample firms are non-financial listed companies in the Stock Exchange of Thailand in 2008. Factors concerning ownership structure include shareholdings by controlling shareholders, Anglo-American institutional investors and North American institutional investors, and the presences of Anglo-American and North American institutional investors whose shareholdings exceed 25%. Factors concerning a board of directors and audit committee include the proportion of independent directors, board size, the frequency of board meetings, CEO duality, the proportion of directors with financial expertise, the proportion of audit committee members with financial expertise, the frequency of audit committee meetings, and the proportion of audit committee members on board. Accruals consist of operating cash flows, total accrued, nondiscretionary accruals and discretionary accruals. The methodology used in this study is regression analyses.

The results show that shareholdings by controlling shareholders have negative effects on earnings management. In addition, shareholdings by Anglo-American and North American institutional investors have negative effects on earnings management. The presences of Anglo-American and North American institutional investors who hold more than 25% of total shareholdings are also negatively related to discretionary accruals. Regarding the impact of a board of directors and audit committee, the results show that board size has a positive impact on

earnings management. Considering the relationship between accruals and stock returns, the findings indicate that operating cash flows, total accrued, nondiscretionary accruals and discretionary accruals are positively related to stock returns.

Keywords: Earnings management; Ownership structure; Controlling shareholders; Anglo-American institutional investors; Board of directors; Audit committee.

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

วัตถุประสงค์สำคัญของรายงานทางการเงิน คือ เพื่อสรุปสารสนเทศเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีการเงิน (Financial Accounting Information) ให้แก่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียเพื่อใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจ ข้อมูลทางบัญชีการเงินเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจเลือกโครงการลงทุนที่เหมาะสม การกำกับดูแลผู้บริหาร และการลดอคติของข้อมูล (Information Asymmetry) (Bushman & Smith, 2001) การจัดทำรายงานทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพถือเป็นมาตรการสำคัญที่ช่วยลดอคติของข้อมูลที่เกิดขึ้นระหว่างกิจการและผู้ลงทุน (Leuz, 2010; Biddle, Hilary, & Verdi, 2009) กิจการที่มีความต้องการระดมทุนจากผู้ลงทุนภายนอกจึงมีความจำเป็นต้องจัดทำข้อมูลทางบัญชีการเงินให้ผู้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลทางบัญชีการเงินเชื่อถือข้อมูลนั้น (Bushman & Smith, 2001; Bushman, Piotroski, & Smith, 2004; Burgstahler, Hail, & Leuz, 2006)

ผู้บริหารมีหน้าที่และความรับผิดชอบต้องจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อนำเสนอต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ (Brown, Beekes, & Verhoeven, 2011) อย่างไรก็ตาม เมื่อผู้บริหารเป็นผู้ที่สามารถใช้ดุลยพินิจในการจัดทำรายงานการเงิน จึงทำให้เกิดช่องทางการบริหารกำไร (Healy & Wahlen, 1999; Dechow, Sloan, and Sweeney, 1996) การบริหารกำไรเป็นการเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่ต้องนำเสนอต่อบุคคลภายนอกด้วยความตั้งใจ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นสำคัญ (Schipper, 1989)

การบริหารกำไรก่อให้เกิดผลกระทบต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ เช่น ทำให้เกิดปัญหาอสมมาตรของข้อมูลระหว่างบุคคลภายในและบุคคลภายนอก ซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น คือ ทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง (Park & Shin, 2004) การบริหารกำไร

ยังส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน คือ ทำให้ต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น นอกจากนั้น เมื่อเกิดการบริหารกำไร นักวิเคราะห์ให้ความสำคัญในการติดตามกิจการนั้นลดลง (Dechow, Sloan, and Sweeney, 1996)

พฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรสามารถอธิบายด้วยทฤษฎีต่างๆ เช่น ทฤษฎีตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976) ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานว่า ตัวแทนซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับมอบอำนาจจากตัวการอาจแสดงพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ด้วยการใช้อำนาจดักดวงผลประโยชน์ให้เกิดแก่ตนเอง ซึ่งเป็นการเบียดบังผลประโยชน์ของตัวการ ตัวการจึงต้องแสวงหากลไกต่างๆ เพื่อตรวจสอบและจูงใจการปฏิบัติงานของตัวแทน ทฤษฎี Positive Accounting อธิบายถึงแนวความคิดที่เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการบัญชีที่แตกต่างกันเพื่อใช้ในการจัดทำข้อมูลทางการเงิน บัญชี ผู้บริหารมักตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่เล็งเห็นผลว่า สามารถก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง โดยมีแรงจูงใจที่สำคัญ คือ แรงจูงใจจากผลตอบแทนในรูปแบบโบนัส (Bonus Plan Hypothesis) แรงจูงใจจากข้อกำหนดในการก่อหนี้ (Debt/Equity Hypothesis) และแรงจูงใจทางการเมือง (Political Cost Hypothesis) (Watts & Zimmerman, 1986) นอกจากนั้น ตลาดทุน (Capital Market) และความคาดหวังของตลาดทุนที่มีต่อกิจการถือเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารต้องบริหารกำไรด้วยเช่นกัน (Healy & Wahlen, 1999)

เมื่อผู้บริหารบริหารกำไร ประเด็นที่ควรพิจารณา คือ กลไกใดของการกำกับดูแลกิจการสามารถลดพฤติกรรมในการบริหารกำไรของผู้บริหาร La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) แสดงความเห็นที่เห็นว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญ และมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนั้น Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2008) สนับสนุนว่า โครงสร้างการถือหุ้นถือเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการปกป้องนักลงทุน โครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถจำแนกได้เป็นสองรูปแบบ คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวและโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว มีลักษณะสำคัญ คือ กิจการประกอบด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากและผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย (Berle & Means, 1932) ส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีลักษณะสำคัญ คือ กิจการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงสามารถใช้สิทธิในการเข้าควบคุมกิจการหรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1999)

ปัญหาตัวแทนในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้บริหารซึ่งมีอำนาจควบคุมกิจการ (Shleifer & Vishny, 1997) ดังนั้น กิจการจึงควรให้ผู้บริหารเข้าถือหุ้นในสัดส่วนที่มากพอเพื่อให้ผลประโยชน์



ของตัวแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลประโยชน์ของตัวการ (Convergence of Interest Hypothesis) (Jensen & Meckling, 1976) อย่างไรก็ตาม เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนถึงระดับหนึ่ง ผู้บริหารย่อมกระทำการต่างๆ เพื่อรักษาผลประโยชน์ของตนเอง (Managerial Entrenchment Hypothesis) (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988)

ในทางตรงกันข้าม ปัญหาตัวแทนในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวเป็นปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Shleifer & Vishny, 1997) ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถใช้อำนาจตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ซึ่งส่งผลให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ (Monitoring Hypothesis) (Shleifer & Vishny, 1986; Burkart, Gromb, & Panunzi, 1997) หรือถ้าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการต้องการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว เมื่อผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมกิจการรับรู้เหตุการณ์ดังกล่าวอาจมีปฏิกิริยาผ่านราคาหลักทรัพย์ของกิจการ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจได้รับผลกระทบจากมูลค่าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่ลดลงด้วย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีแรงจูงใจใช้ความพยายามในการควบคุมดูแลการใช้ทรัพยากรของกิจการให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการเพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มสูงขึ้น ทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นอันก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นทุกราย (Incentives Alignment Hypothesis) (Claessens & Fan, 2002) ในทางตรงกันข้าม ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจใช้อำนาจที่มีอยู่นำทรัพยากรและผลกำไรของกิจการไปแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว (Expropriation / Entrenchment Hypothesis) ซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ คือ ทำให้มูลค่ากิจการลดลงได้ (Shleifer & Vishny, 1997)

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่มีความสำคัญและมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ แนวความคิดเรื่องผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการนั้นมีความแตกต่างกัน แนวคิดหนึ่งเห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีลักษณะการลงทุนที่มุ่งหวังผลตอบแทนในระยะสั้นและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Efficiency Abatement Hypothesis) (Hill, Hitt, & Hoskisson, 1988) ในทางตรงกันข้าม แนวคิดอีกแนวคิดหนึ่งเห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ (Efficiency Augmentation Hypothesis) (Hansen & Hill, 1991; Wahal & McConnell, 2000; Eng & Shackell, 2001)

นักลงทุนสถาบันที่มีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ คือ นักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน นักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้ ได้แก่ นักลงทุนสถาบันจากประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และ ประเทศนิวซีแลนด์ (Alexander & Archer, 2000; Street & Shaughnessy, 1998) ประเทศในกลุ่มนี้มีลักษณะสำคัญ คือ มีเศรษฐกิจ

ที่ขึ้นอยู่กับภายนอก ตลาดทุนมีขนาดใหญ่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว สิทธิของนักลงทุนเข้มแข็ง และการบังคับใช้กฎหมายเข้มงวด (Leuz, Nanda, & Waddock, 2003) ในสังคมที่มีค่านิยมทางวัฒนธรรมแบบแองโกล-อเมริกัน กิจการมุ่งเน้นความสำคัญที่การแสวงหากำไร (Cernat, 2004) รวมทั้งการให้ความสำคัญต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Murphy & Topyan, 2005) เมื่อเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างกันบุคคลที่เกี่ยวข้องมักใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือแก้ไข ปัญหาความขัดแย้ง กิจการต่างๆ ในกลุ่มแองโกล-อเมริกันมักคานอำนาจภายในกิจการโดยกรรมการซึ่งไม่ได้มาจากผู้ถือหุ้นใหญ่และเป็นกรรมการอิสระ (Miles, 2006) และนักลงทุนต้องการให้กิจการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอเพื่อใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจ (Cernat, 2004) ในสภาพแวดล้อมดังกล่าวจึงส่งผลให้นักลงทุนสามารถควบคุมการปฏิบัติงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญและมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการแล้ว Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) แสดงให้เห็นว่า คณะกรรมการเป็นกลไกการควบคุมที่อยู่ภายในกิจการที่มีความสำคัญในการกำกับดูแลและติดตามการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารเช่นกัน กลไกคณะกรรมการมีส่วนผลักดันให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีบังเกิดผลในทางปฏิบัติ ถ้าคณะกรรมการสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพย่อมส่งผลให้กระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพและสร้างความมั่นใจให้เกิดขึ้นแก่คุณภาพของรายงานทางการเงิน ดังนั้น การศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการที่มีต่อการบริหารกำไรจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจศึกษา โดยเฉพาะในประเทศไทยซึ่งกิจการโดยส่วนใหญ่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003) ได้สนับสนุนประเด็นนี้ว่า ในกรณีของประเทศไทยซึ่งกิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้น กิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ คณะกรรมการจึงไม่ถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นทุกรายแต่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเท่านั้น นอกจากนี้ คณะกรรมการของกิจการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหรือสมาชิกในครอบครัวของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของคณะกรรมการ

เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีการเงินเป็นข้อมูลที่ให้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน (Bushman & Smith, 2001) ดังนั้น รายงานทางการเงินที่มีคุณภาพย่อมส่งผลต่อความมีประสิทธิภาพในการลงทุน (Lambert, Leuz, & Verrecchia, 2007) อย่างไรก็ตาม การบริหารกำไรเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากการบริหารกำไรที่สูงขึ้นทำให้คุณภาพกำไรลดต่ำลง (Lo, 2008) ดังนั้น เมื่อนักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีการเงินไปใช้เพื่อการ

ตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้พิจารณาถึงคุณภาพกำไรย่อมส่งผลให้การตัดสินใจไม่ถูกต้อง (Subramanyam, 1996)

มูลเหตุจูงใจในการศึกษาเรื่องผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังต่อไปนี้

1. ประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนาที่มีความต้องการระดมเงินทุนเป็นจำนวนมาก จากนักลงทุนต่างประเทศทั้งในรูปแบบของการลงทุนทางตรงและการลงทุนโดยผ่านตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่มีความสำคัญของภาคธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนของประเทศไทยเป็นตลาดทุนของประเทศกำลังพัฒนาและเป็นตลาดทุนที่มีขนาดเล็ก หลักเกณฑ์สำคัญประการหนึ่งซึ่งนักลงทุนต่างประเทศใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาจัดสรรเงิน ลงทุนเพื่อลงทุนในตลาดทุนของประเทศต่างๆ คือ การปกป้องสิทธิของนักลงทุนอย่างเข้มงวด อย่างไรก็ตาม La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1997) และ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998) พบว่า การปกป้องสิทธิของนักลงทุนของ ประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999) แสดงให้เห็นว่า กิจกรรมในประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของนักลงทุนสูงปรากฏว่าสามารถแสดงผลการ ดำเนินงานได้ดีกว่ากิจกรรมในประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของนักลงทุนต่ำ Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) สนับสนุนว่า ระดับการปกป้องนักลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญต่อการกำหนดคุณภาพ ของข้อมูลทางการเงินที่ได้รายงานต่อบุคคลภายนอก

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) แสดงความเห็นว่าเป็นว่า ความ จำเป็นในการปกป้องสิทธิของนักลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องกำหนดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้น ประเด็นที่น่าสนใจศึกษา คือ ในประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของนักลงทุนอยู่ในระดับต่ำ เช่น กรณีของประเทศไทย กลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่ง กิจกรรมโดยส่วนใหญ่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร หรือไม่

2. นักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน ซึ่งเป็นนักลงทุนที่มีเครือข่ายการประกอบ ธุรกิจอยู่ในประเทศต่างๆ ทั่วโลกเป็นนักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแล กิจการ นักลงทุนกลุ่มนี้มุ่งเน้นความสำคัญที่การแสวงหากำไร รวมทั้งให้ความสำคัญต่อมูลค่าของ ผู้ถือหุ้น (Murphy & Topyan, 2005) ในสังคมที่มีค่านิยมทางวัฒนธรรมแบบเอง โกล-อเมริกัน เมื่อเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างกัน บุคคลที่เกี่ยวข้องมักใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือใน

การแก้ไขปัญหาความขัดแย้ง ดังนั้น การฟ้องร้องเพื่อการรักษาสิทธิทางกฎหมายของตนเองจึงมีสูง  
กิจการต่างๆ ในกลุ่มแองโกล-อเมริกันมักคานอำนาจโดยกรรมการซึ่งไม่ได้มาจากผู้ถือหุ้นใหญ่  
และเป็นกรรมการอิสระ (Miles, 2006) นอกจากนี้ ในสังคมแองโกล-อเมริกัน นักลงทุน  
ต้องการให้กิจการเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างเพียงพอ (Cernat, 2004)

วิทยานิพนธ์นี้จึงมุ่งสนใจศึกษาบทบาทของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแอง  
โกล-อเมริกัน ได้แก่ นักลงทุนสถาบันจากประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศ  
แคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และประเทศนิวซีแลนด์ว่า นักลงทุนกลุ่มนี้มีผลต่อการควบคุม  
พฤติกรรมของผู้บริหารโดยเฉพาะการบริหารกำไรหรือไม่ ผู้วิจัยไม่พบว่ามิจงานวิจัยที่ศึกษาใน  
ประเด็นดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงเป็นการศึกษาในประเด็นนี้เป็นครั้งแรก ดังนั้น ถ้าหากมีการศึกษา  
ในประเด็นนี้ ผลการศึกษาที่ได้ทำให้สามารถค้นพบกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่นนอกเหนือจาก  
กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ค้นพบอยู่แล้วในปัจจุบัน อันเป็นประโยชน์ต่อการคุ้มครองสิทธิของ  
นักลงทุนซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่ถือเป็นจุดอ่อนของประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลายรวมทั้งประเทศ  
ไทย

นอกจากนั้น d'Arcy (2001) ศึกษาการจัดประเภทระบบบัญชีของประเทศต่างๆ  
พบว่า ประเทศแคนาดาและประเทศสหรัฐอเมริกาถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกันเรียกว่ากลุ่มอเมริกา  
เหนือ (North American) ส่วนประเทศอังกฤษถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกันกับประเทศต่างๆ ใน  
ภาคพื้นทวีปยุโรป (European Group) ส่วนประเทศออสเตรเลียถูกจัดอยู่นอกเหนือจากกลุ่ม  
ประเทศต่างๆ ข้างต้น ดังนั้น วิทยานิพนธ์นี้จึงต้องการศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนัก  
ลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไรแล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับ  
ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือที่มีต่อการบริหารกำไร

3. คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบเป็นกลไกการควบคุมที่สำคัญอีกกลไก  
หนึ่งในการกำกับดูแลฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang  
(2003) พบว่า ในกรณีของประเทศไทย กิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจ  
ควบคุมกิจการ คณะกรรมการจึงไม่ถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นทุกรายแต่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่  
มีอำนาจควบคุมกิจการ นอกจากนี้ คณะกรรมการของกิจการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ  
หรือสมาชิกในครอบครัวของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของ  
คณะกรรมการ ดังนั้น ประเด็นที่น่าสนใจศึกษา คือ ภายใต้อิทธิพลดังกล่าว กลไกต่างๆ ด้าน  
คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีต่อผลการบริหารกำไรหรือไม่

4. คุณภาพกำไรเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อผู้ใช้เพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจการ  
ลงทุน (Schipper & Vincent, 2003) อย่างไรก็ตาม การบริหารกำไรเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผล

กระทบต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากการบริหารกำไรที่สูงขึ้นทำให้คุณภาพกำไรลดต่ำลง (Lo, 2008) ทั้งนี้ ตัวแปรแทนที่สามารถบ่งชี้ถึงคุณภาพกำไร คือ รายการคงค้าง (Accruals) โดยกิจการที่มีรายการคงค้างที่มากเกินไปทำให้กำไรมีคุณภาพต่ำ เนื่องจากรายการคงค้างเป็นตัวแทนของส่วนประกอบกำไร (Component of Earning) ที่มีความสม่ำเสมอ (Persistence) น้อยกว่ารายการเงินสด (Dechow, Ge, & Schrand, 2010) เมื่อนักลงทุนนำข้อมูลทางบัญชีการเงินไปใช้เพื่อการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้พิจารณาถึงคุณภาพกำไรย่อมส่งผลให้การตัดสินใจไม่ถูกต้อง (Subramanyam, 1996) ดังนั้น ประเด็นที่น่าสนใจศึกษา คือ การบริหารกำไรมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่

## 1.2 คำถามการวิจัย

จากมูลเหตุจูงใจในการศึกษาเรื่องผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กล่าวมา ผู้วิจัยจึงสรุปเป็นคำถามการวิจัยดังนี้

### 1. โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

### 2. คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า กลไกต่างๆ ทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ การควบคุมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีผลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

### 3. รายการคงค้างมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่

งานวิจัยนี้ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่

### 1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ผู้วิจัยกำหนดวัตถุประสงค์ไว้ดังต่อไปนี้

1. เพื่อศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร
2. เพื่อศึกษาปัจจัยด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร
3. เพื่อศึกษาปัจจัยด้านรายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

### 1.4 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดนิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ไว้ดังนี้

**การบริหารกำไร** หมายถึง การที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายงานทางการเงินและการจัดโครงสร้างรายการเพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการ หรือเพื่อต้องการให้เกิดอิทธิพลต่อผลตามสัญญาใดๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับตัวเลขทางบัญชีที่รายงาน

**กรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน** หมายถึง กรรมการตรวจสอบที่เป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต นักวิเคราะห์ทางการเงิน หรือสำเร็จการศึกษาด้านบัญชีหรือการเงิน

**กรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน** หมายถึง กรรมการที่เป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต นักวิเคราะห์ทางการเงิน หรือสำเร็จการศึกษาด้านบัญชีหรือการเงิน

**กรรมการอิสระ** หมายถึง กรรมการที่เป็นอิสระ กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และกรรมการที่ไม่เป็นกรรมการภายใน

**ขนาดของคณะกรรมการ** หมายถึง จำนวนของกรรมการในคณะกรรมการ

**นักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ** หมายถึง นักลงทุนสถาบันจากประเทศแคนาดา และประเทศสหรัฐอเมริกา

**นักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน** หมายถึง นักลงทุนสถาบันต่างประเทศจากประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และประเทศนิวซีแลนด์

**ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ** หมายถึง ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการ

**ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์** หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุนต่อปี โดยเริ่มนับ ณ วันที่ครบสามเดือนหลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี

รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร หมายถึง รายการคงค้างที่ถูกควบคุมโดยผู้บริหารของกิจการ นั่นคือ ผู้บริหารของกิจการสามารถควบคุมการเกิดขึ้นของรายการได้ภายในระยะเวลาอันสั้น

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัยครั้งนี้ มีดังต่อไปนี้

1. ผลการวิจัยในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแล โดยสามารถใช้เป็นแนวทางในการส่งเสริมและสนับสนุนกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพซึ่งสามารถใช้เป็นกลไกในการควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหารกิจการ

2. ผลการวิจัยในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อกิจการ โดยสามารถใช้เป็นแนวทางในการพัฒนากลไกการกำกับดูแลภายในกิจการให้มีประสิทธิภาพ เพื่อให้สามารถควบคุมกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินของกิจการให้มีความน่าเชื่อถือและสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงิน

3. ผลการวิจัยในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงิน โดยสามารถประเมินความน่าเชื่อถือของรายงานทางการเงินจากกลไกการกำกับดูแลกิจการ และสามารถประเมินผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

4. ผลการวิจัยในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ในเชิงวิชาการ โดยผลการวิจัยจะช่วยเสริมสร้างองค์ความรู้ทางด้านกรกำกับดูแลกิจการ ทำให้ค้นพบกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่นนอกเหนือจากกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ค้นพบในปัจจุบันและสามารถใช้เป็นกลไกในการควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหารกิจการ

### 1.6 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ผู้วิจัยมีขอบเขตการศึกษาครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ โดยกำหนดระยะเวลาที่ศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2551

วิทยานิพนธ์นี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนวัดค่าการบริหารกำไร อย่างไรก็ตาม เนื่องจากส่วนประกอบของกำไรซึ่งเป็นรายการคงค้างมีความสม่ำเสมอ

น้อยกว่าส่วนประกอบของกำไรซึ่งเป็นกระแสเงินสด (Sloan, 1996) ดังนั้น รายการคงค้างจึงมีแนวโน้มของการรอกกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) ได้รวดเร็วกว่ากระแสเงินสด





## บทที่ 2

### การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

#### 2.1 บทนำ

Healy and Wahlen (1999) แสดงความเห็นว่าการบริหารกำไรเกิดขึ้นเนื่องจากผู้บริหารต้องการให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการหรือเพื่อต้องการให้ตัวเลขทางบัญชีส่งผลกระทบต่อสัญญาต่างๆ ในการศึกษาเรื่องการบริหารกำไรนั้น พฤติกรรมการบริหารกำไรสามารถอธิบายด้วยทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานว่า ตัวแทนซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับมอบอำนาจจากตัวการอาจแสดงพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ด้วยการใช้อำนาจที่มีอยู่ดักดวงผลประโยชน์ให้เกิดแก่ตนเองและพวกพ้องซึ่งเป็นการเบียดบังผลประโยชน์ของตัวการ ดังนั้น ตัวการจึงต้องแสวงหากลไกต่างๆ เพื่อตรวจสอบและจูงใจการปฏิบัติงานของตัวแทน

ทฤษฎี Positive Accounting เป็นทฤษฎีอีกทฤษฎีหนึ่งที่สามารถใช้อธิบายพฤติกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร (Watts & Zimmerman, 1986) ทฤษฎีนี้มีแนวคิดที่ว่า ผู้บริหารมักตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่เห็นว่าสามารถก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง โดยมีแรงจูงใจที่สำคัญ คือ แรงจูงใจจากผลตอบแทนทางด้านโบนัส (Bonus Plan Hypothesis) แรงจูงใจจากข้อกำหนดในการก่อหนี้ (Debt/Equity Hypothesis) และแรงจูงใจทางด้านการเมือง (Political Cost Hypothesis) นอกจากนี้ ตลาดทุน (Capital Market) และความคาดหวังของตลาดทุนที่มีต่อกิจการถือเป็นแรงจูงใจอีกประการหนึ่งที่ทำให้ผู้บริหารต้องบริหารกำไรด้วยเช่นกัน (Healy & Wahlen, 1999)

เมื่อเกิดการบริหารกำไรขึ้นแล้ว กิจการที่มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสมจึงสามารถลดการบริหารกำไรลงได้ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) แสดงความเห็นว่าการสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญและมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) อภิปรายว่า คณะกรรมการเป็นกลไกการควบคุมที่อยู่ภายในกิจการที่มีความสำคัญในการกำกับดูแลและติดตามการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร Klien (2002) กล่าวว่า คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงินที่ผู้บริหารจัดทำขึ้นเพื่อให้รายงานทางการเงินมีความถูกต้องและเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน

ส่งผลให้ผู้เกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่เกี่ยวข้องนั้น ไปใช้ประโยชน์เพื่อประกอบการตัดสินใจ

Schipper and Vincent (2003) แสดงความเห็นว่าคุณภาพกำไรและคุณภาพรายงานทางการเงินเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้รายงานทางการเงินเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์แห่งสัญญาและใช้ตัดสินใจเพื่อการลงทุน Lo (2008) อภิปรายว่า การบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากการบริหารกำไรที่สูงขึ้นทำให้คุณภาพกำไรต่ำลง อย่างไรก็ตาม Sloan (1996) แสดงความเห็นว่าคุณภาพกำไรในตลาดทุนไม่ได้สะท้อนว่า ระดับความสม่ำเสมอ (Persistence Levels) ของส่วนประกอบของกำไร (Component of Earnings) ได้แก่ รายการคงค้าง (Accruals) กับ กระแสเงินสด (Cash Flows) นั้นเป็นรายการที่มีความแตกต่างกัน Dechow, Ge, and Schrand (2010) สนับสนุนว่า กิจกรรมที่มีรายการคงค้างที่มากเกินไปส่งผลให้กำไรมีคุณภาพต่ำ เนื่องจากรายการเหล่านี้เป็นตัวแทนของส่วนประกอบกำไรที่มีความสม่ำเสมอต่ำกว่า Subramanyam (1996) พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสัมพันธ์ทางเดียวกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ นอกจากนี้ วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในบทนี้วิทยานิพนธ์นี้ได้ทบทวนวรรณกรรมรวมทั้งพัฒนาสมมติฐานที่ต้องการทดสอบและกำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัย เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดระเบียบวิธีวิจัยและศึกษาโดยการวิเคราะห์ข้อมูลต่อไป

## 2.2 ความหมายของการบริหารกำไร

ในการศึกษาความหมายของการบริหารกำไร (Earnings Management) วิทยานิพนธ์นี้ได้รวบรวมคำนิยามต่างๆ ของนักวิชาการที่มีแนวคิดและมุมมองต่อการบริหารกำไรแตกต่างกันมาศึกษาและเปรียบเทียบกัน คำนิยามที่นำมาศึกษา ได้แก่ คำนิยามของ (1) Davidson, Stickney, and Weil (1987) (2) Schipper (1989) และ (3) Healy and Wahlen (1999) ซึ่งเป็นคำนิยามที่ผู้ศึกษาเรื่องนี้ได้อ้างอิงถึงในการศึกษากันโดยทั่วไป (Beneish, 2001; Xu, Taylor, & Dugan, 2007) ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.2.1 คำนิยามของ Davidson, Stickney, and Weil (1987)

Davidson, Stickney, and Weil (1987) (อ้างถึงใน Schipper, 1989) ให้ความหมายของการบริหารกำไรว่า คือ กระบวนการของวิธีการกระทำต่างๆ อย่างมีเจตนาซึ่งกระทำอยู่ภายใต้

ขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles) เพื่อให้ระดับของกำไรที่รายงาน (Level of Reported Earnings) เป็นไปตามที่ต้องการ

### 2.2.2 คำนิยามของ Schipper (1989)

Schipper (1989) ให้ความหมายของการบริหารกำไรว่า คือ การเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่ต้องนำเสนอต่อบุคคลภายนอก (External Financial Reporting Process) ด้วยความตั้งใจ โดยการกระทำดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัว (Private Gain) เป็นประเด็นสำคัญ

จากคำนิยามดังกล่าวข้างต้น Schipper (1989) ระบุว่า ภาคขยายรองของคำนิยามของการบริหารกำไรครอบคลุมไปถึงการบริหารกำไรจริง (Real Earnings Management) ทั้งนี้ Schipper (1989) อธิบายว่า การบริหารกำไรจริงทำให้บรรลุผลได้โดยการกำหนดจังหวะเวลา (Timing) ที่ใช้ในตัดสินใจลงทุนหรือจัดหาเงิน (Investment or Financing Decisions) เพื่อทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในกำไรที่รายงาน (Reported Earnings) หรือเพื่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบใดๆ ของกำไรที่รายงาน การกระทำดังกล่าวมีจุดมุ่งหมายเพื่อต้องการทำให้เกลี้ยกำไร (Smoothing) ซึ่งช่วยลดความผันผวนของกำไรออกไปได้ในหลายงวดบัญชี

### 2.2.3 คำนิยามของ Healy and Wahlen (1999)

Healy and Wahlen (1999) ให้ความหมายของการบริหารกำไรว่า การบริหารกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายงานทางการเงิน (Financial Reporting) และการจัดโครงสร้างรายการ (Structuring Transactions) เพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (Stakeholders) เกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจ (Economic Performance) ของกิจการหรือเพื่อให้เกิดอิทธิพลต่อผลตามสัญญาใดๆ (Contractual Outcomes) ซึ่งขึ้นอยู่กับตัวเลขทางบัญชีที่รายงาน (Reported Accounting Numbers)

จากคำนิยามของการบริหารกำไรซึ่งปรากฏตามแนวคิดและมุมมองของนักวิชาการต่างๆ ที่แสดงไว้ข้างต้น วิทยานิพนธ์นี้วิเคราะห์คำนิยามดังกล่าวและจำแนกลักษณะที่สำคัญของการบริหารกำไรได้เป็นสามประเด็นคือ (1) วัตถุประสงค์ของการบริหารกำไร (2) ขอบเขตของการบริหารกำไร และ (3) วิธีการที่ใช้ในการบริหารกำไร ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### (1) วัตถุประสงค์ของการบริหารกำไร

ตามแนวคิดของ Davidson, Stickney, and Weil (1987) (อ้างถึงใน Schipper, 1989) การที่ผู้บริหารใช้วิธีการกระทำต่างๆ อย่างมีเจตนาต่อรายงานทางการเงินนั้นถือเป็นการกระทำที่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ระดับของกำไรที่รายงานเป็นไปตามที่ต้องการ

ตามแนวคิดของ Schipper (1989) การที่ผู้บริหารใช้วิธีการเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินซึ่ง Schipper (1989) แสดงความเห็นว่าเป็นกระบวนการที่มีลักษณะตรงกันข้ามกับกระบวนการของการดำเนินงานที่มีความเป็นกลางตามปกติและผู้บริหารใช้วิธีบริหารกำไรจริงเพื่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในกำไรที่รายงานหรือการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบใดๆ ของกำไรที่รายงานนั้นเป็นการกระทำที่มีวัตถุประสงค์เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหารและต้องการเกลี้ยกำไรเพื่อลดความผันผวนของกำไร

ตามแนวคิดของ Healy and Wahlen (1999) การที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายงานทางการเงินและการจัดโครงสร้างรายการเพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงินนั้นเป็นการกระทำโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการหรือเพื่อให้มีอิทธิพลต่อผลตามสัญญาใดๆ ทั้งนี้ Boa and Boa (2004) ให้ความเห็นว่าคุณลักษณะดังกล่าว ได้แก่ สัญญาการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหาร

โดยสรุป จากคำนิยามของนักวิชาการข้างต้นนั้น วัตถุประสงค์ของการบริหารกำไรมีสองประการสำคัญ คือ (1) ผู้บริหารต้องการให้บุคคลที่เกี่ยวข้องเกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการ และ (2) ผู้บริหารต้องการสร้างผลประโยชน์ในรูปแบบต่างๆ ให้เกิดขึ้นทั้งแก่ตนเองและพวกพ้องโดยกระทำผ่านรายงานทางการเงิน

## (2) ขอบเขตของการบริหารกำไร

ตามแนวคิดของ Davidson, Stickney, and Weil (1987) (อ้างอิงใน Schipper, 1989) การที่ผู้บริหารใช้วิธีการกระทำต่างๆ ภายใต้ขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปเพื่อให้ระดับของกำไรที่รายงานเป็นไปตามที่ต้องการ ผลการวิเคราะห์สรุปว่า ผู้บริหารมุ่งกระทำต่อรายงานทางการเงินที่นำเสนอต่อบุคคลภายนอก

ตามแนวคิดของ Schipper (1989) ระบุถึงขอบเขตของการบริหารกำไรไว้อย่างชัดเจนในคำนิยามว่า คือ การที่ผู้บริหารเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่กิจการต้องนำเสนอต่อบุคคลภายนอกและการบริหารกำไรไม่ได้ครอบคลุมไปถึงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินบัญชีเพื่อใช้ในการบริหารงานภายในกิจการ นอกจากนั้น Schipper (1989) ระบุด้วยว่าการบริหารกำไรสามารถเกิดขึ้นได้ในส่วนใดส่วนหนึ่งของกระบวนการเปิดเผยข้อมูลต่อบุคคลภายนอก (External Disclosure Process) และสามารถเกิดขึ้นได้ในหลายรูปแบบ

ตามแนวคิดของ Healy and Wahlen (1999) การที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายงานทางการเงินและการจัดโครงสร้างรายการเพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงินโดยต้องการให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการนั้น ผล

การวิเคราะห์สรุปว่า ผู้บริหารมุ่งกระทำต่อรายงานทางการเงินที่กิจการต้องนำเสนอต่อบุคคลภายนอก

โดยสรุป จากคำนิยามของนักวิชาการข้างต้น Beneish (2001) สรุปว่า การบริหารกำไรเกิดขึ้นจากการดำเนินการของฝ่ายบริหารด้วยวิธีการต่างๆ เพื่อให้เกิดผลกระทบต่อรายงานทางการเงินรวมถึงการจัดโครงสร้างรายการเพื่อให้การปฏิบัติทางการบัญชีเป็นไปตามที่ต้องการ ดังนั้น จากการวิเคราะห์ขอบเขตของการบริหารกำไรจากคำนิยามข้างต้นสรุปได้ว่า ผู้บริหารบริหารกำไรเพื่อให้เกิดผลกระทบต่อรายงานทางการเงินที่นำเสนอต่อบุคคลภายนอก

### (3) วิธีการที่ใช้บริหารกำไร

ตามแนวคิดของ Schipper (1989) การบริหารกำไรกระทำได้โดยใช้สองวิธีการ คือ (1) วิธีการบริหารกำไรด้วยรายการคงค้าง (Accrual Earnings Management) และ (2) วิธีการบริหารกำไรจริง (Real Earnings Management)

Xu, Taylor, and Dugan (2007) อธิบายว่า การบริหารกำไรด้วยรายการคงค้างเป็นการตกแต่งกำไรที่รายงาน โดยใช้วิธีการตัดสินใจทางการบัญชี (Accounting Discretion) ซึ่งอยู่ภายใต้ขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป การตัดสินใจดังกล่าวรวมถึงการเปลี่ยนแปลงในประมาณการและนโยบายการบัญชี (Lo, 2008) การบริหารกำไรด้วยวิธีการนี้สอดคล้องกับคำนิยามตามแนวคิดของ Davidson, Stickney, and Weil (1987) ส่วนการบริหารกำไรจริง Ewert and Wagenhofer (2005) อธิบายว่า เป็นการเปลี่ยนแปลงจังหวะเวลา (Timing) หรือการจัดโครงสร้างรายการ (Structuring) ของรายการทางธุรกิจจริง (Real Transactions) เพื่อให้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงกำไร Xu, Taylor, and Dugan (2007) อภิปรายว่า กิจการสามารถบริหารกำไรจริงผ่านกิจกรรมทางธุรกิจที่สำคัญ เช่น (1) กิจกรรมดำเนินงาน (Operating Activity) (2) กิจกรรมลงทุน (Investment Activity) หรือ (3) กิจกรรมจัดหาเงิน (Financing Activity) เป็นต้น

Xu, Taylor, and Dugan (2007) อภิปรายว่า ผู้บริหารบริหารกำไรจริงผ่านกิจกรรมดำเนินงานและกิจกรรมลงทุนโดยวิธีการต่างๆ เช่น (1) การจัดการค่าใช้จ่ายตามดุลยพินิจ (Discretionary Expenditures) เพื่อให้ผลกำไรเป็นไปตามเป้าหมาย (2) การจัดการการผลิต สินค้าคงเหลือ และการขาย เพื่อปรับเกลี่ยกำไร (Smooth Earnings) และทำกำไรตามเป้าหมาย (Earnings Targets) (3) การขายสินทรัพย์ระยะยาว (Long-Term Assets) และ (4) การจัดโครงสร้างดำเนินงานและการลงทุน (Structuring Operating and Investing Transactions) เป็นต้น ส่วนการบริหารกำไรจริงผ่านกิจกรรมจัดหาเงิน ผู้บริหารสามารถใช้วิธีการต่างๆ เช่น (1) การซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchases) (2) การใช้สิทธิซื้อหุ้นในชุดค่าตอบแทน (Stock Options in

Compensation Package) (3) การใช้เครื่องมือทางการเงิน (Financial Instruments) (4) การจัดโครงสร้างรายการจัดหาเงิน (Structuring Financing Transactions) เป็นต้น

อย่างไรก็ตาม ในมุมมองของ Schipper (1989) เห็นว่า ความแตกต่างระหว่างรายการคงค้างกับการบริหารกำไรจริงไม่สามารถวินิจฉัยแยกออกจากกันได้โดยง่าย Schipper (1989) แสดงความเห็นว่ ในกรณีที่กิจการตัดสินใจลงทุนหรือผลิตแล้วเป็นเรื่องยากที่จะวินิจฉัยว่าเป็นการตัดสินใจด้วยความบริสุทธิ์ใจเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Share Values) หรือจงใจปรับแต่งกำไร (Manage Earnings) Schipper (1989) ยกตัวอย่างกรณีที่ต้องวินิจฉัยประเด็นดังกล่าว เช่น (1) การตัดสินใจเลือกระดับรายจ่ายวิจัยและพัฒนาหรือรายจ่ายโฆษณา (2) การตัดสินใจเพิ่มหรือลดสายผลิตภัณฑ์ หรือ (3) การตัดสินใจเข้าซื้อกิจการ เป็นต้น

ในมุมมองของ Healy and Wahlen (1999) การจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อนำเสนอต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจหลายประการ เช่น (1) การใช้ดุลยพินิจประมาณการเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคต (Future Economic Events) (2) การเลือกวิธีการทางบัญชี (Accounting Methods) ซึ่งเป็นวิธีการที่ยอมรับเพื่อการรายงานถึงรายการทางเศรษฐกิจ (Economic Transactions) ที่มีลักษณะเดียวกัน (3) การใช้ดุลยพินิจบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management) ซึ่งมีกระทบต่อการปันส่วนต้นทุนและรายได้สุทธิ (Cost Allocations and Net Revenues) (4) การตัดสินใจเลือกจ่ายหรือชะลอรายจ่ายบางรายการ และ (5) การตัดสินใจจัดโครงสร้างรายการ (Structure Corporate Transactions) เป็นต้น ดังนั้น เมื่อผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจหลายประการตามที่ Healy and Wahlen (1999) กล่าวถึง ทำให้วิเคราะห์ต่อไปได้ว่าเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจบริหารกำไรได้หลากหลายวิธีการทั้งการบริหารรายการคงค้างและการบริหารกำไรจริง

Lo (2008) อภิปรายว่า ผู้บริหารมักบริหารกำไรด้วยการบริหารกำไรจริงมากกว่าการบริหารรายการคงค้าง เนื่องจากสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่มีความไม่แน่นอน ทำให้ไม่มีข้อกำหนดที่เป็นมาตรฐานว่า ผู้บริหารควรตัดสินใจอย่างไรภายใต้สถานการณ์เฉพาะนั้นๆ วิธีการบริหารกำไรจริงเป็นวิธีการที่ค้นพบได้ยากกว่า นอกจากนั้นในทางกฎหมาย ผู้บริหารและคณะกรรมการของกิจการสามารถปกป้องตนเองโดยการอ้างถึงหลักการวินิจฉัยทางธุรกิจ (Business Judgment Rule) ดังนั้น การใช้วิธีการดังกล่าวจึงเป็นเรื่องยากที่บุคคลเหล่านี้ต้องรับผิดชอบทางกฎหมายเมื่อตัดสินใจทางธุรกิจไม่เหมาะสม (Bad Business Decisions) ในทางตรงกันข้าม การใช้วิธีบริหารรายการคงค้างสามารถตรวจสอบพบได้โดยผู้สอบบัญชี นักบัญชีรวมทั้งศาล ซึ่งบุคคลที่เกี่ยวข้องสามารถใช้มาตรฐานการบัญชีเป็นมาตรฐานการวินิจฉัยได้ Ewert and Wagenhofer (2005) ระบุว่า มาตรฐานการบัญชีที่มีความเข้มงวดมากขึ้นถือเป็นข้อจำกัดของผู้บริหารในการตัดสินใจ

เลือกใช้วิธีการบริหารรายการคงค้าง ดังนั้น ผู้บริหารจึงหันมาเลือกใช้วิธีการบริหารกำไรจริงซึ่งมีค่าใช้จ่ายที่สูงกว่า Ewert and Wagenhofer (2005) สรุปว่า ขนาดของการบริหารกำไรไม่ได้ลดลง ถึงแม้ว่ามาตรฐานการบัญชีที่กำหนดให้กิจการถือปฏิบัติจะมีความเข้มงวดมากขึ้นก็ตาม Bradshaw, Richardson, and Sloan (2001) พบข้อสังเกตว่า กิจการที่มีรายการคงค้างสูง (High Accruals) ผู้สอบบัญชีไม่ได้เปลี่ยนแปลงการแสดงความเห็นต่องบการเงินในรายงานการสอบบัญชีของกิจการแตกต่างจากการแสดงความเห็นอย่างไม่มีเงื่อนไขหรือกิจการเหล่านั้นมีการเปลี่ยนแปลงตัวของผู้สอบบัญชี

ในมุมมองของ Healy and Wahlen (1999) ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อให้รายงานทางการเงินแสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้รายงานทางการเงินได้ ถ้าปรากฏข้อเท็จจริงว่า เมื่อผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้นโยบายการบัญชีหรือวิธีการประมาณการใดๆ แล้วส่งผลให้เกิดสัญญาณที่น่าเชื่อถือต่อผลการดำเนินงานของกิจการ Healy and Wahlen (1999) แสดงความเห็นว่าเป็นกรณีที่การสอบบัญชีมีประสิทธิภาพแล้ว เมื่อผู้บริหารใช้ประมาณการทางบัญชี เช่น การประมาณการลูกหนี้การค้าสุทธิ เป็นต้น ถ้าหากข้อมูลดังกล่าวแสดงถึงประมาณการที่น่าเชื่อถือของกระแสเงินสดที่กิจการสามารถเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้การค้าได้ Healy and Wahlen (1999) สนับสนุนว่า การใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในลักษณะเช่นนี้ไม่เข้าข่ายของการบริหารกำไร

Leuz (2010) อภิปรายว่า การใช้ดุลยพินิจในการรายงานมีทั้งข้อดีและข้อพิงระมัดระวัง เช่น การใช้ดุลยพินิจในการรายงานทำให้บุคคลภายในสามารถสื่อสารข้อมูลภายในกิจการและปรับรายงานให้เหมาะสม เพื่อให้สามารถสะท้อนสภาพที่เป็นจริงเชิงเศรษฐกิจ ในทางตรงกันข้าม การใช้ดุลยพินิจในการรายงานอาจทำให้บุคคลภายในแสวงหาโอกาสกระทำการต่างๆ ที่ไม่เหมาะสม เช่น (1) บุคคลภายในอาจใช้ดุลยพินิจในการรายงานเพื่อปิดบังผลการดำเนินงานทางเศรษฐกิจที่ไม่ดี (2) ปรับแต่งกำไรให้เป็นไปตามเป้าหมาย หรือ (3) หลีกเลี่ยงสถานการณ์ที่เข้าข่ายละเมิดเงื่อนไขต่างๆ ในสัญญา เป็นต้น

โดยสรุป จากคำนิยามของนักวิชาการข้างต้น ผู้บริหารใช้วิธีการบริหารกำไรได้สองวิธีการ คือ (1) การบริหารกำไรด้วยรายการคงค้าง และ (2) การบริหารกำไรจริง การบริหารกำไรด้วยรายการคงค้างเป็นการตกแต่งกำไรที่รายงานโดยการตัดสินใจทางการบัญชีภายใต้ขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปรวมถึงการเปลี่ยนแปลงประมาณการและนโยบายการบัญชี ส่วนการบริหารกำไรจริงกระทำโดยผ่านกิจกรรมทางธุรกิจ เช่น กิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน หรือกิจกรรมจัดหาเงิน เป็นต้น

ตารางที่ 2.1 การเปรียบเทียบแนวคิดการบริหารกำไรของงานวิจัยต่างๆ

งานวิจัย	ประเด็นที่ศึกษา		
	วัตถุประสงค์ของการบริหารกำไร	ขอบเขตของการบริหารกำไร	วิธีการที่ใช้บริหารกำไร
Davidson, Stickney, and Weil (1987)	เพื่อให้ระดับของกำไรที่รายงานเป็นไปตามที่ต้องการ	กระทำต่อรายงานทางการเงินที่นำเสนอต่อบุคคลภายนอก	การบริหารกำไรด้วยรายการคงค้าง
Schipper (1989)	ต้องการเกลี้ยกำไรซึ่งช่วยลดความผันผวนของกำไรและต้องการผลประโยชน์ส่วนตัว	กระทำต่อรายงานทางการเงินที่นำเสนอต่อบุคคลภายนอก	การบริหารกำไรด้วยรายการคงค้างและการบริหารกำไรจริง
Healy and Wahlen (1999)	ต้องการให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเข้าใจผิดในผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจและให้เกิดผลตามสัญญาต่างๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับตัวเลขทางบัญชีที่รายงานออกมา	กระทำต่อรายงานทางการเงินที่นำเสนอต่อบุคคลภายนอก	การบริหารกำไรด้วยรายการคงค้างและการบริหารกำไรจริง

วิทยานิพนธ์นี้เลือกใช้คำนิยามของการบริหารกำไรตามที่กำหนดโดย Healy and Wahlen (1999) เนื่องจาก Healy and Wahlen (1999) แสดงให้เห็นว่า การบริหารกำไรเกิดขึ้นจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการแปรผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการ วิทยานิพนธ์นี้สนับสนุนแนวความคิดนี้เพราะโดยปกติผู้บริหารมีหน้าที่และความรับผิดชอบต้องจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อนำเสนอต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องตามระยะเวลาที่กำหนดอยู่แล้ว ความรับผิดชอบในการจัดทำรายงานทางการเงินครอบคลุมถึงการใช้ดุลยพินิจกำหนดนโยบายการบัญชีและการประมาณการทางบัญชี อย่างไรก็ตาม ความถูกต้องและความเชื่อถือได้ของรายงานทางการเงินขึ้นอยู่กับการใช้ดุลยพินิจที่เหมาะสมของผู้บริหารในการจัดทำรายงานทางการเงินนั้น



จากคำนิยามของการบริหารกำไรข้างต้นสรุปว่า แรงจูงใจของผู้บริหารที่ใช้วิธีการต่างๆ กระทำต่อกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อให้มีผลกระทบต่อรายงานทางการเงินนั้นเป็นแรงจูงใจที่เกิดขึ้นตามสัญญา (Watts & Zimmerman, 1986) เนื่องจากผู้บริหารมีหน้าที่ต้องจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อแสดงผลการปฏิบัติงานตามความรับผิดชอบที่มีต่อผู้เป็นเจ้าของ ดังนั้นผู้บริหารต้องแสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารสร้างมูลค่าสูงสุดให้เกิดขึ้นแก่กิจการตามที่ได้ตกลงกันไว้ในสัญญา วัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหารทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ผู้เป็นเจ้าของจึงต้องแสวงหากลไกต่างๆ เพื่อตรวจสอบและจูงใจการปฏิบัติงานของผู้บริหาร แนวความคิดที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหารรวมทั้งผลประโยชน์ที่มีความแตกต่างกันระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหารนั้นสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.3 ทฤษฎีตัวแทน

Jensen and Meckling (1976) กล่าวถึงทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่มีรากฐานทางความคิดมาจากแนวทางด้านเศรษฐศาสตร์ ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานว่าตัวแทนซึ่งเป็นผู้ที่ได้รับมอบอำนาจจากตัวการอาจแสดงพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ต่อกิจการด้วยการใช้อำนาจที่ได้รับมอบหมายนั้นดักดวงผลประโยชน์ต่างๆ ให้เกิดแก่ตนเองและพวกพ้อง พฤติกรรมของตัวแทนในลักษณะเช่นนี้ถือเป็นการเบียดบังผลประโยชน์ของตัวการ

ทฤษฎีตัวแทนระบุถึงแนวความคิดที่สำคัญเกี่ยวกับเรื่องของตัวการและตัวแทนรวมทั้งผลประโยชน์ที่แตกต่างกันระหว่างตัวการและตัวแทน ประเด็นสำคัญที่วิทยานิพนธ์นี้พิจารณา มีสามประเด็นคือ (1) ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทน (Agency Relationship) (2) ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) และ (3) ต้นทุนจากการใช้ตัวแทน (Agency Cost) ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 2.3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทน (Agency Relationship)

ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นตามสัญญา (Contract) ความสัมพันธ์ดังกล่าวเกิดขึ้นระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องกันสองฝ่าย โดยบุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (Principal) และบุคคลอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน (Agent) ตัวการมอบอำนาจให้แก่ตัวแทนโดยมีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ คือ เพื่อต้องการให้ตัวแทนสามารถใช้อำนาจตัดสินใจ (Decision Making Authority) ในเรื่องต่างๆ ของกิจการแทนตัวการ

### 2.3.2 ปัญหาตัวแทน (Agency Problem)

เมื่อตัวการมอบอำนาจในการตัดสินใจให้แก่ตัวแทนโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการให้ตัวแทนสามารถใช้อำนาจตัดสินใจในเรื่องต่างๆ แทนตัวการ ตัวการจึงคาดหวังว่าตัวแทนจะใช้ความพยายามสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้เกิดขึ้นแก่ตัวการ อย่างไรก็ตาม ถ้าตัวแทนใช้อำนาจที่ได้รับมอบหมายนั้นเพื่อวัตถุประสงค์อื่น เช่น การดักดวงผลประโยชน์ให้เกิดแก่ตนเองและพวกพ้อง ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างตัวการและตัวแทนจึงเกิดขึ้นเนื่องจากตัวแทนกระทำการใดๆ ที่มีความขัดแย้งกับสิ่งที่ระบุไว้ในสัญญา ดังนั้น เมื่อวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนบังเกิดความไม่สอดคล้องกันขึ้นจึงก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากกิจการต่างๆ มีลักษณะของโครงสร้างการถือหุ้นแตกต่างกัน ดังนั้น โครงสร้างการถือหุ้นจึงเป็นสาเหตุสำคัญทำให้เกิดกิจการต่างๆ ประสบกับปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องที่แตกต่างกัน เช่น กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวมักประสบปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้บริหาร (Berle and Means, 1932) ในทางตรงกันข้าม กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักประสบกับปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Shleifer and Vishny, 1997)

### 2.3.3 ต้นทุนจากการใช้ตัวแทน (Agency Cost)

Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนที่เกิดขึ้นนั้นสามารถแก้ไขให้ลดลงได้โดยใช้กลไกที่สำคัญสองประการ ได้แก่ (1) กลไกการสอดส่องดูแล (Monitoring Mechanisms) และ (2) กลไกการรักษาสัญญา (Bonding Mechanisms) กลไกการสอดส่องดูแลเป็นกลไกตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ตัวการเลือกใช้กลไกนี้เพื่อสังเกต วัดประเมินผล และควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารจัดการของตัวแทน เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าการใช้อำนาจตัดสินใจของตัวแทนสอดคล้องกับสิ่งที่ได้ระบุไว้ในสัญญา ส่วนกลไกการรักษาสัญญาเป็นกลไกการจูงใจให้ตัวแทนตัดสินใจใดๆ ที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ตัวการ ตัวแทนเลือกใช้กลไกนี้เพื่อกำหนดนโยบายต่างๆ ของตน เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าการตัดสินใจของตัวแทนสอดคล้องกับสิ่งที่ได้ระบุไว้ในสัญญา Fama and Jensen (1983) ระบุว่า กลไกคณะกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญในการตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของตัวแทน นอกจากนั้น การใช้แผนการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบโบนัสให้แก่ผู้บริหาร รวมทั้งการใช้ข้อกำหนดต่างๆ โดยระบุข้อกำหนดนั้นๆ ไว้เป็นเงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ (Healy & Wahlen, 1999) เป็นอีกกลไกหนึ่งที่ใช้เป็นเครื่องมือตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของตัวแทนเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม การใช้กลไกการกำกับดูแลทั้งสองประการดังกล่าวข้างต้นนั้นก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายต่างๆ ขึ้น ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการสอดส่องดูแล (Monitoring Expenditures) และค่าใช้จ่ายในการรักษาสัญญา (Bonding Expenditures) นอกจากนี้ ปัญหาตัวแทนยังก่อให้เกิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข (Residual Loss) ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องจากกลไกทั้งสองประการข้างต้นไม่สามารถลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนได้ทั้งหมดและเป็นความเสี่ยงที่เหลืออยู่ (Residual Risk) ต้นทุนที่เกิดขึ้นนี้ คือ ต้นทุนจากการใช้ตัวแทนซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นเนื่องจากตัวการมอบอำนาจให้แก่ตัวแทน

โดยสรุป ทฤษฎีตัวแทนเป็นทฤษฎีที่มีแนวความคิดว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ตามสัญญา ตัวการมอบอำนาจการตัดสินใจให้แก่ตัวแทนโดยมุ่งหวังให้ตัวแทนใช้อำนาจตัดสินใจแทนตัวการและสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ตัวการ ถ้าหากตัวแทนใช้อำนาจเพื่อวัตถุประสงค์อื่นจึงทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นสามารถแก้ไขให้ลดลงได้โดยการใช้กลไกการสอดส่องดูแลและกลไกการรักษาสัญญาซึ่งการใช้กลไกดังกล่าวทำให้เกิดค่าใช้จ่ายในการสอดส่องดูแลและค่าใช้จ่ายในการรักษาสัญญา อย่างไรก็ตาม กลไกข้างต้นไม่สามารถลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ทั้งหมดจึงทำให้เกิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข ต้นทุนที่เกิดขึ้นเหล่านี้เป็นต้นทุนจากการใช้ตัวแทน

จากแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนที่ระบุว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ตามสัญญา ดังนั้น เมื่อกิจการต้องการให้กระบวนการของสัญญา (Contracting Process) ระหว่างตัวการและตัวแทนบรรลุผลตามวัตถุประสงค์ กิจการมักกำหนดจำนวนเงินทางบัญชีไว้เป็นส่วนหนึ่งของสัญญาเพื่อต้องการใช้เป็นเครื่องมือตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหารอันส่งผลให้กิจการสามารถลดต้นทุนจากการใช้ตัวแทนลงได้ จากสาเหตุดังกล่าวผู้บริหารจึงเกิดแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่สังเกตเห็นผลว่าสามารถก่อให้เกิดประโยชน์แก่ตนเองเพื่อใช้จัดทำข้อมูลทางการบัญชีเสนอต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการ

แนวความคิดที่กล่าวถึงแรงจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อจัดทำข้อมูลทางการบัญชีของกิจการซึ่งทำให้ผู้บริหารบริหารกำไรนั้นสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎี Positive Accounting ดังรายละเอียดต่อไปนี้

## 2.4 ทฤษฎี Positive Accounting

Watts and Zimmerman (1986) กล่าวถึงทฤษฎี Positive Accounting ทฤษฎีนี้ให้แนวคิดว่า ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการ เช่น ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ ตลาดทุนและรัฐบาล เป็นต้น เป็นคน เป็น ผู้ที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกใช้วิธีการทางบัญชีของกิจการ ผู้บริหารจะตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่สังเกตเห็นผลว่าสามารถก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นตามสัญญา (Jensen & Meckling, 1976) ตัวการมุ่งหวังให้ตัวแทนสร้างมูลค่ากิจการให้สูงสุดโดยตัวแทน ได้รับผลตอบแทนตามที่ได้กำหนดไว้ในสัญญา อย่างไรก็ตาม ตัวแทนมุ่งหวังตัดวงผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นแก่ตนเอง ในขณะที่ตัวแทนต้องทำหน้าที่สร้างมูลค่าให้แก่กิจการ Watts and Zimmerman (1986) แสดงความเห็นที่ผู้บริหารที่พยายามตัดวงผลประโยชน์จากผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการมาสู่ตนเองนั้นส่งผลกระทบต่อให้เกิดขึ้นแก่กิจการ คือ ทำให้เกิดต้นทุนจากการใช้ตัวแทนขึ้น ต้นทุนที่เกิดขึ้นนี้ไม่ได้ลดลงตรงเท่าที่ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องไม่สามารถยุติสัญญาต่างๆ ที่ไม่ได้รับการปฏิบัติตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ได้

Watts and Zimmerman (1986) แสดงความเห็นที่ ในสัญญาต่างๆ นั้น กิจการมัก กำหนดจำนวนเงินทางบัญชี (Accounting Numbers) ไว้เป็นส่วนหนึ่งของสัญญา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้กิจการใช้เป็นเครื่องมือกำกับและควบคุมการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหาร ประโยชน์ที่กิจการต้องการ คือ เพื่อให้ต้นทุนจากการใช้ตัวแทนลดลง ดังนั้น การบัญชีจึงมีบทบาทสำคัญในฐานะที่ถูกใช้เป็นเครื่องมือเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหาร ทำให้กระบวนการของสัญญาที่กระทำขึ้นระหว่างตัวการและตัวแทนนั้นสามารถบรรลุตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้

ผู้บริหารของกิจการเป็นผู้รับผิดชอบจัดทำข้อมูลทางบัญชีโดยผู้บริหารต้องตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่เหมาะสมกับกิจการ Watts and Zimmerman (1986) ระบุว่า สมมติฐานที่กล่าวถึงแนวความคิดที่เป็นแรงจูงใจสำคัญให้ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่แตกต่างกันเพื่อจัดทำข้อมูลทางการบัญชีนั้นสามารถจำแนกเป็นสามสมมติฐาน ได้แก่ (1) Bonus Plan Hypothesis (2) Debt / Equity Hypothesis และ (3) Political Cost Hypothesis ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.4.1 Bonus Plan Hypothesis

แนวความคิดภายใต้สมมติฐานนี้ คือ ผู้บริหารของกิจการมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อให้อำไรที่รายงาน (Reported Earnings) ซึ่งกิจการต้องบันทึกในงวดอนาคตเลื่อนเข้ามา

บันทึกเป็นกำไรในงวดปัจจุบัน เนื่องจากในแผนการจ่ายโบนัสให้แก่ผู้บริหารนั้น จำนวนโบนัสที่ต้องจ่ายขึ้นอยู่กับตัวเลขของผลกำไรที่รายงานในงวดปัจจุบัน

Watts and Zimmerman (1986) ระบุว่า แผนการจ่ายโบนัสให้แก่ผู้บริหารเป็นเครื่องมือที่สร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารเกิดความพยายามสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้นมากที่สุด กิจการจึงใช้จำนวนเงินทางบัญชีเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ในแผนการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารมักอ้างอิงอยู่กับผลกำไร (Earning-Based Compensation Plan) ของกิจการ ดังนั้น ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่ส่งผลให้การรับรู้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้น ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น คือ ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนในรูปโบนัสเพิ่มสูงขึ้นตามตัววัดผลซึ่งอ้างอิงอยู่กับผลกำไรในงวดปัจจุบัน Healy (1985) และ Gaver, Gaver, and Austin (1995) พบว่า แรงจูงใจที่เกิดจากแผนการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการบริหารกำไร

อย่างไรก็ตาม Healy (1985) กล่าวว่า กิจการที่ประสบกับสภาพการณ์ขาดทุนอย่างมากในงวดบัญชีปัจจุบันอยู่แล้ว ผู้บริหารมีความพยายามรับรู้ผลขาดทุนในงวดปัจจุบันให้มากที่สุดเท่าที่สามารถกระทำได้โดยใช้วิธีการนำผลขาดทุนที่กิจการต้องรับรู้ในอนาคตมารับรู้ในงวดบัญชีปัจจุบัน เพื่อให้กิจการสามารถแสดงผลประกอบการที่มีผลกำไรได้มากที่สุด ในงวดบัญชีถัดไป ดังนั้น ผลลัพธ์ที่เกิดในงวดบัญชีถัดไป คือ ผู้บริหารมีโอกาสได้รับผลตอบแทนในรูปโบนัสที่เพิ่มสูงขึ้นในงวดถัดไปด้วยเช่นเดียวกัน

#### 2.4.2 Debt / Equity Hypothesis

แนวความคิดภายใต้สมมติฐานนี้ คือ ในสภาพการณ์ที่กิจการต้องประสบกับสถานะที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับที่สูง ผู้บริหารของกิจการมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อให้กำไรที่รายงานซึ่งกิจการต้องบันทึกในงวดอนาคตเลื่อนเข้ามาบันทึกเป็นกำไรในงวดปัจจุบัน

Watts and Zimmerman (1986) ระบุว่า โดยปกติในสัญญาการกู้ยืมเงิน ผู้ให้กู้มักระบุเงื่อนไขที่สำคัญไว้หลายประการเพื่อให้ฝ่ายผู้กู้ต้องปฏิบัติและรักษาข้อตกลงต่างๆ ให้เป็นไปตามสัญญานั้น เพื่อให้ผู้ให้กู้เกิดความมั่นใจว่า ผู้กู้สามารถชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยได้เมื่อครบกำหนดตามที่ระบุไว้ในสัญญา สัญญาการกู้ยืมเงินจึงระบุเงื่อนไขต่างๆ ที่สำคัญ เช่น (1) ข้อจำกัดในการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน (Dividend and Share Purchase) (2) การดำรงเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) (3) ข้อจำกัดในการทำธุรกรรมควบกิจการ (Merger Activity) (4) ข้อจำกัดในการลงทุนในกิจการอื่น (Investments in Other Firms) (5) ข้อจำกัดในการจัดการสินทรัพย์ (Disposition of Assets) และ (6) ข้อจำกัดในการก่อหนี้เพิ่ม (Additional Debt) เป็นต้น ผู้ให้กู้จึงกำหนดเงื่อนไขต่างๆ เหล่านี้ไว้ในรูปแบบของจำนวนเงินทางบัญชี

ดังนั้น ถ้ากิจการต้องประสบกับสถานะที่อาจได้รับผลกระทบจากการฝ่าฝืนเงื่อนไขต่างๆ ตามที่ระบุไว้ในสัญญาการกู้ยืมเงิน ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อให้กิจการลดโอกาสที่ต้องเผชิญกับการฝ่าฝืนเงื่อนไขต่างๆ ตามที่ระบุไว้ในสัญญาการกู้ยืมเงิน DeFond and Jiambalvo (1994) และ Sweeney (1994) พบว่า แรงจูงใจที่เกิดจากผลกระทบในสัญญาการกู้ยืมเงินเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดการบริหารกำไร

#### 2.4.3 Political Cost Hypothesis

แนวความคิดภายใต้สมมติฐานนี้ คือ ในกิจการที่มีขนาดใหญ่ ผู้บริหารจะเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อต้องการให้กำไรที่รายงานซึ่งต้องบันทึกในงวดปัจจุบันเลื่อนไปบันทึกเป็นกำไรในงวดอนาคต

Watts and Zimmerman (1986) ระบุว่า กิจการขนาดใหญ่ต้องเผชิญกับกระบวนการทางการเมือง (Political Process) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกิจการและทำให้เกิดต้นทุนทางการเมือง (Political Costs) มากกว่ากิจการขนาดเล็ก เช่น กิจการขนาดใหญ่อาจถูกหน่วยงานกำกับดูแลเชื่อว่ากำลังกระทำการที่เข้าข่ายเอาเปรียบต่อสาธารณชน หน่วยงานกำกับดูแลจึงใช้อำนาจตรวจสอบข้อเท็จจริงว่า กิจการกระทำการเช่นนั้นจริงหรือไม่หรือกิจการมีผลกำไรสูงเกินความเป็นจริงหรือไม่ ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่มีแนวโน้มใช้วิธีการทางบัญชีที่ทำให้กิจการรับรู้ผลกำไรในงวดปัจจุบันลดลง เพื่อหลีกเลี่ยงการเผชิญกับแรงกดดันทางการเมืองที่อาจส่งผลกระทบต่อกิจการ Cahan (1992) และ Han and Wang (1998) พบว่า แรงจูงใจจากการถูกตรวจสอบโดยหน่วยงานกำกับดูแลเป็นสาเหตุทำให้เกิดการบริหารกำไร

โดยสรุป สมมติฐานที่กล่าวถึงแนวความคิดที่เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่แตกต่างกันเพื่อจัดทำข้อมูลทางการเงินบัญชีมีสามสมมติฐาน ได้แก่ (1) Bonus Plan Hypothesis (2) Debt / Equity Hypothesis และ (3) Political Cost Hypothesis โดยสองสมมติฐานแรกมีแนวความคิดที่คล้ายกันว่า ผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อให้กำไรที่รายงานซึ่งกิจการต้องบันทึกในงวดอนาคตเลื่อนเข้ามาบันทึกเป็นกำไรในงวดปัจจุบัน ส่วนสมมติฐานสุดท้ายมีแนวความคิดว่า ผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อให้กำไรที่รายงานซึ่งกิจการต้องบันทึกในงวดปัจจุบันเลื่อนไปบันทึกเป็นกำไรในงวดอนาคต

## 2.5 แรงจูงใจที่เป็นสาเหตุของการบริหารกำไร

Healy and Wahlen (1999) ศึกษางานวิจัยต่างๆ ที่เป็นแรงจูงใจของการบริหารกำไร ในทางปฏิบัติ จากการศึกษาพบว่า ผู้บริหารบริหารกำไรเนื่องจากเกิดแรงจูงใจหลายประการ ได้แก่ (1) แรงจูงใจจากตลาดทุน (Capital Market Motivation) (2) แรงจูงใจด้านสัญญา (Contracting Motivation) และ (3) แรงจูงใจด้านกฎระเบียบ (Regulatory Motivation) ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.5.1 แรงจูงใจจากตลาดทุน (Capital Market Motivation)

บุคคลและเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุนและความคาดหวังของตลาดทุนที่มีต่อกิจการเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารบริหารกำไร ตัวอย่างของสถานการณ์ที่ผลักดันให้เกิดการบริหารกำไร เช่น (1) ผู้ลงทุนและนักวิเคราะห์ทางการเงินต้องการใช้ข้อมูลทางบัญชีเพื่อประโยชน์ในการคำนวณหามูลค่าหลักทรัพย์ (2) กิจการต้องการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสาธารณชนและจัดหาเงินทุน และ (3) กิจการต้องการแสดงผลการดำเนินงานของกิจการให้สอดคล้องกับการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักลงทุนกลุ่มต่างๆ เป็นต้น Ayers, Jiang, and Yeung (2006) พบว่า กิจการมักบริหารกำไรเมื่อตกอยู่ในสถานการณ์ที่ต้องแสดงผลกำไรให้ได้เท่าหรือเหนือเป้าหมายการคาดการณ์จากภายนอก ผู้วิจัยพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารกับผลการดำเนินงานที่สามารถทำได้เท่าหรือเหนือเป้าหมายการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์

### 2.5.2 แรงจูงใจด้านสัญญา (Contracting Motivation)

สัญญาที่จัดทำขึ้นระหว่างกิจการและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่างๆ เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารบริหารกำไรเพื่อให้บรรลุเงื่อนไขตามสัญญาหรือต้องการผลประโยชน์ต่างๆ ตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในสัญญา เช่น สัญญาการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ฝ่ายบริหารและสัญญาการกู้ยืมเงินเป็นสาเหตุทำให้ผู้บริหารบริหารกำไรเพื่อเพิ่มผลตอบแทนในรูปแบบโบนัส เพิ่มความมั่นคงในตำแหน่งงาน หรือลดโอกาสละเมิดสัญญาต่างๆ ตัวอย่างของสถานการณ์ที่ผลักดันให้เกิดการบริหารกำไร เช่น (1) ผู้บริหารพบว่า ผลกำไรของกิจการไม่บรรลุตามแผนการจ่ายโบนัสหรือผู้บริหารได้รับโบนัสสูงสุดตามแผนการจ่ายโบนัสแล้ว และ (2) ผู้บริหารคาดการณ์ว่ากิจการอาจเข้าข่ายการละเมิดสัญญาเงินกู้ในอนาคต เป็นต้น

### 2.5.3 แรงจูงใจด้านกฎระเบียบ (Regulatory Motivation)

กิจการมีแนวโน้มใช้วิธีการบริหารกำไรเพื่อให้ข้อมูลทางบัญชีของกิจการที่ต้องปรากฏต่อสาธารณชนมีความสอดคล้องกับกฎเกณฑ์ต่างๆ ของอุตสาหกรรม (Industry Regulations) เช่น ธนาคารพาณิชย์ต้องดำรงเงินทุนให้เพียงพอตามเกณฑ์ที่กำหนดหรือกิจการสาธารณูปโภคต้อง

คิดอัตราค่าบริการตามที่กำหนดไว้และกิจการได้รับอนุญาตให้สินทรัพย์ที่ลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้เพียงผลตอบแทนปกติเท่านั้น นอกจากนี้ กฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจ เช่น กฎหมายป้องกันการผูกขาด (Anti-Trust Regulations) หรือกฎหมายอื่นๆ เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ตัวอย่างของสถานการณ์ที่ผลักดันให้กิจการต้องบริหารกำไร เช่น (1) กิจการพยายามหลีกเลี่ยงการถูกตรวจสอบจากภาครัฐว่ากิจการเป็นธุรกิจผูกขาด และ (2) กิจการต้องประสบกับผลกระทบทางการเงินเชิงลบ เป็นต้น เนื่องจากสถานการณ์ดังกล่าว กิจการจึงใช้วิธีการบริหารกำไรเพื่อให้ผลกำไรของกิจการลดลง

โดยสรุป ผู้บริหารมีแรงจูงใจบริหารกำไรด้วยแรงผลักดันต่างๆ หลายประการ เช่น (1) แรงผลักดันจากความต้องการของตลาดทุน (2) แรงผลักดันที่เกิดจากสัญญาต่างๆ ที่มีต่อคู่สัญญา และ (3) แรงผลักดันจากกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่ส่งผลกระทบต่อกรดำเนินกิจการ เป็นต้น แรงผลักดันเหล่านี้ อาจส่งผลกระทบต่อตัวผู้บริหารกิจการโดยตรงหรือส่งผลกระทบต่อกรดำเนินธุรกิจของกิจการ ดังนั้น ผู้บริหารจึงบริหารกำไรเพื่อให้รายงานทางการเงินที่ต้องปรากฏต่อผู้ที่เกี่ยวข้องแสดงข้อมูลตามความคาดหวังของผู้ที่เกี่ยวข้องเหล่านั้น

## 2.6 การวัดค่าการบริหารกำไร

Cohen, Krishnamoorthy, and Wright (2004) แสดงความเห็นว่ ผู้บริหารมีความรับผิดชอบหลักเพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าระบบการรายงานทางการเงิน (Financial Reporting System) ของกิจการรวมทั้งสภาพแวดล้อมการควบคุมโดยรวม (Overall Control Environment) ทำให้เกิดรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพสูงต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย อย่างไรก็ตาม เมื่อผู้บริหารบริหารกำไรซึ่งส่งผลกระทบต่อรายงานทางการเงินแสดงข้อมูลที่ขาดคุณภาพต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียประเด็นที่ต้องพิจารณาต่อไป คือ การหาวิธีการวัดค่าการบริหารกำไร Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า แนวทางทั่วไปที่ผู้วิจัยที่ศึกษาเรื่องการบริหารกำไรใช้วัดค่าการบริหารกำไร คือ การใช้วิธีประมาณรายการคงค้างที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Accruals) ซึ่งเป็นการวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นเนื่องจากผู้บริหารตัดสินใจทางบัญชีโดยมีระดับของความผิดพลาด (Degree of Error) เกิดขึ้น

โดยทั่วไป วิธีประมาณรายการคงค้างที่ไม่คาดหวัง เริ่มต้นจากการคำนวณรายการคงค้างทั้งหมด (Total Accrued) ซึ่งสามารถวัดค่าโดยใช้แนวคิดงบดุลหรือแนวคิดกระแสเงินสด หลังจากนั้นนำรายการคงค้างทั้งหมดวิเคราะห์ความถดถอยกับตัวแปรที่เป็นตัววัดรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals) เช่น ยอดขาย (หรือเงินสดที่เรียกเก็บจากลูกหนี้) และสินทรัพย์ถาวร ก่อนหักค่าเสื่อมราคาสะสม ผลต่างระหว่างรายการคงค้างทั้งหมดกับรายการคงค้างปกติเป็น



รายการคงค้างที่ไม่คาดหวังซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ไม่สามารถอธิบายได้ (Unexplained Components of Total Accruals) หรือส่วนที่เหลือ (Residual) ดังนั้น รายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรืออาจเรียกรายการนี้ว่ารายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) หรือรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) เป็นตัวแทน (Proxy) วัดค่าการบริหารกำไร

โดยสรุป การวัดค่าการบริหารกำไรสามารถคำนวณได้โดยใช้วิธีการหาผลต่างระหว่างรายการคงค้างทั้งหมดกับรายการคงค้างปกติ ผลลัพธ์ที่ได้คือ รายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างไม่ปกติหรือรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งรายการนี้ใช้เป็นตัวแทนวัดค่าการบริหารกำไร

## 2.7 การบริหารกำไรกับคุณภาพกำไร

เมื่อกิจการบริหารกำไร ประเด็นที่ต้องพิจารณาต่อไป คือ การบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรอย่างไร Dechow, Ge, and Schrand (2010) ให้ความหมายของคุณภาพกำไร (Earnings Quality) ว่า กำไรที่มีคุณภาพสูงสามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับลักษณะเฉพาะของผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) ของกิจการได้มากกว่า ข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลที่มีความตรงประเด็นต่อผู้ตัดสินใจเฉพาะ (Specific Decision-Maker) สำหรับใช้เพื่อการตัดสินใจเฉพาะ (Specific Decision) จากคำนิยามข้างต้น คุณภาพ (Quality) สามารถประเมินได้จากการตัดสินใจใดๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับกรเป็นตัวแทนที่ให้ข้อมูล (Informative Representation) ซึ่งเป็นประโยชน์เกี่ยวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน Dechow, Ge, and Schrand (2010) อภิปรายว่า คำนิยามของคุณภาพกำไรนี้เน้นความมีประโยชน์ในการตัดสินใจ Schipper and Vincent (2003) แสดงความเห็นว่าคุณภาพกำไรและคุณภาพรายงานทางการเงินเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งารงานทางการเงินเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์แห่งสัญญาและใช้เพื่อตัดสินใจลงทุน

Brown, Beekes, and Verhoeven (2011) ระบุว่า ตัววัดคุณภาพกำไรมีหลายประการ ได้แก่ (1) ความระมัดระวังและความทันเวลาของกำไร (Conservatism and Earnings Timeliness) เช่น การบันทึกข่าวร้ายโดยใช้เกณฑ์ทันเวลาและการรับรู้กำไรก็ต่อเมื่อสามารถประมาณอย่างเพียงพอว่ามีสาระสำคัญ (2) การให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ของกำไร (Earnings Informativeness) เช่น ความมีสหสัมพันธ์เป็นอย่างมากระหว่างกำไรและผลตอบแทน (3) การปรับงบการเงินและทุจริต (Restatements and Fraud) โดยการปรับงบการเงินมีสาเหตุมาจากความผิดพลาด (Errors) ทั้งนี้ความผิดพลาดบางอย่างอาจเกิดขึ้นโดยไม่ตั้งใจ ในทางตรงกันข้าม ความผิดพลาดบางอย่างเกิดขึ้นอย่างตั้งใจเพื่อต้องการสร้างความเข้าใจผิดให้แก่ผู้ใช้งารงานการเงิน และ (4)

การบริหารกำไร (Earnings Management) เพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์และส่งสัญญาณถึงผลการดำเนินงานในอนาคต หรือเพื่อแสวงหาโอกาสและตั้งใจให้นักลงทุนเข้าใจผิด

Dechow, Ge, and Schrand (2010) แสดงความเห็นเห็นว่า ตัวแปรแทนที่สามารถบ่งชี้ถึงคุณภาพกำไร คือ รายการคงค้าง (Accruals) แนวคิดทางทฤษฎีระบุว่า กิจกรรมที่มีรายการคงค้างที่มากเกินไป (Extreme Accruals) ทำให้กำไรมีคุณภาพต่ำ (Low Quality) เนื่องจากรายการคงค้างเป็นตัวแทนของส่วนประกอบกำไร (Component of Earning) ที่มีความสม่ำเสมอ (Persistence) น้อยกว่ารายการเงินสด Schipper and Vincent (2003) อภิปรายว่า การเปลี่ยนแปลงในรายการคงค้างแสดงถึงการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารเพื่อให้กิจการแสดงกำไรตามที่ผู้บริหารต้องการ รายการคงค้างจึงเป็นข้อบ่งชี้ถึงคุณภาพกำไร

Dechow, Ge, and Schrand (2010) ระบุว่า ข้อดีของการใช้ขนาดของรายการคงค้างเป็นตัววัด คือ ขนาดของรายการคงค้างเป็นตัววัดที่มีบทบาทโดยตรงในระบบบัญชีที่อิงรายการคงค้าง (Accruals-Based Accounting System) เมื่อเปรียบเทียบกับระบบที่อิงกระแสเงินสด (Cash-Flow-Based System) อย่างไรก็ตาม ข้อดีของการใช้ขนาดของรายการคงค้างเป็นตัววัด คือ ผลการดำเนินงานพื้นฐาน (Fundamental Performance) มีความแตกต่างกันระหว่างกิจการที่มีรายการคงค้างมากเกินไปและกิจการที่มีรายการคงค้างน้อยไป ดังนั้น ผลการดำเนินงานพื้นฐานและกฎการวัดค่า (Measurement Rules) จึงมีส่วนผลักดันส่วนประกอบรายการคงค้างให้สม่ำเสมอ

Dechow, Ge, and Schrand (2010) แสดงความเห็นเห็นว่า รายการคงค้างปกติเป็นรายการที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานพื้นฐาน ในทางตรงกันข้ามรายการคงค้างไม่ปกติเป็นรายการที่เป็นตัววัดการบิดเบือนที่เกิดขึ้นจากการใช้กฎเกณฑ์ทางบัญชี (Accounting Rules) หรือการบริหารกำไร นอกจากนี้ รายการคงค้างไม่ปกติมีแนวโน้มสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับของรายการคงค้าง (Level of Accruals) หรือกล่าวได้ว่ากิจการที่มีรายการคงค้างมากเกินไปมักเป็นกิจการที่มีรายการคงค้างไม่ปกติมากเช่นเดียวกัน Dechow, Ge, and Schrand (2010) อภิปรายว่า ถ้าส่วนประกอบรายการคงค้างปกติ (Normal Component of Accruals) ได้นำเข้าแบบจำลองอย่างเหมาะสมแล้ว ส่วนประกอบรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Component of Accruals) สามารถเป็นตัวแทนของการบิดเบือนซึ่งแสดงถึงคุณภาพที่ต่ำลงได้เป็นอย่างดี

เนื่องจากส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการคงค้างมีความสม่ำเสมอน้อยกว่าส่วนประกอบของกำไรที่เป็นกระแสเงินสด (Sloan, 1996) ดังนั้น รายการคงค้างจึงมีแนวโน้มของการรวบกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย (Mean Reversion) ได้รวดเร็วกว่ากระแสเงินสด Chan, Chan,

Jegadeesh, and Lakonishok (2006) แสดงให้เห็นว่า กิจกรรมที่มีรายการคงค้างจำนวนมากที่แสดงรายการทางบวกมีการเปลี่ยนทิศทางเป็นการแสดงรายการคงค้างทางลบในสองปีต่อมา

Lo (2008) อภิปรายว่า การบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เพราะการบริหารกำไรที่สูงขึ้นทำให้คุณภาพกำไรต่ำลง Bradshaw, Richardson, and Sloan (2001) สนับสนุนความคิดดังกล่าวเนื่องจากผลการศึกษาพบว่า กิจกรรมที่มีรายการคงค้างอยู่ในระดับสูงส่งผลกระทบต่อให้กิจการมีผลกำไรลดลงติดตามมาในภายหลัง Gao and Raposo (2011) สนับสนุนความมึคุณภาพของกำไรเนื่องจากผลการศึกษาพบว่า มูลค่าของกิจการ (Firm Value) มีผลกระทบในทางบวกต่อคุณภาพกำไร Brown, Beekes, and Verhoeven (2011) แสดงความเห็นว่าการจัดให้มีการสอดส่องดูแล (Monitoring) อย่างใกล้ชิดมากขึ้นย่อมส่งผลกระทบต่อตัววัดคุณภาพกำไร สอดคล้องกับ Jiang, Lee, and Anandarajan (2008) พบว่า ระดับของการกำกับดูแลกิจการที่สูงทำให้คุณภาพกำไรสูงขึ้น

โดยสรุป จากแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎี Positive Accounting สามารถสรุปได้ว่า แรงจูงใจที่ผู้บริหารเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อจัดทำข้อมูลทางการเงินของกิจการนั้น เกิดจากแรงจูงใจจากระบบการของสัญญาระหว่างตัวการและตัวแทนและการต้องเผชิญกับกระบวนการทางการเมืองซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกิจการ นอกจากนี้ Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า ตลาดทุนและความคาดหวังของตลาดทุนที่มีต่อกิจการเป็นแรงจูงใจสำคัญอีกประการหนึ่งที่ทำให้ผู้บริหารบริหารกำไรด้วยเช่นกัน

เมื่อผู้บริหารบริหารกำไรเพื่อให้รายงานทางการเงินแสดงข้อมูลตามที่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียคาดหวัง วิธีการวัดค่าการบริหารกำไรซึ่งเป็นแนวทางทั่วไปที่กระทำ คือ การใช้วิธีประมาณรายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรืออาจเรียกรายการนี้ว่ารายการคงค้างไม่ปกติหรือรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งเป็นการวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นเนื่องจากผู้บริหารตัดสินใจทางบัญชีโดยมีระดับของความผิดพลาดเกิดขึ้น รายการนี้ใช้เป็นตัวแทนวัดค่าการบริหารกำไร จากตัววัดค่าการบริหารกำไร พบว่า การบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากรายการคงค้างที่มากเกินไปทำให้กำไรมีคุณภาพต่ำ เพราะรายการคงค้างเป็นตัวแทนของส่วนประกอบกำไรที่มีความสม่ำเสมอน้อยกว่ารายการเงินสดส่งผลให้ข้อมูลกำไรมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของผู้ใช้น้อยลง

เมื่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียทราบจากวิธีการวัดค่าการบริหารกำไรว่า ผู้บริหารบริหารกำไร ประเด็นที่ควรพิจารณาต่อไป คือ กลไกการกำกับดูแลกิจการกลไกใดสามารถลดพฤติกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร ในมุมมองของ Cohen, Krishnamoorthy, and Wright (2004) เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือที่ทำหน้าที่สำคัญ คือ ทำให้เกิดความมั่นใจในคุณภาพ

ของกระบวนการการรายงานทางการเงิน La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญและมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2008) สนับสนุนว่าโครงสร้างการถือหุ้นถือเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการปกป้องนักลงทุน Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) เห็นว่า คณะกรรมการเป็นกลไกการควบคุมภายในที่มีความสำคัญในการกำกับดูแลฝ่ายบริหาร นอกจากนี้ Klien (2002) อภิปรายว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่ได้จัดโครงสร้างและกำหนดหน้าที่ไว้อย่างเหมาะสมสามารถลดพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรเช่นกัน ดังนั้น วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร ดังรายละเอียดต่อไปนี้

## 2.8 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร

Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2008) แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างการถือหุ้นเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการปกป้องผู้ลงทุน Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) อภิปรายว่า การบริหารกำไรที่แพร่หลายอยู่นั้นสามารถเพิ่มขึ้นได้เนื่องจากผู้ถือหุ้นต้องการผลประโยชน์ส่วนตัวจากการใช้อำนาจการควบคุมกิจการ (Private Benefits of Control) และสามารถจำกัดให้ลดลงได้โดยการปกป้องผู้ลงทุนภายนอก (Outside Investor Protection) Dyck and Zingales (2004) ให้ข้อสรุปที่สำคัญว่า การมีผลประโยชน์ส่วนตัวจากอำนาจการควบคุมกิจการนั้นขึ้นอยู่กับระดับของการปกป้องนักลงทุน (Level of Investor Protection) เช่น ผู้ถือหุ้นที่ได้รับผลประโยชน์ส่วนตัวจากการมีอำนาจควบคุมกิจการเป็นจำนวนมากมักสัมพันธ์กับลักษณะของตลาดทุนที่มีพัฒนาการน้อย รวมทั้งกิจการมีรูปแบบการถือหุ้นที่กระจุกตัว (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Faccio & Lang, 2002; Shleifer & Wolfenzon, 2002)

วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไรโดยต้องการศึกษาว่าผู้ถือหุ้นที่มีความสำคัญสองประเภท คือ (1) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและ (2) ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศกลุ่มเอง โกล-อเมริกันมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ มูลเหตุจูงใจสำคัญในการศึกษาบทบาทผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเนื่องจากผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้มีสถานะเป็นเจ้าของกิจการตัวจริง กิจการถูกบริหารจัดการโดยสมาชิกภายในกลุ่มของครอบครัวหรือตระกูลนั้นๆ (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny,

1999) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้จึงมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการซึ่งส่งผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงิน

ส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศกลุ่มเองไกล-อเมริกัน เนื่องจากผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้ให้ความสำคัญต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Murphy & Topyan, 2005) การรักษาสภาพทางการเงินของตนเอง ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้ต้องการให้กิจการสามารถดำเนินงานโดยกรรมการอิสระ (Miles, 2006) และต้องการให้มีการเปิดเผยข้อมูลของกิจการอย่างเพียงพอ (Cernat, 2004) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้จึงมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการซึ่งส่งผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินเช่นกัน

ประเด็นที่วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจ คือ ประเภทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะแตกต่างกันมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันอย่างไร วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจศึกษาถึงประเภทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสองประเภท ได้แก่ (1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว และ (2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว และปัญหาตัวแทนที่พบในโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งสองประเภทดังกล่าว ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.8.1 ประเภทของโครงสร้างผู้ถือหุ้น

วิทยานิพนธ์นี้ศึกษารูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยจำแนกโครงสร้างผู้ถือหุ้นออกเป็นสองรูปแบบตามผลการศึกษาและค้นพบในประเทศต่างๆ คือ (1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) และ (2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) รูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะแตกต่างกันเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียมีความแตกต่างกันและกลไกที่ใช้ลดปัญหาตัวแทนก็มีความแตกต่างกันด้วยเช่นกัน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 2.8.1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) เป็นรูปแบบโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่สอดคล้องกับแนวความคิดของ Berle and Means (1932) ซึ่งเป็นผู้ที่สนับสนุนหลักการในเรื่องของการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของ (Ownership) และอำนาจการควบคุม (Control) ออกจากกัน ลักษณะสำคัญของกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบนี้ คือ กิจการประกอบด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากราย และผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย กิจการจึงมีลักษณะของผู้ถือหุ้นที่มีการกระจายตัวออกไปในวงกว้าง ด้วยสภาพการณ์ดังกล่าวจึงส่งผลให้กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นรายหนึ่งรายใดที่มีสิทธิในการออกเสียงในจำนวนมากพอที่สามารถใช้สิทธิในการเข้าควบคุมกิจการได้ หรืออาจกล่าวได้ว่ากิจการไม่มีผู้ถือหุ้นรายใดที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Controlling Shareholders) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย (Small

Shareholders) ทั้งนี้ Denis and McConnell (2003) แสดงความเห็นว่ ในประเทศที่กิจการต่างๆ มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบนี้ กิจการเหล่านั้นจะถูกควบคุมและบริหารงานโดยบุคคลที่เป็นผู้บริหารมืออาชีพ

กิจการที่มีรูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวสามารถพบได้ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ (Denis & McConnell, 2003; Franks, Mayer, & Wagner, 2006; Franks, Mayer, & Rossi, 2009) ประเทศดังกล่าวเป็นประเทศที่มีตลาดทุน (Capital Market) ขนาดใหญ่รวมทั้งเป็นตลาดทุนที่ได้รับการพัฒนาแล้ว (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003) นอกจากนั้นตลาดทุนถือเป็นสัดส่วนที่สำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ กิจการต่างๆ ระดมเงินทุนโดยใช้ช่องทางตลาดของตลาดทุน นักลงทุนส่วนใหญ่ที่เข้ามาลงทุนในตลาดทุนเป็นทั้งนักลงทุนบุคคล (Individual Investors) และนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Faccio & Lang, 2002; Denis & McConnell, 2003; Franks, Mayer, & Wagner, 2006) กิจการที่มีรูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะเช่นนี้จึงอยู่ภายใต้ระบบซึ่งใช้การควบคุมกิจการ (Corporate Control) เป็นระบบภายนอก (Outsider Systems) (Frank & Mayer, 2001) หรือระบบที่มีตลาดเป็นศูนย์กลาง (Market-Centered Systems) (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000; Denis & McConnell, 2003)

Frank and Mayer (2001) แสดงความเห็นว่ ลักษณะสำคัญของระบบภายนอก คือ ตลาดทุนต้องเป็นตลาดที่มีขนาดใหญ่ (Large Equity Markets) และเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องสูง (Active Markets) ด้วยศักยภาพของตลาดที่มีลักษณะเช่นนี้ กิจการต่างๆ สามารถเข้ามาระดมเงินทุนโดยใช้ช่องทางของตลาดทุนด้วยการออกตราสารทางการเงินประเภทต่างๆ เพื่อจำหน่ายให้ผู้ลงทุนที่สนใจเข้ามาลงทุนได้โดยสะดวก ตลาดทุนมีหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ อยู่ในตลาดเป็นจำนวนมาก นักลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดมีเป็นจำนวนมากและเป็นทั้งนักลงทุนบุคคลและนักลงทุนสถาบัน เนื่องด้วยลักษณะของตลาดที่มีสภาพคล่องสูงทำให้นักลงทุนที่รับรู้ข้อมูลข่าวสารต่างๆ สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่รับรู้โดยการแสดงออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ลงทุนนั้นได้

ลักษณะตลาดทุนของประเทศที่กิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบนี้เป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลจากภายนอกกิจการ คือ ตลาดเพื่อการครอบครองกิจการ (Market for Corporate Control) เช่น ตลาดการครอบงำกิจการ (Takeover Markets) จึงมีลักษณะของตลาดที่มีสภาพคล่องสูง (Denis & McConnell, 2003) นอกจากนั้นตลาดแรงงานสำหรับผู้บริหาร (Managerial Labor Markets) เป็นอีกตลาดหนึ่งที่มีการแข่งขันกันอย่างเต็มที่เช่นกัน ผู้บริหารมืออาชีพที่มีศักยภาพสูงจึงเป็นผู้บริหารที่ได้รับการยอมรับและเป็นที่ต้องการของ

ตลาด Shleifer and Vishny (1997) แสดงความเห็นว่ ประเทศในกลุ่มนี้มีลักษณะเด่นที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ เป็นประเทศที่มีการปกป้องทางกฎหมาย (Legal Protection) ที่มีความเข้มแข็ง

Leuz (2010) อภิปรายว่า ในระบบภายนอกนั้น ความเป็นเจ้าของกิจการกระจายตัวไปสู่นักลงทุนเป็นจำนวนมาก นักลงทุนเหล่านี้ไม่มีสิทธิพิเศษใดๆ ในการเข้าถึงข้อมูลของกิจการ นักลงทุนจำเป็นต้องได้รับการปกป้องโดยสัญญาที่มีความชัดเจนแน่นอน (Explicit Contracts) สิทธิที่มีความครอบคลุมเพียงพอ (Extensive Rights) รวมทั้งระบบกฎหมายที่ได้ทำหน้าที่เป็นอย่างดี (Well-Functioning Legal System) นอกจากนี้ การรายงานและการเปิดเผยข้อมูล (Reporting and Disclosure) ของกิจการเป็นเรื่องสำคัญที่สามารถแก้ไขปัญหาคอมมูนิเคชันของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างกิจการและนักลงทุน รวมทั้งช่วยให้นักลงทุนสามารถติดตามสิทธิเรียกร้องทางการเงิน (Financial Claims) และสามารถใช้สิทธิ (Rights) ของตนเองได้ ดังนั้น ระบบการรายงาน (Reporting System) จึงถูกคาดหวังว่าเป็นระบบที่ให้ความสำคัญต่อนักลงทุนภายนอก (Outside Investors) ในระบบที่ใช้การควบคุมกิจการซึ่งเป็นระบบภายนอก ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียได้คาดหวังเป็นอย่างมากว่าการรายงานต้องมีความโปร่งใส (Transparent Reporting)

#### 2.8.1.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

ลักษณะสำคัญของกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) คือ กิจการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่น้อยรายและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถใช้สิทธิในการเข้าควบคุมกิจการหรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ มีสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการจำนวนเพียงเล็กน้อย ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ จึงมีสถานะเป็นเพียงผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Shareholders) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถแสดงบทบาทต่างๆ ในกิจการได้น้อยหรือไม่มีอิทธิพลใดๆ ต่อการกำกับดูแลกิจการ

กิจการที่มีรูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะนี้อยู่ภายใต้ระบบซึ่งใช้การควบคุมกิจการเป็นระบบภายใน (Insider Systems) (Frank & Mayer, 2001) กลไกดังกล่าวสามารถจำแนกได้เป็นสองประเภทคือ (1) ระบบที่มีธนาคารเป็นศูนย์กลาง (Bank-Centered Systems) (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000; Denis & McConnell, 2003) ระบบนี้พบได้ในประเทศเยอรมนีและประเทศญี่ปุ่น และ (2) ระบบที่มีการควบคุมกิจการโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ระบบนี้พบได้ทั่วไปในกิจการของประเทศต่างๆ ทั่วโลกที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวนอกเหนือจากกิจการของประเทศที่ใช้ระบบที่มีธนาคารเป็นศูนย์กลาง ระบบการควบคุมกิจการทั้งสองระบบข้างต้นสามารถแสดงรายละเอียดได้ดังนี้

## (1) ระบบที่มีธนาคารเป็นศูนย์กลาง

Denis and McConnell (2003) อธิบายลักษณะสำคัญของระบบธนาคารว่า สถาบันการเงิน (Financial Institutions) เป็นสถาบันที่มีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ ในขณะที่ Frank and Mayer (2001) แสดงความเห็นว่าเป็นระบบนี้ตลาดเพื่อการครอบครองกิจการ เช่น ตลาดการครอบงำกิจการเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องต่ำ เนื่องจากตลาดทุนในประเทศที่กิจการมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวเป็นตลาดที่มีระดับของการพัฒนาการที่น้อย (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003) ดังนั้น กลไกภายใน (Insider Systems) จึงเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่จำเป็นและสำคัญ

ในระบบนี้ธนาคารเป็นผู้ให้การสนับสนุนทางการเงินแก่กิจการ ธนาคารจึงเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่สำคัญและต้องดำรงสถานะเป็นทั้งผู้ให้กู้และผู้ถือหุ้นใหญ่ของกิจการ ธนาคารสามารถใช้สิทธิส่งตัวแทนเข้าร่วมเป็นกรรมการในคณะกรรมการ ทำให้ธนาคารสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารและเหตุการณ์สำคัญต่างๆ ที่เกิดขึ้นภายในกิจการได้ ดังนั้น ธนาคารจึงมีอิทธิพลและมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ (Prowse, 1992; Frank & Mayer, 2001; Franks, Mayer, & Wagner, 2006) ทั้งนี้ Murphy and Topyan (2005) ได้เรียกกลไกการควบคุมกิจการตามระบบนี้ว่าเป็น Large, Long-Term Investors System เนื่องจากธนาคารเป็นผู้ที่มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจในระยะยาวกับกิจการและมีอิทธิพลที่สำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ

## (2) ระบบที่มีการควบคุมกิจการโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999), Claessens, Djankov, and Lang (2000), Faccio and Lang (2002), Lins (2003) และ Dyck and Zingales (2004) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นของกิจการในประเทศต่างๆ นอกเหนือจากประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษมีรูปแบบของการถือหุ้นที่มีลักษณะกระจุกตัว กิจการต่างๆ ในประเทศเหล่านี้มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถจำแนกออกได้หลายประเภท เช่น บุคคล กลุ่มครอบครัวหรือตระกูล กลุ่มอุตสาหกรรม และภาครัฐ เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการประเภทกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลและภาครัฐเป็นกลุ่มที่สามารถพบได้มากที่สุด ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมักดำรงสถานะเป็นเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการตัวจริง (Ultimate Controlling Owners) นอกจากนั้น กิจการที่กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลเป็นผู้ควบคุมกิจการ (Family-Controlled Firms) มักถูกบริหารจัดการโดยสมาชิกภายในกลุ่มของครอบครัวหรือตระกูลนั้นๆ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีบทบาทสำคัญอย่างมากต่อการกำกับดูแลกิจการ ในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว



Leuz (2010) อภิปรายว่า ในระบบภายในหรือระบบอิงความสัมพันธ์ (Relationship-Based Systems) นั้น กิจการสร้างความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับธนาคารและสื่อกลางทางการเงินอื่น (Financial Intermediaries) รวมทั้งให้ความสำคัญกับการจัดหาเงินภายใน (Internal Financing) ส่งผลให้ความเป็นเจ้าของกิจการกระจุกตัวและการกำกับดูแลกิจการถูกควบคุมโดยบุคคลภายใน เช่น กรรมการบริษัท ในระบบนี้ ผู้เกี่ยวข้องสามารถใช้สิทธิพิเศษเข้าถึงข้อมูลโดยใช้ความสัมพันธ์ส่วนตัว ปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลได้รับการจัดการโดยใช้ช่องทางสื่อสารส่วนบุคคลแทนการใช้วิธีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ บทบาทในการรายงานของกิจการ (Corporate Reporting) จึงไม่เป็นประโยชน์อย่างเพียงพอต่อการกระจายข้อมูลสู่สาธารณะ แต่เป็นประโยชน์ต่อการจัดหาเงินทุนที่อิงความสัมพันธ์ (Relationship-Based Financing) เช่น การจำกัดสิทธิในเงินปันผลรับของผู้ถือหุ้นภายนอกเป็นประโยชน์สำหรับการปกป้องเจ้าหนี้ รวมทั้งการสนับสนุนวิธีการจัดหาเงินภายใน ดังนั้น บุคคลภายนอกต้องเผชิญกับปัญหาการขาดความโปร่งใสของกิจการ อย่างไรก็ตาม ความคลุมเครือที่เกิดขึ้นเป็นลักษณะสำคัญของระบบนี้ เนื่องจากความคลุมเครือเป็นสิ่งที่ช่วยปกป้องภัยคุกคามที่อาจเกิดขึ้นต่อกิจการซึ่งเป็นผลเนื่องจากการแข่งขัน

## 2.8.2 ปัญหาตัวแทน

กิจการที่มีลักษณะของโครงสร้างการถือหุ้นแตกต่างกันมักประสบกับปัญหาตัวแทนซึ่งมีรูปแบบที่แตกต่างกันด้วย เนื่องจากปัญหาเกี่ยวกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องในกิจการมีความแตกต่างกัน วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้งสองรูปแบบ ได้แก่ (1) ปัญหาตัวแทนกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว และ (2) ปัญหาตัวแทนกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.8.2.1 ปัญหาตัวแทนกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว

แนวความคิดของ Berle and Means (1932) กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวสามารถแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและอำนาจการควบคุมกิจการออกจากกันอย่างชัดเจน ดังนั้น ผู้ถือหุ้นของกิจการจึงเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้บริหารมักเป็นผู้บริหารมืออาชีพ ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะนี้เป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกซึ่งเป็นเจ้าของกิจการตัวจริงและผู้บริหารซึ่งเป็นผู้ที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Shleifer & Vishny, 1997)

Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นมอบอำนาจในการควบคุมกิจการให้แก่ผู้บริหาร เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีวัตถุประสงค์ให้ผู้บริหารทำหน้าที่บริหารจัดการทรัพยากรทั้งหมดของกิจการเพื่อสร้างมูลค่ากิจการให้สูงขึ้นซึ่งผู้ถือหุ้นคาดหวังว่าผู้บริหารสามารถสร้างผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อผู้บริหารเข้ามาบริหารจัดการทรัพยากรนั้นแต่ผู้บริหาร

มิได้มีส่วนได้เสียใดๆ ในมูลค่ากิจการที่เพิ่มสูงขึ้นอาจส่งผลให้ผู้บริหารเกิดแรงจูงใจนำทรัพยากรของกิจการไปสร้างผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นแก่ตนเองแทนที่ผู้บริหารจะสร้างประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น ในฐานะของผู้เป็นเจ้าของ การตัดสินใจของผู้บริหารในลักษณะเช่นนี้ก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ขึ้น นั่นคือ ผู้บริหารต้องการสร้างความมั่งคั่งให้แก่มองตนเองแต่เป็นการขัดขวางการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น

ดังนั้น Jensen and Meckling (1976) เสนอว่า กิจการควรให้ผู้บริหารเข้ามามีส่วนร่วมด้วยการมีส่วนได้เสียในกิจการ โดยกิจการควรให้ผู้บริหารสามารถเข้าถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่มากพอเพื่อช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร การที่ผู้บริหารเข้ามามีส่วนร่วมในกิจการด้วยการเข้าถือหุ้นของกิจการจึงเป็นแรงจูงใจที่สำคัญให้ผู้บริหารบริหารจัดการและตัดสินใจบนพื้นฐานความคิดที่ต้องการสร้างมูลค่าสูงสุดให้เกิดขึ้นแก่กิจการ แนวความคิดของการทำให้ผลประโยชน์ของตัวแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลประโยชน์ของตัวการนำไปสู่สมมติฐานการมีผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interest Hypothesis) กล่าวคือ แรงจูงใจในฐานะเจ้าของเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผู้บริหารคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองและผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ ร่วมกัน

อย่างไรก็ตาม Morck, Shleifer, and Vishny (1988) มีความเห็นว่า เมื่อผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้บริหารถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่สูงขึ้นจนถึงระดับหนึ่ง ผู้บริหารย่อมมีอำนาจใช้สิทธิออกเสียงเพื่อรักษาผลประโยชน์และความมั่งคั่งของตนเอง (Self Exploitation) เช่น กิจการอาจต้องรับภาระในการจ่ายผลตอบแทนและให้สิทธิประโยชน์ใดๆ แก่ผู้บริหารของกิจการเพิ่มขึ้นอย่างไม่เหมาะสม นอกจากนั้น ผู้บริหารอาจใช้อำนาจที่มีอยู่ตัดสินใจกระทำกิจกรรมใดๆ ที่ไม่ได้สร้างประโยชน์สูงสุดให้เกิดขึ้นแก่กิจการและการตัดสินใจนั้นไม่ได้ผ่านความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น การที่ผู้บริหารใช้อำนาจในการตัดสินใจบางประการยังอาจส่งผลให้ผู้ถือหุ้นภายนอกต้องสูญเสียผลประโยชน์ที่พึงได้รับด้วย นอกจากนั้น Demsetz (1983) และ Fama and Jensen (1983) แสดงความเห็นว่า เมื่อผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้บริหารถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่สูงนำไปสู่การสร้าง ความมั่นคงในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารที่มากเกินไป เนื่องจากการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงเป็นวิธีการช่วยปกป้องผู้บริหารจากการถูกรวบงำกิจการ

ดังนั้น การที่ผู้บริหารถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่มากเกินไปแล้วกลับใช้อำนาจที่มีอยู่สร้างผลประโยชน์ให้แก่มองตนเองนำไปสู่สมมติฐานการรักษาผลประโยชน์ของตนเองไว้อย่างเหนียวแน่น (Managerial Entrenchment Hypothesis) ปัญหาที่เกิดขึ้นจากกรณีนี้ ได้แก่ (1) Moral Hazard Problem คือ ผู้ถือหุ้นภายนอกไม่สามารถตรวจสอบผู้บริหารได้ตลอดเวลาและไม่สามารถทราบได้ว่าผู้บริหารปฏิบัติงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มความสามารถหรือไม่

และ (2) Information Asymmetry คือ เกิดปัญหาอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นภายนอก

ในกิจการที่มีรูปแบบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายนอกเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยลดปัญหาตัวแทน ในประเทศที่มีตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ ตลาดการครอบงำกิจการ (Takeover Markets) เป็นกลไกสำคัญในการสร้างควมมีวินัยให้แก่ผู้บริหาร (Disciplinary Mechanisms) Allen (2001) กล่าวว่า ในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษซึ่งกิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว ตลาดการครอบงำกิจการเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการควบคุมผู้บริหาร ตลาดดังกล่าวนี้เป็นกลไกทำหน้าที่กระตุ้นให้ผู้บริหารต้องบริหารกิจการอย่างเต็มความสามารถและต้องดูแลเอาใจใส่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น Wayne and Megan (1997) สนับสนุนว่า ควมมีประสิทธิภาพของกิจกรรมการครอบงำกิจการ (Takeover Activity) มีผลกระทบเป็นอันมากต่อการสร้างควมมีวินัยในการปฏิบัติงานของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม นอกจากตลาดการครอบงำกิจการแล้ว กลไกภายนอกสำคัญอีกประการหนึ่งที่ช่วยลดปัญหาตัวแทน คือ ตลาดแรงงานสำหรับผู้บริหาร (Labor Markets for Managers) ถ้าตลาดนี้มีการแข่งขันกันอย่างเต็มที่แล้วจัดเป็นกลไกที่สร้างควมมีวินัยให้แก่ผู้บริหารได้เช่นเดียวกัน

ประเด็นที่ควรพิจารณาอีกประการหนึ่งในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวซึ่งกิจการประกอบด้วยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนเพียงเล็กน้อย Denis and McConnell (2003) ระบุว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อยแต่ละรายมักขาดแรงจูงใจที่จะจัดสรรทรัพยากรหรือรวมตัวกันเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร นอกจากนั้น ผู้ถือหุ้นแต่ละรายคาดหวังว่าผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ จะทำหน้าที่ดังกล่าวแทนตน กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นลักษณะนี้อาจเกิด Free-Rider Problems ภายในกิจการได้ (Berle & Means, 1932) เมื่อผู้ถือหุ้นบางรายเกิดพฤติกรรมดังกล่าวขึ้นทำให้ผู้ถือหุ้นรายที่ทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหารต้องแบกรับภาระต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการตรวจสอบ ในขณะที่ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นทั้งหมดถูกจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกๆ ราย Grossman and Hart (1980) พบว่า Free-Rider Problems ส่งผลกระทบต่อผู้ที่ประสงค์จะเข้าซื้อกิจการในตลาดการครอบงำกิจการจำเป็นต้องเสนอราคาซื้อกิจการที่เป็นกิจการเป้าหมายด้วยมูลค่าที่สูงกว่าราคาที่เป็นอยู่ในปัจจุบันด้วยส่วนต่างราคาที่มากขึ้น

#### 2.8.2.2 ปัญหาตัวแทนกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

Shleifer and Vishny (1997) ระบุว่า ปัญหาตัวแทนที่สามารถพบได้ทั่วไปในกิจการของประเทศต่างๆ นั้น ไม่ได้เป็นปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้บริหารของกิจการตามแนวคิดของ Berle and Means (1932) แต่เป็นปัญหาที่เกิด

จากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นนี้พบได้ทั่วไปในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

Shleifer and Vishny (1986) และ Burkart, Gromb, and Panunzi (1997) แสดงให้เห็นว่า แรงจูงใจสำคัญที่ทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการต้องทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหาร เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flows) ของกิจการ ผู้ถือหุ้นรายที่มีส่วนได้เสียในกระแสเงินสดของกิจการเป็นจำนวนมากและมีอำนาจควบคุมผู้บริหารจึงเกิดแรงจูงใจทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจากการทำหน้าที่นี้ คือ กิจการมีกระแสเงินสดเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นของกิจการทุกๆ รายจึงได้รับผลประโยชน์ร่วมกัน (Shared Benefits of Control)

แรงจูงใจที่ทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารและทำให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการนำไปสู่สมมติฐาน Monitoring Hypothesis แนวคิดของสมมติฐานนี้ระบุว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่สร้างผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นทั้งแก่กิจการและผู้ถือหุ้นส่วนน้อย อย่างไรก็ตาม Burkart, Gromb, and Panunzi (1997) แสดงให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารอย่างเข้มงวดจนเกินไปอาจส่งผลกระทบในทางลบต่อกิจการได้ เนื่องจากทำให้ผู้บริหารของกิจการขาดแรงจูงใจค้นหาหรือริเริ่มโครงการลงทุนใหม่ที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ดังนั้น ในแง่มุมหนึ่งผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำให้กิจการและผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเกิดการระดมทุนได้เช่นกัน

Claessens and Fan (2002) อภิปรายว่า ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแนวความคิดนำทรัพยากรของกิจการไปใช้ประโยชน์ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวและผู้ถือหุ้นส่วนน้อยรับรู้เหตุการณ์ดังกล่าว ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยมักมีปฏิริยาผ่านราคาหลักทรัพย์ของกิจการ ผลลัพธ์ที่ตามมา คือ ราคาหลักทรัพย์ของกิจการจะปรับตัวลดลง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจะได้รับผลกระทบจากมูลค่าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ที่ลดลงด้วยและจะได้รับผลกระทบเป็นอันมาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่ถือหลักทรัพย์ของกิจการไว้เป็นจำนวนมาก

ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงเกิดแรงจูงใจใช้ความพยายามควบคุมการใช้ทรัพยากรของกิจการให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการ เพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มสูงขึ้น ผลลัพธ์ที่ตามมา คือ ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการย่อมสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายอื่นทุกราย ผลประโยชน์ที่มีความสอดคล้องกันนี้เป็นไปตามแนวคิด

ของ Incentives Alignment Hypothesis กล่าวคือ แรงจูงใจเพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มขึ้นทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองและผู้ถือหุ้นรายอื่นร่วมกัน

ดังนั้น ตามแนวคิดของ Monitoring / Incentives Alignment Hypothesis ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนผลักดันสำคัญในการสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้น เนื่องจากเป็นผู้ที่มีส่วนได้เสียในกระแสเงินสดของกิจการเป็นจำนวนมากและเป็นผู้ที่มีอำนาจควบคุมผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีแรงจูงใจในการทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้มากที่สุด อย่างไรก็ตาม การควบคุมของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เข้มงวดมากเกินไปอาจส่งผลกระทบต่อผู้บริหารขาดแรงจูงใจริเริ่มโครงการใหม่ที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการได้เช่นกัน

ถึงแม้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวเอื้อประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถใช้อำนาจตรวจสอบและควบคุมกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ ในทางตรงกันข้าม Shleifer and Vishny (1997) แสดงความเห็นว่าการใช้อำนาจที่มียู่นำทรัพยากรและผลกำไรของกิจการไปแสวงหาผลประโยชน์ ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นเป็นผลประโยชน์ส่วนตัวจากการควบคุมกิจการ (Private Benefits of Control) การใช้อำนาจของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการในลักษณะเช่นนี้อาจสร้างความเสียหายต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นของกิจการ เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อยและเจ้าหนี้ เป็นต้น ผลประโยชน์ที่มีความขัดแย้งกันระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและผู้ถือหุ้นส่วนน้อยดังข้างต้นเป็นไปตามแนวคิดของ Expropriation / Entrenchment Hypothesis

ดังนั้น ตามแนวคิดของ Expropriation / Entrenchment Hypothesis ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นสาเหตุทำให้มูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยลดลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถใช้อำนาจที่มีอยู่เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว โดยนำทรัพยากรของกิจการไปใช้ประโยชน์และไม่ต้องจัดสรรผลประโยชน์ที่ได้รับให้แก่ผู้ถือหุ้นรายอื่น ในขณะที่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยต้องเป็นผู้แบกรับภาระต้นทุนที่เกิดขึ้นจากผลการกระทำของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการด้วย

จากการศึกษาเรื่องประเภทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและปัญหาตัวแทนที่พบในโครงสร้างผู้ถือหุ้นประเภทต่างๆ ดังกล่าวข้างต้น วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจต่อโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและปัญหาตัวแทนกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว เนื่องจากกิจการส่วนใหญ่ในประเทศไทยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang, 2003) ดังนั้น

ประเด็นที่วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจศึกษาเป็นประเด็นต่อไป คือ เรื่องผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.8.3 ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

ในกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่มีลักษณะกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสามารถใช้อำนาจตรวจสอบและควบคุมกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ ในทางตรงกันข้ามผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสามารถใช้อำนาจแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากกิจการเป็นอย่างมากเช่นเดียวกัน ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่มีบทบาทสำคัญอย่างมากต่อการกำกับดูแลกิจการ วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจศึกษาว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

ผู้ถือหุ้นสามารถใช้วิธีการต่างๆ หลายวิธีการเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการ เมื่อผู้ถือหุ้นได้อำนาจในการควบคุมกิจการมาแล้ว สามารถใช้อำนาจสร้างผลกระทบให้เกิดขึ้นแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและคุณภาพของรายงานทางการเงิน ประเด็นที่วิทยานิพนธ์นี้ให้ความสนใจศึกษาประกอบด้วย (1) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับอำนาจในการควบคุมกิจการ (2) ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อกิจการ (3) โครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการและการบริหารกำไรในประเทศไทย และ (4) ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อการบริหารกำไร ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 2.8.3.1 ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับอำนาจในการควบคุมกิจการ

ในกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัวมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการดำรงสถานะเป็นเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการแท้จริง (Ultimate Controlling Owners) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงต้องการมีส่วนแบ่งในสิทธิในการควบคุมในสัดส่วนที่สูงมากพอเพื่อให้ได้มาซึ่งสิทธิในการควบคุมกิจการอย่างเต็มที่อันส่งผลให้ผู้ถือหุ้นสามารถใช้อำนาจตรวจสอบและควบคุมผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือสามารถใช้อำนาจเข้าบริหารกิจการด้วยตนเอง วิธีการที่ใช้กันมากเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการ ได้แก่ การถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษ (Superior Voting Shares) การถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิด (Pyramidal Structure) และการถือหุ้นแบบไขว้ (Cross Share-holding) ของกิจการในกลุ่มเดียวกัน (Grossman & Hart, 1988; Harris & Raviv, 1988)

Murphy and Topyan (2005) กล่าวว่า วิธีการออกเสียงแบบหนึ่งหุ้นต่อหนึ่งเสียง (One-Share-One-Vote) เป็นวิธีการออกเสียงที่ได้รับการยอมรับกันโดยทั่วโลก ในขณะที่หุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษเป็นหุ้นที่มีวิธีการออกเสียงแตกต่างไปจากแนวคิดดังกล่าว DeAngelo and

DeAngelo (1985), Zingales (1995) และ Nenova (2003) พบว่า หุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษเป็นหุ้นที่มีมูลค่าในการซื้อขายสูงกว่าหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงน้อย (Inferior Voting Shares) ดังนั้นมูลค่าที่ผู้ถือหุ้นต้องการถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษทั้งที่เป็นหุ้นที่มีส่วนต่างของราคาสูงกว่าปกตินั้นเนื่องจากผู้ถือหุ้นสามารถใช้สิทธิออกเสียงได้ในสัดส่วนที่มากกว่า ผลลัพธ์ที่ตามมา คือ ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการใช้สิทธินี้เพื่อใช้อำนาจเข้าควบคุมกิจการ

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999), Claessens, Djankov, and Lang (2000), Faccio and Lang (2002) และ Lins (2003) พบว่า ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนแบ่งในสิทธิในการควบคุมในสัดส่วนที่สูงจนสามารถใช้สิทธิในการออกเสียงเพื่อควบคุมกิจการได้มีวิธีการถือหุ้นในรูปแบบต่างๆ หลายรูปแบบ เช่น การถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดและการถือหุ้นแบบไขว้ของกิจการในกลุ่มเดียวกัน รูปแบบของการถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดเกิดจากเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการตัวจริงถือหุ้นในกิจการต่างๆ โดยใช้โครงสร้างพีระมิดเพื่อให้มีสิทธิในการควบคุมกิจการต่างๆ ภายใต้โครงสร้างพีระมิดได้ทั้งหมดโดยใช้เงินลงทุนในกิจการต่างๆ จากยอดของพีระมิดในสัดส่วนที่ลดลงไปเรื่อยๆ การถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดทำให้กิจการต่างๆ ภายใต้โครงสร้างพีระมิดลดการแข่งขันระหว่างกัน ส่วนรูปแบบของการถือหุ้นแบบไขว้ของกิจการในกลุ่มเดียวกันเกิดจากเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการตัวจริงให้กิจการต่างๆ ภายในกลุ่มถือหุ้นไขว้ระหว่างกัน เพื่อให้กิจการเหล่านั้นสามารถใช้สิทธิในการออกเสียงร่วมกันซึ่งทำให้มีสัดส่วนในการออกเสียงมากและสามารถควบคุมกิจการที่อยู่ภายในกลุ่มได้

ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ใช้รูปแบบการถือหุ้นโดยวิธีการต่างๆ เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการ เช่น การถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษ การถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดและการถือหุ้นแบบไขว้จึงเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการและเป็นผู้ที่ได้รับประโยชน์จากการใช้อำนาจในการเข้าควบคุมกิจการนั้น วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อกิจการ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 2.8.3.2 ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อกิจการ

Shleifer and Vishny (1986), Burkart, Gromb, and Panunzi (1997) และ Denis and McConnell (2003) แสดงความเห็นว่ ในกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่สร้างผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นแก่กิจการ เนื่องจากเป็นผู้ที่มีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ ดังนั้น การที่ผู้ถือหุ้นมีส่วนได้เสียในกิจการเป็นจำนวนมากทำให้เกิดแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหาร ผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น คือ ผู้ถือหุ้นทุกๆ รายของกิจการได้รับผลประโยชน์ร่วมกัน

อย่างไรก็ตาม Shleifer and Vishny (1997) อภิปรายว่า กิจกรรมที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในระดับสูงทำให้มีอำนาจในการควบคุมกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นอาจกระทำการใดๆ เพื่อเป็นการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวให้แก่ตนเองและพวกพ้อง (Denis & McConnell, 2003) งานวิจัยที่ผ่านมาระบุว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมใช้วิธีการในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวในหลายวิธี เช่น Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2000) ระบุว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมใช้ประโยชน์จากการถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดถ่ายโอนสินทรัพย์หรือผลกำไรจากกิจการหนึ่งไปสู่กิจการหนึ่งที่อยู่ภายใต้โครงสร้างพีระมิด เช่น (1) การกำหนดค่าตอบแทนจากการเข้าบริหารงานในอัตราที่เกินปกติแก่กิจการภายในกลุ่ม (2) การกำหนดอัตราดอกเบี้ยจากการให้กู้ยืมเงินโดยไม่ใช้อัตราตามท้องตลาดแก่กิจการภายในกลุ่ม และ (3) การทำธุรกรรมการควบรวมกิจการเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้เกิดขึ้นแก่กิจการภายในกลุ่มโดยส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นส่วนน้อย เป็นต้น

Barclay and Holderness (1989) พบว่า ผู้ถือหุ้นที่มีการถือครองหุ้นสามัญของกิจการในสัดส่วนที่สูงสามารถสร้างผลประโยชน์ส่วนตัวจากธุรกรรมการซื้อขายหุ้นสามัญในปริมาณที่มาก (Block Trades) งานวิจัยนี้พบว่า ในธุรกรรมการซื้อขายหุ้นสามัญในปริมาณที่มากนั้น ผู้ขายสามารถกำหนดราคาซื้อขายหุ้นได้สูงกว่าการซื้อขายหุ้นในปริมาณตามปกติ งานวิจัยนี้สรุปว่า ผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงได้รับผลประโยชน์ส่วนตัวจากการทำธุรกรรมนี้โดยไม่แบ่งปันผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายอื่นๆ Stulz (1988) พบว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นในกลุ่มตระกูลมีความพยายามใช้สิทธิในการควบคุมกิจการเพื่อปกป้องไม่ให้เกิดธุรกรรมการเข้าครอบงำกิจการโดยปรปักษ์ (Hostile Takeover) แก่กิจการของตนเอง ถึงแม้ว่าธุรกรรมการเข้าครอบงำกิจการที่อาจเกิดขึ้นนี้สามารถก่อให้เกิดผลลัพธ์ในทางบวกต่อกิจการ คือ การสร้างมูลค่าเพิ่มให้เกิดขึ้นแก่กิจการก็ตาม

เนื่องจากประเทศไทยเป็นประเทศที่กิจการส่วนใหญ่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ในประเด็นถัดไปวิทยานิพนธ์นี้ได้ศึกษาเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการและการบริหารกำไรในประเทศไทย ดังรายละเอียดต่อไปนี้

2.8.3.3 โครงสร้างผู้ถือหุ้นและผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการและการบริหารกำไรในประเทศไทย

ประเทศไทยมีสภาพแวดล้อมและปัจจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกับประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ Claessens, Djankov, and Lang (2000) ศึกษากิจการของประเทศต่างๆ ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้รวมทั้งประเทศไทย พบว่า โครงสร้างผู้



ถือหุ้นของกิจการต่างๆ มีลักษณะกระจุกตัว กิจการต่างๆ มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ กิจการเหล่านี้จึงถูกรอบงำโดยกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลซึ่งกลุ่มบุคคลเหล่านี้มีส่วนแบ่งในสิทธิ ในการควบคุมในสัดส่วนที่สูงจนสามารถใช้สิทธิในการออกเสียงเพื่อควบคุมกิจการได้ การได้มา ซึ่งสิทธิควบคุมกิจการมักใช้วิธีการถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดและการถือหุ้นแบบไขว้ของกิจการ ในกลุ่มเดียวกัน

เนื่องจากประเทศไทยมีโครงสร้างการถือหุ้นที่มีลักษณะกระจุกตัว Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003) พบว่า กิจการส่วนใหญ่จึงตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ คณะกรรมการของกิจการไม่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นทุกรายแต่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเท่านั้น นอกจากนี้ผู้วิจัยพบว่า ในคณะกรรมการของกิจการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหรือสมาชิกในครอบครัวของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของคณะกรรมการ ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลกิจการ คือ กลไกคณะกรรมการจึงถูกรอบงำโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ซึ่งเป็นผู้ที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) ศึกษาาระดับของการบริหารกำไรของกลุ่มประเทศต่างๆ ภายใต้โครงสร้างการถือหุ้นและสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มประเทศต่างๆ ตามลักษณะทางกฎหมายและลักษณะเชิงสถาบัน (Legal and Institutional Characteristics) โดยใช้งานวิจัยในอดีตของ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1997) และ Ball, Kothari, and Robin (2000) ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มประเทศต่างๆ เป็นสามกลุ่มเศรษฐกิจ ได้แก่ (1) เศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับภายนอก (Outsider Economies) ตลาดทุนมีขนาดใหญ่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว สิทธิของนักลงทุนเข้มแข็ง และการบังคับใช้กฎหมายเข้มงวด เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษ (2) เศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับภายใน (Insider Economies) ตลาดทุนมีพัฒนาการน้อยกว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว สิทธิของนักลงทุนไม่เข้มแข็ง แต่การบังคับใช้กฎหมายเข้มงวด เช่น ประเทศเยอรมนีและประเทศญี่ปุ่น (3) เศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับภายในและการบังคับใช้กฎหมายไม่เข้มงวด เช่น ประเทศอินโดนีเซีย ประเทศฟิลิปปินส์ ประเทศไทย เป็นต้น ผู้วิจัยพบว่า กลุ่มเศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับภายนอก ตลาดทุนมีขนาดใหญ่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว สิทธิของนักลงทุนเข้มแข็ง และการบังคับใช้กฎหมายเข้มงวด มีระดับของการบริหารกำไรต่ำที่สุด ในทางตรงกันข้ามกลุ่มเศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับภายในและมีการบังคับใช้กฎหมายไม่เข้มงวด พบว่า มีระดับของการบริหารกำไรสูง

ถึงแม้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่มีลักษณะกระจุกตัว กิจการตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ อย่างไรก็ตาม ในแนวคิดทางทฤษฎี ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำให้เกิดผลกระทบทั้งในทางบวกและทางลบต่อการบริหารกำไร ในประเด็นถัดไป

วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาถึงผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อการบริหารกำไร ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 2.8.3.4 ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อการบริหารกำไร

กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมักเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและนักลงทุนภายนอก (Shleifer & Vishny, 1997) Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) สนับสนุนว่า ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างบุคคลภายในและบุคคลภายนอกเป็นแรงจูงใจให้เกิดการบริหารกำไร บุคคลภายใน เช่น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหรือผู้บริหารของกิจการใช้อำนาจควบคุมกิจการเพื่อประโยชน์แก่ตนเองและผลกระทบให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและใช้วิธีการบริหารกำไรเพื่อต้องการปิดบังผลการดำเนินงานที่แท้จริงและผลประโยชน์ส่วนตัวที่ได้รับโดยไม่ให้บุคคลภายนอกทราบโดยใช้วิธีการต่างๆ เช่น การรายงานผลกำไรของกิจการให้สูงกว่าความเป็นจริง การปกปิดการรับรู้ผลขาดทุนของกิจการหรือการสร้างสำรองในงวดอนาคตเพื่อการบริหารระดับและความผันผวนของผลกำไร เป็นต้น

การใช้อำนาจของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากกิจการสร้างความเสียหายหรือผลกระทบต่างๆ ต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นที่เกี่ยวข้องกับกิจการ เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อยและเจ้าหนี้ เป็นต้น Grossman and Hart (1988), Nenova (2003) และ Dyck and Zingales (2004) แสดงความเห็นว่าการผลประโยชน์ส่วนตัวจากอำนาจควบคุมกิจการขึ้นอยู่กับระดับของการปกป้องนักลงทุนของประเทศนั้นๆ งานวิจัยดังกล่าวรายงานว่า การมีผลประโยชน์ส่วนตัวจากอำนาจควบคุมกิจการสูงมีความสัมพันธ์กับประเทศที่มีระดับของการปกป้องนักลงทุนที่มีความอ่อนแอ Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) พบว่า กลไกการปกป้องนักลงทุนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญเป็นอย่างมากต่อความแตกต่างกันของการบริหารกำไรที่แพร่หลายอยู่โดยทั่วไปในระดับนานาชาติ สิทธิภายนอกที่มีความเข้มแข็งและมีการบังคับใช้อย่างมีประสิทธิภาพสามารถลดแรงจูงใจในการบริหารกำไร เนื่องจากเหตุผลสำคัญ คือ บุคคลภายในกิจการไม่สามารถปิดบังการบริหารกำไรต่อบุคคลภายนอกกิจการได้ งานวิจัยนี้สอดคล้องกับ Nabar and Boonlert-U-Thai (2007) ซึ่งสรุปว่า ในประเทศที่ให้ความสนใจต่อการปกป้องผู้ลงทุนภายนอกเป็นอย่างมาก พบว่า ประเทศนั้นบริหารกำไรต่ำ

แนวคิดทางทฤษฎีที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและการบริหารกำไรมีสองแนวคิดสำคัญ คือ แนวคิดที่มีมุมมองว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ (Shleifer & Vishny, 1986; Burkart, Gromb, & Panunzi, 1997; Claessens & Fan, 2002) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Monitoring / Incentives Alignment Hypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่มีส่วนได้เสีย

ในกระแสเงินสดของกิจการและมีอำนาจในการควบคุมผู้บริหาร ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้มากที่สุดและต้องการให้ผู้บริหารจัดทำข้อมูลทางการเงินของกิจการให้มีความน่าเชื่อถือต่อผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงิน

ในทางตรงกันข้าม แนวคิดที่มีมุมมองว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจใช้อำนาจที่มีอยู่เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว (Shleifer & Vishny, 1997) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Expropriation / Entrenchment Hypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่สามารถนำทรัพยากรของกิจการไปใช้ประโยชน์และไม่ต้องจัดสรรผลประโยชน์ที่ได้รับให้แก่ผู้ถือหุ้นรายอื่น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหรือผู้บริหารซึ่งเป็นบุคคลภายในจึงต้องการปิดบังผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการเพื่อไม่ให้บุคคลภายนอกได้รับทราบและเกิดแรงจูงใจในการบริหารกำไร

นอกจากนั้น แนวคิดของทฤษฎี Positive Accounting สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและการบริหารกำไรได้ว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการซึ่งเป็นผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่ส่งผลให้การรับรู้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบโบนัสมากขึ้นซึ่งเป็นแนวคิดตาม Bonus Plan Hypothesis หรือในกรณีที่กิจการอาจได้รับผลกระทบจากการฝ่าฝืนเงื่อนไขต่างๆ ตามที่ระบุไว้ในสัญญาการกู้ยืมเงิน ผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่ส่งผลให้การรับรู้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้นเพื่อลดโอกาสที่ต้องเผชิญกับการฝ่าฝืนเงื่อนไขในสัญญาการกู้ยืมเงินซึ่งเป็นแนวคิดตาม Debt / Equity Hypothesis

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับการบริหารกำไร ได้แก่ Warfield, Wild, and Wild (1995), Ding, Zhang, and Zhang (2007) และ Teshima and Shuto (2008) ให้ผลการศึกษาว่า เมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่หรือผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับสูงพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากเมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นผู้ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงจึงมีสถานะเป็นเจ้าของที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นใหญ่จึงไม่ต้องการบันทึกผลกำไรที่เกิดขึ้นให้สูงเกินความเป็นจริง

อย่างไรก็ตาม Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) พบว่า การมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการดำรงตำแหน่งกรรมการบริหารอยู่ในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากคณะกรรมการตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ที่มีส่วนได้เสียที่สำคัญของกิจการ ส่วน Kim and Yi (2006) พบว่า โครงสร้างการ

ถือหุ้นที่มีสิทธิในการควบคุมสูงกว่าสิทธิในกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากบุคคลภายในมีแรงจูงใจในการบริหารกำไรเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นกับตนเอง ทั้งนี้ผลการวิจัยของ Kim and Yi (2006) สอดคล้องกับ Haw, Hwang, and Wu (2004) อย่างไรก็ตาม Haw, Hwang, and Wu (2004) พบว่า ความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นมีค่าน้อยในประเทศที่มีระดับของการปกป้องสิทธิทางกฎหมายของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสูง

Bushman, Chen, Engel, and Smith (2004) พบว่า เมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับสูงพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพกำไรซึ่งวัดโดย Earning Timeliness ส่วน Fan and Wong (2002) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นที่มีสิทธิในการควบคุมสูงกว่าสิทธิในกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพกำไรซึ่งวัดโดย Earnings-return ในขณะที่ Liu and Sun (2010) รายงานว่า กิจกรรมที่มีผู้มีอำนาจควบคุมที่แท้จริงที่มีสถานะเป็นบุคคลปรกติว่ากิจกรรมมีคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลดีกว่ากิจกรรมที่มีผู้มีอำนาจควบคุมที่แท้จริงที่มีสถานะเป็นภาครัฐ

โดยสรุป กิจกรรมที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจกรรมแสดงบทบาทเป็นทั้งผู้สร้างผลประโยชน์ให้เกิดขึ้นแก่กิจการ เนื่องจากเป็นผู้ที่มีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการทำให้เกิดแรงจูงใจทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหารลดพฤติกรรมการบริหารกำไรซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตาม Monitoring / Incentives Alignment Hypothesis ในทางตรงข้าม ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจใช้อำนาจกระทำการใดๆ เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวให้แก่ตนเองแล้วใช้วิธีการปิดกั้นการกระทำของตนเองโดยใช้การบริหารกำไรซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตาม Expropriation / Entrenchment Hypothesis

นอกจากนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ซึ่งเป็นผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่ส่งผลให้การรับรู้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้นเพื่อให้ได้รับโบนัสมากขึ้นซึ่งเป็นแนวคิดตาม Bonus Plan Hypothesis หรือผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่ส่งผลให้การรับรู้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มสูงขึ้นเพื่อลดโอกาสที่ต้องเผชิญกับการฝ่าฝืนเงื่อนไขในสัญญาการกู้ยืมเงินซึ่งเป็นแนวคิดตาม Debt / Equity Hypothesis

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับการบริหารกำไรพบว่า เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นทั้งในทิศทางเดียวกันและในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งเป็นไปตามแนวคิดทางทฤษฎีที่แตกต่างกันดังกล่าวข้างต้น ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1-1 ( $H_{1-1}$ ) : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

สมมติฐานที่ 1-2 ( $H_{1-2}$ ) : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

#### 2.8.4 ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกัน

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกันเป็นผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ นักลงทุนกลุ่มนี้มีเครือข่ายการประกอบธุรกิจอยู่ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก และมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดทิศทางการลงทุนของประเทศนั้นๆ วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาเรื่องผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกันในประเด็นต่างๆ คือ (1) ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับการกำกับดูแลกิจการ (2) ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนกลุ่มเองโกล-อเมริกันกับการกำกับดูแลกิจการ และ (3) ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไร ดังรายละเอียดต่อไปนี้

##### 2.8.4.1 ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับการกำกับดูแลกิจการ

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการของกิจการ ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้มีบทบาทสำคัญและมีส่วนผลักดันให้กิจการต้องมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนที่มีส่วนได้ส่วนเสียในกิจการ ดังนั้น นักลงทุนกลุ่มนี้จึงมีแรงจูงใจติดตามผลการดำเนินงานของกิจการอย่างใกล้ชิดและแสดงบทบาทสำคัญในการสอดส่องดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารบริหารจัดการโดยคำนึงถึงการสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับสูงสุด Prowse (1990) กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันมีบทบาทที่สำคัญในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารกิจการ นอกจากนั้น Brickley, Lease, and Smith (1988) แสดงความเห็นว่ นักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจในการตรวจสอบกิจการมากกว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

การศึกษายบทบาทของผู้ถือหุ้น ที่เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการนั้นพบว่า มีแนวความคิดทางทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับนักลงทุนสถาบันจำนวนสองแนวความคิด แนวความคิดทั้งสองมีมุมมองต่อผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่อการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน ได้แก่ (1) Efficiency Abatement Hypothesis และ (2) Efficiency Augmentation Hypothesis ดังรายละเอียดต่อไปนี้

Hill, Hitt, and Hoskisson (1988) แสดงความเห็นว่ นักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนกลุ่มหนึ่งที่มีลักษณะการลงทุนในรูปแบบเชิงตั้งรับ (Passive) ดังนั้น นักลงทุนสถาบันจึงไม่ใช่นักลงทุนกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร นักลงทุนสถาบันมี

มุมมองต่อการลงทุนในกิจการต่างๆ ในลักษณะของการกำหนดทิศทางการลงทุนเพื่อมุ่งหวังผลตอบแทนในระยะสั้น (Short-Run Orientation) และมีความพยายามที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Avoidance) ที่อาจเกิดขึ้น ด้วยลักษณะของการกำหนดทิศทางการลงทุนดังกล่าวนี้จึงทำให้นักลงทุนสถาบันไม่ได้มีบทบาทที่สำคัญในการกำหนดกลยุทธ์ต่างๆ ของกิจการ เช่น การสร้างนวัตกรรม (Innovation) เพื่อมุ่งหวังผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในระยะยาว บทบาทของนักลงทุนสถาบันในลักษณะนี้สอดคล้องกับแนวคิดตาม Efficiency Abatement Hypothesis นั่นคือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ (Sundaramurthy, Rhoades, & Rechner, 2005)

งานวิจัยที่สนับสนุน Efficiency Abatement Hypothesis ได้แก่ Greaves and Waddock (1990) และ Potter (1992) งานวิจัยนี้พบว่า ผู้บริหารของกิจการได้รับแรงกดดันจากนักลงทุนสถาบันให้พิจารณาลงทุนในโครงการต่างๆ ที่สามารถสร้างผลตอบแทนให้แก่กิจการในระยะสั้นแทนที่ผู้บริหารมุ่งให้ความสำคัญกับการพิจารณาลงทุนในโครงการลงทุนที่สามารถสร้างผลตอบแทนแก่กิจการในระยะยาว นอกจากนี้ Roe (1990) อภิปรายว่า สาเหตุสำคัญประการหนึ่งที่ทำให้ให้นักลงทุนสถาบันมีลักษณะการลงทุนในรูปแบบเชิงตั้งรับ เนื่องจากภาครัฐยังคงใช้กฎหมายหรือกฎระเบียบต่างๆ ที่เป็นการจำกัดบทบาทของนักลงทุนสถาบัน

อย่างไรก็ตาม Hansen and Hill (1991), Wahal and McConnell (2000) และ Eng and Shackell (2001) แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทต่อการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) ซึ่งถือเป็นกิจกรรมเพื่อการสร้างมูลค่าในระยะยาว (Long-Term Value-Maximizing Activity) ให้แก่กิจการ งานวิจัยนี้พบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่อค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของกิจการ ค่าใช้จ่ายดังกล่าวทำให้เกิดการสร้างมูลค่ากิจการในระยะยาว นอกจากนี้ Chaganti and Damanpour (1991) พบว่า นักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่อฐานะทางการเงินของกิจการ เช่น ทำให้กิจการมีโครงสร้างทางการเงิน (Capital Structure) ที่เข้มแข็งและมีผลการดำเนินงานที่ดี งานวิจัยนี้ พบว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำและอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูง บทบาทของนักลงทุนสถาบันในลักษณะนี้สอดคล้องกับแนวคิดตาม Efficiency Augmentation Hypothesis นั่นคือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่อการสร้างมูลค่าแก่กิจการ (Sundaramurthy, Rhoades, & Rechner, 2005)

Efficiency Augmentation Hypothesis เป็นสมมติฐานที่มีแนวคิดในเชิงบวกต่อผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน สมมติฐานนี้สนับสนุนบทบาทของผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้ว่า ทำให้มูลค่าของ

กิจการเพิ่มขึ้น แนวคิดที่เป็นองค์ประกอบย่อยของสมมติฐานนี้ คือ Superior Investor Hypothesis และ Active Investor Hypothesis แนวคิดสำคัญตาม Superior Investor Hypothesis ระบุว่า นักลงทุนสถาบันเป็นผู้ที่มีความรู้และความสามารถเป็นอย่างดีในการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ นักลงทุนสถาบันมีการว่าจ้างบุคลากรที่เป็นมืออาชีพเพื่อการประเมินการลงทุนด้วยการใช้ดุลยพินิจต่างๆ อย่างมีความระมัดระวัง เนื่องด้วยขนาดการลงทุนของนักลงทุนในกลุ่มนี้จึงทำให้มีศักยภาพเพียงพอที่ดูแลเอาใจใส่ในการประเมินผลและติดตามการลงทุนของตนอย่างเต็มที่ Lev (1988) และ Shiller and Pound (1989) แสดงความเห็นว่าเป็นนักลงทุนสถาบันเป็นนักลงทุนกลุ่มหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญในการลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารและผู้มีส่วนได้เสียภายนอก นอกจากนี้ นักลงทุนกลุ่มนี้ยังมีบทบาทที่คอยสอดส่องการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ทำให้ผู้บริหารลดโอกาสบริหารกำไร

ส่วนแนวคิดสำคัญตาม Active Investor Hypothesis ระบุว่า นักลงทุนสถาบันมีความสามารถและมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วม (Proactive) เพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร นักลงทุนสถาบันมักใช้สิทธิ์ของตนเองอย่างเต็มที่ผ่านช่องทางต่างๆ ที่มีโอกาสให้สามารถทำหน้าที่กำกับดูแลผู้บริหาร เนื่องด้วยขนาดของการลงทุนที่มีขนาดใหญ่ทำให้นักลงทุนสถาบันเกิดการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) ในการทำหน้าที่ตรวจสอบกิจการในเชิงรุก El-Gazzar (1998) พบว่า นักลงทุนสถาบันสามารถใช้ศักยภาพของตนเองเข้ามามีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายต่างๆ ของกิจการ

โดยสรุป จากการศึกษาบทบาทของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการ พบว่า มีแนวความคิดที่เกี่ยวข้องสองแนวความคิด คือ (1) Efficiency Abatement Hypothesis และ (2) Efficiency Augmentation Hypothesis โดย Efficiency Abatement Hypothesis เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีลักษณะการลงทุนในเชิงตั้งรับ มีมุมมองต่อการลงทุนเพื่อมุ่งหวังผลตอบแทนในระยะสั้นและมีความพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ ส่วน Efficiency Augmentation Hypothesis เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในเชิงรุกโดยมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วมเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารและมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ

#### 2.8.4.2 ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนกลุ่มเองไกล-อเมริกันกับการกำกับดูแลกิจการ

นักลงทุนกลุ่มหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ คือ นักลงทุนต่างชาติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนต่างชาติจากประเทศที่ใช้ระบบการกำกับดูแลกิจการแบบเองไกล-อเมริกัน (Anglo-American Corporate Governance System) นักลงทุนกลุ่มนี้มีเครือข่ายการ

ประกอบธุรกิจอยู่ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก Oxheim and Randøy (2003) อภิปรายว่า ระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกันเป็นระบบการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพซึ่งได้รับการยอมรับกันโดยทั่วไป งานวิจัยนี้พบว่า กิจการที่มีกรรมการภายนอกจากประเทศที่ใช้ระบบการกำกับดูแลแบบแองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของกิจการ Yoshikawa and Rasheed (2009) สนับสนุนว่า ความต้องการระดมเงินทุนของกิจการต่างๆ ภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์ เป็นแรงผลักดันให้ต้องมีการใช้กฎการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Codes of Good Governance) เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับแหล่งเงินทุน

Miles (2006) แสดงความเห็นว่ ในสังคมที่มีค่านิยมทางวัฒนธรรมแบบแองโกล-อเมริกันเป็นสังคมที่มุ่งเน้นความเป็นปัจเจกบุคคลสูง (Highly Individualistic) และเน้นพฤติกรรมความนิยมความเป็นตัวของตัวเอง (Self-Interested Behavior) Cernat (2004) อภิปรายว่า กิจการต่างๆ มีวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งโดยมุ่งเน้นความสำคัญที่การแสวงหากำไร (Profit-Oriented Behavior) ทั้งนี้พฤติกรรมการมุ่งเน้นการแสวงหากำไรและการมุ่งความเป็นปัจเจกบุคคลเป็นสิ่งที่ส่งเสริมให้เกิดกิจการที่มีประสิทธิภาพ Murphy and Topyan (2005) ระบุว่า ระบบการกำกับดูแลกิจการของประเทศที่ใช้ระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกันให้ความสำคัญต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Shareholder Value)

Miles (2006) กล่าวถึงความสัมพันธ์ที่มีต่อกันในทางธุรกิจว่าเป็นความสัมพันธ์ทางการค้าปกติ (Arm's-Length Relationships) เมื่อเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างกันขึ้นทำให้บุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องมักใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือสำคัญในการแก้ไขปัญหาความขัดแย้ง ดังนั้น ในสังคมที่มีค่านิยมทางวัฒนธรรมแบบแองโกล-อเมริกัน การฟ้องร้องเพื่อรักษาสิทธิทางกฎหมายของตนเองจึงมีสูง ในประเด็นเรื่องการรักษาสิทธิของตนเองนั้น Cernat (2004) แสดงความเห็นว่ ประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยของกิจการพอใจต่อการปกป้องสิทธิของตนเองโดยใช้มาตรการทางกฎหมาย

Miles (2006) อภิปรายว่า ระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกันให้ความสำคัญกับรูปแบบของการคานอำนาจภายในกิจการโดยคณะกรรมการซึ่งไม่ได้มาจากผู้ถือหุ้นใหญ่ คณะกรรมการของกิจการประกอบด้วยกรรมการซึ่งส่วนใหญ่เป็นกรรมการอิสระ ดังนั้น ในสถานการณ์ของการเป็นกรรมการอิสระทำให้สามารถแสดงบทบาทของตนได้อย่างเต็มที่ในการกำกับดูแลกิจการ Cernat (2004) กล่าวว่า ตลาดทุนของประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันแสดงบทบาทอย่างเต็มที่ในการปกป้องนักลงทุน โดยการกำหนดกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้น เช่น การกำหนดกฎเกณฑ์ให้กิจการต้องเปิดเผยข้อมูลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องอย่างเพียงพอและป้องกันการใช้ประโยชน์จากข้อมูลภายใน (Insider Trading) ของผู้บริหาร



Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) สนับสนุนว่า ประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน เป็นประเทศที่มีการรักษาสิทธิของนักลงทุนอย่างเข้มแข็งและมีสภาพการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ ในสภาพแวดล้อมดังกล่าวจึงส่งผลให้นักลงทุนสามารถควบคุมการปฏิบัติงานของผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพ Miles (2006) ระบุว่า การประกอบธุรกิจในประเทศตะวันตกใช้วิธีการติดต่อสื่อสารกันโดยตรงไปตรงมาและใช้สิทธิในการดำเนินการทางกฎหมายอย่างเคร่งครัด Hail and Leuz (2009) สนับสนุนเรื่องสภาพการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพว่าโดยพบว่า ข้อกำหนดของหน่วยงานกำกับดูแลในประเทศสหรัฐอเมริกากำหนดให้กิจการต้องเปิดเผยข้อมูลอย่างเข้มงวด ทำให้กิจการที่จดทะเบียนข้ามชาติในสหรัฐอเมริกามีต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ต่ำ

โดยสรุป จากการศึกษาบทบาทของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนกลุ่มแองโกล-อเมริกันที่มีต่อการกำกับดูแลกิจการ พบว่า นักลงทุนกลุ่มแองโกล-อเมริกันมุ่งเน้นส่งเสริมให้เกิดกิจการที่มีประสิทธิภาพ ให้ความสำคัญกับรูปแบบของการคานอำนาจภายในกิจการโดยใช้กรรมการอิสระใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือสำคัญในการแก้ไขปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้น นอกจากนี้ นักลงทุนกลุ่มนี้มีแนวคิดของการรักษาสิทธิโดยการดำเนินการทางกฎหมายอย่างเคร่งครัด

2.8.4.3 ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไร

Shleifer and Vishny (1986) อภิปรายว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจกำกับดูแลการปฏิบัติหน้าที่ของผู้บริหารและติดตามว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการมีการปฏิบัติตามอย่างมีประสิทธิภาพ งานวิจัยที่สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว เช่น Sharma, Naiker, and Lee (2009) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับความถี่ในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ เนื่องจากการกิจสำคัญของคณะกรรมการตรวจสอบ คือ การกำกับดูแลกระบวนการจัดหางบการเงิน ดังนั้น การที่คณะกรรมการตรวจสอบมีความถี่ในการประชุมสูงแสดงถึงความเอาใจใส่ต่อการปฏิบัติหน้าที่

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันพิจารณาปัจจัยหลายประการในการตัดสินใจลงทุนเพื่อปกป้องผลประโยชน์การลงทุนของตนเอง เช่น การพิจารณาฐานะการเงินของกิจการที่ลงทุน การพิจารณาขนาดของกิจการที่ลงทุน รวมทั้งการพิจารณาอำนาจการควบคุมของผู้บริหารของกิจการที่ลงทุน Grier and Zychowicz (1994) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับระดับหนี้สินของกิจการ Cready (1994) รายงานว่า นักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญกับการลงทุนในกิจการที่มีขนาดใหญ่ และ

Duggal and Millar (1999) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

แนวคิดทางทฤษฎีที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันและการบริหารกำไรมีสองแนวคิด ได้แก่ แนวคิดที่มีมุมมองว่านักลงทุนสถาบันมีลักษณะการลงทุนเชิงตั้งรับ มีการกำหนดทิศทางการลงทุนเพื่อมุ่งหวังผลตอบแทนระยะสั้นและพยายามหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Hill, Hitt, & Hoskisson, 1988) ดังนั้น บทบาทของนักลงทุนสถาบันเช่นนี้สอดคล้องกับแนวคิดตาม Efficiency Abatement Hypothesis นั่นคือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันไม่มีบทบาทสำคัญต่อการควบคุมการบริหารกำไรของผู้บริหาร

ในทางตรงกันข้าม แนวคิดที่มีมุมมองว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทในเชิงรุกโดยมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วมเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารและมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ (Hansen & Hill, 1991; Wahal & McConnell, 2000; Eng & Shackell, 2001) ดังนั้น บทบาทของนักลงทุนสถาบันเช่นนี้สอดคล้องกับแนวคิดตาม Efficiency Augmentation Hypothesis นั่นคือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญต่อการควบคุมการบริหารกำไรของผู้บริหาร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับการบริหารกำไรได้แก่ Chung, Firth, and Kim (2002), Mitra and Cready (2005) และ Teshima and Shuto (2008) พบว่า การมีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการวิจัยนี้ให้ข้อสรุปว่า นักลงทุนสถาบันช่วยป้องกันและขัดขวางพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร สอดคล้องกับ Bange and De Bondt (1998) พบว่า เมื่อผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนการถือหุ้นที่สูง ปรากฏว่าค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไร ในขณะที่ Balsam, Bartov, and Marquardt (2002) แสดงให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันสามารถรับรู้การบริหารกำไรของกิจการได้ดีกว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลทั่วไป

ในทางตรงกันข้าม Bradbury, Mak, and Tan (2006) พบว่า การมีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Sakar, Sarkar, and Sen (2008) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

นอกจากนั้น เมื่อพิจารณาถึงนักลงทุนในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน Othman and Zeghal (2006) แสดงความเห็นต่อรูปแบบการบัญชีแบบแองโกล-อเมริกัน (Anglo-American Accounting Model) สรุปว่าประเทศในกลุ่มนี้ ตลาดทุนมีบทบาทสำคัญในการระดมเงินทุนของกิจการ ทำให้โครงสร้างการถือหุ้นมีลักษณะกระจายตัว กิจการมีการแบ่งแยกระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นมีบทบาทในการแต่งตั้งและการจ่ายค่าตอบแทนคณะกรรมการ รวมทั้งกำกับดูแลกรรมการผ่านผู้สอบบัญชี รูปแบบการบัญชีแบบแองโกล-อเมริกันจึงมีแนวความคิดที่มุ่งเน้นการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้น รายงานทางการเงินจึงเน้นความโปร่งใส d'Arcy (2001) และ Glaum and Mandler (1997) อภิปรายว่า แนวคิดของการบัญชีในรูปแบบแองโกล-อเมริกันเน้นการให้ข้อมูลต่อผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดทุน

Alexander and Archer (2000) และ Street and Shaughnessy (1998) ให้ข้อมูลว่าประเทศที่ใช้รูปแบบการบัญชีแบบแองโกล-อเมริกัน ประกอบด้วยประเทศต่างๆ ได้แก่ ประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา รวมทั้งประเทศที่ได้รับอิทธิพลจากประเทศอังกฤษ ได้แก่ ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย ประเทศนิวซีแลนด์ Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) ระบุว่า ประเทศในกลุ่มนี้มีลักษณะสำคัญ คือ มีเศรษฐกิจที่ขึ้นอยู่กับภายนอก (Outsider Economies) ตลาดทุนมีขนาดใหญ่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว สิทธิของนักลงทุนเข้มแข็ง และการบังคับใช้กฎหมายเข้มงวด นอกจากนี้ Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) พบว่าประเทศในกลุ่มนี้มีระดับของการบริหารกำไรต่ำ

ประเด็นที่น่าสนใจศึกษา คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน ได้แก่ นักลงทุนสถาบันจากประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และ ประเทศนิวซีแลนด์ ซึ่งเป็นนักลงทุนที่มีเครือข่ายการประกอบธุรกิจอยู่ในประเทศต่างๆ ทั่วโลก รวมทั้งในประเทศไทยเป็นนักลงทุนกลุ่มที่มีบทบาทสำคัญในการควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของกิจการในประเทศไทยได้หรือไม่ เนื่องจากประเทศไทยมีบริบททางสังคมแตกต่างจากประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน เช่น มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวทำให้มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ มีการคุ้มครองสิทธิของผู้ลงทุน การบังคับใช้กฎหมาย การเปิดเผยข้อมูลแก่นักลงทุนรวมทั้งความโปร่งใสของรายงานทางการเงินต่ำกว่าประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003; Khanthavit, Polsiri, & Wiwattanakantang, 2003) ทั้งนี้ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998), La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999), Claessens, Djankov, and Lang (2000), Faccio and Lang (2002) และ Shleifer and Wolfenzon (2002) ระบุว่า ในประเทศที่กิจการมีรูปแบบของโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัวพบว่าการปกป้องนักลงทุนต่ำ

งานวิจัยที่ศึกษาบทบาทของนักลงทุนกลุ่มเองโกล-อเมริกัน ได้แก่ สุรศักดิ์ ไชยชนกิจ (2549) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ใช้ระบบการกำกับดูแลแบบเองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ Oxeheim and Randøy (2003) พบว่า กิจการที่มีกรรมการภายนอกจากประเทศที่ใช้ระบบการกำกับดูแลแบบเองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของกิจการ ผลการวิจัยดังกล่าวสนับสนุนบทบาทของนักลงทุนกลุ่มเองโกล-อเมริกันว่าเป็นนักลงทุนกลุ่มที่มีความสำคัญต่อกลไกการกำกับดูแลกิจการของประเทศที่นักลงทุนกลุ่มนี้เข้าไปลงทุน Aguilera and Cuervo-Cazurra (2004) สนับสนุนว่า ประเทศที่มีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเป็นจำนวนมากมีแนวโน้มนำกฎการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้มากขึ้น

อย่างไรก็ตาม การศึกษาบทบาทของนักลงทุนกลุ่มเองโกล-อเมริกันยังมีอยู่น้อย ผู้วิจัยไม่พบว่า มีงานวิจัยที่ศึกษาในประเด็นผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไร ดังนั้น ถ้าหากมีการศึกษาในประเด็นนี้ ผลการศึกษาที่ได้ทำให้สามารถค้นพบกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่นนอกเหนือจากกลไกจากกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ค้นพบในปัจจุบัน อันจะเป็นประโยชน์ต่อการคุ้มครองสิทธิของนักลงทุน ซึ่งประเด็นนี้ถือเป็นประเด็นที่เป็นจุดอ่อนของประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลายรวมทั้งประเทศไทย

โดยสรุป นักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกลอเมริกันเป็นนักลงทุนที่มีวัฒนธรรมของการลงทุนที่มีการรักษาสิทธิของตนเองสูง มีการใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือสำคัญในการแก้ไขปัญหาและความขัดแย้งที่เกิดขึ้น คาดหวังต่อการเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจ ต้องการรายงานทางการเงินที่มีความโปร่งใส รวมทั้งให้ความสำคัญกับการมีกรรมการที่เป็นอิสระในการกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ นักลงทุนมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วมเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตาม Efficiency Augmentation Hypothesis โดย Alexander and Archer (2000) และ Street and Shaughnessy (1998) ให้ข้อมูลว่า ประเทศที่ใช้รูปแบบการบัญชีแบบเองโกล-อเมริกัน ได้แก่ ประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และ ประเทศนิวซีแลนด์

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการบริหารกำไรพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามและมีงานวิจัยจำนวนน้อยที่พบความสัมพันธ์ในทางเดียวกันและที่ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ นอกจากนี้พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 (H<sub>2</sub>) : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

d'Arcy (2001) ศึกษาการจัดประเภทระบบบัญชีของประเทศต่างๆ และอภิปรายว่า ความแตกต่างระหว่างการบัญชีของแต่ละกลุ่มนั้นมีสาเหตุเนื่องมาจากลักษณะเฉพาะของระบบบัญชีที่มีความหลากหลาย d'Arcy (2001) จัดประเภทระบบบัญชีของประเทศต่างๆ จำนวน 14 ประเทศและ the IASC. โดยใช้การวิเคราะห์กลุ่มเพื่อจำแนกความเหมือนหรือแตกต่างกันของระบบบัญชีของประเทศต่างๆ ผลการจัดประเภท พบว่า ประเทศอังกฤษถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกับประเทศต่างๆ ในภาคพื้นทวีปยุโรป (European Group) ประเทศแคนาดาและประเทศสหรัฐอเมริกาถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกันซึ่งประเทศในกลุ่มนี้ d'Arcy (2001) เรียกว่ากลุ่มอเมริกาเหนือ (North American) ส่วนประเทศออสเตรเลียถูกจัดอยู่นอกเหนือจากกลุ่มประเทศต่างๆ ข้างต้น ดังนั้น ประเด็นที่น่าสนใจ คือ นักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือซึ่งประกอบด้วยประเทศแคนาดาและประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นนักลงทุนกลุ่มที่มีบทบาทในการควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของกิจการในประเทศไทยได้หรือไม่ ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 (H<sub>3</sub>) : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไรแล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือที่มีต่อการบริหารกำไร

นอกจากนั้น ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ซึ่งทำให้ควบคุมกิจการได้ ส่งผลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ ดังนั้น ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 4 (H<sub>4</sub>) : การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

สมมติฐานที่ 5 (H<sub>5</sub>) : การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

นอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญและมีอิทธิพลต่อกำกับดูแลและติดตามการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารแล้ว กลไกคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบเป็น

กลไกการควบคุมที่อยู่ภายในกิจการที่มีความสำคัญอีกกลไกหนึ่งต่อการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้น การศึกษาในหัวข้อต่อไป ผู้วิจัยต้องการศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

## 2.9 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

Lin and Hwang (2010) อภิปรายว่า การแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและอำนาจการควบคุมออกจากกันก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น กลไกการกำกับดูแลกิจการจึงเป็นกลไกที่มีความจำเป็นเพื่อใช้เป็นเครื่องมือกำกับดูแลฝ่ายบริหารอันส่งผลให้ลดต้นทุนตัวแทนและทำให้ผลประโยชน์ระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ลงทุนเกิดความสอดคล้องกัน กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นเครื่องมือสำคัญที่ทำให้เกิดความมั่นใจว่าฝ่ายบริหารใช้ประโยชน์จากทรัพยากรของกิจการด้วยความเหมาะสมเพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้เป็นเจ้าของซึ่งไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารงานของกิจการและฝ่ายบริหารทำหน้าที่รายงานฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการอย่างถูกต้องตามควร

Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) แสดงความเห็นว่ คณะกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีความสำคัญในการติดตามการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร รวมทั้งการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ที่เกี่ยวข้องกับกิจการอันส่งผลให้เกิดการลดต้นทุนจากการใช้ตัวแทน (Agency Cost) Fama and Jensen (1983) อภิปรายว่า ผู้ถือหุ้นมอบหมายความรับผิดชอบให้คณะกรรมการมีอำนาจควบคุมกิจการ อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าคณะกรรมการมอบหมายอำนาจในการตัดสินใจให้แก่ผู้บริหารระดับสูงแล้ว คณะกรรมการยังเป็นผู้ที่มีอำนาจที่แท้จริงในการควบคุมผู้บริหารระดับสูงรวมทั้งเป็นผู้ที่มีอำนาจตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ที่มีความสำคัญของกิจการ นอกจากนี้คณะกรรมการมีความรับผิดชอบในการสร้างระบบการควบคุมที่เหมาะสมขึ้นภายในกิจการและมีหน้าที่ตรวจสอบให้ผู้บริหารต้องปฏิบัติตามระบบการควบคุมที่กำหนดไว้ Brown, Beekes, and Verhoeven (2011) สนับสนุนว่ คณะกรรมการเป็นผู้รับผิดชอบกำหนดวัตถุประสงค์ ติดตามดูแล และควบคุมกิจกรรมต่างๆ ของกิจการ ดังนั้น คณะกรรมการจึงเป็นกลไกสำคัญที่มีส่วนผลักดันให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถบังเกิดผลในทางปฏิบัติ อันส่งผลต่อการสร้างมูลค่าของกิจการให้สูงขึ้นและกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินมีคุณภาพ

ในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการเพื่อให้คณะกรรมการสามารถพิจารณาและตัดสินใจเรื่องที่มีความสำคัญได้อย่างมีประสิทธิภาพ Lin and Hwang (2010) ระบุว่า คณะกรรมการได้มอบหมายงานสำคัญบางประการให้แก่คณะกรรมการตรวจสอบ เช่น การ

ติดตามการจัดทำรายงานทางการเงิน บทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบ คือ การสร้างความมั่นใจให้เกิดขึ้นแก่คุณภาพของรายงานทางการเงิน ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบที่มีการจัดโครงสร้างและกำหนดหน้าที่อย่างเหมาะสมจึงคาดว่าจะสามารถลดพฤติกรรมบริหารกำไรของผู้บริหารได้ (Klien, 2002)

Lin and Hwang (2010) แสดงความเห็นว่าการกำกับดูแลกิจการในการจัดทำรายงานทางการเงิน คือ เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่างบการเงินได้จัดทำขึ้นตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปและเพื่อรักษาความเชื่อถือได้ของงบการเงิน ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ได้กำหนดไว้อย่างเหมาะสมจึงคาดหวังว่าสามารถลดการบริหารกำไร (Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003) เนื่องจากในกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินของกิจการมีการสร้างกลไกในการติดตามตรวจสอบฝ่ายบริหารไว้แล้วอย่างมีประสิทธิภาพ

ในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาตัวแปรทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ได้แก่ (1) สัดส่วนของกรรมการอิสระ (2) ขนาดของคณะกรรมการ (3) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (4) การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (5) สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน (6) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน (7) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และ (8) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.9.1 สัดส่วนของกรรมการอิสระ

กิจการใช้กลไกคณะกรรมการเป็นเครื่องมือสำคัญในการกำกับดูแลและควบคุมการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าวกิจการจำเป็นต้องจัดองค์ประกอบของคณะกรรมการให้สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล (Peasnell, Pope, & Young, 2005) องค์ประกอบของคณะกรรมการที่ดีต้องมีกลไกการถ่วงดุลอำนาจภายในคณะกรรมการอย่างเหมาะสม กิจการสามารถสร้างกลไกการถ่วงดุลอำนาจที่มีประสิทธิภาพได้โดยจัดให้มีกรรมการอิสระจากภายนอกที่มีความรู้ความสามารถและมีสัดส่วนที่มากพอต่อการปฏิบัติหน้าที่

Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) แสดงความเห็นว่าการจากภายนอก (Outside Director) เป็นบุคคลที่เข้ามาสนับสนุนการทำงานของคณะกรรมการให้มีประสิทธิภาพในการกำกับดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร โดยมีเหตุผลที่สำคัญ คือ แรงจูงใจของกรรมการจากภายนอกในการกำกับดูแลผู้บริหารนั้นมาจากความต้องการของตลาดสำหรับ

กรรมการจากภายนอก (Market for Outside Directors) กรรมการจากภายนอกมีความต้องการพัฒนาชื่อเสียงของตนเองให้เป็นที่ยอมรับโดยอ้างอิงจากผลงานการกำกับดูแลกิจการต่างๆ

กรรมการจากภายนอกเป็นผู้ที่สามารถแสดงบทบาทได้โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการบริหารงานประจำของกิจการ กรรมการจากภายนอกมีบทบาทแตกต่างจากกรรมการที่เป็นผู้บริหาร (Executive Director) ซึ่งต้องแสดงบทบาทเป็นทั้งผู้กำกับดูแลการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหารและเป็นผู้บริหารของกิจการควบคู่กัน ในการแสดงบทบาททั้งสองควบคู่กันอาจเกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนขึ้นได้ ดังนั้น กรรมการจากภายนอกในฐานะที่เป็นคนกลางจึงสามารถแสดงบทบาทการถ่วงดุลอำนาจกับกรรมการที่เป็นผู้บริหารได้ดีกว่า นอกจากนี้กรรมการจากภายนอกสามารถใช้ดุลยพินิจตัดสินใจเรื่องต่างๆ อย่างเป็นอิสระโดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของกิจการและผู้เป็นเจ้าของอย่างเต็มที่ Rosenstein and Wyatt (1990), Weisbach (1988), Byrd and Hickman (1992), Cotter, Shivdasani, and Zenner (1997), Brickley, Coles, and Terry (1994) และ Field and Karpoff (2002) สนับสนุนแนวความคิดว่า กรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของคณะกรรมการและทำให้คุณภาพกำกับดูแลกิจการของคณะกรรมการเพิ่มสูงขึ้น

Beasley (1996) แสดงความเห็นว่ กรรมการจากภายนอกเป็นผู้มีส่วนผลักดันให้คณะกรรมการสามารถทำหน้าที่กำกับดูแลผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพและช่วยป้องกันการทุจริตในรายงานทางการเงิน อย่างไรก็ตาม Park and Shin (2004) อภิปรายว่า ในสภาพแวดล้อมภายในกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้บริหารกิจการเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทและเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการย่อมส่งผลกระทบต่อกรปฏิบัติงานของกรรมการจากภายนอก กล่าวคือ กรรมการจากภายนอกสามารถตรวจสอบผู้บริหารอย่างมีขอบเขตจำกัด

แนวคิดของ Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) สามารถอธิบายบทบาทของกรรมการอิสระที่มีต่อการบริหารกำไรว่า เนื่องจากคณะกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลดูแลกิจการภายในที่สำคัญ คณะกรรมการสามารถปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นถ้าหากมีกรรมการจากภายนอกซึ่งเป็นอิสระเข้ามาสนับสนุนการทำงานของคณะกรรมการ การมีกรรมการภายนอกช่วยลดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในกิจการ กรรมการจากภายนอกจึงต้องแสดงบทบาทในฐานะที่เป็นผู้เชี่ยวชาญและทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการให้มีผลงานเป็นที่ประจักษ์ (Brown, Beekes, & Verhoeven, 2011) โดยมีแรงจูงใจที่สำคัญ คือ การเป็นที่ยอมรับของตลาดสำหรับกรรมการจากภายนอก กรรมการจากภายนอกต้องการพัฒนาชื่อเสียงของตนเองให้เป็นที่ยอมรับในตลาดสำหรับกรรมการจากภายนอกซึ่งเป็นตลาดที่มีการแข่งขันกัน โดยตลาดมีการอ้างอิงคุณภาพของกรรมการจากภายนอกจากผลงานการกำกับดูแลกิจการต่างๆ ดังนั้น การที่กิจการมีกรรมการจากภายนอกช่วยทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการและมีสัดส่วนของกรรมการจากภายนอกสูงจึงเพิ่ม



ประสิทธิภาพการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการในการตรวจสอบผู้บริหารทำให้ผู้บริหารลดแรงจูงใจบริหารกำไร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับการบริหารกำไร ได้แก่ Xie, Davidson, and DaDalt (2003), Klein (2002) และ Chtourou, Bédard, and Courteau (2001) ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนของกรรมการจากภายนอก (Independent Director Proportion) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ความสัมพันธ์ที่พบสามารถอธิบายว่ากรรมการจากภายนอกเป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการสอบทานการปฏิบัติงานของผู้บริหารได้อย่างเป็นอิสระและสามารถให้ความเห็นที่เป็นประโยชน์ต่อกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากนั้น Beasley (1996) พบว่า สัดส่วนของกรรมการจากภายนอกมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการทุจริตในงบการเงิน (Financial Statement Fraud) โดยผู้วิจัยกำหนดคำนิยามของการทุจริตในงบการเงินว่า คือ การที่ผู้บริหารตกแต่งงบการเงินให้มีข้อผิดพลาดอย่างมีสาระสำคัญและการยกยอทรัพย์สินหรือปฏิบัติต่อทรัพย์สินของกิจการอย่างไม่เหมาะสม ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มของกิจการที่ไม่มีการทุจริตในงบการเงินมีสัดส่วนของกรรมการจากภายนอกสูงกว่ากลุ่มของกิจการที่มีการทุจริตในงบการเงิน อย่างไรก็ตาม Bradbury, Mak, and Tan (2006), Park and Shin (2004), Rahman and Ali (2006) และ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการจากภายนอกกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

โดยสรุป องค์ประกอบของคณะกรรมการที่ดีต้องมีการสร้างกลไกการถ่วงดุลอำนาจภายใน กิจการสามารถสร้างกลไกการถ่วงดุลอำนาจได้โดยจัดให้มีจำนวนกรรมการอิสระในสัดส่วนที่เหมาะสม กรรมการจากภายนอกสามารถแสดงบทบาทในฐานะที่เป็นผู้เชี่ยวชาญและทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการได้โดยแสดงความเห็นอย่างเป็นอิสระจึงเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการในการตรวจสอบผู้บริหารและเป็นการลดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในกิจการทำให้ผู้บริหารลดแรงจูงใจบริหารกำไร

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระและการบริหารกำไร พบว่า เป็นความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 6 (H<sub>6</sub>) : สัดส่วนของกรรมการอิสระมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

## 2.9.2 ขนาดของคณะกรรมการ

กิจการต้องจัดองค์ประกอบของคณะกรรมการให้มีจำนวนของกรรมการที่มีความเหมาะสมกับลักษณะของกิจการเพื่อให้คณะกรรมการสามารถปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดจำนวนของกรรมการที่มีความเหมาะสมในแต่ละกิจการมีหลายประการ เช่น ลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมที่กิจการประกอบธุรกิจ ลักษณะเฉพาะและความซับซ้อนของกิจการ ขนาดของกิจการ รวมทั้งภาระหน้าที่และความรับผิดชอบของคณะกรรมการที่ได้รับมอบหมายจากกิจการ เป็นต้น

Jensen (1993) แสดงความเห็นเห็นว่า คณะกรรมการที่มีขนาดเล็กสามารถแสดงบทบาทในการกำกับดูแลได้ดีกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ คณะกรรมการที่เหมาะสมควรมีจำนวนกรรมการอยู่ระหว่างเจ็ดถึงแปดคน เนื่องจากคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กสามารถปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพกว่า นอกจากนี้ประธานกรรมการสามารถควบคุมการปฏิบัติงานหน้าที่ของคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กได้ดีกว่า ความคิดเห็นข้างต้นสอดคล้องกับ Lipton and Lorsch (1992) ซึ่งสนับสนุนคณะกรรมการที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากในการประชุมคณะกรรมการ กิจการมักประสบปัญหาเกี่ยวกับคณะกรรมการที่วิพากษ์วิจารณ์หรืออภิปรายประเด็นต่างๆ โดยมีมุมมองหรือความเห็นที่มีอคติ ปัญหาดังกล่าวมีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้นถ้าคณะกรรมการของกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้น ผลลัพธ์ที่ตามมา คือ ปัญหาตัวแทนมีโอกาสเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น คณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจึงสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้มีประสิทธิภาพกว่า Bliss (2011) พบว่า คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่มีผลกระทบในทางเดียวกับผลการดำเนินงานที่ลดลง นอกจากนี้การมีคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้การตัดสินใจและกลไกการกำกับดูแลกิจการไม่มีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่สนับสนุนว่า คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ส่งผลกระทบในทางบวกต่อกิจการเช่นกัน Delton, Daily, Ellstrand, and Johnson (1999) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของกิจการ และ Anderson, Mansi, and Reeb (2004) รายงานว่า การมีคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ส่งผลให้กิจการแบกรับต้นทุนที่เกิดจากภาระหนี้ของกิจการลดน้อยลง

ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้กิจการเกิดปัญหาตัวแทน เนื่องจากกิจการต้องประสบกับปัญหาด้านการติดต่อสื่อสารระหว่างกรรมการด้วยกันและการปฏิบัติหน้าที่ร่วมกันของกรรมการ (Yermack, 1996) ผลกระทบจากการมีกรรมการจำนวนมากทำให้เกิดปัญหาตัวแทนเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้กรรมการแต่ละรายยังคาดหวังว่า กรรมการรายอื่นจะทำหน้าที่ดังกล่าวแทนตนจึงอาจเกิด Free-Rider Problems ดังนั้น

คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่จึงไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลที่ตามมา คือ ผู้บริหารเกิดช่องว่างในการบริหารกำไร

อย่างไรก็ตาม ตามแนวคิดของทฤษฎี Resource Dependency อธิบายว่า คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้กิจการสามารถเข้าถึงทรัพยากรต่างๆ ที่มีความจำเป็นต่อการประกอบธุรกิจได้มากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดเล็ก คณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่จึงส่งผลกระทบต่อทางบวกต่อการประกอบธุรกิจ (Delton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1999) ดังนั้น กิจการที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ทำให้กรรมการแต่ละคนมีส่วนร่วมในการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการและทำให้การกำกับดูแลผู้บริหารมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้กิจการลดการบริหารกำไร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนกรรมการกับการบริหารกำไร ได้แก่ Rahman and Ali (2006) พบว่า จำนวนกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากการมีคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้กิจการขาดประสิทธิภาพในการปฏิบัติงาน และ Dechow, Sloan, and Sweeney (1996) รายงานว่า คณะกรรมการที่มีขนาดเล็กส่งผลให้กิจการถูกกล่าวหาว่าได้ละเมิดหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ลดลง

อย่างไรก็ตาม Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Bradbury, Mak, and Tan (2006) พบว่า จำนวนกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งสอดคล้องกับ Chtourou, Bédard, and Courteau (2001) และ Peasnell, Pope, and Young (2005) พบว่า คณะกรรมการขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์กับการบริหารกำไรที่ลดลง เนื่องจากคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่มักประกอบไปด้วยบุคลากรที่มีประสบการณ์หลากหลาย เมื่อกรรมการทั้งหมดปฏิบัติหน้าที่ร่วมกันทำให้เพิ่มประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการ

โดยสรุป องค์ประกอบของคณะกรรมการที่ดีต้องมีจำนวนของกรรมการที่เหมาะสม เพื่อให้สามารถปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล แนวคิดของทฤษฎีตัวแทน อธิบายว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้ปัญหาตัวแทนเพิ่มขึ้น กรรมการแต่ละรายยังคงคาดหวังว่ากรรมการรายอื่นจะทำหน้าที่แทนตนจึงอาจเกิด Free-Rider Problems ส่งผลให้คณะกรรมการไม่สามารถตรวจสอบกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม แนวคิดของทฤษฎี Resource Dependency เห็นว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้กิจการสามารถเข้าถึงทรัพยากรต่างๆ ที่มีความจำเป็นต่อการประกอบธุรกิจได้มากกว่าจึงส่งผลกระทบต่อทางบวกต่อการประกอบธุรกิจและคณะกรรมการสามารถดูแลกิจการได้ทั่วถึง Jensen (1993) แสดงความเห็นว่ คณะกรรมการที่เหมาะสมควรมีจำนวนกรรมการอยู่ระหว่างเจ็ดถึงแปดคน

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนกรรมการกับการบริหาร กำไรพบว่า เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นทั้งในทิศทางเดียวกันและในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น ใน การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 7-1 ( $H_{7-1}$ ) : จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

สมมติฐานที่ 7-2 ( $H_{7-2}$ ) : จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.9.3 ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ

คณะกรรมการมีหน้าที่และความรับผิดชอบกำหนดทิศทางในการดำเนินธุรกิจของ กิจการ กำหนดนโยบายและกลยุทธ์ที่เหมาะสม รวมทั้งพิจารณาตัดสินใจเรื่องต่างๆ ที่มิ ความสำเร็จต่อกิจการ การปฏิบัติหน้าที่ดังกล่าวให้บรรลุผลตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ คณะกรรมการต้องรับผิดชอบตัดสินใจร่วมกันโดยกระทำผ่านมติของที่ประชุมคณะกรรมการ Zahra and Pearce (1989) มีความเห็นว่า ในกระบวนการปฏิบัติงานของคณะกรรมการ (Board Process) การประชุมคณะกรรมการที่สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพถือเป็นบทบาทของ คณะกรรมการที่ประสบความสำเร็จ ปัจจัยสำคัญที่ทำให้การประชุมคณะกรรมการมีประสิทธิภาพ นั้นมีหลายประการ เช่น การกำหนดวาระการประชุมเพื่อพิจารณาเรื่องที่มีความสำคัญ การส่ง ข้อมูลที่สำคัญประกอบการประชุมให้กรรมการพิจารณาล่วงหน้า การจัดการประชุมเมื่อมี เหตุการณ์สำคัญ การอภิปรายแลกเปลี่ยนความคิดเห็นอย่างรอบคอบในที่ประชุมคณะกรรมการ เพื่อให้ได้ข้อมูลครบถ้วนประกอบการตัดสินใจ การจัดสรรเวลาการประชุมอย่างเหมาะสม รวมทั้ง การจัดทำรายงานการประชุมและเอกสารที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้ประโยชน์ในการติดตามงานต่อไป เป็น ต้น

กิจการควรจัดให้มีการประชุมคณะกรรมการอย่างต่อเนื่อง เพื่อให้คณะกรรมการ สามารถติดตามการปฏิบัติงานและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยสม่ำเสมอ การพบปะกันอย่าง ต่อเนื่องทำให้คณะกรรมการสามารถรับทราบปัญหาที่เกิดขึ้นทันต่อเหตุการณ์ คณะกรรมการจึง สามารถป้องกันหรือแก้ไขปัญหาได้ก่อนที่กิจการต้องประสบกับความเสียหายเป็นจำนวนมาก Miller and Norburn (1986) พบว่า ความถี่ของการประชุมคณะกรรมการอย่างต่อเนื่องมีอิทธิพล ต่อความสามารถในการตัดสินใจของคณะกรรมการและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการ ในขณะที่ Vafeas (1999) แสดงให้เห็นว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบ ในทางลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ งานวิจัยนี้พบว่า จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการได้เพิ่มมากขึ้นเฉพาะในสถานการณ์ที่กิจการต้องประสบกับปัญหาต่างๆ กล่าวคือ

ผลการดำเนินงานของกิจการลดลงและผู้วิจัยพบว่าจำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการที่เพิ่มมากขึ้นนี้ได้ส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในปีต่อมา อย่างไรก็ตาม Jensen (1993) มีความเห็นว่า ในองค์กรที่มีการทำหน้าที่เป็นอย่างดีแล้ว (Well-Functioning Organization) คณะกรรมการควรแสดงบทบาทไม่มากนัก (Inactive) และมีความขัดแย้งเกิดขึ้นน้อย

แนวคิดของทฤษฎี Resource Dependency เป็นแนวคิดที่ใช้อธิบายถึงความถี่ของการประชุมคณะกรรมการกับการบริหารกำไรว่า ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นความถี่ในการประชุมคณะกรรมการเป็นตัวชี้วัดที่แสดงถึงความเอาใจใส่ในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ (Jackling & Johl, 2009) คณะกรรมการที่จัดสรรเวลาเพื่อให้เกิดการประชุมกรรมการอย่างต่อเนื่อง แสดงถึงความรับผิดชอบในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารอย่างสม่ำเสมอ ดังนั้น ตามแนวคิดนี้ความถี่ของการประชุมคณะกรรมการจึงช่วยลดพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร

อย่างไรก็ตาม ตามแนวคิดของ Jensen (1993) นั้น การประชุมคณะกรรมการที่บ่อยครั้งจนเกินไปทำให้เกิดการเบียดบังเวลาของคณะกรรมการที่ต้องใช้เวลาในการทำหน้าที่กำกับดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร คณะกรรมการจึงควรแสดงบทบาทในกิจการไม่มากนัก (Inactive) ดังนั้น ตามแนวคิดนี้ความถี่ของการประชุมคณะกรรมการ ไม่มีผลต่อการลดพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการกับการบริหารกำไร ได้แก่ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) รายงานว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งสอดคล้องกับ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) พบว่า ค่าเฉลี่ยของร้อยละการเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

โดยสรุป คณะกรรมการมีหน้าที่ติดตามฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยสม่ำเสมอ ตามแนวคิดของทฤษฎี Resource Dependency การประชุมคณะกรรมการอย่างต่อเนื่องทำให้คณะกรรมการสามารถตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารทันต่อเหตุการณ์ โดยเฉพาะพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไร จากการทบทวนงานวิจัยที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการกับการบริหารกำไร พบว่า เป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น ในการศึกษารุ่นนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 8 ( $H_8$ ) : จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

## 2.9.4 การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

ประธานกรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลให้คณะกรรมการสามารถปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลเพื่อสร้างมูลค่ากิจการให้อยู่ในระดับสูงสุด ในการบริหารกิจการหน้าที่และความรับผิดชอบของประธานกรรมการซึ่งเป็นผู้นำของคณะกรรมการมีความแตกต่างจากหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้บริหารสูงสุดขององค์กร (Chief Executive Officer) ซึ่งเป็นผู้บังคับบัญชาสูงสุดของฝ่ายจัดการ ประธานกรรมการมีหน้าที่ผลักดันให้คณะกรรมการสามารถกำหนดกลยุทธ์และนโยบายของกิจการและกำกับดูแลให้ฝ่ายจัดการปฏิบัติตามกลยุทธ์และนโยบายนั้น ในขณะที่ผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีหน้าที่นำกลยุทธ์และนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดไปปฏิบัติให้ประสบความสำเร็จปรากฏผลเป็นรูปธรรม

เมื่อเกิดการควบตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กร (CEO duality) โดยบุคคลเดียวกัน Fama and Jensen (1983) อภิปรายว่า ผู้บริหารสูงสุดขององค์กรเป็นผู้ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดวาระการประชุมคณะกรรมการ ควบคุมการประชุมคณะกรรมการ รวมทั้งสรรหาผู้ดำรงตำแหน่งกรรมการ นอกจากนี้ Core, Holthausen, and Larcker (1999) สนับสนุนว่า เมื่อเกิดการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรโดยบุคคลเดียวกันส่งผลให้การตัดสินใจของผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีอิทธิพลเหนือการตัดสินใจของคณะกรรมการ Bliss (2011) พบว่า เมื่อเกิดการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรส่งผลกระทบต่อความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ

Fama and Jensen (1983) เสนอว่า การแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรทำให้กิจการลดต้นทุนจากการใช้ตัวแทนและเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการ Jensen (1993) สนับสนุนแนวคิดดังกล่าวโดยแสดงความเห็นว่า ประธานกรรมการไม่ควรเป็นบุคคลเดียวกับผู้บริหารสูงสุดขององค์กร เนื่องจากประธานกรรมการต้องแสดงบทบาทดำเนินการประชุมคณะกรรมการและกำกับกระบวนการสรรหา การประเมิน การเลิกจ้าง และการกำหนดค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารสูงสุดขององค์กร การควบตำแหน่งดังกล่าวเข้าด้วยกันทำให้เกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนในการปฏิบัติหน้าที่ ดังนั้น การแยกตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรออกจากกันย่อมส่งผลให้กรรมการสามารถกำกับดูแลกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตาม Davis, Schoorman, and Donaldson (1997) อภิปรายว่า เมื่อมีการควบตำแหน่งดังกล่าว ผู้บริหารสูงสุดขององค์กรย่อมเป็นผู้ที่มีอำนาจเต็มในการบริหารกิจการทำให้ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นภายในกิจการลดลงซึ่งทำให้เกิดผลดีต่อกิจการ ส่วน Brickley, Coles, and Jarrell (1997) มีความเห็นว่า การควบตำแหน่งหรือการแบ่งแยกตำแหน่งนั้นทำให้เกิดทั้ง

ต้นทุนและประโยชน์ต่อกิจการ การรวบรวมตำแหน่งอาจทำให้เกิดผลดีต่อกิจการหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การแบ่งแยกตำแหน่งกลับสร้างผลดีให้เกิดขึ้นต่ออีกกิจการหนึ่งได้เช่นกัน

แนวคิดของทฤษฎีตัวแทนเป็นแนวคิดที่สามารถใช้อธิบายผลกระทบของการควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อการบริหารกำไรได้ว่า ในการกำกับดูแลกิจการการที่บุคคลใดบุคคลหนึ่งในกิจการมีอำนาจตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ของกิจการแทนตัวการโดยเด็ดขาด ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนและส่งผลให้ปัญหาตัวแทนเพิ่มขึ้น (Jensen & Meckling, 1976) บทบาทของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรควรแบ่งแยกออกจากกัน ประธานกรรมการควรเป็นอิสระจากภารกิจต่างๆ ของกิจการ เนื่องจากประธานกรรมการต้องทำหน้าที่ตรวจสอบการปฏิบัติงานและแผนงานต่างๆ ของผู้บริหารสูงสุด (Blackburn, 1994) ดังนั้น ตามแนวคิดนี้การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดส่งเสริมให้เกิดพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไร

อย่างไรก็ตาม แนวคิดของทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สิน (Stewardship Theory) เป็นแนวคิดที่สนับสนุนการควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด เนื่องจากคณะกรรมการและผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการได้ก็ต่อเมื่อผู้เป็นเจ้าของมอบอำนาจหน้าที่การตัดสินใจอย่างเป็นอิสระให้ผู้บริหาร การควมตำแหน่งจึงทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่ดีแก่กิจการ นอกจากนั้นค่าตอบแทนของฝ่ายบริหารผูกติดอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น ตามแนวคิดนี้การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดช่วยลดพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรกับการบริหารกำไร ได้แก่ Dechow, Sloan, and Sweeney (1996) พบว่า กิจการที่มีการควมรวมตำแหน่งดังกล่าวถูกกล่าวหาว่าละเมิดหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป สอดคล้องกับ Klein (2002) และ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) พบว่า การควมรวมตำแหน่งทำให้การบริหารกำไรสูงขึ้น เนื่องจากการควมรวมตำแหน่งทำให้โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการไม่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม Bradbury, Mak, and Tan (2006), Chtourou, Bédard, and Courteau (2001), Rahman and Ali (2006) และ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการควมรวมตำแหน่งกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

โดยสรุป ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน การควมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรโดยบุคคลเดียวกันทำให้เกิดปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนในการปฏิบัติหน้าที่และทำให้ปัญหาตัวแทนเพิ่มขึ้น การแยกตำแหน่งดังกล่าวนี้ทำให้กรรมการสามารถกำกับ

ดูแลกิจการมีประสิทธิภาพมากกว่า จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรกับการบริหารกำไร พบว่า เป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 9 (H<sub>9</sub>) : การควบคุมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.9.5 สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน

คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีคุณสมบัติที่มีความแตกต่างและหลากหลายเช่น ความรู้ความสามารถ ประสบการณ์ และความสามารถเฉพาะด้านที่มีความแตกต่างกัน คณะกรรมการจึงสามารถนำความรู้ประสบการณ์และมุมมองที่แตกต่างกันนั้นมาประกอบการตัดสินใจเพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดให้เกิดขึ้นแก่กิจการได้ Zahra and Pearce (1989) แสดงความเห็นว่าการต้องใช้ความสามารถจัดการกับเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งภายในและภายนอกกิจการ ในการจัดการกับเหตุการณ์ภายในนั้น กรรมการถูกคาดหวังว่าเป็นผู้ที่มีคุณสมบัติทางการศึกษา ด้านการฝึกอบรมและประสบการณ์ที่เหมาะสม ส่วนการจัดการกับเหตุการณ์ภายนอกนั้น กรรมการถูกคาดหวังว่าเป็นผู้ที่มีความสัมพันธ์ทางการเงินด้านการเมือง ด้านการเงินหรือการมีส่วนร่วมกับผู้อื่นเพื่อให้สามารถแข่งขันได้อย่างเหมาะสม

หน้าที่สำคัญประการหนึ่งของคณะกรรมการ คือ การรายงานผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของกิจการต่อผู้ถือหุ้น ในทางปฏิบัติคณะกรรมการมอบหมายหน้าที่จัดทำรายงานทางการเงินให้แก่ผู้บริหารเป็นผู้รับผิดชอบ เมื่อผู้บริหารดำเนินการจัดทำรายงานทางการเงินเรียบร้อยแล้วจึงนำเสนอคณะกรรมการเพื่อพิจารณาอนุมัติรายงานทางการเงินนั้น คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินเพื่อพิจารณาและให้ข้อคิดเห็นต่อคณะกรรมการทั้งหมดได้ Park and Shin (2004) และ Lin and Hwang (2010) อภิปรายว่า ในขณะที่กรรมการอิสระที่มีจำนวนมากขึ้นมีความตั้งใจที่จะยับยั้งการบริหารกำไร กรรมการจากภายนอกหรือกรรมการอิสระของกิจการซึ่งมีภูมิหลังที่เหมาะสมเท่านั้นที่มีความสามารถยับยั้งการบริหารกำไรได้ อย่างไรก็ตาม กรรมการที่มีความเชี่ยวชาญทางการเงินอาจมีความคุ้นเคยเกี่ยวกับวิธีการบริหารกำไรมากกว่าและสามารถพิจารณาตัววัดที่มีความจำเป็นเพื่อจัดการบริหารกำไรได้ Burgstahler and Dichev (1997) ระบุว่าผู้บริหารของกิจการมีความพยายามหลีกเลี่ยงการรายงานผลการดำเนินงานที่ขาดทุนและผลกำไรที่ลดลง ดังนั้น กิจการจำเป็นต้องมีกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญทางการเงินในการสอบทานรายงานทางการเงินเพื่อยับยั้งการบริหารกำไรที่อาจเกิดขึ้น



Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) อธิบายบทบาทของคณะกรรมการว่า คือ การตรวจสอบและควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม การบริหารกำไรเป็นวิธีการ ซึ่งต้องอาศัยความรู้ความสามารถและความชำนาญเฉพาะด้าน การที่คณะกรรมการสามารถแสดง บทบาทตรวจสอบและยับยั้งพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรได้นั้น คณะกรรมการต้องมีความรู้ความ เชี่ยวชาญเฉพาะด้านอย่างเพียงพอ โดยเฉพาะความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน (Financial Expertise) (Xie, Davidson, & DaDalt, 2003) ถ้าหากกรรมการในคณะกรรมการขาดผู้ที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านอย่างเพียงพอ ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นภายในกิจการและความไม่เท่าเทียม กันของข้อมูลก็ไม่สามารถจัดให้หมดได้

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินกับการ บริหารกำไร ประเด็นนี้ยังมีการศึกษาอยู่ค่อนข้างน้อย งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาได้แก่ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) พบว่า สัดส่วนกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินมี ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่ไม่มีนัยสำคัญกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่าย บริหาร อย่างไรก็ตาม Park and Shin (2004) รายงานว่ากรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่มีนัยสำคัญกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่าย บริหาร เนื่องจากกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินสามารถปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพในการควบคุมการบริหารกำไร

โดยสรุป คณะกรรมการควรประกอบด้วยกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินเพื่อพิจารณาและให้ข้อคิดเห็นเกี่ยวกับรายงานทางการเงินต่อคณะกรรมการ การมีกรรมการ ที่มีความรู้เฉพาะด้านอย่างเพียงพอช่วยยับยั้งการบริหารกำไรและทำให้ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้น ภายในกิจการลดลง จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการที่มี ความเชี่ยวชาญด้านการเงินกับการบริหารกำไร พบว่า มีการศึกษาอยู่ค่อนข้างน้อย อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ศึกษาเรื่องนี้พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินกับการ บริหารกำไรเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถ พัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 10 ( $H_{10}$ ) : สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

## 2.9.6 สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน

Carcello, Hermanson, and Neal (2002), Klien (2002), Sharma, Naiker, and Lee (2009) และ Lin and Hwang (2010) อภิปรายว่า คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่สอบทาน รายงานทางการเงินที่จัดทำขึ้นโดยฝ่ายบริหาร การสอบทานดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อให้รายงาน

ทางการเงินมีความถูกต้องและเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน รายงานทางการเงินที่มีคุณภาพทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่เกี่ยวข้องไปใช้ประโยชน์เพื่อประกอบการตัดสินใจอันส่งผลต่อการสร้างมูลค่าของกิจการ Sommer (1991) แสดงความเห็นว่าการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพนั้น คณะกรรมการตรวจสอบควรเป็นบุคคลที่มีประสบการณ์และมีความเชี่ยวชาญทางด้านเทคนิคในเชิงวิชาชีพ เช่นเดียวกับ Kalbers and Fogarty (1993) ระบุว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพควรประกอบด้วยบุคลากรที่มีความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชีและการสอบบัญชี ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบซึ่งประกอบด้วยบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญในเชิงวิชาชีพที่มีความเหมาะสมย่อมส่งผลต่อการปฏิบัติงานของคณะกรรมการตรวจสอบทั้งคณะ ทำให้คณะกรรมการตรวจสอบสามารถสอบทานรายงานทางการเงินของกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า ถ้าคณะกรรมการตรวจสอบมีบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินทำให้ปฏิบัติงานได้มีประสิทธิภาพ เช่น Raghunandan, Read, and Rama (2001) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบซึ่งประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินสามารถปฏิบัติงานร่วมกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้ตรวจสอบภายในของกิจการได้ดียิ่งขึ้น DeZoort and Salterio (2001) รายงานว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินสามารถเพิ่มความเป็นไปได้ในการตรวจสอบพบความผิดพลาดที่มีสาระสำคัญในรายงานทางการเงิน

Raghunandan and Rama (2007) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบซึ่งประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชี ทำให้คณะกรรมการตรวจสอบสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้โดยมีความถี่ในการประชุมมากขึ้น เนื่องจากบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญสามารถตรวจสอบการจัดทำรายงานทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ DeZoort and Salterio (2001) รายงานว่า เมื่อเกิดข้อโต้แย้งขึ้นระหว่างผู้สอบบัญชีและผู้บริหารของกิจการเกี่ยวกับประเด็นทางด้านบัญชี กรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ทางการเงินสามารถช่วยบรรเทาความขัดแย้งในทางบวกต่อการให้ความสนับสนุนแก่ผู้สอบบัญชี อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวกับกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ทางการเงินบัญชีทั้งนี้อาจมีสาเหตุจากประเด็นทางบัญชานั้นไม่ได้เป็นประเด็นทางด้านเทคนิคหรือเป็นเพียงประเด็นทั่วๆ ไป

ในกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงิน คณะกรรมการตรวจสอบเป็นผู้ที่ทำหน้าที่ติดตามตรวจสอบที่แท้จริง (Ultimate Monitor) คณะกรรมการตรวจสอบสามารถลดพฤติกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหารได้โดยใช้วิธีการต่างๆ เช่น การประเมินความรู้ความสามารถและความเป็นอิสระของผู้สอบบัญชีภายนอก การมีส่วนร่วมในการอภิปรายกับผู้บริหารและผู้สอบ

บัญชีภายนอกเกี่ยวกับการใช้ดุลยพินิจทางการบัญชีที่สำคัญรวมทั้งการมีส่วนร่วมพิจารณาประเด็นทางการบัญชีที่เกิดขึ้น (Bédard, Chtourou, & Courteau, 2004) ดังนั้น กรรมการตรวจสอบจำเป็นต้องมีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินเพียงพอเพื่อควบคุมให้ผู้บริหารจัดการทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพทำให้กิจการสามารถลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลรวมทั้งลดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในกิจการ

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับการบริหารกำไร ได้แก่ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) พบว่า สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งสอดคล้องกับ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) พบว่า ถ้ากรรมการตรวจสอบอย่างน้อยหนึ่งคนเป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (Certified Public Accountant : CPA) หรือนักวิเคราะห์ทางการเงิน (Chartered Financial Analyst : CFA) หรือมีประสบการณ์ด้านบัญชีหรือการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

นอกจากนั้น งานวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับ Abbott, Parker, and Peters (2004) พบว่า การมีกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการต้องปรับปรุงงบการเงินใหม่ (Financial Restatement) ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านช่วยส่งเสริมให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์นี้ เช่น Lin, Li, and Yang (2006) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการมีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับการต้องปรับปรุงงบการเงินใหม่ ในทำนองเดียวกัน Rahman and Ali (2006) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

โดยสรุป คณะกรรมการตรวจสอบต้องปฏิบัติหน้าที่ที่สำคัญ คือ การสอบทานรายงานทางการเงินที่จัดทำขึ้นโดยฝ่ายบริหาร ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบซึ่งประกอบด้วยบุคคลที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนที่เหมาะสมย่อมส่งต่อคุณภาพการสอบทานรายงานทางการเงิน ทำให้ลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลรวมทั้งลดปัญหาตัวแทนในกิจการ จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับการบริหารกำไรพบว่า เป็นความสัมพันธ์ในทิศทาง

ตรงกันข้าม อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 11 ( $H_{11}$ ) : สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.9.7 ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ

คณะกรรมการตรวจสอบได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการให้รับผิดชอบสอบทานรายงานทางการเงิน นอกเหนือจากภารกิจดังกล่าว Carcello, Hermanson, and Neal (2002), Klien (2002) และ Sharma, Naiker, and Lee (2009) อภิปรายว่า คณะกรรมการตรวจสอบต้องปฏิบัติภารกิจอื่นตามที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการ เช่น การสอบทานระบบการควบคุมภายในและการตรวจสอบภายใน การปฏิบัติงานร่วมกับผู้สอบบัญชีภายนอก เป็นต้น คณะกรรมการตรวจสอบต้องนำเสนอผลงานตามภารกิจที่ได้รับมอบหมายให้คณะกรรมการพิจารณาหรือตัดสินใจอนุมัติอย่างสม่ำเสมอ

Lin and Hwang (2010) แสดงความเห็นว่าการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบต้องจัดสรรเวลาให้เพียงพอสำหรับการปฏิบัติหน้าที่ตามภารกิจที่ได้รับมอบหมาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งการกำกับดูแลกระบวนการรายงานทางการเงินของกิจการ คณะกรรมการตรวจสอบที่ปฏิบัติหน้าที่อย่างจริงจังสามารถทำให้เกิดความมั่นใจในคุณภาพของการรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Quality) Menon and Williams (1994) สนับสนุนว่า การที่กิจการจัดให้มีการประชุมไม่เหมาะสมเป็นตัวบ่งชี้ถึงการขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล

งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินของกิจการ เช่น McMullen and Raghunandan (1996) พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อการปรับปรุงงบการเงินใหม่ DeZoort, Hermanson, Archambeault, and Reed (2002) พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบส่งผลให้ระดับของการรายงานทางการเงินที่มีความผิดพลาดลดลง

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่พบว่า ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ เช่น Sharma, Naiker, and Lee (2009) พบว่า การมีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบเมื่อกิจการได้นานโยบายการบัญชีในเชิงรุกมาปฏิบัติซึ่งทำให้กิจการต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่สูงขึ้นจากการออกรายงานทางการเงินที่ผิดพลาด Mendez and

Garcia (2007) แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ

แนวคิดของทฤษฎี Resource Dependency สามารถนำมาใช้อธิบายผลกระทบของความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรได้ว่า ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบเป็นตัวชี้วัดถึงความตั้งใจในการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการ (Jackling & Johl, 2009) จำนวนการประชุมจึงใช้เป็นตัวแปรแทนความขยันของคณะกรรมการตรวจสอบ (Lin and Hwang, 2010) คณะกรรมการตรวจสอบที่มีการจัดสรรเวลาเพื่อให้เกิดการประชุมกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง เช่น ผู้ตรวจสอบภายในของกิจการทำให้คณะกรรมการตรวจสอบรับทราบข้อมูลข่าวสารรวมทั้งประเด็นต่างๆ เกี่ยวกับการบัญชีและการสอบบัญชีอย่างต่อเนื่อง (Raghunandan, Rama, & Scarbrough, 1998) ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบที่มีความถี่ของการประชุมสูงจึงช่วยลดพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบกับการบริหารกำไร ได้แก่ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร Chtourou, Bédard, and Courteau (2001) รายงานว่า การประชุมกรรมการที่มากกว่าสองครั้งในหนึ่งปีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร สอดคล้องกับ Abbott, Parker, and Peters (2004) พบว่า กรรมการตรวจสอบที่มีจำนวนครั้งของการประชุมสูงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการต้องปรับปรุงงบการเงินใหม่และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Raghunandan, Rama, and Scarbrough (1998) เนื่องจากจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบแสดงถึงความทุ่มเทในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ ทำให้สามารถควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรได้

อย่างไรก็ตาม Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) และ Rahman and Ali (2006) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งสอดคล้องกับ Lin, Li, and Yang (2006) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างกรรมการตรวจสอบที่มีจำนวนครั้งของการประชุมสูงกับการต้องปรับปรุงงบการเงินใหม่

โดยสรุป คณะกรรมการตรวจสอบต้องปฏิบัติหน้าที่สำคัญของกิจการหลายประการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบแสดงถึงความพยายามปฏิบัติหน้าที่อย่างทุ่มเทของคณะกรรมการตรวจสอบซึ่งส่งผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินด้วย จากการทบทวน

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบกับการบริหารกำไร พบว่า เป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 12 (H<sub>12</sub>) : จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.9.8 สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ

คณะกรรมการจัดตั้งคณะกรรมการตรวจสอบเป็นคณะกรรมการชุดย่อยเพื่อช่วยให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพ ผลงานที่เกิดจากการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบถือเป็นงานที่อยู่ในความรับผิดชอบของคณะกรรมการ บทบาทที่สำคัญของคณะกรรมการตรวจสอบ คือ การสร้างความมั่นใจให้เกิดขึ้นแก่คุณภาพของรายงานทางการเงิน (Lin & Hwang, 2010) คณะกรรมการตรวจสอบจึงต้องปฏิบัติงานด้วยความเป็นอิสระไม่ตกอยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหาร (Bédard, Chtourrou, & Courteau, 2004) โดยเฉพาะในสภาพแวดล้อมที่กิจการมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวทำให้อาจมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ คณะกรรมการตรวจสอบชุดที่มีจำนวนกรรมการมากสามารถแสดงบทบาทและถ่วงดุลเพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในกิจการได้ โดยเฉพาะการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งไม่สามารถปกป้องผลประโยชน์ของตนได้

Lin and Hwang (2010) อภิปรายว่า คณะกรรมการตรวจสอบชุดที่มีจำนวนกรรมการมากแสดงว่า คณะกรรมการชุดนั้นมีทรัพยากรและศักยภาพมากพอที่ทำให้เกิดความเชื่อมั่นว่ามีความสามารถกำกับดูแลกระบวนการรายงานทางการเงินได้ดี Quarles (1994) สนับสนุนว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีศักยภาพช่วยส่งเสริมให้การปฏิบัติงานตรวจสอบภายใน (Internal Audit Function) มีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วย

ตามแนวคิดของ Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) กรรมการจากภายนอกช่วยลดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในกิจการทำให้ผู้บริหารลดแรงจูงใจบริหารกำไร เนื่องจากคณะกรรมการตรวจสอบเป็นกรรมการจากภายนอกที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารโดยอิสระ นอกจากนั้น กรรมการจากภายนอกมีแรงจูงใจแสดงบทบาทในฐานะที่เป็นผู้เชี่ยวชาญให้มีผลงานเป็นที่ประจักษ์เป็นที่ยอมรับของตลาดสำหรับกรรมการจากภายนอก (Abbott, Parker, & Peters, 2004) ดังนั้น การที่กิจการมีกรรมการตรวจสอบซึ่งเป็นกรรมการจากภายนอกในสัดส่วนที่สูงจึงเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการทั้งคณะและเป็นการถ่วงดุลการปฏิบัติงานกับกรรมการภายในซึ่งส่งผลให้ผู้บริหารลดแรงจูงใจบริหารกำไร

อย่างไรก็ตาม Broson, Carcello, Hollingsworth, and Neal (2009) พบว่า คณะกรรมการตรวจสอบมีประโยชน์ต่อกิจการอย่างจำกัด ถ้าคณะกรรมการตรวจสอบไม่ได้ประกอบด้วย กรรมการอิสระเท่านั้น

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบกับการบริหาร กำไร ได้แก่ Piot and Janin (2007) รายงานว่า การมีกรรมการตรวจสอบอยู่ในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งสอดคล้องกับ Lin, Li, and Yang (2006) แสดงให้เห็นว่า จำนวนของกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการต้องปรับปรุงงบการเงินใหม่ เหตุผลที่ทำให้การบริหารกำไรลดลงเนื่องจากคณะกรรมการตรวจสอบที่มีขนาดใหญ่สามารถปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลกระบวนการในการจัดทำรายงานทางการเงินได้อย่างทั่วถึง

อย่างไรก็ตาม Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Peasnell, Pope, and Young (2005) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนกรรมการตรวจสอบที่เป็นอิสระและการมีกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเช่นเดียวกับ Abbott, Parker, and Peters (2004) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการมีกรรมการตรวจสอบกับการต้องปรับปรุงงบการเงินใหม่

โดยสรุป บทบาทที่สำคัญของคณะกรรมการตรวจสอบ คือ การตรวจสอบรายงานทางการเงินให้มีความถูกต้องและน่าเชื่อถือ เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องนำรายงานทางการเงินไปใช้ประโยชน์เพื่อตัดสินใจ คณะกรรมการตรวจสอบต้องปฏิบัติงานโดยไม่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหาร ดังนั้นคณะกรรมการตรวจสอบชุดที่มีจำนวนกรรมการมากจึงสามารถถ่วงดุลผู้บริหารได้จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบกับการบริหารกำไร พบว่า เป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างไรก็ตาม งานวิจัยจำนวนหนึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 13 ( $H_{13}$ ) : สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

## 2.10 ตัวแปรควบคุม

ในการศึกษานี้ วิทยานิพนธ์นี้ได้ควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง นอกเหนือจากตัวแปรที่ต้องการศึกษา ตัวแปรเหล่านี้อาจมีความสัมพันธ์กับการบริหารกำไร ตัว

แปรควบคุมที่นำมาศึกษา ได้แก่ (1) ขนาดของกิจการ (2) ความเสี่ยงทางการเงิน (3) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ (4) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.10.1 ขนาดของกิจการ

Bradbury, Mark, and Tan (2006) ระบุว่า ขนาดของกิจการใช้เป็นตัวแปรควบคุมเพื่อศึกษาการบริหารกำไรเนื่องด้วยเหตุผลต่างๆ กัน เช่น (1) สาเหตุจากต้นทุนทางการเงินและ (2) สาเหตุจากการติดตามผลการดำเนินงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ เป็นต้น สาเหตุจากต้นทุนทางการเงินนั้นสามารถเกิดขึ้นเนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ต้องเผชิญกับกระบวนการทางการเงินซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกิจการและก่อให้เกิดต้นทุนทางการเงินมากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก (Watts & Zimmerman, 1986) ดังนั้น กิจการที่มีขนาดใหญ่จึงมีแนวโน้มของบริหารกำไรมากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็กเพื่อต้องการหลีกเลี่ยงแรงกดดันทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อกิจการ

ส่วนสาเหตุจากการติดตามผลการดำเนินงานของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถเกิดขึ้นเนื่องจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสนใจติดตามผลการดำเนินงานของกิจการที่มีขนาดใหญ่มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้นักลงทุนในตลาดทุนมีแนวโน้มให้ความสนใจลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการที่มีขนาดใหญ่มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ดังนั้น กิจการที่มีขนาดใหญ่จึงมีแนวโน้มบริหารกำไรเพื่อแสดงผลการดำเนินงานของกิจการให้อยู่ในระดับที่นักลงทุนคาดหวังซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหาร งานวิจัยโดยส่วนใหญ่จึงใช้ขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุมโดยใช้ยอดสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีเป็นตัวแทนวัดค่าขนาดของกิจการและคำนวณให้เป็นค่า Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม

Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998) และ Kim, Chung, and Firth (2003) พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Bradbury, Mark, and Tan (2006), Klein (2002) และ Pilot and Janin (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างขนาดของกิจการกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.10.2 ความเสี่ยงทางการเงิน

DeFond and Jiambalvo (1994), Davison, Goodwin-Stewart, and Kent (2005) และ Bradbury, Mark, and Tan (2006) ระบุว่า กิจการที่มีระดับหนี้สินสูงมากอาจประสบกับสถานการณ์ที่ได้รับผลกระทบจากการฝ่าฝืนเงื่อนไขต่างๆ ที่ระบุไว้ในสัญญาการกู้ยืมเงิน ผู้บริหารของกิจการมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการบัญชีเพื่อต้องการให้กิจการลดโอกาสที่จะต้องเผชิญกับการฝ่าฝืนเงื่อนไขในสัญญาการกู้ยืมเงิน ดังนั้น กิจการที่มีระดับหนี้สินสูงมากจึงมีแนวโน้มใช้วิธีการ



ต่างๆ บริหารกำไร งานวิจัยโดยส่วนใหญ่จึงใช้ความเสี่ยงทางการเงินเป็นตัวแปรควบคุมโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทนวัดค่าความเสี่ยงทางการเงิน

Bradbury, Mark, and Tan (2006) และ Klein (2002) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998), Piot and Janin (2007) และ Kim, Chung, and Firth (2003) รายงานว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.10.3 ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี

สำนักงานสอบบัญชีที่มีขนาดใหญ่เป็นสำนักงานที่มีชื่อเสียง มีผลงานเป็นที่ยอมรับในระดับสากลและมีมาตรฐานการปฏิบัติงานเป็นไปตามที่กำหนดไว้ในมาตรฐานวิชาชีพ DeAngelo (1981) ระบุว่า สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่สามารถปฏิบัติงานสอบบัญชีมีคุณภาพการสอบบัญชี (Audit Quality) ดีกว่าและสามารถป้องกันการออกรายงานทางการเงินที่ผิดพลาดของฝ่ายบริหารได้ เนื่องจากการเป็นสำนักงานที่มีชื่อเสียงจึงต้องพยายามรักษาชื่อเสียงของตนเอง Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998) สนับสนุนเช่นเดียวกันว่าสำนักงานสอบบัญชีที่มีขนาดใหญ่เป็นสำนักงานที่ปฏิบัติงานสอบบัญชีมีคุณภาพและมาตรฐาน ในขณะที่ Balsam, Krishman, and Yang (2003) กล่าวว่า สำนักงานสอบบัญชีที่มีขนาดใหญ่มีทรัพยากรและความเชี่ยวชาญในการปฏิบัติงานที่ดีกว่า การมีฐานลูกค้าที่มีขนาดใหญ่ทำให้สำนักงานสอบบัญชีที่มีขนาดใหญ่มีแรงจูงใจปฏิบัติงานให้มีมาตรฐานเพื่อปกป้องชื่อเสียงของตนเอง Dye (1993) อภิปรายว่า สำนักงานสอบบัญชีที่มีขนาดใหญ่เป็นเป้าหมายของการถูกฟ้องร้องมากกว่าจึงจำเป็นต้องปฏิบัติงานให้มีประสิทธิภาพ

Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998), Francis, Maydew, and Sparks (1999) และ Kim, Chung, and Firth (2003) แสดงให้เห็นว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ในขณะที่ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) และ Piot and Janin (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

### 2.10.4 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นตัวบ่งชี้สำคัญที่แสดงถึงความสามารถของผู้บริหารในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้เพียงพอต่อการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนั้นเป็นตัวชี้วัดของการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร Healy (1985) กล่าวว่า ผู้บริหารของกิจการมีความ

พยายามชะลอการรับรู้รายได้ เมื่อปรากฏว่ากิจการมีผลกำไรไม่บรรลุผลตามที่กำหนดไว้ในแผนการจ่ายโบนัสให้แก่ผู้บริหารหรือกิจการมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงเกินกว่าที่กำหนดไว้ในแผนการจ่ายโบนัสให้แก่ผู้บริหาร สถานการณ์เหล่านี้ทำให้ผู้บริหารไม่ได้รับผลตอบแทนในรูปของโบนัสเป็นการเพิ่มเติม Healy and Wahlen (1999) สนับสนุนว่า สัญญาการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารบริหารกำไรเพื่อแสวงหาประโยชน์แก่ตนเอง ดังนั้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจึงเป็นตัวแปรหนึ่งที่ผู้บริหารใช้เป็นข้อบ่งชี้ในการบริหารกำไร งานวิจัยโดยส่วนใหญ่จึงใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นตัวแปรควบคุมโดยใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวมปีก่อนเป็นตัวแทนวัดค่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

Peasnell, Pope, and Young (2005) และ Kim, Chung, and Firth (2003) รายงานว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ในขณะที่ Klein (2002) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

## 2.11 ตัวแบบที่ใช้วัดค่าการบริหารกำไร

Healy and Wahlen (1999) กล่าวว่า การบริหารกำไรเป็นการวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นเนื่องจากการตัดสินใจของผู้บริหารต่อรายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรืออาจเรียกรายการนี้ว่ารายการคงค้างไม่ปกติ ดังนั้น รายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างไม่ปกติ คือ รายการคงค้างที่ไม่สามารถอธิบายได้ซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร วิทยานิพนธ์นี้จึงใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนวัดค่าการบริหารกำไร

รายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างไม่ปกติซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการคงค้างที่ผู้บริหารของกิจการสามารถควบคุมการเกิดขึ้นของรายการได้ในระยะเวลาอันสั้น ในขณะที่รายการคงค้างปกติหรือรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Accruals : NDAC) เป็นรายการคงค้างที่เกิดขึ้นตามสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมนั้นๆ ดังนั้น รายการคงค้างปกติจึงไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในช่วงระยะเวลาอันสั้น

รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals : DAC) คำนวณจากผลต่างระหว่างรายการคงค้างรวม (Total Accrued : TAC) กับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Accruals : NDAC) ของแต่ละกิจการโดยพิจารณาเฉพาะค่าสัมบูรณ์ ดังนี้

$$DAC_t = TAC/A_{t-1} - NDAC_t \quad (1)$$

โดย

$DAC_t$	=	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$NDAC_t$	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$A_{t-1}$	=	สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1

### 2.11.1 ตัวแบบที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างรวม

Hribar and Collins (2002) ศึกษาเปรียบเทียบแนวคิดที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างรวมสองแนวคิด ได้แก่ แนวคิดงบดุล (Balance Sheet Approach) และแนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach) ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### (1) แนวคิดงบดุล

ตามแนวคิดงบดุล (Balance Sheet Approach) รายการคงค้างเป็นรายการที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดสุทธิระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีใช่กระแสเงินสด (Non-cash Current Assets) กับหนี้สินหมุนเวียน (Current Liabilities) และการปันส่วนสินทรัพย์เป็นค่าใช้จ่ายในรอบระยะเวลาที่ได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากการใช้สินทรัพย์นั้น ได้แก่ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นต้น ดังนั้น การหาค่ารายการคงค้างรวมของแต่ละกิจการวัดค่าได้ ดังนี้

$$TAC_t = (\Delta CA_t - \Delta Cash_t) - (\Delta CL_t - \Delta STD_t) - Dep_t \quad (2)$$

โดย

$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$\Delta CA_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียน ณ ปีที่ t กับปีที่ t-1
$\Delta Cash_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ ปีที่ t กับปีที่ t-1
$\Delta CL_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียน ณ ปีที่ t กับปีที่ t-1
$\Delta STD_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของหนี้ระยะยาวที่รวมอยู่ในหนี้สินหมุนเวียน ณ ปีที่ t กับปีที่ t-1
$Dep_t$	=	ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ในปีที่ t

## (2) แนวคิดกระแสเงินสด

ตามแนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach) รายการคงค้างเป็นรายการที่เกิดจากยอดสุทธิระหว่างกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Net Income Before Extraordinary Items) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow from Operations) ดังนั้น การหาค่ารายการคงค้างรวมของแต่ละกิจการวัดค่าได้ ดังนี้

$$TAC_t = NIBE_t - CFO_t \quad (3)$$

โดย

$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$NIBE_t$	=	กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ ณ ปีที่ t
$CFO_t$	=	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีที่ t

Hribar and Collins (2002) พบว่า การวัดค่ารายการคงค้างรวมโดยใช้แนวคิดกระแสเงินสดสามารถประมาณรายการคงค้างรวมได้ดีกว่าแนวคิดงบดุล เนื่องจากการวัดค่าตามแนวคิดงบดุลนั้นทำให้เกิดความโน้มเอียงในการวัดค่าอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงวัดค่ารายการคงค้างรวม โดยใช้ตัวแบบตามแนวคิดกระแสเงินสด

## 2.11.2 ตัวแบบที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแบบที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของแต่ละกิจการมีดังนี้

## (1) DeAngelo Model

DeAngelo (1986) เสนอตัวแบบนี้เพื่อวัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยใช้รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t-1 หารด้วยสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-2 ดังนี้

$$NDAC_t = TAC_{t-1} / A_{t-2} \quad (4)$$

โดย

$NDAC_t$	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$TAC_{t-1}$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t-1
$A_{t-2}$	=	สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีที่ t-2

## (2) Healy Model

Healy (1985) เสนอตัวแบบนี้เพื่อวัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยใช้ค่าเฉลี่ยของยอดคงค้างรวมปีปัจจุบันหารด้วยสินทรัพย์รวมปีก่อน ดังนี้

$$NDAC_t = [1/n \sum_{\tau} (TAC_{\tau} / A_{t-1})] \quad (5)$$

โดย

$NDAC_t$	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$A_{t-1}$	=	สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีที่ t-1
$n$	=	จำนวนปีที่ใช้หาค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
$\tau$	=	ปีที่ใช้ในการคำนวณ (t-n, t-n+1, ..., t-1)

## (3) The Jones Model

Jone (1991) เสนอตัวแบบเพื่อประมาณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยใช้ตัวแปรที่เกี่ยวข้องดังนี้ (1) ตัวแปรรายได้ เพื่อควบคุมการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งมีความสัมพันธ์กับบัญชีเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accounts) อันเกิดจากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจของกิจการ และ (2) ตัวแปรที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ เพื่อควบคุมการเปลี่ยนแปลงของรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอันเกิดจากการคิดค่าเสื่อมราคาและเป็นผลมาจากกิจกรรมทางธุรกิจของกิจการ ตัวแบบนี้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารดังนี้

$$NDAC_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV_t/A_{t-1}] + \alpha_3(PPE_t/A_{t-1}) \quad (6)$$

โดย

$NDAC_t$	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$\Delta REV_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ (รายได้ปีที่ t หักรายได้ปีที่ t-1)
$PPE_t$	=	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคา ณ ปีที่ t
$A_{t-1}$	=	สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1
$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ซึ่งได้จากสมการถดถอยดังนี้

$$TAC_t/A_{t-1} = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV/A_{t-1}] + \alpha_3(PPE/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (7)$$

โดย

$TAC_t$  = รายการคงค้างรวม ณ ปีที่  $t$

$\varepsilon_t$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรอื่นมีความหมายเช่นเดียวกับสมการที่ 6

#### (4) Modified Jones Model

Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) พัฒนาตัวแบบนี้มาจากตัวแบบ Jones Model เนื่องจากใน Jones Model การวัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตัวแปรรายได้ที่นำมาพิจารณาเป็นรายได้ทั้งสิ้น ส่วน Modified Jones Model นำตัวแปรการเปลี่ยนแปลงของรายได้ทั้งสิ้นหักด้วยการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้ เนื่องจากแนวคิดที่ผู้บริหารสามารถบริหารกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผ่านการรับรู้รายได้จากการขายเชื่อได้ง่ายกว่ารายได้จากการขายสด

ดังนั้น ตัวแบบที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของ Modified Jones Model เป็นดังนี้

$$NDAC_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV_t - \Delta REC_t]/A_{t-1} + \alpha_3(PPE/A_{t-1}) \quad (8)$$

โดย

$\Delta REC_t$  = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าในปีที่  $t$  และ  $t-1$

ตัวแปรอื่นมีความหมายเช่นเดียวกับสมการที่ 6

#### (5) Industry Model

Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) ระบุว่าตัวแบบนี้พัฒนามาจากแนวความคิดที่ว่า กิจกรรมในอุตสาหกรรมเดียวกันมีอิทธิพลต่อรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแบบนี้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

$$NDAC_t = \beta_1 + \beta_2 \text{median}_j(TAC_j / A_{t-1}) \quad (9)$$

โดย

$$NDAC_t = \text{รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ } t$$

$$\text{median}(TAC/A_{t-1}) = \text{ค่ามัธยฐานของรายการคงค้างรวมของปีที่ } t \text{ หารด้วยสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ } t-1 \text{ ของกิจการที่ไม่ใช่กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในอุตสาหกรรมเดียวกัน (industry)}$$

$$\beta_1, \beta_2 = \text{ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยที่ได้จากสมการถดถอย}$$

Guay, Kothari, and Watts (1996) แสดงให้เห็นว่า ตัวแบบต่อไปนี้ คือ (1) De Angelo Model (2) Healy Model และ (3) Industry Model เป็นตัวแบบที่ไม่มีประสิทธิภาพในการจำแนกรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารออกมาได้ ในขณะที่ Jones Model และ Modified Jones Model เป็นตัวแบบที่สามารถประมาณรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้น่าเชื่อถือกว่า นอกจากนี้ Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) ศึกษาเปรียบเทียบความสามารถในการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยใช้ตัวแบบข้างต้น ผู้วิจัยพบว่า Modified Jones Model สามารถตรวจพบการบริหารกำไรได้มากที่สุด ดังนั้น ในงานวิจัยนี้จึงวัดรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model แล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับตัวแบบตาม Jones Model

โดยสรุป วิทยานิพนธ์นี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนในการวัดค่าการบริหารกำไรโดยคำนวณจากผลต่างระหว่างรายการคงค้างรวมกับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแบบที่สามารถใช้วัดรายการคงค้างรวม ได้แก่ (1) ตัวแบบตามแนวคิดงบดุล และ (2) ตัวแบบตามแนวคิดกระแสเงินสด วิทยานิพนธ์นี้วัดรายการคงค้างรวมโดยใช้ตัวแบบตามแนวคิดกระแสเงินสด

ตัวแบบที่สามารถใช้วัดรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ได้แก่ (1) De Angelo Model (2) Healy Model (3) Jones Model (4) Modified Jones Model และ (5) Industry Model วิทยานิพนธ์นี้วัดรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model แล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับตัวแบบตาม Jones Model จากการศึกษาประเด็นต่างๆ เกี่ยวกับการบริหารกำไร Lo (2008) แสดงความคิดเห็นว่าการบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากการบริหารกำไรที่สูงขึ้นทำให้คุณภาพกำไรลดต่ำลง Sloan (1996) อภิปรายว่า กำไรจากส่วนที่เป็นกระแสเงินสดเป็นกำไรที่มีความสม่ำเสมอสูงกว่ากำไรจากส่วนที่เป็นรายการคงค้าง ดังนั้น นักลงทุนที่ต้องการนำข้อมูลทาง

การเงินไปใช้ตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้พิจารณาถึงคุณภาพของข้อมูลจึงส่งผลให้การตัดสินใจไม่ถูกต้อง วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาถึงผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

## 2.12 ผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

Lambert, Leuz, and Verrecchia (2007) แสดงความเห็นว่ายางานทางการเงินที่ทำให้ข้อมูลต่อนักลงทุนอย่างมีคุณภาพส่งผลต่อความมีประสิทธิภาพในการลงทุน Ball and Brown (1968) พบว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรโดยผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับข้อมูลกำไรทางบัญชี อย่างไรก็ตาม Lo (2008) อภิปรายว่า การบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร คุณภาพกำไรมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยให้ความสนใจศึกษาในประเด็นต่างๆ คือ (1) สมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน (2) สมมติฐานเกี่ยวกับกระบวนการรายการคงค้าง (3) ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 2.12.1 สมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน

ในกระบวนการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ นักลงทุนย่อมต้องอาศัยข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องเพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจ Fama (1970) ระบุว่า ถ้าราคาของหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง เป็นผลที่สืบเนื่องมาจากการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งหมด ตลาดทุนในลักษณะเช่นนี้เป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม โดยข้อเท็จจริงถึงแม้ว่าตลาดทุนได้ตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้อง แต่ระดับของการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารของแต่ละตลาดนั้นมีความแตกต่างกัน แนวคิดทางทฤษฎีกล่าวถึงสมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุน (Efficient Market Hypothesis) ไว้ว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในระดับที่แตกต่างกันสามระดับ ดังนี้

#### (1) ตลาดทุนที่มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารในระดับต่ำ (Weak Form)

ตามแนวคิดนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นราคาที่อ้างอิงมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต (Historical Prices) นักลงทุนสามารถคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้โดยใช้ราคาที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตเท่านั้น ดังนั้น ตลาดทุนในลักษณะนี้จัดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับต่ำ

#### (2) ตลาดทุนที่มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารในระดับปานกลาง (Semi-Strong Form)

Form)



ตามแนวคิดนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นราคาที่อ้างอิงมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตรวมทั้งข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องตามที่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะ เช่น ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานทางการเงิน เป็นต้น การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับข้อมูลต่างๆ ที่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะ ดังนั้น ตลาดทุนในลักษณะนี้จัดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับปานกลาง

### (3) ตลาดทุนที่มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารในระดับสูง (Strong Form)

ตามแนวคิดนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมดของนักลงทุนทั้งข้อมูลที่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะ (Public Information) และข้อมูลภายใน (Inside Information) ของกิจการ โดยนักลงทุนทั้งหมดได้รับรู้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องเหล่านั้น นักลงทุนจึงไม่สามารถใช้ข้อมูลข่าวสารเพื่อสร้างผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ดังนั้น ตลาดทุนในลักษณะนี้จัดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม ข้อมูลภายในของกิจการมักไม่มีการเผยแพร่สู่สาธารณะส่งผลให้ตลาดที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับสูงมักเกิดขึ้นได้ยาก

โดยสรุป สมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดทุนมีแนวคิดที่สำคัญว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารในระดับที่แตกต่างกัน ได้แก่ (1) ระดับต่ำ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นราคาที่อ้างอิงมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต (2) ระดับปานกลาง การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นราคาที่อ้างอิงมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตรวมทั้งข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งได้เผยแพร่สู่สาธารณะ และ (3) ระดับสูง การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากการรับรู้ข้อมูลทั้งหมดของนักลงทุนทั้งข้อมูลที่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะและข้อมูลภายในของกิจการ ในการศึกษาครั้งนี้ให้ความสำคัญกับสมมติฐานตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง เนื่องจากเป็นการศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดทุนต่อข้อมูลทางบัญชี

#### 2.12.2 สมมติฐานเกี่ยวกับกระบวนการรายการคงค้าง

Guay, Kothari, and Watts (1996) ระบุแนวคิดทางทฤษฎีที่กล่าวถึงสมมติฐานเกี่ยวกับกระบวนการรายการคงค้าง (Accruals Process) โดยอธิบายผลที่เกิดขึ้นจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารจากรายการคงค้าง สมมติฐานที่เกี่ยวข้องได้แก่ (1) สมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน (Performance Measure Hypothesis) (2) สมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง (Opportunistic Accrual Management Hypothesis) และ (3) สมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร (Noise Hypothesis) ดังรายละเอียดต่อไปนี้

##### (1) สมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน (Performance Measure Hypothesis)

ภายใต้สมมติฐานนี้ รายการคงค้างเป็นรายการที่ใช้เพื่อคาดหวังถึงกระแสเงินสดในอนาคต ทำให้สามารถสร้างความน่าเชื่อถือและวัดผลการดำเนินงานของกิจการได้ทันเวลามากกว่ากระแสเงินสดแต่เพียงอย่างเดียว ทั้งนี้ผู้บริหารใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเพื่อบันทึกผลกระทบต่างๆ ที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน เช่น ในสถานการณ์ที่กำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Earnings) มีการตอบสนองที่มากเกินไป (Overreaction) ต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ (Economic Shock) ภายใต้แนวคิดของสมมติฐานการวัดผลการดำเนินงานจึงคาดการณ์ว่าผู้บริหารจะนำรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมาใช้เพื่อจัดผลการตอบสนองที่มากเกินไปนั้น

ในทางตรงกันข้าม ในสถานการณ์ที่กำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่น้อยเกินไป (Underreaction) ต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ ผู้บริหารจะนำรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมาใช้เพื่อปรับผลกระทบจากการตอบสนองที่น้อยเกินไปนั้นด้วยเช่นกัน

(2) สมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง (Opportunistic Accrual Management Hypothesis)

ภายใต้สมมติฐานนี้ ผู้บริหารใช้ประโยชน์จากการบริหารรายการคงค้างเพื่อต้องการปิดบังผลการดำเนินงานที่ตกต่ำ (Poor Performance) หรือต้องการเลื่อนการรับรู้ผลการดำเนินงานที่ไม่ดีบางส่วนออกไปในปีถัดไป เช่น ผู้บริหารใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างโดยการสร้างรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในทางบวกเพื่อต้องการนำไปหักล้างกับกำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในทางลบ เป็นต้น

(3) สมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร (Noise Hypothesis)

ภายใต้สมมติฐานนี้ ผู้บริหารใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเพื่อต้องการแพร่กระจายข่าวสารในผลกำไรที่รายงานออกมา ดังนั้น รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจึงไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

โดยสรุป วัตถุประสงค์ของการใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างมีหลายประการ ได้แก่

- (1) เพื่อคาดหวังถึงกระแสเงินสดในอนาคต ทำให้สามารถสร้างความน่าเชื่อถือและวัดผลการดำเนินงานได้ทันเวลามากกว่ากระแสเงินสดซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน
- (2) เพื่อปิดบังผลการดำเนินงานที่ตกต่ำหรือเลื่อนการรับรู้ผลการดำเนินงานที่ไม่ดีบางส่วนออกไปในปีถัดไป ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง และ (3) เพื่อต้องการแพร่กระจายข่าวสารในผลกำไรที่รายงานออกมา ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร

### 2.12.3 ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

Guay, Kothari, and Watts (1996) แสดงให้เห็นว่า ภายใต้แนวคิดทางทฤษฎีของสมมติฐานเกี่ยวกับกระบวนการรายการคงค้างนั้น สมมติฐานที่แตกต่างกันทำให้รายการคงค้างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์แตกต่างกัน ดังนี้

(1) ภายใต้สมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน ถ้ากำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่มากเกินไปต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ ผู้บริหารจะใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารหักล้างในทางตรงข้ามกับผลกระทบนั้น ดังนั้น รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจึงมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลกระทบนั้นและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ในทางตรงกันข้าม ถ้ากำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่น้อยเกินไปต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ ผู้บริหารจะใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเพิ่มขนาดของผลกระทบที่น้อยเกินไปนั้น ดังนั้น รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจึงมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับผลกระทบนั้นและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

(2) ภายใต้สมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง ผู้บริหารใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมาหักล้างกับผลกระทบของกำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจึงมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

(3) ภายใต้สมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร ผู้บริหารได้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเพื่อการแพร่กระจายข่าวสาร ดังนั้น รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจึงไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของกำไรกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (Stock Returns) ได้แก่ Ball and Brown (1968) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของข้อมูลกำไรทางบัญชี (Accounting Income Numbers) กับราคาหลักทรัพย์บนสมมติฐานตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับปานกลาง เนื่องจากการศึกษาการตอบสนองของตลาดทุนต่อข้อมูลทางบัญชี (Valuation Relevance) ผลการศึกษาพบว่า ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลกำไรทางบัญชี โดยผลตอบแทนจากหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับข้อมูลกำไรทางบัญชี สอดคล้องกับ Bowen, Burgstahler, and Daley (1987) แสดงให้เห็นว่ารายการคงค้างและกระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่มีคุณค่า (Information Content) ต่อนักลงทุนเพื่อใช้พิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ โดยรายการคงค้างและกระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์

ในขณะที่ Dechow (1994) พบว่า รายการคงค้างเป็นข้อมูลที่มีคุณค่ามากกว่า (Incremental Information Content) ข้อมูลกระแสเงินสด นอกจากนั้น ในสถานการณ์ต่างๆ เช่น เมื่อเกิดความผันผวนในการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนรวมทั้งกิจกรรมลงทุนและจัดหาเงิน หรือเมื่อวงจรการดำเนินงาน (Operating Cycle) มีระยะเวลายาวนานนั้น Dechow (1994) พบว่า ความสามารถของกระแสเงินสดในการอธิบายผลการดำเนินงานยิ่งลดน้อยลง

Subramanyam (1996) พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยตัวแปรกระแสเงินสดจากการดำเนินงานร่วมกับรายการคงค้างรวมเป็นข้อมูลที่ให้คุณค่ามากกว่า (Incremental Information Content) ตัวแปรกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพียงตัวแปรเดียวในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ นอกจากนั้น ตัวแปรกระแสเงินสดจากการดำเนินงานร่วมกับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นข้อมูลที่ให้คุณค่ามากกว่าตัวแปรกระแสเงินสดจากการดำเนินงานร่วมกับรายการคงค้างรวมในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้พบว่าส่วนประกอบของรายการที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสามารถอธิบายผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้ต่ำกว่าส่วนประกอบของรายการที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยสรุป Subramanyam (1996) อภิปรายว่า รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นข้อมูลที่ให้คุณค่ามากขึ้นในการอธิบายผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลส่วนตัว (Private Information) ของผู้บริหาร ซึ่งข้อสรุปที่ได้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chung, Ho, and Kim (2004)

Sloan (1996) แสดงความเห็นว่ นักลงทุนในตลาดทุนไม่ได้ตระหนักว่า ระดับความสม่ำเสมอ (Persistence Levels) ของส่วนประกอบของกำไร คือ รายการคงค้างกับกระแสเงินสดนั้นมีความแตกต่างกัน โดยปกติกำไรจากองค์ประกอบทั้งสองส่วนนั้นมีความสัมพันธ์กัน อย่างไรก็ตาม กำไรจากส่วนที่เป็นกระแสเงินสดนั้นเป็นกำไรที่มีความสม่ำเสมอที่สูงกว่ากำไรจากส่วนที่เป็นรายการคงค้าง ดังนั้น เมื่อนักลงทุนใช้ข้อมูลกำไรเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้ตระหนักถึงระดับความสม่ำเสมอของส่วนประกอบของกำไร ย่อมส่งผลให้นักลงทุนมีการตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

Dechow, Ge, and Schrand (2010) สนับสนุนว่า กิจกรรมที่มีรายการคงค้างที่มากเกินไป ย่อมส่งผลให้กำไรมีคุณภาพต่ำ เนื่องจากรายการเหล่านี้ถือเป็นตัวแทนของส่วนประกอบของกำไรที่มีความสม่ำเสมอต่ำกว่า Sloan (1996) อภิปรายว่า นักลงทุนควรพิจารณาให้ความสำคัญต่อกำไรจากส่วนที่เป็นกระแสเงินสดมากกว่ากำไรจากส่วนที่เป็นรายการคงค้างรวมทั้งควรพิจารณาให้ความสำคัญต่อคุณภาพกำไร นอกจากนั้น หลักทรัพย์ที่แสดงราคาสูงเกินกว่ามูลค่า

นั้น ได้กลับเข้าสู่ราคาที่เหมาะสมก็ต่อเมื่อกิจการแสดงผลกำไรแตกต่างจากผลกำไรที่นักลงทุนคาดหวังไว้

โดยสรุป ภายใต้สมมติฐานที่ต่างกัน รายการคงค้างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์แตกต่างกัน ภายใต้สมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน ถ้ากำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่มากเกินไปต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลกระทบนั้นและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้าม ถ้ากำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่น้อยเกินไปต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลกระทบนั้นและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ภายใต้สมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และภายใต้สมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่ไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของส่วนประกอบของกำไรกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ Sloan (1996) แสดงความเห็นว่าเป็นเนื่องจากนักลงทุนไม่ได้ตระหนักว่า กำไรจากส่วนที่เป็นกระแสเงินสดเป็นกำไรที่มีความสม่ำเสมอที่สูงกว่ากำไรจากส่วนที่เป็นรายการคงค้าง นักลงทุนจึงมีการตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

ดังนั้น ในการศึกษารุ่นนี้ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 14 ( $H_{14}$ ) : กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 15 ( $H_{15}$ ) : รายการคงค้างรวมมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 16 ( $H_{16}$ ) : รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 17 ( $H_{17}$ ) : รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

#### 2.12.4 ตัวแบบที่ใช้วัดค่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

Subramanyam (1996) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนประกอบของกำไรกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน ในการศึกษาของ Subramanyam (1996) ใช้วิธีการวัดค่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน ดังต่อไปนี้

$$RET_{it} = [(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}] / P_{it-1} \quad (10)$$

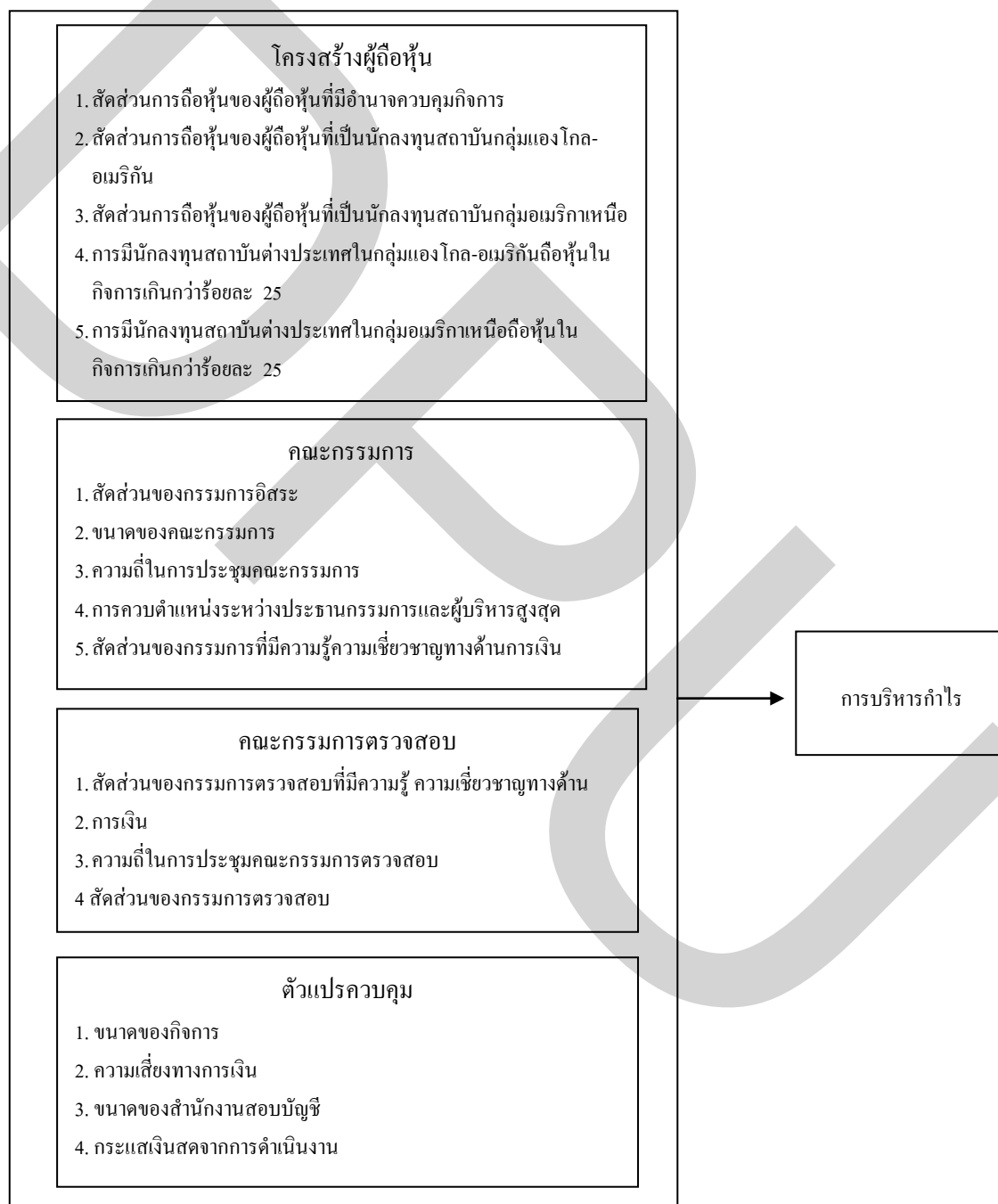
โดย

$RET_{it}$	=	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุน $i$ ในปีที่ $t$
$P_{it}$	=	ราคาของหลักทรัพย์หุ้นทุน $i$ ในปีที่ $t$
$P_{it-1}$	=	ราคาของหลักทรัพย์หุ้นทุน $i$ ในปีที่ $t-1$
$D_{it}$	=	เงินปันผลจ่ายของหลักทรัพย์หุ้นทุน $i$ ในปีที่ $t$

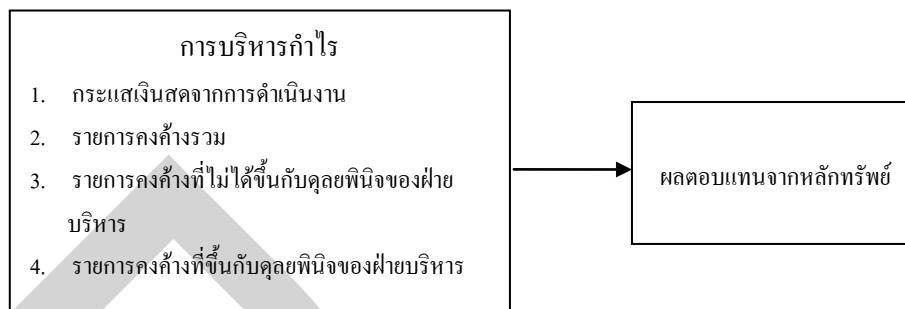
ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุนเป็นอัตราผลตอบแทนต่อปี โดยเริ่มนับ ณ วันที่ครบ 3 เดือนหลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เนื่องจากในระแวกดังกล่าว งบการเงินของกิจการได้ถูกเผยแพร่ออกสู่สาธารณะแล้ว วิทยานิพนธ์นี้วัดค่าอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุนโดยใช้แนวความคิดในการวัดค่าของ Subramanyam (1996)

### 2.13 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยสามารถสร้างกรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนี้



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ และคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร



ภาพที่ 2.2 กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

#### 2.14 สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยสามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ได้ดังนี้

ตารางที่ 2.2 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
1-1	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
1-2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
3	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
4	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร



ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
5	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
6	สัดส่วนของกรรมการอิสระมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
7-1	จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
7-2	จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
8	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
9	การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
10	สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
11	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
12	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
13	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตารางที่ 2.3 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไร  
ที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
14	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
15	รายการคงค้างรวมมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
16	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
17	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

### 2.15 สรุป

การบริหารกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายงานทางการเงินและการจัดโครงสร้างรายการเพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเกิดความเข้าใจผิดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการหรือเพื่อต้องการให้เกิดอิทธิพลต่อผลตามสัญญาใดๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับตัวเลขทางบัญชีที่รายงาน

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้ ได้แก่ ทฤษฎีตัวแทนซึ่งมีแนวคิดว่าความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ตามสัญญา โดยบุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการและบุคคลอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน ตัวการมอบอำนาจให้แก่ตัวแทนเพื่อให้ตัวแทนใช้อำนาจตัดสินใจในเรื่องต่างๆ ของกิจการแทนตัวการ อย่างไรก็ตาม ถ้าตัวแทนใช้อำนาจเพื่อตัดวงผลประโยชน์แก่ตนเองและพวกพ้องจึงทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นสามารถแก้ไขให้ลดลงได้โดยการใช้กลไกที่สำคัญ คือ กลไกการสอดส่องดูแลและกลไกการรักษาสัญญา อย่างไรก็ตาม การใช้กลไกดังกล่าวก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายขึ้น ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการสอดส่องดูแลและค่าใช้จ่ายในการรักษาสัญญา นอกจากนั้นปัญหาตัวแทนยังทำให้เกิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข ต้นทุนที่เกิดขึ้นเหล่านี้ คือ ต้นทุนจากการใช้ตัวแทน

ทฤษฎี Positive Accounting เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงแนวความคิดที่เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่แตกต่างกันเพื่อใช้ในการจัดทำข้อมูลทางการเงินบัญชี ได้แก่ (1) Bonus Plan Hypothesis (2) Debt/Equity Hypothesis และ (3) Political Cost Hypothesis โดยสองสมมติฐานแรกมีแนวคิดที่ว่า ผู้บริหารต้องการให้กำไรที่รายงานซึ่งต้องบันทึก

ในงวดอนาคตเดือนเข้ามามันทีในงวดปัจจุบัน เนื่องจากแรงจูงใจที่เกิดจากแผนการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารและผลกระทบที่เกิดจากสัญญาการกู้ยืมเงิน ส่วนสมมติฐานหลังมีแนวความคิดว่า ผู้บริหารต้องการให้กำไรที่รายงานซึ่งต้องบันทึกในงวดปัจจุบันเลื่อนไปบันทึกในงวดอนาคต เนื่องจากแรงจูงใจที่เกิดจากการเผชิญกับกระบวนการทางการเมืองซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกิจการ ผู้บริหารมักตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่สังเกตเห็นผลว่าสามารถก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง

เมื่อผู้บริหารบริหารกำไร วิธีการวัดค่าการบริหารกำไร คือ การใช้วิธีประมาณรายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรืออาจเรียกรายการนี้ว่ารายการคงค้างไม่ปกติหรือรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งเป็นการวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นเนื่องจากผู้บริหารตัดสินใจทางบัญชีโดยมีระดับของความผิดพลาดเกิดขึ้น รายการนี้ใช้เป็นตัวแทนวัดค่าการบริหารกำไร

เมื่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียทราบจากวิธีการวัดค่าการบริหารกำไรว่าผู้บริหารบริหารกำไรประเด็นที่ควรพิจารณาคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการกลไกใดสามารถลดพฤติกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการกลไกต่างๆ ที่มีต่อการบริหารกำไร ได้แก่ (1) โครงสร้างผู้ถือหุ้น และ (2) คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ทั้งนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถจำแนกเป็นสองรูปแบบคือ (1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว และ (2) โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวนั้นเป็นความขัดแย้งระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้บริหาร กิจการจึงควรให้ผู้บริหารสามารถเข้าถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่มากพอเพื่อให้ผลประโยชน์ของตัวแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลประโยชน์ของตัวการ อย่างไรก็ตาม เมื่อผู้บริหารเข้าถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนที่สูงจนถึงระดับหนึ่ง ผู้บริหารย่อมต้องการรักษาผลประโยชน์ของตนเอง ในทางตรงกันข้าม ปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวนั้นเป็นความขัดแย้งระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

แนวคิดของ Monitoring Hypothesis อธิบายว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถใช้อำนาจตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหารอันส่งผลให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นแก่กิจการหรือแนวคิดของ Incentives Alignment Hypothesis อธิบายว่า แรงจูงใจเพื่อต้องการให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองและผู้ถือหุ้นรายอื่นร่วมกัน อย่างไรก็ตาม แนวคิดของ Expropriation / Entrenchment Hypothesis อธิบายว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจใช้อำนาจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงได้เช่นกัน โดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถได้มาซึ่งอำนาจเพื่อควบคุมกิจการโดยใช้วิธีการต่างๆ เช่น การถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษ การถือหุ้น

ในโครงสร้างพีระมิดและการถือหุ้นแบบไขว้ของกิจการในกลุ่มเดียวกัน เป็นต้น งานวิจัยในอดีตพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับการบริหารกำไรเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นทั้งในทิศทางเดียวกันและในทิศทางตรงกันข้าม

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ แนวคิดของ Efficiency Abatement Hypothesis อธิบายว่า นักลงทุนสถาบันมีลักษณะการลงทุนเชิงตั้งรับ มุ่งหวังผลตอบแทนในระยะสั้นและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ในทางตรงกันข้าม แนวคิดของ Efficiency Augmentation Hypothesis อธิบายว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในเชิงรุกโดยมีแรงจูงใจในการแสดงบทบาทร่วมเพื่อทำการตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารและมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนกลุ่มเองไกล-อเมริกันเป็นผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่มีความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการเช่นกัน นักลงทุนกลุ่มนี้ให้ความสำคัญกับรูปแบบของการคานอำนาจภายในกิจการ โดยใช้กรรมการอิสระ มักใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือในการแก้ไขปัญหาความขัดแย้งที่เกิดขึ้น และมีแนวคิดของการรักษาสิทธิ์ทางกฎหมายที่เคร่งครัด งานวิจัยในอดีตพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการบริหารกำไรเป็นความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน งานวิจัยในอดีตให้ข้อมูลว่า ประเทศที่ใช้รูปแบบการบัญชีแบบเองไกล-อเมริกัน ได้แก่ ประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกา แคนาดา ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่ศึกษาการจัดประเภทระบบบัญชีของประเทศต่างๆ พบว่า ประเทศอังกฤษถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกันกับประเทศต่างๆ ในภาคพื้นทวีปยุโรป ส่วนประเทศแคนาดาและสหรัฐอเมริกาก็ถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกัน เรียกว่า กลุ่มอเมริกาเหนือ ส่วนประเทศออสเตรเลียถูกจัดอยู่นอกเหนือจากกลุ่มประเทศต่างๆ ข้างต้น ดังนั้น วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไรแล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือที่มีต่อการบริหารกำไร

กลไกคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญอีกกลไกหนึ่งในการติดตามการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร กลไกดังกล่าวนี้มีส่วนผลักดันให้การสร้างมูลค่าของกิจการสูงขึ้น ช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ควบคุมพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ของผู้บริหาร สนับสนุนให้กระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพและสร้างความมั่นใจให้เกิดขึ้นแก่คุณภาพของรายงานทางการเงิน กลไกต่างๆ ทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีผลต่อการบริหารกำไร ได้แก่ (1) สัดส่วนของกรรมการอิสระ (2)

ขนาดของคณะกรรมการ (3) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ (4) การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด (5) สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน (6) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน (7) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และ (8) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ จากการศึกษางานวิจัยในอดีต วิทยานิพนธ์นี้ได้พัฒนาสมมติฐานการวิจัยว่า สัดส่วนของกรรมการที่เป็นอิสระ จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไร การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไร อย่างไรก็ตาม จำนวนของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไร

วิทยานิพนธ์นี้ได้ควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องนอกเหนือจากตัวแปรที่ต้องการศึกษาซึ่งอาจมีความสัมพันธ์กับการบริหารกำไร ได้แก่ (1) ขนาดของกิจการ (2) ความเสี่ยงทางการเงิน (3) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ (4) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

การบริหารกำไรเป็นการวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นเนื่องจากการตัดสินใจของผู้บริหารต่อรายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างไม่ปกติซึ่งเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและเป็นตัวแทนในการวัดค่าการบริหารกำไร รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารคำนวณจากผลต่างระหว่างรายการคงค้างรวมกับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

แนวคิดที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างรวมมีสองแนวคิด ได้แก่ (1) แนวคิดงบดุล และ (2) แนวคิดกระแสเงินสด ตามแนวคิดงบดุลนั้นรายการคงค้างเป็นรายการที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดสุทธิระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีใช้กระแสเงินสดกับหนี้สินหมุนเวียนและการปันส่วนสินทรัพย์เป็นค่าใช้จ่ายในรอบระยะเวลาที่ได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจจากการใช้สินทรัพย์นั้น เช่น ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นต้น ส่วนแนวคิดกระแสเงินสดนั้นรายการคงค้างเป็นรายการที่เกิดจากยอดสุทธิระหว่างกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน จากการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่า แนวคิดกระแสเงินสดสามารถประมาณรายการคงค้างรวมได้ดีกว่าแนวคิดงบดุล ดังนั้น วิทยานิพนธ์นี้วัดค่ารายการคงค้างรวมโดยใช้แนวคิดกระแสเงินสด

ตัวแบบที่ใช้วัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ได้แก่ (1) De Angelo Model (2) Healy Model (3) Jones Model (4) Modified Jones Model และ (5) Industry Model จากการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่า De Angelo Model Healy Model และ Industry Model เป็นตัวแบบที่ไม่มีประสิทธิภาพในการจำแนกรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารออกมาได้ ในขณะที่ Jones Model และ Modified Jones Model เป็นตัวแบบที่สามารถประมาณรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้น่าเชื่อถือกว่า นอกจากนี้ Modified Jones Model สามารถตรวจพบการบริหารกำไรได้มากที่สุด ดังนั้น วิทยานิพนธ์นี้จึงวัดค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model แล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับตัวแบบตาม Jones Model

จากตัววัดค่าการบริหารกำไร พบว่า การบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรรายการคงค้างที่มากเกินไปทำให้กำไรมีคุณภาพต่ำ เพราะรายการคงค้างเป็นตัวแทนของส่วนประกอบกำไรที่มีความสม่ำเสมอน้อยกว่ารายการเงินสด ดังนั้น นักลงทุนที่นำข้อมูลไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์โดยไม่ได้พิจารณาถึงคุณภาพของข้อมูลจึงทำให้การตัดสินใจไม่ถูกต้อง ทั้งนี้ ในกระบวนการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้น ตลาดทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารในระดับที่แตกต่างกัน ได้แก่ (1) ระดับต่ำ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นราคาที่ยังอิงมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต (2) ระดับปานกลาง การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นราคาที่ยังอิงมาจากราคาของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตรวมทั้งข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งได้เผยแพร่สู่สาธารณะ และ (3) ระดับสูง การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันเป็นผลมาจากการรับรู้ข้อมูลทั้งหมดของนักลงทุนทั้งข้อมูลที่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะและข้อมูลภายในของกิจการ การศึกษาครั้งนี้ให้ความสำคัญกับสมมติฐานตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง เนื่องจากเป็นการศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดทุนต่อข้อมูลทางบัญชี

แนวคิดทางทฤษฎีระบุถึงวัตถุประสงค์ของการใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างว่ามีหลายประการ ได้แก่ (1) เพื่อคาดหวังถึงกระแสเงินสดในอนาคต ทำให้สามารถสร้างความน่าเชื่อถือและวัดผลการดำเนินงานได้ทันเวลามากกว่ากระแสเงินสดซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน (2) เพื่อปิดบังผลการดำเนินงานที่ตกต่ำหรือเลื่อนการรับรู้ผลการดำเนินงานที่ไม่ดีบางส่วนออกไปในปีถัดไป ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง และ (3) เพื่อต้องการแพร่กระจายข่าวสารในผลกำไรที่รายงานออกมา ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร

ภายใต้สมมติฐานที่แตกต่างกัน รายการคงค้างมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์แตกต่างกัน ภายใต้สมมติฐานการวัดผลการดำเนินงาน ถ้ากำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่มากเกินไปต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลกระทบนั้นและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้าม ถ้ากำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีการตอบสนองที่น้อยเกินไปต่อผลกระทบทางเศรษฐกิจ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลกระทบนั้นและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ภายใต้สมมติฐานการแสวงหาโอกาสจากรายการคงค้าง รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ และภายใต้สมมติฐานการแพร่กระจายข่าวสาร รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นรายการที่ไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

จากการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ งานวิจัยในอดีตแสดงความเห็นว่า เนื่องจากนักลงทุนไม่ได้ตระหนักว่า กำไรจากส่วนที่เป็นกระแสเงินสดเป็นกำไรที่มีความสม่ำเสมอสูงกว่ากำไรจากส่วนที่เป็นรายการคงค้าง ดังนั้น นักลงทุนจึงมีการตัดสินใจลงทุนอย่างไม่เหมาะสม วิทยานิพนธ์นี้ต้องการศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยพัฒนาสมมติฐานการวิจัยว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

บทต่อไปจะกล่าวถึงระเบียบวิธีวิจัยของวิทยานิพนธ์นี้ ซึ่งประกอบด้วย แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง มาตรวัดตัวแปร และ การวิเคราะห์ข้อมูล

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.1 บทนำ

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการศึกษาถึงการใช่ประโยชน์จากกลไกการสอดส่องดูแลเพื่อควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหารและศึกษาถึงผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในบทนี้ผู้วิจัยกำหนดตัวแบบเพื่อใช้ในการศึกษา ตลอดจนกำหนดระเบียบวิธีวิจัยต่างๆ ได้แก่ กำหนดประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง กำหนดวิธีการรวบรวมข้อมูล กำหนดมาตรวัดตัวแปรและกำหนดวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรและผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลและนำผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้มาแปลผลรวมทั้งนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลในขั้นตอนต่อไป

#### 3.2 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษา จำนวนสองกรอบแนวคิด ได้แก่ (1) กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และ (2) กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ทั้งนี้ กรอบแนวคิดในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรเป็นการศึกษาว่ากิจการต้องการใช่ประโยชน์จากกลไกการสอดส่องดูแล (Monitoring Mechanisms) เพื่อควบคุมพฤติกรรมเกี่ยวกับการบริหารกำไรของผู้บริหาร ผู้วิจัยศึกษากลไกการสอดส่องดูแลที่สำคัญจำนวนสองกลไก ได้แก่ (1) กลไกโครงสร้างผู้ถือหุ้น และ (2) กลไกคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ดังนั้น เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของ



การศึกษาทั้งสองประการ คือ (1) เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร และ (2) เพื่อศึกษาคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ผู้วิจัยได้พัฒนาตัวแบบจากการทบทวนวรรณกรรมเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการตอบคำถามงานวิจัย ดังรายละเอียดต่อไปนี้

คำถามงานวิจัยข้อที่ 1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่  
ในการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGOWN + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (1)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHOWN + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (2)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGSHARE + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (3)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHSHARE + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (4)$$

โดย

<i>DAC</i>	=	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
<i>CONOWN</i>	=	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ
<i>CONTYPE</i>	=	ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ
<i>ANGOWN</i>	=	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน
<i>NORTHOWN</i>	=	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือ
<i>ANGSHARE</i>	=	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25
<i>NORTHSHARE</i>	=	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25
<i>SIZE</i>	=	ขนาดของกิจการ
<i>LEV</i>	=	ความเสี่ยงทางการเงิน

<i>AUDIT</i>	=	ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี
<i>CASH</i>	=	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
<i>INDUS</i>	=	กลุ่มอุตสาหกรรม
$\alpha, \beta$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากสมการ
$\varepsilon$	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

คำถามงานวิจัยข้อที่ 2 คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

ในการศึกษาคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ตัวแบบที่ใช้เป็นดังนี้

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 BDIND + \beta_2 BDSIZE + \beta_3 BDMEET + \beta_4 DUAL + \beta_5 BDEXPT \\
 & + \beta_6 ACEXPT + \beta_7 ACMEET + \beta_8 ACPROP + \beta_9 SIZE + \beta_{10} LEV \\
 & + \beta_{11} AUDIT + \beta_{12} CASH + \beta_{13} INDUS + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{5}$$

โดย

<i>DAC</i>	=	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
<i>BDIND</i>	=	สัดส่วนของกรรมการอิสระ
<i>BDSIZE</i>	=	ขนาดของคณะกรรมการ
<i>BDMEET</i>	=	ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ
<i>DUAL</i>	=	การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด
<i>BDEXPT</i>	=	สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน
<i>ACEXPT</i>	=	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน
<i>ACMEET</i>	=	ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ
<i>ACPROP</i>	=	สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ
<i>SIZE</i>	=	ขนาดของกิจการ
<i>LEV</i>	=	ความเสี่ยงทางการเงิน
<i>AUDIT</i>	=	ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี
<i>CASH</i>	=	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
<i>INDUS</i>	=	กลุ่มอุตสาหกรรม

$\alpha, \beta$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากสมการ  
 $\varepsilon$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

ผู้วิจัยนำโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมาศึกษา  
 รวมกัน โดยตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาเป็นดังนี้

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGOWN + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (6)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHOWN + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (7)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGSHARE + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (8)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHSHARE + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (9)
 \end{aligned}$$

โดย

$DAC$  = รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร  
 $CONOWN$  = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ  
 $CONTYPE$  = ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ  
 $ANGOWN$  = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน  
 ต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน  
 $NORTHOWN$  = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน  
 ต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือ  
 $ANGSHARE$  = การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน  
 ถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25

<i>NORTHSHARE</i>	=	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้น ในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25
<i>BDIND</i>	=	สัดส่วนของกรรมการอิสระ
<i>BDSIZE</i>	=	ขนาดของคณะกรรมการ
<i>BDMEET</i>	=	ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ
<i>DUAL</i>	=	การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหาร สูงสุด
<i>BDEXPT</i>	=	สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้าน การเงิน
<i>ACEXPT</i>	=	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญ ทางการเงิน
<i>ACMEET</i>	=	ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ
<i>ACPROP</i>	=	สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบ
<i>SIZE</i>	=	ขนาดของกิจการ
<i>LEV</i>	=	ความเสี่ยงทางการเงิน
<i>AUDIT</i>	=	ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี
<i>CASH</i>	=	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
<i>INDUS</i>	=	กลุ่มอุตสาหกรรม
$\alpha, \beta$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจากสมการ
$\varepsilon$	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

ส่วนกรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์นั้นเป็นการศึกษาว่า กิจการต้องการใช้ประโยชน์จากรายการคงค้าง (Accruals) เพื่อกำหนดผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนั้น เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของการศึกษา คือ เพื่อศึกษารายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ผู้วิจัยได้พัฒนาตัวแบบจากการทบทวนวรรณกรรมเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการตอบคำถามงานวิจัย ดังรายละเอียดต่อไปนี้

คำถามงานวิจัยข้อที่ 3 รายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่  
ในการศึกษารายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ตัวแบบที่ใช้เป็น  
ดังนี้

$$RET = \alpha + \beta_1 CASH + \beta_2 TAC + \varepsilon \quad (10)$$

$$RET = \alpha + \beta_1 CASH + \beta_2 NDAC + \beta_3 DAC + \varepsilon \quad (11)$$

โดย

<i>RET</i>	=	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุน
<i>CASH</i>	=	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน
<i>TAC</i>	=	รายการคงค้างรวม
<i>NDAC</i>	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
<i>DAC</i>	=	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

จากตัวแบบที่ผู้วิจัยกำหนดขึ้นเพื่อใช้ในการศึกษาและตอบคำถามงานวิจัยดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยกำหนดประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง ดังรายละเอียดต่อไปนี้

### 3.3 ประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง

ผู้วิจัยกำหนดประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่างจากประชากรที่ต้องการใช้ศึกษาในงานวิจัยนี้ ดังต่อไปนี้

#### 3.3.1 ประชากรที่ใช้ศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดประชากรที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 3.3.2 ตัวอย่างที่ใช้ศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป โดยงานวิจัยนี้ไม่ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกิจการประเภทดังกล่าวมีแนวปฏิบัติทางบัญชีของธุรกิจที่แตกต่างกับแนวปฏิบัติของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป

#### 3.3.3 ระยะเวลาที่ใช้ศึกษา

ผู้วิจัยกำหนดระยะเวลาที่ศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2551 เนื่องจากกิจการในประเทศไทยได้รับผลกระทบจากสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศในยุโรปเป็นอย่างมากหลังจากปี 2551 หากศึกษาข้อมูลในระยเวลานั้นอาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้ เนื่องจาก สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ทั้งนี้ ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลซึ่งเป็นตัวแปรอิสระโดยใช้ข้อมูล

ของปี 2551 ส่วนข้อมูลซึ่งเป็นตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมนั้นผู้วิจัยใช้ข้อมูลของปี 2550 และ 2551

นอกจากนั้น สภาวิชาชีพบัญชีกำหนดให้กิจการถือปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีบางฉบับในปี 2551 และสภาวิชาชีพบัญชีได้ออกมาตรฐานการบัญชีฉบับปรับปรุงปี 2552 ซึ่งสภาวิชาชีพบัญชีสนับสนุนให้กิจการนำมาตรฐานบัญชีไปใช้ก่อนวันถือปฏิบัติ มาตรฐานการบัญชีบางเรื่องได้อนุญาตให้ใช้วิธีเปลี่ยนทันทีเป็นต้นไป ดังนั้น หากใช้ข้อมูลหลายปีอาจไม่สามารถเปรียบเทียบข้อมูลกันได้

### 3.3.4 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา

ผู้วิจัยคัดเลือกตัวอย่างที่ต้องการใช้เพื่อการศึกษาตามเกณฑ์การคัดเลือกข้างต้น ดังรายละเอียดต่อไปนี้

ตารางที่ 3.1 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา

การคัดเลือกตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	476
หัก กลุ่มสถาบันการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	87
หัก บริษัทที่มีงวดบัญชีเปรียบเทียบไม่เต็มปี	3
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	5
<b>รวม</b>	<b>381</b>

ตารางที่ 3.2 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	43	11.29
สินค้าอุปโภคบริโภค	41	10.76
สินค้าอุตสาหกรรม	68	17.85
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	85	22.31
ทรัพยากร	24	6.30
บริการ	83	21.78
เทคโนโลยี	37	9.71
<b>รวม</b>	<b>381</b>	<b>100.00</b>

### 3.4 การรวบรวมข้อมูล

ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ศึกษาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ลักษณะของข้อมูลที่ต้องการ คือ ข้อมูลเชิงปริมาณซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัด (Proxy) ของตัวแปรต่างๆ ที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลต่างๆ และใช้วิธีการในการรวบรวมข้อมูล ดังนี้

#### 3.4.1 แหล่งข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่ใช้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อการศึกษา มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

- (1) ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- (2) ข้อมูลในแบบ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้แบบ 56-1 สามารถสืบค้นได้จากฐานข้อมูล SETSMART
- (3) ฐานข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นในกิจการต่างๆ
- (4) หนังสือ Thai Business Groups จัดทำโดย Thai Brooker Group Public Company Limited (2003) และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ In-Law Families และ Family Trees จากการอ้างอิงแหล่งข้อมูลโดย Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003)
- (5) ฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
- (6) รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- (7) เว็บไซต์ที่เกี่ยวข้องเพื่อสืบค้นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรต่างๆ ที่ศึกษา

#### 3.4.2 วิธีการในการรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรและผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนี้

3.4.2.1 วิธีการในการรวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร ได้แก่ ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดยใช้วิธีการในการรวบรวมข้อมูล ตามรายละเอียดต่อไปนี้

- (1) วิธีการในการรวบรวมข้อมูลตัวแปรตาม

ผู้วิจัยใช้ตัวแปรตามในงานวิจัยนี้ คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งเป็นรายการที่เกิดจากการคำนวณโดยใช้ข้อมูลตามที่ปรากฏในรายงานทางการเงินของกิจการ

ต่างๆ ผู้วิจัยใช้วิธีการรวบรวมข้อมูลที่ต้องการจากรายงานทางการเงินของกิจการต่างๆ ซึ่งข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลที่เผยแพร่อยู่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และรายงานประจำปีของกิจการต่างๆ

## (2) วิธีการในการรวบรวมข้อมูลตัวแปรอิสระ

ผู้วิจัยศึกษาตัวแปรอิสระโดยจำแนกประเภทของตัวแปรอิสระเป็นสองประเภท ได้แก่ ตัวแปรอิสระทางด้านผู้ถือหุ้นและตัวแปรอิสระทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ตัวแปรอิสระทางด้านผู้ถือหุ้นประกอบด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ส่วนตัวแปรอิสระทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบประกอบด้วย สัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ การควมค้ำแห่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ

ผู้วิจัยใช้วิธีการรวบรวมข้อมูล ดังนี้

### (ก) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการของแต่ละกิจการโดยการสืบค้นข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ในฐานข้อมูลนี้แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น แยกเป็นรายบุคคลและรายนิติบุคคล ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นทางตรงในกิจการนั้นๆ ทั้งนี้ ฐานข้อมูล SETSMART แสดงข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 0.5 ขึ้นไป

ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการถือครองหุ้นทางอ้อมผ่านกิจการอื่นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นการถือหุ้นโดยใช้โครงสร้างพีระมิดและ/หรือการถือหุ้นแบบไขว้ การถือครองหุ้นในลักษณะเช่นนี้จะกระทำโดยกลุ่มครอบครัวหรือตระกูล ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลการถือหุ้นในกิจการเหล่านั้นโดยสืบค้นข้อมูลจากกระทรวงพาณิชย์ โดยผู้วิจัยติดต่อขอข้อมูลรายชื่อผู้ถือหุ้นและจำนวนหุ้นที่ถือของกิจการที่ต้องการศึกษาโดยตรงจากกระทรวงพาณิชย์



ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลการถือครองหุ้นของกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลจากหนังสือ Thai Business Groups โดย Thai Brooker Group Public Company Limited (2003) และข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ In-Law Families และ Family Trees จากการอ้างอิงแหล่งข้อมูลโดย Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003) หลังจากนั้นผู้วิจัยได้ปรับปรุงข้อมูลที่ศึกษาให้มีความเป็นปัจจุบันโดยสืบค้นข้อมูลจากแหล่งอื่นประกอบ เช่น ข้อมูลในแบบ 56-1 ฐานข้อมูล SETSMART รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียน รวมทั้งเว็บไซต์ของกิจการที่ศึกษาและเว็บไซต์อื่นที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลจากแหล่งดังกล่าวให้รายละเอียดเกี่ยวกับประวัติกิจการรวมทั้งการเปลี่ยนแปลงสำคัญที่เกิดขึ้นและสถานะปัจจุบันของกิจการ

(ข) ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

ผู้วิจัยสามารถจำแนกประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการโดยการใช้ข้อมูลที่สืบค้นในขั้นตอนการรวบรวมข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการดังแสดงไว้ตาม (ก)

(ค) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน โดยการสืบค้นข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ทั้งนี้ นักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน ได้แก่ นักลงทุนจากประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และประเทศนิวซีแลนด์ ผู้วิจัยกำหนดให้ที่ตั้งสำนักงานใหญ่ของสถาบันนั้นๆ เป็นหลักในการจำแนกว่า นักลงทุนสถาบันรายนั้นๆ เป็นนักลงทุนสถาบันที่อยู่ในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน

ผู้วิจัยตรวจสอบข้อมูลที่สืบค้นว่า รายชื่อของนักลงทุนสถาบันที่สืบค้นเป็นนักลงทุนจากกลุ่มประเทศแองโกล-อเมริกันหรือไม่ โดยใช้วิธีการตรวจสอบกับเว็บไซต์ของผู้ถือหุ้นรายนั้นๆ และเว็บไซต์อื่นที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบทุกรายการ

(ง) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือและการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25

นักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ ได้แก่ นักลงทุนจากประเทศแคนาดาและประเทศสหรัฐอเมริกา ผู้วิจัยใช้วิธีรวบรวมการข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือเช่นเดียวกับวิธีรวบรวมการข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน

(จ) ตัวแปรอิสระที่เป็นตัวแปรทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลตัวแปรอิสระที่เป็นตัวแปรทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ โดยใช้วิธีการสืบค้นข้อมูลทุกรายการจากแบบ 56-1 ซึ่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องจัดเก็บอยู่ในฐานข้อมูล SETSMART รวมทั้งสืบค้นจากรายงานประจำปีของกิจการ

(3) วิธีการในการรวบรวมข้อมูลตัวแปรควบคุม

ผู้วิจัยควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นนอกเหนือจากตัวแปรที่ต้องการศึกษา ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ทั้งนี้ ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยการสืบค้นข้อมูลจากรายงานทางการเงินของกิจการ ข้อมูลดังกล่าวจัดเก็บอยู่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และรายงานประจำปีของกิจการ ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นคือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ผู้วิจัยใช้รายชื่อสำนักงานสอบบัญชีเป็นตัวแทนของขนาดสำนักงานสอบบัญชี โดยผู้วิจัยสืบค้นข้อมูลจากแบบ 56-1

3.4.2.2 วิธีการในการรวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ได้แก่ ตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ โดยใช้วิธีการในการรวบรวมข้อมูล ตามรายละเอียดต่อไปนี้

(1) วิธีการในการรวบรวมข้อมูลตัวแปรตาม

ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรตามในงานวิจัยนี้ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นซึ่งเป็นรายการที่เกิดจากการคำนวณโดยใช้ข้อมูลราคาของหลักทรัพย์หุ้นและเงินปันผลจ่ายของหลักทรัพย์หุ้น โดยใช้วิธีสืบค้นข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART

(2) วิธีการในการรวบรวมข้อมูลตัวแปรอิสระ

ผู้วิจัยศึกษาตัวแปรอิสระโดยจำแนกตัวแปรอิสระเป็นสององค์ประกอบ คือ (1) ตัวแปรกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และ (2) ตัวแปรรายการคงค้าง ได้แก่ รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ผู้วิจัยใช้วิธีการรวบรวมข้อมูล ดังนี้

(ก) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน โดยใช้ข้อมูลตามที่ปรากฏในรายงานทางการเงินของกิจการต่างๆ ซึ่งเผยแพร่อยู่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และรายงานประจำปีของกิจการต่างๆ

(ข) รายการคงค้าง

รายการคงค้าง ได้แก่ รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร รายการดังกล่าวได้จากการคำนวณโดยใช้ข้อมูลตามที่ปรากฏในรายงานทางการเงินของกิจการต่างๆ ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลที่ต้องการจากรายงานทางการเงินของกิจการต่างๆ ซึ่งเผยแพร่อยู่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และรายงานประจำปีของกิจการต่างๆ

### 3.5 มาตรการตัวแปร

ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยใช้มาตรวัดตัวแปรต่างๆ (Variable Measurement) เพื่อประโยชน์ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรและผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนี้

3.5.1 มาตรวัดตัวแปรเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ผู้วิจัยกำหนดมาตรวัดตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม ตามรายละเอียดต่อไปนี้

#### 3.5.1.1 มาตรวัดตัวแปรตาม

ผู้วิจัยใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) เป็นตัวแทน (Proxy) ของการบริหารกำไรซึ่งเป็นตัวชี้วัดถึงพฤติกรรมในการหาโอกาสตัดวงผลประโยชน์ของผู้บริหาร ผู้วิจัยใช้วิธีการคำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals : *DAC*) จากผลต่างระหว่างรายการคงค้างรวม (Total Accrued: *TAC*) กับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Nondiscretionary Accruals : *NDAC*) ของแต่ละกิจการโดยพิจารณาเฉพาะค่าสัมบูรณ์ ดังนี้

$$DAC_t = TAC/A_{t-1} - NDAC_t \quad (12)$$

โดย

$DAC_t$	=	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$NDAC_t$	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$A_{t-1}$	=	สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1

วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างรวมและรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เป็นดังนี้

(1) วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างรวม

ผู้วิจัยใช้วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างรวมของแต่ละกิจการตามแนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow Approach) Hribar and Collins (2002) สนับสนุนว่า การวัดค่ารายการคงค้างรวมด้วยแนวคิดกระแสเงินสดสามารถประมาณรายการคงค้างรวมได้ดีกว่าแนวคิดงบดุล งานวิจัยที่ใช้วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างรวมตามแนวคิดกระแสเงินสด เช่น Davidson, Goodwin-Stewart, and Kent (2005), Butler, Leone, and Willenborg (2004), Hribar and Collins (2002), Subramanyam (1996) และ DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (1994) เป็นต้น

วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างรวมตามแนวคิดกระแสเงินสด เป็นดังนี้

$$TAC_t = NIBE_t - CFO_t \quad (13)$$

โดย

$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$NIBE_t$	=	กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ ณ ปีที่ t
$CFO_t$	=	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีที่ t

(2) วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ผู้วิจัยใช้วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model แล้วนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับตัวแบบตาม Jones Model เนื่องจาก Guay, Kothari, and Watts (1996) แสดงให้เห็นว่า Jones Model และ Modified Jones Model เป็นตัวแบบที่สามารถประมาณรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้

น่าเชื่อถือ นอกจากนั้น Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) ศึกษาเปรียบเทียบความสามารถในการวัดรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบต่างๆ ผลการศึกษาพบว่า Modified Jones Model สามารถตรวจพบการบริหารกำไรได้มากที่สุด งานวิจัยที่ใช้วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม The Jones Model เช่น Bartov, Gul, and Tsui (2001), Jones (1991), และ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) เป็นต้น ส่วนงานวิจัยที่ตัวแบบตาม Modified Jones Model เช่น Bartov, Gul, and Tsui (2001), Dechow, Sloan, and Sweeney (1995), และ Guay, Kothari, and Watts (1996) เป็นต้น

(ก) วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยใช้ตัวแบบตาม The Jones Model เป็นดังนี้

$$NDAC_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV/A_{t-1}] + \alpha_3(PPE/A_{t-1}) \quad (14)$$

โดย

$NDAC_t$	=	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t
$\Delta REV_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ (รายได้ปีที่ t หักรายได้ปีที่ t-1)
$PPE_t$	=	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคา ณ ปีที่ t
$A_{t-1}$	=	สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1
$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$	=	ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ซึ่งได้จากสมการถดถอยดังนี้

$$TAC_t/A_{t-1} = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV/A_{t-1}] + \alpha_3(PPE/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (15)$$

โดย

$TAC_t$	=	รายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t
$\varepsilon_t$	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรอื่นมีความหมายเช่นเดียวกับสมการที่ 14

(ข) วิธีการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model เป็นดังนี้

$$NDAC_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV_t - \Delta REC_t]/A_{t-1} + \alpha_3(PPE/A_{t-1}) \quad (16)$$

โดย  $\Delta REC_t$  = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าในปีที่ t และ t-1  
ตัวแปรอื่นมีความหมายเช่นเดียวกับสมการที่ 14

### 3.5.1.2 มาตรการวัดตัวแปรอิสระ

ผู้วิจัยใช้มาตรการวัดตัวแปรอิสระ ดังนี้

(1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการในงานวิจัยนี้ คือ ผู้ถือหุ้นที่ถือครองหุ้นของกิจการในสัดส่วนการถือหุ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด การถือหุ้นทางตรง คือ การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการถือภายใต้ชื่อของตนเองหรือโดยบริษัทส่วนตัวของผู้ถือหุ้นนั้น การถือหุ้นทางอ้อม คือ การถือหุ้นโดยผ่านบริษัทมหาชนหรือบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเดียวกันกับบริษัทมหาชนนั้นด้วยวิธีการถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิดและ/หรือการถือหุ้นแบบไขว้ (Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang, 2003) ผู้วิจัยวัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดของกิจการโดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ ผู้วิจัยใช้เกณฑ์การถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 เช่นเดียวกับ Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003) เนื่องจาก ในการตัดสินใจที่สำคัญของกิจการต้องมีสัดส่วนของหุ้นอย่างน้อยร้อยละ 75 ดังนั้น การถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 จึงทำให้ผู้ถือหุ้นมีอำนาจควบคุมกิจการ

(2) ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

ผู้วิจัยจำแนกผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการออกเป็น 5 ประเภท ตามลักษณะของผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับ Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang (2003) ดังต่อไปนี้

ก. กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว (A Group of Related Families or a Single Family) หมายถึง บุคคล ครอบครัว หรือสมาชิกในกลุ่มของครอบครัวที่มีความเกี่ยวข้องกัน

ข. รัฐ (State) หมายถึง รัฐบาลรวมถึงกระทรวงต่างๆ

ก. นักลงทุนต่างชาติ (A Foreign Investor) หมายถึง บุคคล ครอบครัว หรือนิติบุคคลที่เป็นผู้ถือหุ้นต่างประเทศ

ง. กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน (A Group of Unrelated Families) หมายถึง สมาชิกในกลุ่มของครอบครัวที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกันแต่ประกอบธุรกิจร่วมกัน

จ. ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม (Multiple Controlling Shareholder) หมายถึง กิจการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมากกว่าหนึ่งคนหรือหนึ่งกลุ่ม

ผู้วิจัยต้องการศึกษาว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการแต่ละประเภทข้างต้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ ผู้วิจัยวัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น กำหนดให้

ค่าเป็น D1 ถ้าเป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดียว

ค่าเป็น D2 ถ้าเป็นรัฐ

ค่าเป็น D3 ถ้าเป็นนักลงทุนต่างชาติ

ค่าเป็น D4 ถ้าเป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน

ค่าเป็น D5 ถ้าเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม

ค่าเป็น D6 ถ้าไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

(3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันวัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันจากประเทศอังกฤษ ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา ประเทศออสเตรเลีย และประเทศนิวซีแลนด์ โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ ทั้งนี้ ประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันใช้รายชื่อประเทศเช่นเดียวกับ Alexander and Archer (2000) และ Street and Shaughnessy (1998)

(4) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือวัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันจากประเทศแคนาดา และประเทศสหรัฐอเมริกา โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ ทั้งนี้ ประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือใช้รายชื่อประเทศเช่นเดียวกับ d'Arcy (2001)

(5) การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น กำหนดให้ค่าเป็น “1” ถ้ากิจการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และค่าเป็น “0” ถ้าไม่มีนักลงทุนประเภทนี้ถือหุ้นในกิจการหรือถือหุ้นในกิจการไม่เกินร้อยละ 25 ทั้งนี้ ประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันใช้รายชื่อประเทศเช่นเดียวกับ Alexander and Archer (2000) และ Street and Shaughnessy (1998)

(6) การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น กำหนดให้ค่าเป็น “1” ถ้ากิจการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และค่าเป็น “0” ถ้าไม่มีนักลงทุนประเภทนี้ถือหุ้นในกิจการหรือถือหุ้นในกิจการไม่เกินร้อยละ 25 ทั้งนี้ ประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือใช้รายชื่อประเทศเช่นเดียวกับ d’Arcy (2001)

(7) สัดส่วนของกรรมการอิสระวัดค่าจากจำนวนกรรมการอิสระ (Independent Director) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร (Non-Executive Director) และกรรมการที่ไม่เป็นกรรมการภายใน (Non-Inside Director) ต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ เช่นเดียวกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003), Klein (2002) และ Chtourou, Bédard, and Courteau (2001) เป็นต้น

(8) จำนวนกรรมการวัดค่าจากจำนวนของกรรมการในคณะกรรมการ โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นจำนวนคน เช่นเดียวกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003), Bradbury, Mak, and Tan (2006) และ Rahman and Ali (2006) เป็นต้น

(9) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการวัดค่าจากจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการในหนึ่งปี โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นจำนวนครั้งของการประชุม เช่นเดียวกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) เป็นต้น

(10) การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กร วัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น กำหนดให้ค่าเป็น “1” ถ้าประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นบุคคลเดียวกัน และค่าเป็น “0” ถ้าไม่เป็นบุคคลเดียวกัน เช่นเดียวกับ Klein (2002), Bradbury, Mak, and Tan (2006) และ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) เป็นต้น

(11) สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน วัดค่าจากจำนวนกรรมการที่เป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (Certified Public Accountant: CPA) หรือนักวิเคราะห์ทางการเงิน (Chartered Financial Analyst : CFA) หรือสำเร็จการศึกษาด้านบัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ งานวิจัยนี้ได้ปรับมาตรวัดตัวแปรของ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) ซึ่งใช้วัดความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินของกรรมการตรวจสอบ คือ การมีกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินอย่างน้อยหนึ่งคนมาใช้เป็นมาตรวัดตัวแปรของกรรมการ คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน

(12) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินวัดค่าจากจำนวนกรรมการที่เป็นผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (Certified Public Accountant: CPA) หรือ



นักวิเคราะห์ทางการเงิน (Chartered Financial Analyst: CFA) หรือสำเร็จการศึกษาด้านบัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ งานวิจัยนี้ได้ปรับมาตรวัดตัวแปรของ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) ซึ่งใช้ตัวแปรหุ่น คือ การมีกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินอย่างน้อยหนึ่งคนให้เป็นสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน

(13) จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบวัดค่าจากจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบในหนึ่งปี โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นจำนวนครั้งของการประชุม เช่นเดียวกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Rahman and Ali (2006) เป็นต้น

(14) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบวัดค่าจากจำนวนกรรมการตรวจสอบต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ งานวิจัยนี้ได้ปรับมาตรวัดตัวแปรของ Peasnell, Pope, and Young (2005) ซึ่งใช้ตัวแปรหุ่น คือ การมีกรรมการตรวจสอบในกิจการให้เป็นสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ

### 3.5.1.3 มาตรวัดตัวแปรควบคุม

ผู้วิจัยใช้มาตรวัดตัวแปรควบคุม ดังนี้

(1) ขนาดของกิจการวัดจากค่า Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม เช่นเดียวกับ Bradbury, Mark, and Tan (2006) และ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) เป็นต้น

(2) ความเสี่ยงทางการเงินวัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ เช่นเดียวกับ Bradbury, Mark, and Tan (2006) และ Peasnell, Pope, and Young (2005) เป็นต้น

(3) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีวัดค่าโดยตัวแปรหุ่นกำหนดให้ค่าเป็น “1” ถ้าเป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่และค่าเป็น “0” ถ้าเป็นสำนักงานสอบบัญชีอื่น โดยสำนักงานสอบบัญชีที่จัดเป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ คือ สำนักงานสอบบัญชี BIG4 ได้แก่ (1) บริษัท ไพรซ์วอเตอร์เฮาส์ เอบีเอเอส จำกัด (2) บริษัท สำนักงาน เอ็นส์ท แอน ยัง จำกัด (3) บริษัท เคพีเอ็มจี ออคิท (ประเทศไทย) จำกัด และ (4) บริษัท คีลอยท์ ทัช โธมัทสு ไชยศ สอบบัญชี จำกัด เช่นเดียวกับ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) และ Piot and Janin (2007) เป็นต้น

(4) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานวัดค่าจากอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวมปีก่อน โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ เช่นเดียวกับ Klein (2002) และ Peasnell, Pope, and Young (2005) เป็นต้น

(5) กลุ่มอุตสาหกรรม ผู้วิจัยจำแนกกิจการต่างๆ ออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด ได้แก่ (ก) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (ข) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (ค) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (ง) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (จ) กลุ่มทรัพยากร (ฉ) กลุ่มเทคโนโลยี และ (ช) กลุ่มบริการ โดยผู้วิจัยวัดค่าโดยใช้ตัวแปรหุ่น กำหนดให้

ค่าเป็น DD1 ถ้าเป็นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ค่าเป็น DD2 ถ้าเป็นกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

ค่าเป็น DD3 ถ้าเป็นกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม

ค่าเป็น DD4 ถ้าเป็นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ค่าเป็น DD5 ถ้าเป็นกลุ่มทรัพยากร

ค่าเป็น DD6 ถ้าเป็นกลุ่มเทคโนโลยี

ค่าเป็น DD7 ถ้าเป็นกลุ่มบริการ

3.5.2 มาตรการวัดตัวแปรเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ผู้วิจัยใช้มาตรการวัดตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ตามรายละเอียดต่อไปนี้

3.5.2.1 มาตรการวัดตัวแปรตาม

ผู้วิจัยใช้วิธีการวัดค่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน ดังนี้

$$RET_{it} = [(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}] / P_{it-1} \quad (17)$$

โดย

$RET_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุน  $i$  ในปี  $t$

$P_{it}$  = ราคาของหลักทรัพย์หุ้นทุน  $i$  ในปี  $t$

$P_{it-1}$  = ราคาของหลักทรัพย์หุ้นทุน  $i$  ในปี  $t-1$

$D_{it}$  = เงินปันผลจ่ายของหลักทรัพย์หุ้นทุน  $i$  ในปี  $t$

อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุนเป็นอัตราผลตอบแทนต่อปี โดยเริ่มนับ ณ วันที่ครบ 3 เดือนหลังจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Subramanyam (1996)

### 3.5.2.2 มาตรการวัดตัวแปรอิสระ

ผู้วิจัยใช้มาตรการวัดตัวแปรอิสระ ดังนี้

(1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานวัดค่าจากอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวมปีก่อน โดยกำหนดหน่วยวัดเป็นร้อยละ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Subramanyam (1996)

(2) รายการคงค้าง

รายการคงค้าง ได้แก่ รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผู้วิจัยใช้มาตรการวัดตัวแปรอิสระ ดังนี้

ก. รายการคงค้างรวมวัดค่าโดยใช้แนวคิดกระแสเงินสด เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Subramanyam (1996)

ข. รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารวัดค่าโดยใช้ตัวแบบตาม Jones Model เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Subramanyam (1996) และเปรียบเทียบกับการวัดค่าโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Chung, Ho, and Kim (2004)

ค. รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารวัดค่าโดยใช้ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Subramanyam (1996)

ผู้วิจัยสรุปรายละเอียดเกี่ยวกับตัวแปรที่ใช้ศึกษาตามที่กำหนดไว้ในแบบจำลอง มาตรการวัดตัวแปร และผลที่คาดหมาย ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 3.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ตัวแปร (Variables)	ตัวชี้วัด (Proxied By)	สัญลักษณ์ (Symbol)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)
<b>ตัวแปรตาม</b>			
รายการคงค้างที่ขึ้นกับ ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับ ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	<i>DAC</i>	
<b>ตัวแปรอิสระ (ตัวแปรด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น)</b>			
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม กิจการ	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจ ควบคุมกิจการ	<i>CONOWN</i>	+/-
ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มี อำนาจควบคุมกิจการ	ตัวแปรหุ่น D1 กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็น ตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว D2 รัฐ D3 นักลงทุนต่างชาติ D4 กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่ เกี่ยวข้องกัน D5 ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ หลายกลุ่ม D6 ไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม กิจการ	<i>CONTYPE</i>	
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุน สถาบันต่างประเทศใน กลุ่มเอง โกล-อเมริกัน	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนัก ลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน ได้แก่ อังกฤษ อเมริกา แคนาดา ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์	<i>ANGOWN</i>	-

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ตัวชี้วัด (Proxied By)	สัญลักษณ์ (Symbol)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุน สถาบันต่างประเทศใน กลุ่มอเมริกาเหนือ	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนัก ลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกา เหนือ ได้แก่ แคนาดา และอเมริกา	<i>NORTHOWN</i>	-
การมีนักลงทุนสถาบัน ต่างประเทศในกลุ่มแอ่ง โกล-อเมริกันถือหุ้นใน กิจการเกินกว่าร้อยละ 25	ตัวแปรหุ่น “1” ถ้ามีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศใน กลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการ เกินกว่าร้อยละ 25 และ “0” ถ้าไม่มีหรือ มีไม่เกินกว่าร้อยละ 25	<i>ANGSHARE</i>	-
การมีนักลงทุนสถาบัน ต่างประเทศในกลุ่ม อเมริกาเหนือถือหุ้นใน กิจการเกินกว่าร้อยละ 25	ตัวแปรหุ่น “1” ถ้ามีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศใน กลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกิน กว่าร้อยละ 25 และ “0” ถ้าไม่มีหรือมี ไม่เกินกว่าร้อยละ 25	<i>NORTSHARE</i>	-
<b>ตัวแปรอิสระ (ตัวแปรด้านคณะกรรมการ)</b>			
สัดส่วนของกรรมการ อิสระ	จำนวนกรรมการอิสระ กรรมการที่ไม่ เป็นผู้บริหาร และกรรมการที่ไม่เป็น กรรมการภายในต่อจำนวน คณะกรรมการทั้งหมด	<i>BDIND</i>	-
ขนาดของคณะกรรมการ	จำนวนของกรรมการในคณะกรรมการ	<i>BDSIZE</i>	+/-
ความถี่ในการประชุม คณะกรรมการ	จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการใน 1 ปี	<i>BDMEET</i>	-

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ตัวชี้วัด (Proxied By)	สัญลักษณ์ (Symbol)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)
การควมตำแหน่งระหว่าง ประธานกรรมการและ ผู้บริหารสูงสุด	ตัวแปรหุ่น “1” ถ้าประธานกรรมการและผู้บริหาร สูงสุดเป็นคนเดียวกัน และ “0” ถ้า ไม่ได้เป็นคนเดียวกัน	<i>DUAL</i>	+
สัดส่วนของกรรมการที่มี ความรู้ความเชี่ยวชาญ ทางการเงิน	จำนวนของกรรมการที่เป็นผู้สอบบัญชี รับอนุญาต (CPA) หรือนักวิเคราะห์ทาง การเงิน (CFA) หรือสำเร็จการศึกษาด้าน บัญชีหรือการเงินต่อจำนวนกรรมการ ทั้งหมด	<i>BDEXPT</i>	-
สัดส่วนของกรรมการ ตรวจสอบที่มีความรู้ ความเชี่ยวชาญทางด้าน การเงิน	จำนวนของกรรมการตรวจสอบที่เป็น ผู้สอบบัญชีรับอนุญาต (CPA) หรือ นักวิเคราะห์ทางการเงิน (CFA) หรือ สำเร็จการศึกษาด้านบัญชีหรือการเงินต่อ จำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งหมด	<i>ACEXPT</i>	-
ความถี่ในการประชุม คณะกรรมการตรวจสอบ	จำนวนครั้งของการประชุม คณะกรรมการตรวจสอบใน 1 ปี	<i>ACMEET</i>	-
สัดส่วนของ คณะกรรมการตรวจสอบ	จำนวนของกรรมการตรวจสอบต่อ จำนวนกรรมการทั้งหมด	<i>ACPROP</i>	-
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
ขนาดของกิจการ	ค่า Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม	<i>SIZE</i>	
ความเสี่ยงทางการเงิน	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	<i>LEV</i>	
ขนาดของสำนักงานสอบ บัญชี	ตัวแปรหุ่น “1” ถ้าเป็นสำนักงานสอบ บัญชีขนาดใหญ่ และ “0” ถ้าเป็นสำนัก งานสอบบัญชีอื่น	<i>AUDIT</i>	

ตารางที่ 3.3 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ตัวชี้วัด (Proxied By)	สัญลักษณ์ (Symbol)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวมปีก่อน	<i>CASH</i>	
กลุ่มอุตสาหกรรม	ตัวแปรหุ่น DD1 เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร DD2 สินค้าอุปโภคบริโภค DD3 สินค้าอุตสาหกรรม DD4 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง DD5 ทรัพยากร DD6 เทคโนโลยี DD7 บริการ	<i>INDUS</i>	

ตารางที่ 3.4 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีผลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ตัวแปร (Variables)	ตัวชี้วัด (Proxied By)	สัญลักษณ์ (Symbol)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)
<b>ตัวแปรตาม</b>			
ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ หุ้นทุน	อัตราผลตอบแทนต่อปี เริ่มนับ ณ วันที่ครบ 3 เดือนหลังจากวันสิ้น รอบระยะเวลาบัญชี	<i>RET</i>	
<b>ตัวแปรอิสระ</b>			
กระแสเงินสดจากการ ดำเนินงาน	อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการ ดำเนินงาน ณ ปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์ รวมปีก่อน	<i>CASH</i>	+
รายการคงค้างรวม	ใช้แนวคิดกระแสเงินสด	<i>TAC</i>	+
รายการคงค้างที่ไม่ได้ ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่าย บริหาร	ใช้ Jones Model และ Modified Jones Model	<i>NDAC</i>	+
รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลย พินิจของฝ่ายบริหาร	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของ ฝ่ายบริหาร	<i>DAC</i>	+

### 3.6 การวิเคราะห์ข้อมูล

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลที่มีคุณสมบัติเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Data) เพื่อทดสอบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารและผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงใช้วิธีการทางสถิติที่สอดคล้องกับการศึกษาดังกล่าว ได้แก่ วิธีวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ในการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติในสองลักษณะคือ (1) การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และ (2) การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิง



อนุมาน (Inferential Statistics) ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาเพื่อสรุปลักษณะของตัวแปรต่างๆ ที่ศึกษา ได้แก่ การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง (Central Tendency Analysis) การวัดการกระจายของข้อมูล (Variation Analysis) และใช้การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอยโดยการตรวจสอบข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อนและการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

### 3.7 สรุป

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษา ได้แก่ (1) กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และ (2) กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ กรอบแนวคิดแรกเป็นการศึกษาการใช้ประโยชน์จากกลไกการสอดส่องดูแลที่สำคัญ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร กรอบแนวคิดที่สองเป็นการศึกษาการใช้ประโยชน์จากรายการคงค้างเพื่อกำหนดผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ผู้วิจัยพัฒนาตัวแบบเพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ตัวแปรตาม คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตัวแปรอิสระทางด้านผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอเชีย-อเมริกา สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอเชีย-อเมริกาเหนือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ตัวแปรอิสระทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ การคว่ำตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ และสัดส่วนของ

คณะกรรมการตรวจสอบ และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกลุ่มอุตสาหกรรม

ตัวแบบเพื่อศึกษารายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์หุ้นทุน ตัวแปรอิสระ ได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ผู้วิจัยกำหนดประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง ดังนี้ กิจการที่ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและศึกษาเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป โดยไม่ศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากแนวปฏิบัติทางบัญชีของกิจการในกลุ่มดังกล่าวแตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป ระยะเวลาที่ศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2551

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ ได้แก่ ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูลของกระทรวงพาณิชย์ ฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เว็บไซต์และเอกสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หนังสือแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจของตระกูลต่างๆ ในประเทศไทย สมาชิกของตระกูลและกิจการที่อยู่ภายใต้การควบคุมของตระกูลนั้นๆ เป็นต้น

ในการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยใช้วิธีการทางสถิติ คือ วิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรและผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลในสองลักษณะคือ (1) การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลางและการวัดการกระจายของข้อมูลเพื่อสรุปลักษณะของตัวแปรต่างๆ ที่ศึกษา และ (2) การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอย นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอยโดยการตรวจสอบข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อนและการวิเคราะห์สหสัมพันธ์

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 4.1 บทนำ

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร และผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลในสองลักษณะ คือ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลางและการวัดการกระจายของข้อมูล และ (2) การวิเคราะห์สถิติข้อมูลเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอย

ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร ผู้วิจัยกำหนดมาตรวัดตัวแปรตาม คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจากผลต่างระหว่างรายการคงค้างรวมกับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของแต่ละกิจการและพิจารณาเฉพาะค่าสัมบูรณ์ การคำนวณรายการคงค้างรวมใช้วิธีการตามแนวคิดกระแสเงินสด และการคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model และทดสอบยืนยันโดยใช้ตัวแบบตาม Jones Model ส่วนการศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ การคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารใช้ตัวแบบตาม Jones Model และทดสอบยืนยันโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

ในบทนี้ ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษา ดังนี้ (1) ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง (2) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (3) ผลการวิเคราะห์ถดถอย (4) ผลการตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอย (5) ผลการทดสอบยืนยัน และ (6) สรุปผลการศึกษา

#### 4.2 ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ผู้วิจัยกำหนดตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปโดยงานวิจัยนี้ไม่ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ระยะเวลาที่ใช้ศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2551 ทั้งนี้ ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลซึ่งเป็นตัวแปรอิสระโดยใช้ข้อมูลของปี 2551 ส่วนข้อมูลซึ่งเป็นตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมนั้น ผู้วิจัยใช้ข้อมูลของปี 2550 และ 2551

ผู้วิจัยคัดเลือกตัวอย่างที่ใช้ศึกษาตามเกณฑ์การคัดเลือกข้างต้น โดยแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.1 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา

การคัดเลือกตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	476
หัก กลุ่มสถาบันการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	87
หัก บริษัทที่มีงวดบัญชีเปรียบเทียบไม่เต็มปี	3
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	5
<b>รวม</b>	<b>381</b>

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ศึกษาตามตารางข้างต้นสามารถจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมโดยแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.2 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	43	11.29
สินค้าอุปโภคบริโภค	41	10.76
สินค้าอุตสาหกรรม	68	17.85
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	85	22.31
ทรัพยากร	24	6.30
บริการ	83	21.78
เทคโนโลยี	37	9.71
<b>รวม</b>	<b>381</b>	<b>100.00</b>

โดยสรุป จากการคัดเลือกตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามเกณฑ์การคัดเลือกที่กำหนดไว้ข้างต้น สามารถสรุปเป็นข้อสังเกตได้ว่า จำนวนกิจการที่เลือกเป็นตัวอย่างอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตรวมทั้งกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

ในหัวข้อต่อไป ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยจำแนกเป็น (1) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา และ (2) ผลการวิเคราะห์ถดถอย ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเพื่อต้องการทราบคุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา ผู้วิจัยใช้สถิติต่างๆ ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) สถิติสำหรับการวัดค่ากลางของข้อมูล คือ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) สถิติสำหรับการวัดการกระจายของข้อมูล คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.3 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev	Skewness	Kurtosis
DAC*	0.566	0.539	0.000	3.585	0.389	2.049	11.067
DAC**	0.564	0.546	0.001	3.589	0.398	2.249	12.072
TAC	-0.026	-0.039	-1.935	3.883	0.260	7.893	141.233
NDAC*	0.506	0.494	-0.292	2.586	0.331	0.881	3.585
NDAC**	0.505	0.494	-0.278	2.610	0.334	0.910	3.663
CONOWN	47.985	48.600	3.610	96.580	20.678	-0.143	-0.754
ANGOWN	4.504	1.000	0.000	73.670	7.652	3.308	19.001
NORTHOWN	3.057	0.000	0.000	69.900	6.012	4.799	41.260
ANGSHARE	0.030	0	0	1	0.175	5.386	27.153
NORTHSHARE	0.016	0	0	1	0.125	7.810	59.307
BDIND	0.373	0.364	.0177	0.800	0.18	0.866	0.789
BDSIZE	10.650	10.000	5.000	22.000	2.712	0.618	0.440
BDMEET	7.770	7.000	4.000	24.000	3.681	1.287	1.980
DUAL	0.140	0	0	1	0.344	2.126	2.534
BDEXPT	0.199	0.167	0.000	0.625	0.133	0.692	0.096
ACEXPT	0.325	0.313	0.000	1.000	0.236	0.467	0.193
ACMEET	5.83	5.000	0	16	2.732	1.443	1.509
ACPROP	0.307	0.300	0.136	0.600	0.079	0.774	0.902
D1	0.550	1	0	1	0.049	-0.185	-1.976
D2	0.030	0	0	1	0.175	5.386	27.153
D3	0.140	0	0	1	0.366	2.924	11.070
D4	0.100	0	0	1	0.297	2.732	5.492
D5	0.050	0	0	1	0.212	4.285	4.285
SIZE	22.014	21.779	19.314	27.509	1.427	0.796	0.522
LEV	0.443	0.444	0.005	2.348	0.248	1.299	8.085
AUDIT	0.540	1	0	1	0.499	-0.164	-1.984
CASH	0.070	0.071	-0.628	1.142	0.155	1.264	13.542
RET	-0.331	-0.363	-0.971	0.562	0.304	0.282	-0.485

ตารางนี้แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 *DAC\** คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Modified Jones Model *DAC\*\** คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model *TAC* คือ รายการคงค้างรวมโดยใช้แนวคิดกระแสเงินสด *NDAC\** คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Modified Jones Model *NDAC\*\** คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกัน *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *DI* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และ *RET* คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 4.3 พบว่า

(1) ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Modified Jones Model (*DAC\**) และ Jones Model (*DAC\*\**) พบว่า ค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกัน คือ 0.57 และ 0.56 ตามลำดับ และค่าเฉลี่ยเข้าใกล้ค่าต่ำสุด คือ 0.00 จากลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบโค้งเบ้ขวา

เนื่องจาก ค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวก แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรมีค่าส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และข้อมูลมีการกระจายน้อย เนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก

(2) รายการคงค้างรวม (TAC) มีค่าเฉลี่ย -0.03 เนื่องจาก ผลการดำเนินงานของกิจการส่วนใหญ่ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับปีก่อนหน้า รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Modified Jones Model (NDAC\*) และรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model (NDAC\*\*) มีค่าเฉลี่ยเท่ากัน คือ 0.51 จากลักษณะการแจกแจงข้อมูลของทุกตัวแปร พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบโค้งเบ้ขวา เนื่องจาก ค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวก แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรมีค่าส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และข้อมูลมีการกระจายน้อย เนื่องจาก ค่าความโด่งเป็นบวก

(3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (CONOWN) มีค่าเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 47.99 แสดงให้เห็นว่า กิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ดังนั้น กิจการจึงถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ จากลักษณะการแจกแจงข้อมูลของตัวแปร พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบโค้งเบ้ซ้าย เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นลบ แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรมีค่าส่วนใหญ่สูงกว่าค่าเฉลี่ย นอกจากนี้ ผลทางสถิติแสดงว่า ข้อมูลมีการกระจายมากเนื่องจากค่าความโด่งเป็นลบ

(4) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูล ทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว (D1) โดยผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยสูงถึง 0.55 จากลักษณะการแจกแจงข้อมูลของตัวแปร พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบโค้งเบ้ซ้าย เนื่องจาก ค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นลบ แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรมีค่าส่วนใหญ่สูงกว่าค่าเฉลี่ย นอกจากนี้ ผลทางสถิติแสดงว่า ข้อมูลมีการกระจายมากเนื่องจากค่าความโด่งเป็นลบ

(5) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองไกล-อเมริกัน (ANGOWN) และกลุ่มอเมริกาเหนือ (NORTHOWN) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 4.50 และ 3.06 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า กิจการส่วนใหญ่มีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการในอัตราส่วนค่อนข้างต่ำ จากลักษณะการแจกแจงข้อมูลของตัวแปร พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงแบบโค้งเบ้ขวา เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้เป็นบวก แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรมีค่าส่วนใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย นอกจากนี้ จากลักษณะของข้อมูล แสดงว่า ข้อมูลมีการกระจายน้อย เนื่องจากค่าความโด่งเป็นบวก อย่างไรก็ตาม ค่าความเบ้และค่าความโด่งของตัวแปรนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือสูงกว่าในกลุ่มเองไกล-อเมริกัน แสดงว่า ข้อมูลของตัวแปรนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือมีค่าส่วน



ใหญ่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเองโกล-อเมริกัน และข้อมูลของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือมีการกระจายน้อยกว่ากลุ่มเองโกล-อเมริกัน

(6) กิจการส่วนใหญ่มีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 (ANGSHARE และ NORTHSHARE) ก่อนข้างน้อย คือ มีค่าเฉลี่ย 0.03 และ 0.02 ตามลำดับ

(7) กิจการส่วนใหญ่มีคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ (BDSIZE) คือ มีค่าเฉลี่ย 10.65 อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการไม่ได้ควบตำแหน่งโดยบุคคลเดียวกันกับผู้บริหารสูงสุดของกิจการ (DUAL) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.14 กิจการส่วนใหญ่มีจำนวนกรรมการอิสระในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น (BDIND) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.37 คณะกรรมการมีการประชุมก่อนข้างสม่ำเสมอ (BDMEET) คือ มีค่าเฉลี่ย 7.77 ครั้งต่อปี และกิจการส่วนใหญ่มีจำนวนกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น (BDEXPT) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.20

(8) กิจการส่วนใหญ่มีคณะกรรมการตรวจสอบในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น (ACPROP) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.31 คณะกรรมการตรวจสอบมีการประชุมก่อนข้างสม่ำเสมอ (ACMEET) คือ มีค่าเฉลี่ย 5.83 ครั้งต่อปี อย่างไรก็ตาม กิจการส่วนใหญ่มีจำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งสิ้น (ACEXPT) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.33

(9) กิจการส่วนใหญ่มีขนาดของกิจการอยู่ในระดับกลาง (SIZE) คือ มีค่าเฉลี่ย 22.01 จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด คือ 19.31 และ 27.51 ตามลำดับ มีอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมปีก่อนอยู่ในระดับกลาง (CASH) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.07 จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด คือ -0.63 และ 1.14 ตามลำดับ มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับกลาง (LEV) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.44 จากค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด คือ 0.01 และ 2.35 ตามลำดับ และงบการเงินของกิจการจำนวนกึ่งหนึ่งตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (AUDIT) คือ มีค่าเฉลี่ย 0.54

(10) ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน (RET) มีค่าเฉลี่ย -0.33 เนื่องจาก ราคาของหลักทรัพย์หุ้นทุนของกิจการส่วนใหญ่ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับปีก่อนหน้า

#### 4.4 ผลการวิเคราะห์ถดถอย

ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ถดถอย เพื่อต้องการทราบความสัมพันธ์และรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษาโดยเสนอผลการวิเคราะห์ ดังนี้ (1) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร (2) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (3) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (4) ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (5) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (6) ผลการตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอย และ (7) ผลการทดสอบยืนยัน ดังรายละเอียดต่อไปนี้

##### 4.4.1 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร

ผู้วิจัยต้องการตอบคำถามการวิจัยว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อการบริหารกำไร ดังนี้

ตารางที่ 4.4 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
1-1	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
1-2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
3	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
4	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
5	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร คือ ตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 ดังต่อไปนี้

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGOWN + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (1)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHOWN + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (2)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGSHARE + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (3)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHSHARE + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (4)$$

ผลการทดสอบสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 1 (Model 1)	ตัวแบบที่ 2 (Model 2)	ตัวแบบที่ 3 (Model 3)	ตัวแบบที่ 4 (Model 4)
Intercept		1.056 <sup>***</sup> (0.002)	1.185 <sup>***</sup> (0.001)	1.379 <sup>***</sup> (0.000)	1.403 <sup>***</sup> (0.000)
CONOWN	+/-	-0.002 <sup>**</sup> (0.035)	-0.002 <sup>*</sup> (0.054)	-0.002 <sup>*</sup> (0.078)	-0.002 <sup>*</sup> (0.095)
ANGOWN	-	-0.008 <sup>***</sup> (0.004)			
NORTHOWN	-		-0.007 <sup>**</sup> (0.029)		
ANGSHARE	-			-0.217 <sup>**</sup> (0.035)	

ตารางที่ 4.5 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่	ตัวแบบที่	ตัวแบบที่	ตัวแบบที่
		1 (Model 1)	2 (Model 2)	3 (Model 3)	4 (Model 4)
NORTHSHARE	-				-0.285** (0.046)
D1		0.107* (0.087)	0.113* (0.075)	0.110* (0.081)	0.117* (0.065)
D2		0.265** (0.039)	0.273** (0.034)	0.287** (0.026)	0.297** (0.021)
D3		0.114* (0.100)	0.119* (0.088)	0.115* (0.098)	0.121* (0.084)
D4		0.052 (0.511)	0.053 (0.508)	0.052 (0.516)	0.062 (0.443)
D5		0.151 (0.149)	0.150 (0.153)	0.145 (0.168)	0.156 (0.140)
SIZE		-0.027 (0.106)	-0.034** (0.037)	-0.044*** (0.004)	-0.046*** (0.002)
LEV		0.231*** (0.002)	0.233*** (0.002)	0.242*** (0.001)	0.250*** (0.001)
AUDIT		0.103*** (0.009)	0.101** (0.011)	0.099** (0.012)	0.099** (0.012)
CASH		1.055*** (0.000)	1.031*** (0.000)	1.031*** (0.000)	1.014*** (0.000)
Industry Dummies		Yes	Yes	Yes	Yes
F		8.812	8.534	8.507	8.472
Prob. F		0.000	0.000	0.000	0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.259	0.252	0.251	0.251

กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*\*,\*\*,\* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.5 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

(1) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการวิเคราะห์ เป็นดังนี้

จากตัวแบบที่ 1 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และจากตัวแบบที่ 2 ถึงตัวแบบที่ 4 พบว่า มีผลกระทบในทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1-2 และปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 1-1 โดยสรุป ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลง

นอกจากนั้น จากตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 พบว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ และผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติมี

ผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากรณีที่กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

(2) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการวิเคราะห์ เป็นดังนี้

จากตัวแบบที่ 1 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันในสัดส่วนที่สูงส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลง

จากตัวแบบที่ 2 พบว่า สอดคล้องกับผลการวิเคราะห์จากตัวแบบที่ 1 คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 3 โดยสรุป ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจการที่มีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลงเช่นเดียวกันกับกิจการที่มีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง

(3) ในการทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการวิเคราะห์ เป็นดังนี้

จากตัวแบบที่ 3 พบว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 4 ผลการวิเคราะห์แสดงว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ทำให้นักลงทุนกลุ่มนี้มีสัดส่วนการถือหุ้นที่มีนัยสำคัญต่อการควบคุมกิจการส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลง

จากตัวแบบที่ 4 พบว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 5 ผลการวิเคราะห์แสดงว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่า

ร้อยละ 25 ทำให้นักลงทุนกลุ่มนี้มีสัดส่วนการถือหุ้นที่มีนัยสำคัญต่อการควบคุมกิจการส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลง

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์แสดงว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลงเช่นเดียวกันกับการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 นอกจากนั้น ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในตัวแบบที่ 3 และตัวแบบที่ 4 มีค่าสูงกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 แสดงว่ากิจการที่มีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการในสัดส่วนสูง ส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลงมากกว่า ดังนั้น ผู้วิจัยสามารถสรุปว่า นักลงทุนสถาบันกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลงสอดคล้องกับสมมติฐานการวิจัยที่ 2 ถึงสมมติฐานการวิจัยที่ 5 ที่กำหนดไว้

การตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบ

ผู้วิจัยตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 โดยตั้งสมมติฐานว่ารายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวแปร ผลการวิเคราะห์ พบว่า ตัวแบบทุกตัวแบบมีค่า p-value เท่ากับ 0.00 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัย

นอกจากนั้น ผลการวิเคราะห์ พบว่า ตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 ค่า Adjusted R-square มีค่าเท่ากับ 0.259 0.252 0.251 และ 0.251 ตามลำดับ ดังนั้น สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 สามารถอธิบายรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเท่ากับ ร้อยละ 25.9 25.2 25.1 และ 25.1 ตามลำดับ

4.4.2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ผู้วิจัยต้องการตอบคำถามการวิจัยว่า คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร ดังนี้

ตารางที่ 4.6 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการ  
และคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
6	สัดส่วนของกรรมการอิสระมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
7-1	จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
7-2	จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
8	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
9	การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
10	สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
11	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
12	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร
13	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร คือ ตัวแบบที่ 5 ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 BDIND + \beta_2 BDSIZE + \beta_3 BDMEET + \beta_4 DUAL + \beta_5 BDEXPT \\
 & + \beta_6 ACEXPT + \beta_7 ACMEET + \beta_8 ACPROP + \beta_9 SIZE + \beta_{10} LEV \\
 & + \beta_{11} AUDIT + \beta_{12} CASH + \beta_{13} INDUS + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

ผลการทดสอบการศึกษาสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.7



ตารางที่ 4.7 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อรายการค้าง  
ที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 5 (Model 5)
INTERCEPT		0.900 ** (0.026)
BDIND	-	0.329 (0.110)
BDSIZE	+/-	0.047 *** (0.001)
BDMEET	-	-0.005 (0.322)
DUAL	+	-0.026 (0.619)
BDEXPT	-	0.145 (0.414)
ACEXPT	-	0.014 (0.883)
ACMEET	-	-0.006 (0.382)
ACPROP	-	0.466 (0.329)
SIZE		-0.56 *** (0.001)
LEV		.274 *** (0.000)
AUDIT		0.071 * (0.070)
CASH		1.007 *** (0.000)
Industry Dummies		Yes
F		8.721
Prob. F		0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.268

กลุ่มตัวอย่าง เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*\*, \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.7 คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

(1) จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 7-1 และปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 7-2 ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจการที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ส่งผลให้กิจการบริหารกำไรเพิ่มขึ้น

(2) เมื่อพิจารณาตัวแปรอื่นด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ พบว่า จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการและจำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 8 และ 12 ตามลำดับ

ตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน และสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ ผลการวิเคราะห์พบว่า ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 6 สมมติฐานการวิจัยที่ 9 ถึง 11 และสมมติฐานการวิจัยที่ 13 ตามลำดับ

การตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบ

ผู้วิจัยตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบที่ 5 โดยตั้งสมมติฐานว่า รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวแปร ผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแบบมีค่า p-value เท่ากับ 0.00 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัย นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแบบมีค่า Adjusted R-square มีค่าเท่ากับ 0.268 สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระในตัวแบบสามารถอธิบายรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้เท่ากับ ร้อยละ 26.8

4.4.3 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร คือ ตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGOWN + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\ & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\ & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHOWN + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\ & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\ & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGSHARE + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\ & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\ & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHSHARE + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\ & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\ & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \end{aligned} \quad (9)$$

ผลการทดสอบสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.8

ตารางที่ 4.8 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ  
ที่มีต่อรายการค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 6 (Model 6)	ตัวแบบที่ 7 (Model 7)	ตัวแบบที่ 8 (Model 8)	ตัวแบบที่ 9 (Model 9)
Intercept		0.767 <sup>*</sup> (0.078)	0.876 <sup>**</sup> (0.043)	1.023 <sup>**</sup> (0.015)	1.048 <sup>**</sup> (0.013)
CONOWN	+/-	-0.002 (0.110)	-0.002 (0.162)	-0.001 (0.211)	-0.001 (0.251)
ANGOWN	-	-0.007 <sup>**</sup> (0.012)			
NORTHOWN	-		-0.006 <sup>*</sup> (0.070)		
ANGSHARE	-			-0.206 <sup>**</sup> (0.047)	
NORTHSHARE	-				-0.248 <sup>*</sup> (0.081)
BDIND	-	0.283 (0.173)	0.270 (0.194)	0.303 (0.147)	0.293 (0.161)
BDSIZE	+/-	0.038 <sup>***</sup> (0.007)	0.040 <sup>***</sup> (0.004)	0.042 <sup>***</sup> (0.003)	0.042 <sup>***</sup> (0.003)
BDMEET	-	-0.007 (0.213)	-0.006 (0.244)	-0.006 (0.234)	-0.006 (0.266)
DUAL	+	-0.030 (0.563)	-0.029 (0.576)	-0.027 (0.608)	-0.022 (0.670)
BDEXPT	-	0.103 (0.563)	0.107 (0.550)	0.129 (0.469)	0.135 (0.449)
ACEXPT	-	0.049 (0.606)	0.047 (0.627)	0.035 (0.714)	0.034 (0.725)
ACMEET	-	-0.007 (0.302)	-0.007 (0.321)	-0.007 (0.345)	-0.006 (0.371)

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 6 (Model 6)	ตัวแบบที่ 7 (Model 7)	ตัวแบบที่ 8 (Model 8)	ตัวแบบที่ 9 (Model 9)
ACPROP	-	0.343 (0.474)	0.398 (0.407)	0.399 (0.405)	0.410 (0.394)
D1		0.102 (0.103)	0.105* (0.095)	0.103 (0.103)	0.108* (0.088)
D2		0.207 (0.120)	0.212 (0.113)	0.215 (0.108)	0.223* (0.095)
D3		0.100 (0.151)	0.104 (0.138)	0.100 (0.152)	0.105 (0.135)
D4		0.036 (0.654)	0.034 (0.674)	0.033 (0.684)	0.040 (0.624)
D5		0.121 (0.252)	0.118 (0.269)	0.114 (0.283)	0.121 (0.256)
SIZE		-0.040** (0.030)	-0.048*** (0.008)	-0.058*** (0.001)	-0.060*** (0.000)
LEV		0.253*** (0.001)	0.259*** (0.001)	0.266*** (0.000)	0.275*** (0.000)
AUDIT		0.086** (0.033)	0.084** (0.039)	0.083** (0.041)	0.083** (0.042)
CASH		1.046*** (0.000)	1.027*** (0.000)	1.029*** (0.000)	1.015*** (0.000)
Industry Dummies		Yes	Yes	Yes	Yes
F		6.806	6.629	6.668	6.615
Prob. F		0.000	0.000	0.000	0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.276	0.270	0.272	0.270

กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่ม  
อุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม

อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*\*, \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.8 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้ จากตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 พบว่า มีผลกระทบในทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 7 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 2

จากตัวแบบที่ 8 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่ม

อเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับตัวแบบที่ 3 ถึงตัวแบบที่ 4

คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้ จากตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า ตัวแปรด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกับตัวแบบที่ 5 คือ จำนวนของคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการและความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่น ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน และสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ พบว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบ

ผู้วิจัยตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 โดยตั้งสมมติฐานว่า รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวแปร ผลการวิเคราะห์ พบว่า ตัวแบบทุกตัวแบบมีค่า p-value เท่ากับ 0.00 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัย นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 ค่า Adjusted R-square มีค่าเท่ากับ 0.276 0.270 0.272 และ 0.270 ตามลำดับ ดังนั้น สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 สามารถอธิบายรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเท่ากับร้อยละ 27.6 27.0 27.2 และ 27.0 ตามลำดับ

4.4.4 ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

จากตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 4 (ตารางที่ 4.5) ตัวแบบที่ 5 (ตารางที่ 4.7) และตัวแบบที่ 6 ถึงตัวแบบที่ 9 (ตารางที่ 4.8) พบว่า ตัวแปรควบคุมมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

(1) ขนาดของกิจการ

ในตัวแบบที่ 2 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม ในตัวแบบที่ 1 พบว่า มีผลกระทบในทางลบอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลง

## (2) ความเสี่ยงทางการเงิน

ในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจกรรมที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงส่งผลให้กิจการบริหารกำไรเพิ่มมากขึ้น

## (3) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี

ในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิเคราะห์แสดงว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีผลกระทบทางเดียวกันกับการบริหารกำไร

## (4) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิเคราะห์แสดงว่า กิจกรรมที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากมีการบริหารกำไรเพิ่มขึ้น

นอกจากนั้น ผลการวิเคราะห์ของตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรมในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 9 พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## 4.4.5 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ผู้วิจัยต้องการตอบคำถามการวิจัยว่า รายการคงค้างมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่ ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนี้

ตารางที่ 4.9 ตารางสรุปสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย
14	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
15	รายการคงค้างรวมมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
16	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์
17	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์



ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ คือ ตัวแบบที่ 10 และตัวแบบที่ 11 ดังต่อไปนี้

$$RET = \alpha + \beta_1 CASH + \beta_2 TAC + \varepsilon \quad (10)$$

$$RET = \alpha + \beta_1 CASH + \beta_2 NDAC + \beta_3 DAC + \varepsilon \quad (11)$$

ผลการทดสอบการศึกษาสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.10

ตารางที่ 4.10 ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 10 (Model 10)	ตัวแบบที่ 11 (Model 11)
Intercept		-0.365*** (0.000)	-0.434*** (0.000)
CASH	+	0.556*** (0.000)	0.478*** (0.000)
TAC	+	0.192*** (0.002)	
NDAC	+		0.341*** (0.000)
DAC	+		0.194*** (0.002)
F		15.090	13.790
Prob. F		0.000	0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.069	0.099

กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน CASH คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน TAC คือ รายการคงค้างรวม NDAC คือ รายการคง

ค่าที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและ DAC คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*\* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01

จากตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์จากตัวแบบที่ 10 และตัวแบบที่ 11 สรุปว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 14 นอกจากนี้ รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 15 ถึงสมมติฐานการวิจัยที่ 17 ตามลำดับ แสดงว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์หุ้นทุนของกิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบ

ผู้วิจัยตรวจสอบความเหมาะสมของตัวแบบที่ 10 และตัวแบบที่ 11 โดยตั้งสมมติฐานว่า ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวแปร ผลการวิเคราะห์ พบว่า ตัวแบบทุกตัวแบบมีค่า p-value เท่ากับ 0.00 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัย นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ พบว่า ตัวแบบที่ 10 ถึงตัวแบบที่ 11 ค่า Adjusted R-square มีค่าเท่ากับ 0.069 และ 0.099 ตามลำดับ ดังนั้น จึงสรุปว่า ตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 10 ถึงตัวแบบที่ 11 สามารถอธิบายผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ได้เท่ากับ ร้อยละ 6.9 และ 9.9 ตามลำดับ

#### 4.5 ผลการตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอย

ผู้วิจัยตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ถดถอยโดยใช้การตรวจสอบข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อนและการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ ดังนี้

##### 4.5.1 ผลการตรวจสอบข้อกำหนดเกี่ยวกับการเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อน

ผู้วิจัยตรวจสอบการเป็นอิสระกันของค่าความคลาดเคลื่อนโดยใช้สถิติทดสอบ คือ ค่า Durbin Watson ผลการทดสอบสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.11

ตารางที่ 4.11 ตารางสรุปค่า Durbin Watson

ตัวแบบที่	ค่า Durbin Watson
1	1.953
2	1.932
3	1.943
4	1.942
5	1.977
6	1.960
7	1.945
8	1.960
9	1.964
10	1.785
11	1.833

ตารางแสดงค่า Durbin Watson ของการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 9 และผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตัวแบบที่ 10 ถึงตัวแบบที่ 11

จากการทดสอบค่า Durbin Watson ของตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรและการศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่า ค่า Durbin Watson ของตัวแบบทุกตัวแบบมีค่าเข้าใกล้ 2 ดังนั้น จึงสรุปว่า ตัวแบบทุกตัวแบบมีความคลาดเคลื่อนแต่ละค่าเป็นอิสระต่อกัน

#### 4.5.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ผู้วิจัยตรวจสอบระดับความสัมพันธ์กันของตัวแปรอิสระโดยใช้ค่าสถิติทดสอบคือ ค่า Pearson Correlation นอกจากนั้น ผู้วิจัยพิจารณาจากค่าสถิติทดสอบ คือ ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ควบคู่กันด้วย (Bowerman, O'Connell, Orris, and Murphree, 2010)

จากการทดสอบค่า Pearson Correlation ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร (ตัวแปรที่ 1 ถึงตัวแปรที่ 4) ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.12 ถึงตารางที่ 4.15 พบว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อพิจารณาจากค่า Tolerance และค่า VIF ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.19 พบว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามีค่า Tolerance ไม่เข้าใกล้ 0 และค่า VIF มีค่าต่ำ แสดงว่า ตัวแปรอิสระเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันเองต่ำ

จากการทดสอบค่า Pearson Correlation ของตัวแปรที่ใช้ศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (ตัวแปรที่ 5) ตามที่ได้แสดงไว้ในตาราง 4.16 พบว่า ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (BDSIZE) และตัวแปรจำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด (ACPROP) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ  $-0.871$  อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่  $0.01$  และเมื่อพิจารณาจากค่า Tolerance และค่า VIF ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.19 พบว่า ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (BDSIZE) และตัวแปรจำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด (ACPROP) มีค่า Tolerance เท่ากับ  $0.210$  และ  $0.207$  ตามลำดับ ซึ่งมีค่าเข้าใกล้ 0 มากเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอิสระตัวแปรอื่น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาจากค่า VIF ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.19 พบว่า ตัวแปรขนาดของคณะกรรมการ (BDSIZE) และตัวแปรจำนวนของคณะกรรมการตรวจสอบต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด (ACPROP) มีค่า VIF เท่ากับ  $4.756$  และ  $4.826$  ตามลำดับ ซึ่งค่า VIF มีค่ามากเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอิสระตัวแปรอื่น แต่ไม่ถึงว่าค่าที่ได้สูงมาก เนื่องจากค่า VIF มีค่าอยู่ระหว่าง 1 ถึง  $\infty$  ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยังคงตัวแปรอิสระทั้งสองตัวแปรอยู่ในตัวแบบที่ศึกษา

จากการทดสอบค่า Pearson Correlation ของตัวแปรที่ใช้ศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (ตัวแปรที่ 10) ตามที่ได้แสดงไว้ในตาราง 4.17 พบว่า ตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อพิจารณาจากค่า Tolerance และค่า VIF ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.20 พบว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาในตัวแปรที่ 10 มีค่า Tolerance ไม่เข้าใกล้ 0 และค่า VIF มีค่าต่ำ แสดงว่าตัวแปรอิสระเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันเองต่ำ อย่างไรก็ตาม ตัวแปรที่ใช้ศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (ตัวแปรที่ 11) ตามที่ได้แสดงไว้ในตาราง 4.18 พบว่า ตัวแปรรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (NDAC) และตัวแปรรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (DAC) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ  $0.809$  อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่  $0.01$  และเมื่อพิจารณาจากค่า Tolerance และค่า VIF ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.20 พบว่า ตัวแปรรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (NDAC) และตัวแปรรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของ

ฝ่ายบริหาร (DAC) มีค่า Tolerance เท่ากับ 0.339 และ 0.304 ตามลำดับ ซึ่งมีค่าเข้าใกล้ 0 มาก โดยเปรียบเทียบกับตัวแปรอิสระอื่น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาจากค่า VIF ตามที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.20 พบว่า ตัวแปรรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (NDAC) และตัวแปรรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (DAC) มีค่า VIF เท่ากับ 2.951 และ 3.291 ตามลำดับ ซึ่งค่า VIF มีค่ามากโดยเปรียบเทียบกับตัวแปรอิสระอื่นแต่ไม่ถึงว่าค่าที่ได้สูงมาก เนื่องจากค่า VIF มีค่าอยู่ระหว่าง 1 ถึง  $\infty$  ดังนั้น ผู้วิจัยจึงยังคงตัวแปรอิสระทั้งสองตัวแปรอยู่ในตัวแบบที่ศึกษา



ตารางที่ 4.12 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. ANGOWN	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
9. SIZE	-0.059 (0.254)	-0.011 (0.838)	0.476** (0.000)	-0.107* (0.037)	0.377** (0.000)	0.122* (0.017)	-0.124* (0.016)	-0.022 (0.670)	1
10. LEV	0.006 (0.915)	-0.151** (0.003)	0.039 (0.444)	-0.039 (0.450)	0.011 (0.828)	0.000 (0.998)	0.019 (0.717)	-0.008 (0.876)	0.182** (0.000)
11. AUDIT	0.095 (0.063)	0.076 (0.140)	0.248** (0.000)	-0.079 (0.124)	0.015 (0.764)	0.243** (0.000)	-0.089 (0.083)	-0.043 (0.403)	0.359** (0.000)
12. CASH	0.412** (0.000)	0.087 (0.089)	0.154** (0.003)	0.008 (0.876)	0.016 (0.759)	0.009 (0.859)	-0.033 (0.522)	0.038 (0.464)	0.092 (0.072)
13. DD1	0.104* (0.043)	0.096 (0.062)	-0.082 (0.110)	0.209** (0.000)	-0.064 (0.210)	-0.088 (0.087)	-0.089 (0.083)	-0.001 (0.981)	-0.041 (0.421)
14. DD2	0.052 (0.307)	0.137** (0.007)	-0.084 (0.102)	0.028 (0.593)	-0.063 (0.223)	0.009 (0.855)	0.058 (0.261)	0.003 (0.961)	-0.187** (0.000)
15. DD3	0.081 (0.113)	0.075 (0.143)	-0.114* (0.026)	-0.015 (0.763)	-0.045 (0.383)	0.088 (0.085)	-0.037 (0.470)	0.025 (0.621)	-0.93 (0.070)
16. DD4	-0.241** (0.000)	-0.155** (0.002)	0.098 (0.055)	-0.005 (0.921)	-0.097 (0.059)	-0.114* (0.026)	0.058 (0.255)	0.059 (0.251)	0.097 (0.059)

ตารางที่ 4.12 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. ANGOWN	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
17. DD5	0.060 (0.246)	-0.083 (0.107)	0.065 (0.204)	-0.154** (0.003)	0.448** (0.000)	-0.038 (0.463)	-0.085 (0.097)	-0.007 (0.895)	0.246** (0.000)
18. DD6	-0.152** (0.003)	-0.024 (0.635)	0.056 (0.279)	-0.093 (0.071)	-0.008 (0.870)	0.217** (0.000)	-0.108* (0.036)	-0.031 (0.543)	0.080 (0.120)



ตารางที่ 4.12 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
10. LEV	1								
11. AUDIT	0.040 (0.433)	1							
12. CASH	-0.195** (0.000)	0.135** (0.008)	1						
13. DD1	-0.026 (0.612)	0.129* (0.012)	0.126* (0.014)	1					
14. DD2	-0.145** (0.005)	-0.088 (0.087)	-0.004 (0.934)	-0.124* (0.016)	1				
15. DD3	-0.048 (0.351)	-0.024 (0.636)	-0.017 (0.738)	-0.166** (0.001)	-0.162** (0.002)	1			
16. DD4	0.170** (0.001)	0.013 (0.798)	-0.191** (0.000)	-0.191** (0.000)	-0.186** (0.000)	-0.250** (0.000)	1		
17. DD5	0.042 (0.412)	0.022 (0.666)	0.036 (0.489)	-0.092 (0.071)	-0.090 (0.079)	-0.121* (0.018)	-0.139** (0.007)	1	

ตารางที่ 4.12 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
18. DD6	0.103*	0.089	-0.028	-0.117*	-0.114*	-0.153**	-0.176**	-0.085	1
	(0.044)	(0.083)	(0.582)	(0.022)	(0.026)	(0.003)	(0.001)	(0.097)	

ตารางนี้ *DAC* คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน *DI* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *DD1* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร *DD2* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค *DD3* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม *DD4* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง *DD5* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร *DD6* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่า p-value \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ



ตารางที่ 4.13 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. NORTHOWN	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
9. SIZE	-0.059 (0.254)	-0.011 (0.838)	0.419** (0.000)	-0.107* (0.037)	0.377** (0.000)	0.122* (0.017)	-0.124* (0.016)	-0.022 (0.670)	1
10. LEV	0.006 (0.915)	-0.151** (0.003)	0.017 (0.735)	-0.039 (0.450)	0.011 (0.828)	0.000 (0.998)	0.019 (0.717)	-0.008 (0.876)	0.182** (0.000)
11. AUDIT	0.095 (0.063)	0.076 (0.140)	0.241** (0.000)	-0.079 (0.124)	0.015 (0.764)	0.243** (0.000)	-0.089 (0.083)	-0.043 (0.403)	0.359** (0.000)
12. CASH	0.412** (0.000)	0.087 (0.089)	0.120** (0.020)	0.008 (0.876)	0.016 (0.759)	0.009 (0.859)	-0.033 (0.522)	0.038 (0.464)	0.092 (0.072)
13. DD1	0.104* (0.043)	0.096 (0.062)	-0.088 (0.087)	0.209** (0.000)	-0.064 (0.210)	-0.088 (0.087)	-0.089 (0.083)	-0.001 (0.981)	-0.041 (0.421)
14. DD2	0.052 (0.307)	0.137** (0.007)	-0.057 (0.264)	0.028 (0.593)	-0.063 (0.223)	0.009 (0.855)	0.058 (0.261)	0.003 (0.961)	-0.187** (0.000)
15. DD3	0.081 (0.113)	0.075 (0.143)	-0.093 (0.071)	-0.015 (0.763)	-0.045 (0.383)	0.088 (0.085)	-0.037 (0.470)	0.025 (0.621)	-0.93 (0.070)
16. DD4	-0.241** (0.000)	-0.155** (0.002)	0.046 (0.376)	-0.005 (0.921)	-0.097 (0.059)	-0.114* (0.026)	0.058 (0.255)	0.059 (0.251)	0.097 (0.059)

ตารางที่ 4.13 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. NORTHOWN	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
17. DD5	0.060 (0.246)	-0.083 (0.107)	0.056 (0.272)	-0.154** (0.003)	0.448** (0.000)	-0.038 (0.463)	-0.085 (0.097)	-0.007 (0.895)	0.246** (0.000)
18. DD6	-0.152** (0.003)	-0.024 (0.635)	0.064 (0.214)	-0.093 (0.071)	-0.008 (0.870)	0.217** (0.000)	-0.108* (0.036)	-0.031 (0.543)	0.080 (0.120)

ตารางที่ 4.13 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
10. LEV	1								
11. AUDIT	0.040 (0.433)	1							
12. CASH	-0.195** (0.000)	0.135** (0.008)	1						
13. DD1	-0.026 (0.612)	0.129* (0.012)	0.126* (0.014)	1					
14. DD2	-0.145** (0.005)	-0.088 (0.087)	-0.004 (0.934)	-0.124* (0.016)	1				
15. DD3	-0.048 (0.351)	-0.024 (0.636)	-0.017 (0.738)	-0.166** (0.001)	-0.162** (0.002)	1			
16. DD4	0.170** (0.001)	0.013 (0.798)	-0.191** (0.000)	-0.191** (0.000)	-0.186** (0.000)	-0.250** (0.000)	1		
17. DD5	0.042 (0.412)	0.022 (0.666)	0.036 (0.489)	-0.092 (0.071)	-0.090 (0.079)	-0.121* (0.018)	-0.139** (0.007)	1	

ตารางที่ 4.13 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
18. DD6	0.103*	0.089	-0.028	-0.117*	-0.114*	-0.153**	-0.176**	-0.085	1
	(0.044)	(0.083)	(0.582)	(0.022)	(0.026)	(0.003)	(0.001)	(0.097)	

ตารางนี้ *DAC* คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *DD1* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร *DD2* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค *DD3* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม *DD4* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง *DD5* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร *DD6* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตัวเลขในวงเล็บคือ ค่า p-value \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.14 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวอย่างที่ 3

	1. DAC	2. CONOWN	3. ANGSARE	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
1. DAC	1								
2. CONOWN	0.033 (0.522)	1							
3. ANGSARE	-0.092 (0.074)	-0.115** (0.025)	1						
4. D1	0.033 (0.522)	0.270** (0.000)	-0.047 (0.362)	1					
5. D2	0.055 (0.281)	0.027 (0.595)	0.033 (0.527)	-0.198** (0.000)	1				
6. D3	0.017 (0.738)	0.099 (0.055)	0.015 (0.772)	-0.409** (0.000)	-0.067 (0.190)	1			
7. D4	-0.028 (0.584)	0.032 (0.530)	-0.008 (0.870)	-0.360** (0.000)	-0.059 (0.249)	-0.122* (0.017)	1		
8. D5	0.011 (0.831)	0.189** (0.000)	0.031 (0.551)	-0.244** (0.000)	-0.040 (0.434)	-0.083 (0.105)	-0.073 (0.155)	1	



ตารางที่ 4.14 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. ANGSARE	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
9. SIZE	-0.059 (0.254)	-0.011 (0.836)	0.138** (0.007)	-0.107* (0.037)	0.377** (0.000)	0.122* (0.017)	-0.124* (0.016)	-0.022 (0.670)	1
10. LEV	0.006 (0.915)	-0.151** (0.003)	0.021 (0.685)	-0.039 (0.450)	0.011 (0.828)	0.000 (0.998)	0.019 (0.717)	-0.008 (0.876)	0.182** (0.000)
11. AUDIT	0.095 (0.063)	0.076 (0.140)	0.136** (0.008)	-0.079 (0.124)	0.015 (0.764)	0.243** (0.000)	-0.089 (0.083)	-0.043 (0.403)	0.359** (0.000)
12. CASH	0.412** (0.000)	0.087 (0.089)	0.078 (0.131)	0.008 (0.876)	0.016 (0.759)	0.009 (0.859)	-0.033 (0.522)	0.038 (0.464)	0.092 (0.072)
13. DD1	0.104* (0.043)	0.096 (0.062)	-0.064 (0.210)	0.209** (0.000)	-0.064 (0.210)	-0.088 (0.087)	-0.089 (0.083)	-0.001 (0.981)	-0.041 (0.421)
14. DD2	0.052 (0.307)	0.137** (0.007)	-0.063 (0.223)	0.028 (0.593)	-0.063 (0.223)	0.009 (0.855)	0.058 (0.261)	0.003 (0.961)	-0.187** (0.000)
15. DD3	0.081 (0.113)	0.075 (0.144)	-0.084 (0.101)	-0.015 (0.763)	-0.045 (0.383)	0.088 (0.085)	-0.037 (0.470)	0.025 (0.621)	-0.93 (0.070)
16. DD4	-0.241** (0.000)	-0.155** (0.002)	0.120* (0.019)	-0.005 (0.921)	-0.097 (0.059)	-0.114* (0.026)	0.058 (0.255)	0.059 (0.251)	0.097 (0.059)

ตารางที่ 4.14 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. ANGSARE	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
17. DD5	0.060 (0.246)	-0.083 (0.107)	0.047 (0.363)	-0.154** (0.003)	0.448** (0.000)	-0.038 (0.463)	-0.085 (0.097)	-0.007 (0.895)	0.246** (0.000)
18. DD6	-0.152** (0.003)	-0.024 (0.635)	0.042 (0.410)	-0.093 (0.071)	-0.008 (0.870)	0.217** (0.000)	-0.108* (0.036)	-0.031 (0.543)	0.080 (0.120)

ตารางที่ 4.14 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
10. LEV	1								
11. AUDIT	0.040 (0.433)	1							
12. CASH	-0.195** (0.000)	0.135** (0.008)	1						
13. DD1	-0.026 (0.612)	0.129* (0.012)	0.126* (0.014)	1					
14. DD2	-0.145** (0.005)	-0.088 (0.087)	-0.004 (0.934)	-0.124* (0.016)	1				
15. DD3	-0.048 (0.351)	-0.024 (0.636)	-0.017 (0.738)	-0.166** (0.001)	-0.162** (0.002)	1			
16. DD4	0.170** (0.001)	0.013 (0.798)	-0.191** (0.000)	-0.191** (0.000)	-0.186** (0.000)	-0.250** (0.000)	1		
17. DD5	0.042 (0.412)	0.022 (0.666)	0.036 (0.489)	-0.092 (0.071)	-0.090 (0.079)	-0.121* (0.018)	-0.139** (0.007)	1	

ตารางที่ 4.14 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
18. DD6	0.103*	0.089	-0.028	-0.117*	-0.114*	-0.153**	-0.176**	-0.085	1
	(0.044)	(0.083)	(0.582)	(0.022)	(0.026)	(0.003)	(0.001)	(0.097)	

ตารางนี้ *DAC* คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแอ่งโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *DD1* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร *DD2* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค *DD3* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม *DD4* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง *DD5* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร *DD6* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี  
ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.15 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 4

	1. DAC	2. CONOWN	3. NORTHSHARE	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
1. DAC	1								
2. CONOWN	0.033 (0.522)	1							
3. NORTHSHARE	-0.092 (0.072)	-0.21 (0.678)	1						
4. D1	0.033 (0.522)	0.270** (0.000)	-0.012 (0.820)	1					
5. D2	0.055 (0.281)	0.027 (0.595)	0.023 (0.657)	-0.198** (0.000)	1				
6. D3	0.017 (0.738)	0.099 (0.055)	0.010 (0.839)	-0.409** (0.000)	-0.067 (0.190)	1			
7. D4	-0.028 (0.584)	0.032 (0.530)	0.030 (0.563)	-0.360** (0.000)	-0.059 (0.249)	-0.122* (0.017)	1		
8. D5	0.011 (0.831)	0.189** (0.000)	0.071 (0.165)	-0.244** (0.000)	-0.040 (0.434)	-0.083 (0.105)	-0.073 (0.155)	1	

ตารางที่ 4.15 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. NORTHSHARE	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
9. SIZE	-0.059 (0.254)	-0.011 (0.836)	0.083 (0.105)	-0.107* (0.037)	0.377** (0.000)	0.122* (0.017)	-0.124* (0.016)	-0.022 (0.670)	1
10. LEV	0.006 (0.915)	-0.151** (0.003)	0.057 (0.264)	-0.039 (0.450)	0.011 (0.828)	0.000 (0.998)	0.019 (0.717)	-0.008 (0.876)	0.182** (0.000)
11. AUDIT	0.095 (0.063)	0.076 (0.140)	0.117* (0.023)	-0.079 (0.124)	0.015 (0.764)	0.243** (0.000)	-0.089 (0.083)	-0.043 (0.403)	0.359** (0.000)
12. CASH	0.412** (0.000)	0.087 (0.089)	0.010 (0.847)	0.008 (0.876)	0.016 (0.759)	0.009 (0.859)	-0.033 (0.522)	0.038 (0.464)	0.092 (0.072)
13. DD1	0.104* (0.043)	0.096 (0.062)	-0.045 (0.380)	0.209** (0.000)	-0.064 (0.210)	-0.088 (0.087)	-0.089 (0.083)	-0.001 (0.981)	-0.041 (0.421)
14. DD2	0.052 (0.307)	0.137** (0.007)	-0.044 (0.393)	0.028 (0.593)	-0.063 (0.223)	0.009 (0.855)	0.058 (0.261)	0.003 (0.961)	-0.187** (0.000)
15. DD3	0.081 (0.113)	0.075 (0.144)	-0.059 (0.251)	-0.015 (0.763)	-0.045 (0.383)	0.088 (0.085)	-0.037 (0.470)	0.025 (0.621)	-0.93 (0.070)
16. DD4	-0.241** (0.000)	-0.155** (0.002)	0.084 (0.101)	-0.005 (0.921)	-0.097 (0.059)	-0.114* (0.026)	0.058 (0.255)	0.059 (0.251)	0.097 (0.059)

ตารางที่ 4.15 (ต่อ)

	1. DAC	2. CONOWN	3. NORTHSHARE	4. D1	5. D2	6. D3	7. D4	8. D5	9. SIZE
17. DD5	0.060 (0.246)	-0.083 (0.107)	0.033 (0.523)	-0.154** (0.003)	0.448** (0.000)	-0.038 (0.463)	-0.085 (0.097)	-0.007 (0.895)	0.246** (0.000)
18. DD6	-0.152** (0.003)	-0.024 (0.635)	0.030 (0.563)	-0.093 (0.071)	-0.008 (0.870)	0.217** (0.000)	-0.108* (0.036)	-0.031 (0.543)	0.080 (0.120)

ตารางที่ 4.15 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
10. LEV	1								
11. AUDIT	0.040 (0.433)	1							
12. CASH	-0.195** (0.000)	0.135** (0.008)	1						
13. DD1	-0.026 (0.612)	0.129* (0.012)	0.126* (0.014)	1					
14. DD2	-0.145** (0.005)	-0.088 (0.087)	-0.004 (0.934)	-0.124* (0.016)	1				
15. DD3	-0.048 (0.351)	-0.024 (0.636)	-0.017 (0.738)	-0.166** (0.001)	-0.162** (0.002)	1			
16. DD4	0.170** (0.001)	0.013 (0.798)	-0.191** (0.000)	-0.191** (0.000)	-0.186** (0.000)	-0.250** (0.000)	1		
17. DD5	0.042 (0.412)	0.022 (0.666)	0.036 (0.489)	-0.092 (0.071)	-0.090 (0.079)	-0.121* (0.018)	-0.139** (0.007)	1	



ตารางที่ 4.15 (ต่อ)

	10. LEV	11. AUDIT	12. CASH	13. DD1	14. DD2	15. DD3	16. DD4	17. DD5	18. DD6
18. DD6	0.103*	0.089	-0.028	-0.117*	-0.114*	-0.153**	-0.176**	-0.085	1
	(0.044)	(0.083)	(0.582)	(0.022)	(0.026)	(0.003)	(0.001)	(0.097)	

ตารางนี้ *DAC* คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *DD1* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร *DD2* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค *DD3* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม *DD4* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง *DD5* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร *DD6* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.16 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 5

	1. DAC	2. BDIND	3. BDSIZE	4. BDMEET	5. DUAL	6. EDEXPT	7. ACEXPT	8. ACMEET	9. ACPROP	10. SIZE
1. DAC	1									
2. BDIND	-0.032 (0.540)	1								
3. BDSIZE	-0.161** (0.002)	-0.451** (0.000)	1							
4. BDMEET	-0.127* (0.013)	0.148** (0.004)	0.105* (0.041)	1						
5. DUAL	-0.043 (0.400)	-0.029 (0.576)	-0.126* (0.014)	-0.035 (0.492)	1					
6. EDEXPT	0.017 (0.742)	0.096 (0.061)	-0.234** (0.000)	0.013 (0.795)	0.020 (0.699)	1				
7. ACEXPT	0.041 (0.430)	-0.016 (0.754)	-0.078 (0.131)	-0.035 (0.495)	0.011 (0.834)	0.627** (0.000)	1			
8. ACMEET	-0.065 (0.206)	0.030 (0.566)	0.180** (0.000)	0.347** (0.000)	-0.102* (0.047)	0.042 (0.413)	0.023 (0.652)	1		

ตารางที่ 4.16 (ต่อ)

	1. DAC	2. BDIND	3. BDSIZE	4. BDMEET	5. DUAL	6. EDEXPT	7. ACEXPT	8. ACMEET	9. ACPROP	10. SIZE
9. ACPROP	-0.120*	0.521**	-0.871**	-0.047	0.113*	0.184**	0.006	-0.113*	1	
	(0.020)	(0.000)	(0.000)	(0.364)	(0.028)	(0.000)	(0.907)	(0.027)		
10. SIZE	-0.059	0.045	0.358**	0.210**	-0.049	-0.052	-0.074	0.316**	-0.295**	1
	(0.254)	(0.385)	(0.000)	(0.000)	(0.337)	(0.314)	(0.148)	(0.000)	(0.000)	
11. LEV	0.006	0.164**	-0.119*	-0.003	0.004	0.025	-0.011	-0.023	0.086	0.182**
	(0.915)	(0.001)	(0.020)	(0.950)	(0.941)	(0.632)	(0.827)	(0.659)	(0.096)	(0.000)
12. AUDIT	0.095	-0.128*	0.173**	-0.088	-0.078	0.099	0.042	0.126*	-0.194**	0.359**
	(0.063)	(0.013)	(0.001)	(0.086)	(0.126)	(0.052)	(0.409)	(0.014)	(0.000)	(0.000)
13. CASH	0.412**	0.001	0.010	-0.125*	-0.022	0.049	0.043	0.010	0.015	0.092
	(0.000)	(0.988)	(0.846)	(0.015)	(0.674)	(0.337)	(.0400)	(0.844)	(0.774)	(0.072)
14. DD1	0.104*	-0.148**	0.044	-0.052	0.027	0.079	0.056	0.003	-0.076	-0.041
	(0.043)	(0.004)	(0.396)	(0.311)	(0.595)	(0.123)	(0.275)	(0.948)	(0.136)	(0.421)
15. DD2	0.052	-0.150**	0.120*	-0.010	0.109*	-0.191**	-0.059	-0.038	-0.088	-0.187**
	(0.307)	(0.003)	(0.019)	(0.839)	(0.034)	(0.000)	(0.252)	(0.460)	(0.085)	(0.000)
16. DD3	0.081	0.004	-0.010	-0.180**	-0.026	-0.127*	-0.062	-0.110*	0.014	-0.093
	(0.113)	(0.940)	(0.848)	(0.000)	(0.619)	(0.013)	(0.230)	(0.032)	(0.792)	(0.070)

ตารางที่ 4.16 (ต่อ)

	1. DAC	2. BDIND	3. BDSIZE	4. BDMEET	5. DUAL	6. EDEXPT	7. ACEXPT	8. ACMEET	9. ACPROP	10. SIZE
17. DD4	-0.241** (0.000)	0.157** (0.002)	-0.158** (0.002)	0.058 (0.261)	-0.029 (0.567)	0.097 (0.058)	0.076 (0.138)	0.005 (0.926)	0.152** (0.003)	0.097 (0.059)
18. DD5	0.060 (0.246)	0.097 (0.057)	0.102* (0.047)	0.149** (0.004)	-0.072 (0.163)	-0.022 (0.667)	-0.037 (0.471)	0.134** (0.009)	-0.055 (0.282)	0.246** (0.000)
19. DD6	-0.152** (0.003)	0.047 (0.363)	-0.180** (0.000)	-0.013 (0.798)	-0.053 (0.303)	0.069 (0.181)	-0.052 (0.316)	0.056 (0.279)	0.192** (0.000)	0.080 (0.120)

ตารางที่ 4.16 (ต่อ)

	11. LEV	12. AUDIT	13. CASH	14. DD1	15. DD2	16. DD3	17. DD4	18. DD5	19. DD6
11. LEV	1								
12. AUDIT	0.040 (0.433)	1							
13. CASH	-0.195** (0.000)	0.135** (0.008)	1						
14. DD1	-0.026 (0.612)	0.129* (0.012)	0.126* (0.014)	1					
15. DD2	-0.145** (0.005)	-0.088 (0.087)	-0.004 (0.934)	-0.124* (0.016)	1				
16. DD3	-0.048 (0.351)	-0.024 (0.636)	-0.017 (0.738)	-0.166** (0.001)	-0.162** (0.002)	1			
17. DD4	0.170** (0.001)	0.013 (0.798)	-0.191** (0.000)	-0.191** (0.000)	-0.186** (0.000)	-0.250** (0.000)	1		
18. DD5	0.042 (0.412)	0.022 (0.666)	0.036 (0.489)	-0.092 (0.071)	-0.090 (0.079)	-0.121* (0.018)	-0.139** (0.007)	1	

ตารางที่ 4.16 (ต่อ)

	11. LEV	12. AUDIT	13. CASH	14. DD1	15. DD2	16. DD3	17. DD4	18. DD5	19. DD6
19. DD6	0.103*	0.089	-0.028	-0.117*	-0.114*	-0.153**	-0.176**	-0.085	1
	(0.044)	(0.083)	(0.582)	(0.022)	(0.026)	(0.003)	(0.001)	(0.097)	

ตารางนี้ *DAC* คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *DD1* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร *DD2* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค *DD3* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม *DD4* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง *DD5* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร *DD6* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี  
ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.17 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 10

	RET	CASH	TAC
RET	1		
CASH	0.224** (0.000)	1	
TAC	0.063 (0.217)	-0.356** (0.000)	1

ตารางนี้ *RET* คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *TAC* คือ รายการคงค้างรวม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01

ตารางที่ 4.18 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson ของตัวแปรในตัวแบบที่ 11

	RET	CASH	NDAC	DAC
RET	1			
CASH	0.224** (0.000)	1		
NDAC	0.207** (0.000)	0.249** (0.000)	1	
DAC	0.118* (0.023)	0.399** (0.000)	0.809** (0.000)	1

ตารางนี้ *RET* คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *NDAC* คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและ *DAC* คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.19 ตารางแสดงค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรในตัวแบบที่ 1 ถึงตัวแบบที่ 5

ตัวแปร (Variables)	ตัวแบบที่ 1 (Model 1)		ตัวแบบที่ 2 (Model 2)		ตัวแบบที่ 3 (Model 3)		ตัวแบบที่ 4 (Model 4)		ตัวแบบที่ 5 (Model 5)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
CONOWN	0.544	1.840	0.548	1.826	0.562	1.781	0.566	1.768		
ANGOWN	0.678	1.474								
NORTHOWN			0.744	1.344						
ANGSHARE					0.922	1.085				
NORTHSHARE							0.955	1.048		
BDIND									0.624	1.602
BDSIZE									0.210	4.756
BDMEET									0.773	1.294
DUAL									0.930	1.075
BDEXPT									0.526	1.901
ACEXPT									0.576	1.736
ACMEET									0.790	1.266
ACPROP									0.207	4.826



ตารางที่ 4.19 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ตัวแบบที่ 1 (Model 1)		ตัวแบบที่ 2 (Model 2)		ตัวแบบที่ 3 (Model 3)		ตัวแบบที่ 4 (Model 4)		ตัวแบบที่ 5 (Model 5)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
D1	0.303	3.299	0.303	3.304	0.303	3.301	0.301	3.319		
D2	0.590	1.695	0.590	1.694	0.593	1.686	0.593	1.685		
D3	0.462	2.165	0.461	2.167	0.462	2.166	0.461	2.170		
D4	0.529	1.892	0.528	1.893	0.528	1.892	0.525	1.903		
D5	0.601	1.663	0.600	1.667	0.602	1.662	0.596	1.678		
SIZE	0.537	1.864	0.565	1.769	0.650	1.538	0.655	1.527	0.552	1.810
LEV	0.865	1.156	0.864	1.157	0.869	1.150	0.869	1.151	0.850	1.177
AUDIT	0.766	1.306	0.764	1.309	0.767	1.304	0.766	1.306	0.772	1.296
CASH	0.870	1.149	0.879	1.137	0.879	1.138	0.884	1.131	0.844	1.185
DD1	0.683	1.463	0.680	1.470	0.685	1.460	0.687	1.456	0.708	1.412
DD2	0.719	1.390	0.719	1.390	0.718	1.393	0.718	1.393	0.686	1.459
DD3	0.640	1.564	0.639	1.564	0.641	1.561	0.642	1.557	0.617	1.621
DD4	0.579	1.728	0.576	1.736	0.578	1.729	0.579	1.728	0.547	1.827
DD5	0.661	1.512	0.662	1.511	0.660	1.515	0.663	1.509	0.760	1.316

ตารางที่ 4.19 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ตัวแบบที่ 1 (Model 1)		ตัวแบบที่ 2 (Model 2)		ตัวแบบที่ 3 (Model 3)		ตัวแบบที่ 4 (Model 4)		ตัวแบบที่ 5 (Model 5)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
DD6	0.702	1.425	0.702	1.425	0.702	1.425	0.702	1.425	0.654	1.529

ตารางนี้ *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกัน *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองไกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควบบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดียว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *DD1* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร *DD2* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค *DD3* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม *DD4* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง *DD5* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร *DD6* คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

ตารางที่ 4.20 ตารางแสดงค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปร  
ในตัวแบบที่ 10 และ 11

ตัวแปร (Variables)	ตัวแบบที่ 10 (Model 10)		ตัวแบบที่ 11 (Model 11)	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
CASH	0.873	1.145	0.825	1.212
TAC	0.873	1.145		
NDAC			0.339	2.951
DAC			0.304	3.291

ตารางนี้ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *TAC* คือ รายการคงค้างรวม  
*NDAC* คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและ *DAC* คือ รายการคงค้างที่  
ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

#### 4.6 ผลการทดสอบยืนยัน

ผู้วิจัยทดสอบยืนยันผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ  
คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อ  
ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม  
Jones Model เนื่องจาก Jones Model ประมาณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่าย  
บริหารโดยใช้ตัวแปรรายได้ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับบัญชีเงินทุนหมุนเวียนอันเป็นผลมา  
จากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและตัวแปรที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ซึ่งเป็นตัวแปรที่มี  
ความสัมพันธ์กับค่าเสื่อมราคาและกิจกรรมทางธุรกิจของกิจการ ดังนั้น Jones Model จึงสามารถ  
ประมาณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารได้เช่นกัน

ผู้วิจัยนำเสนอผลการทดสอบดังนี้ (1) ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของโครงสร้างผู้  
ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร (2) ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของคณะกรรมการและ  
คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (3) ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของโครงสร้าง  
ผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (4) ผลการทดสอบ  
ยืนยันตัวแปรควบคุมในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ

คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และ (5) ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ตามรายละเอียดดังนี้

#### 4.6.1 ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร คือ ตัวแบบที่ 12 ถึงตัวแบบที่ 15 ดังต่อไปนี้

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGOWN + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (12)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHOWN + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (13)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGSHARE + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (14)$$

$$DAC = \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHSHARE + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 AUDIT + \beta_7 CASH + \beta_8 INDUS + \varepsilon \quad (15)$$

ผลการทดสอบการศึกษาสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.21

ตารางที่ 4.21 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจ  
ของฝ่ายบริหารตาม Jones Model

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 12 (Model 12)	ตัวแบบที่ 13 (Model 13)	ตัวแบบที่ 14 (Model 14)	ตัวแบบที่ 15 (Model 15)
Intercept		1.458 <sup>***</sup> (0.000)	1.226 <sup>***</sup> (0.001)	1.425 <sup>***</sup> (0.000)	1.449 <sup>***</sup> (0.000)
CONOWN	+/-	-0.002 <sup>*</sup> (0.086)	-0.002 <sup>**</sup> (0.047)	-0.002 <sup>*</sup> (0.069)	-0.002 <sup>*</sup> (0.084)
ANGOWN	-	-0.002 (0.501)			
NORTHOWN	-		-0.007 <sup>**</sup> (0.031)		
ANGSHARE	-			-0.219 <sup>**</sup> (0.041)	
NORTHSHARE	-				-0.288 <sup>*</sup> (0.051)
D1	+/-	0.114 <sup>*</sup> (0.082)	0.115 <sup>*</sup> (0.079)	0.112 <sup>*</sup> (0.086)	0.119 <sup>*</sup> (0.069)
D2	+/-	0.293 <sup>**</sup> (0.029)	0.268 <sup>**</sup> (0.045)	0.282 <sup>**</sup> (0.034)	0.292 <sup>**</sup> (0.029)
D3	+/-	0.119 <sup>*</sup> (0.099)	0.122 <sup>*</sup> (0.090)	0.118 <sup>*</sup> (0.100)	0.124 <sup>*</sup> (0.086)
D4	+/-	0.043 (0.607)	0.041 (0.617)	0.040 (0.626)	0.050 (0.547)
D5	+/-	0.171 (0.125)	0.154 (0.156)	0.149 (0.171)	0.160 (0.144)
SIZE		-0.047 <sup>***</sup> (0.003)	-0.035 <sup>**</sup> (0.036)	-0.045 <sup>***</sup> (0.004)	-0.047 <sup>***</sup> (0.002)

ตารางที่ 4.21 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 12 (Model 12)	ตัวแบบที่ 13 (Model 13)	ตัวแบบที่ 14 (Model 14)	ตัวแบบที่ 15 (Model 15)
LEV		0.249*** (0.001)	0.232*** (0.003)	0.242*** (0.002)	0.249*** (0.001)
AUDIT		0.101** (0.014)	0.107*** (0.009)	0.105** (0.011)	0.105** (0.011)
CASH		0.988*** (0.000)	1.010*** (0.000)	1.010*** (0.000)	0.993*** (0.000)
Industry Dummies		Yes	Yes	Yes	Yes
F		7.604	7.952	7.915	7.885
Prob. F		0.000	0.000	0.000	0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.229	0.237	0.236	0.235
Durbin Watson		1.963	1.949	1.960	1.958

กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกัน *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้น

ที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*\*,\*\*,\* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.21 ผู้วิจัยพบว่า ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร เป็นดังนี้

ในตัวแบบที่ 12 ถึงตัวแบบที่ 15 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

ในตัวแบบที่ 12 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองโกล-อเมริกามีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม จากการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model พบว่า มีผลกระทบในทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ในตัวแบบที่ 13 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

ในตัวแบบที่ 14 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองโกล-อเมริกาถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

ในตัวแบบที่ 15 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

4.6.2 ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร คือ ตัวแบบที่ 16 ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 BDIND + \beta_2 BDSIZE + \beta_3 BDMEET + \beta_4 DUAL + \beta_5 BDEXPT \\
 & + \beta_6 ACEXPT + \beta_7 ACMEET + \beta_8 ACPROP + \beta_9 SIZE + \beta_{10} LEV \\
 & + \beta_{11} AUDIT + \beta_{12} CASH + \beta_{13} INDUS + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{16}$$

ผลการทดสอบการศึกษาสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.22

ตารางที่ 4.22 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อรายการค้าง  
ที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหวัง (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 16 (Model 16)
INTERCEPT		0.922** (0.028)
BDIND	-	0.325 (0.116)
BDSIZE	+/-	0.047*** (0.001)
BDMEET	-	-0.005 (0.361)
DUAL	+	-0.031 (0.565)
BDEXPT	-	0.172 (0.349)
ACEXPT	-	0.004 (0.967)
ACMEET	-	-0.006 (0.383)
ACPROP	-	0.489 (0.321)



ตารางที่ 4.22 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 16 (Model 16)
LEV		0.274 <sup>***</sup> (0.000)
AUDIT		0.076 <sup>*</sup> (0.059)
CASH		0.986 <sup>***</sup> (0.000)
Industry Dummies		Yes
F		8.085
Prob. F		0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.287
Durbin Watson		1.990

กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน วิจัยนี้ใช้ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value <sup>\*\*\*</sup>, <sup>\*\*</sup>, <sup>\*</sup> คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.22 ผู้วิจัยพบว่า ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร เป็นดังนี้

จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones

เมื่อพิจารณาตัวแปรด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบตัวแปรอื่นๆ พบว่า จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model ผลที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

4.6.3 ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร คือ ตัวแบบที่ 17 ถึงตัวแบบที่ 20 ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGOWN + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (17)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHOWN + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (18)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 ANGSHARE + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (19)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DAC = & \alpha + \beta_1 CONOWN + \beta_2 CONTYPE + \beta_3 NORTHSHARE + \beta_4 BDIND + \beta_5 BDSIZE + \beta_6 BDMEET \\
 & + \beta_7 DUAL + \beta_8 BDEXPT + \beta_9 ACEXPT + \beta_{10} ACMEET + \beta_{11} ACPROP \\
 & + \beta_{12} SIZE + \beta_{13} LEV + \beta_{14} AUDIT + \beta_{15} CASH + \beta_{16} INDUS + \varepsilon \quad (20)
 \end{aligned}$$

ผลการทดสอบการศึกษาสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.23

ตารางที่ 4.23 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ  
ที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model

ตัวแปร (Variables)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 17 (Model 17)	ตัวแบบที่ 18 (Model 18)	ตัวแบบที่ 19 (Model 19)	ตัวแบบที่ 20 (Model 20)
Intercept		0.797 <sup>*</sup> (0.077)	0.901 <sup>**</sup> (0.044)	1.051 <sup>**</sup> (0.016)	1.076 <sup>**</sup> (0.014)
CONOWN	+/-	-0.002 <sup>*</sup> (0.099)	-0.002 (0.142)	-0.002 (0.187)	-0.001 (0.222)
ANGOWN	-	-0.007 <sup>**</sup> (0.016)			
NORTHOWN	-		-0.006 <sup>*</sup> (0.076)		
ANGSHARE	-			-0.205 <sup>*</sup> (0.055)	
NORTHSHARE	-				-0.249 <sup>*</sup> (0.091)
BDIND	-	0.276 (0.198)	0.264 (0.221)	0.296 (0.170)	0.286 (0.186)
BDSIZE	+/-	0.039 <sup>***</sup> (0.008)	0.041 <sup>***</sup> (0.005)	0.043 <sup>***</sup> (0.004)	0.043 <sup>***</sup> (0.003)
BDMEET	-	-0.006 (0.258)	-0.006 (0.289)	-0.006 (0.280)	-0.006 (0.315)
DUAL	+	-0.035 (0.516)	-0.034 (0.528)	-0.032 (0.558)	-0.027 (0.616)
BDEXPT	-	0.129 (0.481)	0.133 (0.473)	0.155 (0.399)	0.161 (0.382)
ACEXPT	-	0.040 (0.688)	0.037 (0.708)	0.025 (0.797)	0.024 (0.808)

ตารางที่ 4.23 (ต่อ)

ตัวแปร (Variables)	ผลที่ คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 17 (Model 17)	ตัวแบบที่ 18 (Model 18)	ตัวแบบที่ 19 (Model 19)	ตัวแบบที่ 20 (Model 20)
ACPROP	-	0.371 (0.454)	0.425 (0.392)	0.427 (0.390)	0.437 (0.379)
D1	+/-	0.104 (0.109)	0.107 (0.101)	0.104 (0.109)	0.109* (0.095)
D2	+/-	0.201 (0.145)	0.206 (0.137)	0.209 (0.131)	0.217 (0.117)
D3	+/-	0.104 (0.150)	0.108 (0.137)	0.104 (0.151)	0.108 (0.134)
D4	+/-	0.024 (0.770)	0.023 (0.788)	0.021 (0.799)	0.028 (0.738)
D5	+/-	0.126 (0.250)	0.123 (0.265)	0.119 (0.279)	0.127 (0.252)
SIZE		-0.042** (0.029)	-0.050*** (0.008)	-0.059*** (0.001)	-0.061*** (0.000)
LEV		0.253*** (0.001)	0.259*** (0.001)	0.267*** (0.001)	0.275*** (0.000)
AUDIT		0.091** (0.029)	0.089** (0.034)	0.088** (0.036)	0.088** (0.037)
CASH		1.025*** (0.000)	1.006*** (0.000)	1.008*** (0.000)	0.995*** (0.000)
Industry Dummies		Yes	Yes	Yes	Yes
F		6.324	6.171	6.201	6.154
Prob. F		0.000	0.000	0.000	0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.259	0.254	0.255	0.253
Durbin Watson		1.974	1.959	1.973	1.975

กลุ่มตัวอย่าง เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร *CONOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ *ANGOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกัน *NORTHOWN* คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือ *ANGSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเอง โกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *NORTHSHARE* คือ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 *BDIND* คือ สัดส่วนของกรรมการอิสระ *BDSIZE* คือ ขนาดของคณะกรรมการ *BDMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ *DUAL* คือ การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด *BDEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACEXPT* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน *ACMEET* คือ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ *ACPROP* คือ สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ *D1* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว *D2* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ *D3* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ *D4* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน *D5* คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม *SIZE* คือ ขนาดของกิจการ *LEV* คือ ความเสี่ยงทางการเงิน *AUDIT* คือ ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และ *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value \*\*\*, \*\*, \* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.23 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้ ในตัวแบบที่ 18 ถึงตัวแบบที่ 20 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model อย่างไรก็ตาม ในตัวแบบที่ 17 ตาม Jones Model พบว่า มีผลกระทบในทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในตัวแบบที่ 6 ตาม Modified Jones Model มีผลกระทบในทางลบอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ในตัวแบบที่ 17 ถึงตัวแบบที่ 18 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและสัดส่วนการถือหุ้น

ของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

ในตัวแบบที่ 19 ถึงตัวแบบที่ 20 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model พบว่า การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 และการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้ ในตัวแบบที่ 17 ถึงตัวแบบที่ 20 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model พบว่า ตัวแปรด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ คือ จำนวนของคณะกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการและความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนตัวแปรอื่น ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน และสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ พบว่า ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

4.6.4 ผลการทดสอบยืนยันตัวแปรควบคุมในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

จากตัวแบบที่ 12 ถึงตัวแบบที่ 15 (ตารางที่ 4.21) ตัวแบบที่ 16 (ตารางที่ 4.22) และตัวแบบที่ 17 ถึงตัวแบบที่ 20 (ตารางที่ 4.23) พบว่า ตัวแปรควบคุมมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

ในตัวแบบที่ 12 ถึงตัวแบบที่ 15 จากการใช้ตัวแบบตาม Jones Model ตัวแปรขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ส่วนตัวแปรความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model

โดยสรุป การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและ คณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร โดยคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Modified Jones Model และ Jones Model ให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกัน

#### 4.6.5 ผลการทดสอบยืนยันผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ คือ ตัวแบบที่ 21 ดังต่อไปนี้

$$RET = \alpha + \beta_1 CASH + \beta_2 NDAC + \beta_3 DAC + \varepsilon \quad (21)$$

ผลการทดสอบการศึกษาสามารถแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.24

ตารางที่ 4.24 ผลกระทบของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตาม Modified Jones Model ที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

ตัวแปร (Variables)	ผลที่คาดหมาย (Expected Sign)	ตัวแบบที่ 21 (Model 21)
Intercept		-0.431*** (0.000)
CASH	+	0.477*** (0.000)
NDAC	+	0.330*** (0.000)
DAC	+	0.189*** (0.002)
F		13.452
Prob. F		0.000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.090
Durbin Watson		1.804

กลุ่มตัวอย่าง เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 381 บริษัท โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ ปีที่ศึกษา คือ พ.ศ. 2551 ตัวแปรตาม คือ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หุ้นทุน *CASH* คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน *NDAC* คือ รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและ *DAC* คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า *p-value* \*\*\* คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01

จากตารางที่ 4.24 ผลการทดสอบยืนยัน พบว่า จากการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์สอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Jones Model

โดยสรุป การศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์โดยคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตาม Jones Model และ Modified Jones Model ให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกัน

#### 4.7 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง และการวัดการกระจายของข้อมูล และ (2) การวิเคราะห์สถิติข้อมูลเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอย

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว โดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูล กิจการส่วนใหญ่มีนกลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการในอัตราส่วนค่อนข้างต่ำ กิจการมีคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการไม่ได้ควบตำแหน่งโดยบุคคลเดียวกันกับผู้บริหารสูงสุดของกิจการ กิจการมีจำนวนกรรมการที่เป็นอิสระในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น คณะกรรมการมีการประชุมค่อนข้างสม่ำเสมอและมีจำนวนกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น นอกจากนี้ กิจการมีคณะกรรมการตรวจสอบในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น คณะกรรมการตรวจสอบมีการประชุมค่อนข้างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม



จำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งสิ้น ผลการศึกษายังพบว่า กิจกรรมส่วนใหญ่มีขนาดของกิจการ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมปีก่อน และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับกลาง และงบการเงินจำนวนหนึ่งตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่

ผลการวิเคราะห์ถดถอย พบว่า ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไร นักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นนักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรเช่นกัน โดยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไร นอกจากนี้ การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไร ผลการศึกษาแสดงว่า กิจกรรมที่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือส่งผลให้การบริหารกำไรลดลง

การศึกษาปัจจัยด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร พบว่า จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไร ผลการศึกษาแสดงว่า กิจกรรมที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่มีการบริหารกำไรเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาตัวแปรอื่นทางด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ พบว่า ผลการวิเคราะห์ที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

การศึกษาตัวแปรควบคุมในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร พบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร ในทางตรงกันข้ามความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อการบริหารกำไร

การศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ แสดงว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับข้อมูลดังกล่าวในการตัดสินใจลงทุน

การทดสอบยืนยันการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรด้วยการคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลย

พินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม Jones Model พบว่า ผลการศึกษาสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model และการทดสอบยืนยันการศึกษาผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ด้วยการคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยใช้ตัวแบบตาม Modified Jones Model พบว่า ผลการศึกษาสอดคล้องกับการใช้ตัวแบบตาม Jones Model

ในบทที่ 5 ผู้วิจัยนำเสนอประเด็นต่างๆ ดังนี้ การสรุปผลการวิจัยทั้งหมดในภาพรวม การอภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดของงานวิจัย ข้อเสนอแนะจากงานวิจัยนี้ และข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 บทนำ

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่าในประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของนักลงทุนในระดับต่ำ เช่นกรณีของประเทศไทย กลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่และรายการคงค้างมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่

วิทยานิพนธ์นี้กำหนดวัตถุประสงค์การวิจัยว่าเพื่อศึกษาปัจจัยด้าน โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรและปัจจัยด้านรายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ โดยกำหนดขอบเขตการศึกษาครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กำหนดระยะเวลาที่ศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2551 และใช้การวิเคราะห์ข้อมูลในสองลักษณะ คือ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สถิติข้อมูลเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์ถดถอย

วิทยานิพนธ์นี้นำเสนอเนื้อหาในบทนี้ดังต่อไปนี้ (1) สรุปผลการวิจัย (2) อภิปรายผลการวิจัย (3) ข้อจำกัดของงานวิจัย (4) ข้อเสนอแนะจากงานวิจัยนี้ และ (5) ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

#### 5.2 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์นี้สรุปผลการวิจัย ดังนี้ (1) คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา (2) ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร (3) ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการ

ตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (4) ผลกระทบของตัวแปรควบคุมที่มีต่อการบริหารกำไร (5) ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 5.2.1 คุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา

กิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว กิจการส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการในสัดส่วนการถือหุ้นที่สูง ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถจำแนกเป็นหลายประเภท ได้แก่ (1) กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว (2) รัฐ (3) นักลงทุนต่างชาติ (4) กลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน (5) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม อย่างไรก็ตาม กิจการบางกิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ นอกจากนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเป็นผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญในกิจการ โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือ อย่างไรก็ตาม บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือในสัดส่วนค่อนข้างต่ำ นอกจากนั้น บริษัทจดทะเบียนมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นของกิจการในสัดส่วนการถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ค่อนข้างต่ำเช่นกัน

คณะกรรมการเป็นกลไกการควบคุมที่อยู่ภายในกิจการที่มีความสำคัญ ผลการศึกษาพบว่า กิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพการไม่ได้ควบตำแหน่งโดยบุคคลเดียวกันกับผู้บริหารสูงสุด กิจการมีจำนวนกรรมการอิสระในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น คณะกรรมการมีการประชุมค่อนข้างสม่ำเสมอและกิจการมีจำนวนกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น นอกจากนี้ กิจการมีคณะกรรมการตรวจสอบในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการทั้งสิ้น คณะกรรมการตรวจสอบมีการประชุมค่อนข้างสม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม กิจการมีจำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินในสัดส่วนน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนกรรมการตรวจสอบทั้งสิ้น ผลการศึกษายังพบว่า กิจการส่วนใหญ่มีขนาดของกิจการ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมปีก่อน และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์

รวมอยู่ในระดับกลาง และงบการเงินจำนวนกึ่งหนึ่งได้รับการตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่

#### 5.2.2 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร

ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากรณีกิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

2) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันมีผลกระทบทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย ผลการศึกษาสอดคล้องกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยเช่นเดียวกัน

3) การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย ผลการศึกษาสอดคล้องกับการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยเช่นเดียวกัน

#### 5.2.3 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

ปัจจัยด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

1) จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

2) เมื่อพิจารณาตัวแปรอื่นด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบ พบว่าจำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการและจำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมี

ผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย ส่วนตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน และสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ ผลการศึกษาพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัย

#### 5.2.4 ผลกระทบของตัวแปรควบคุมที่มีต่อการบริหารกำไร

ตัวแปรควบคุมมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

- 1) ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
- 2) ความเสี่ยงทางการเงิน ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

#### 5.2.5 ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

รายการคงค้างมีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังนี้

- 1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
- 2) รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร และผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์สามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐาน ได้ดังนี้

ตารางที่ 5.1 ตารางสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
1-1	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
1-2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
2	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
3	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
4	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มเองไกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
5	การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
6	สัดส่วนของกรรมการอิสระมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
7-1	จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
7-2	จำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
8	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน

ตารางที่ 5.1 (ต่อ)

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
9	การควบคุมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
10	สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
11	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
12	จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน
13	สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร	ปฏิเสธสมมติฐาน

ตารางที่ 5.2 ตารางสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารกำไรที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

สมมติฐานที่	รายละเอียดของสมมติฐานการวิจัย	ผลการวิจัย
14	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์	ยอมรับสมมติฐาน
15	รายการคงค้างรวมมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์	ยอมรับสมมติฐาน
16	รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์	ยอมรับสมมติฐาน
17	รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์	ยอมรับสมมติฐาน



### 5.3 อภิปรายผลการวิจัย

วิทยานิพนธ์นี้อภิปรายผลการวิจัยในประเด็นต่างๆ ดังนี้ (1) ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร (2) ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร (3) ผลกระทบของตัวแปรควบคุมที่มีต่อการบริหารกำไร (4) ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### 5.3.1 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร

การศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ จากผลการศึกษาที่พบสามารถอภิปรายผลดังนี้

1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 1-2 และปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 1-1 ผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกับ Warfield, Wild, and Wild (1995), Ding, Zhang, and Zhang (2007) และ Teshima and Shuto (2008) คือ เมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่หรือผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นในระดับสูงพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากเมื่อผู้ถือหุ้นใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นสูงจะเป็นผู้ที่มีสถานะเป็นเจ้าของที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นใหญ่จึงไม่ต้องการบันทึกผลกำไรที่เกิดขึ้นให้สูงเกินความเป็นจริง และผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกับแนวคิดตาม Monitoring / Incentives Alignment Hypothesis คือ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้ที่มีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีแรงจูงใจทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้มากที่สุดส่งผลให้ผู้บริหารลดพฤติกรรมการบริหารกำไร

2) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐ และผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากรณีที่กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ สามารถอธิบายว่าเนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลเป็นนักลงทุนที่มีสัดส่วนการถือครองหุ้นของกิจการในสัดส่วนการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมสูงกว่ากรณีที่กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลจึงมีอำนาจแสวงหาประโยชน์จากกิจการได้มากกว่าในกรณีที่กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

กิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นภาครัฐมีความรับผิดชอบต้องจัดทำรายงานทางการเงินเสนอต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียเช่นเดียวกับบริษัทจดทะเบียนโดยทั่วไป ดังนั้นผู้บริหารของกิจการจำเป็นต้องจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อแสดงผลการดำเนินงานให้อยู่ในระดับที่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียคาดหวังเพื่อแสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของกิจการ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นภาครัฐจึงมีอิทธิพลต่อการใช้ดุลยพินิจในการจัดทำรายงานทางการเงินของผู้บริหารมากกว่าในกรณีที่กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นนักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ถือหุ้นที่คาดหวังผลตอบแทนจากการลงทุนเช่นเดียวกับนักลงทุนโดยทั่วไป ผู้บริหารจึงต้องจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อแสดงผลการดำเนินงานให้อยู่ในระดับที่ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้คาดหวัง ดังนั้น ผู้บริหารของกิจการที่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นนักลงทุนต่างชาติจึงต้องใช้ดุลยพินิจในการจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อให้รายงานทางการเงินแสดงผลการดำเนินงานในระดับที่ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้คาดหวัง

3) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 2 และ 3 ตามลำดับ ผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกับ Chung, Firth, and Kim (2002), Mitra and Cready (2005) และ Teshima and Shuto (2008) คือ การมีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกับแนวคิดตาม Efficiency Augmentation Hypothesis คือ นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในเชิงรุกโดยมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วม เพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร และมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวของกิจการ ทำให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญต่อการควบคุมการบริหารกำไร Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) อภิปรายว่า ประเทศต่างๆ ที่มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นประเทศที่มีระดับของการบริหารกำไรต่ำ เนื่องจากประเทศในกลุ่มดังกล่าวมีการรักษาสิทธิของนักลงทุนอย่างเข้มแข็งและมีสภาพการบังคับใช้กฎหมายที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนจึงอยู่ในสภาพแวดล้อมที่สามารถควบคุมการปฏิบัติงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ Cernat (2004) สนับสนุนว่า ตลาดทุนของประเทศในกลุ่มนี้แสดงบทบาทอย่างเต็มที่ในการปกป้องนักลงทุนโดยกำหนดกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดเพื่อการคุ้มครองผู้ถือหุ้น เช่น กำหนดให้กิจการต้องเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องอย่างเพียงพอและป้องกันการใช้ประโยชน์จากข้อมูลภายใน จากเหตุผลสนับสนุนดังกล่าว ผู้ถือหุ้นของกิจการในกลุ่มประเทศเหล่านี้จึงพอใจต่อการ

ปกป้องสิทธิของตนเองโดยการใช้มาตรการทางกฎหมาย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน กลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือจึงมีบทบาทสำคัญต่อการควบคุมการบริหารกำไร

### 5.3.2 ผลกระทบของคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร

การศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่า ปัจจัยด้านคณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ จากผลการศึกษาที่พบสามารถอภิปรายผลดังนี้

#### 1) สัดส่วนของกรรมการอิสระ

ผลการศึกษา ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 6 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003), Klein (2002) และ Chtourou, Bédard, and Courteau (2001) ซึ่งรายงานว่ สัดส่วนของกรรมการจากภายนอกมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม สอดคล้องกับ Bradbury, Mak, and Tan (2006), Park and Shin (2004), Rahman and Ali (2006) และ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการจากภายนอกกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสามารถอธิบายว่า ประเทศไทยมีโครงสร้างการถือหุ้นลักษณะกระจุกตัว กิจกรรมส่วนใหญ่ตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ คณะกรรมการไม่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นทุกรายแต่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ดังนั้น คณะกรรมการจึงถูกครอบงำโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Khanthavit, Polsiri, & Wiwattanakantang, 2003)

#### 2) ขนาดของคณะกรรมการ

จำนวนกรรมการ มีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ 7-1 และปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 7-2 ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Rahman and Ali (2006) แสดงว่า กิจกรรมที่มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ส่งผลให้กิจการบริหารกำไรเพิ่มขึ้น สามารถอธิบายด้วยแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ทำให้เกิดปัญหาตัวแทน เนื่องจากกิจการต้องประสบกับปัญหาด้านการติดต่อสื่อสารระหว่างกรรมการด้วยกันและการปฏิบัติหน้าที่ร่วมกันของกรรมการ (Yermack, 1996) ผลกระทบจากการมีกรรมการจำนวนมากทำให้เกิดปัญหาตัวแทนเพิ่มมากขึ้น นอกจากนั้นกรรมการแต่ละรายคาดหวังว่ากรรมการรายอื่นๆ จะปฏิบัติหน้าที่แทนตนทำให้เกิด Free-Rider Problems เมื่อคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่ไม่สามารถปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ ผู้บริหารจึงเกิดช่องว่างบริหารกำไร

### 3) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการ

จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการ มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 8 ผลการศึกษาที่พบไม่สอดคล้องกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) ซึ่งรายงานว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสามารถอธิบายด้วยแนวคิดของ Jensen (1993) ว่าการประชุมคณะกรรมการที่บ่อยครั้งจนเกินไปทำให้เบียดบังเวลาของกรรมการที่ต้องกำกับดูแลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ดังนั้นความถี่ของการประชุมคณะกรรมการไม่ลดการบริหารกำไร

### 4) การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

ผลการศึกษา ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 9 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Klein (2002) และ Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) พบว่า การควมรวมตำแหน่งทำให้การบริหารกำไรสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม สอดคล้องกับ Bradbury, Mak, and Tan (2006), Chtourou, Bédard, and Courteau (2001), Rahman and Ali (2006) และ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการควมรวมตำแหน่งกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสามารถอธิบายด้วยแนวคิดของทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สินว่าคณะกรรมการและผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการได้ก็ต่อเมื่อผู้เป็นเจ้าของมอบอำนาจหน้าที่การตัดสินใจอย่างเป็นอิสระให้ผู้บริหาร ดังนั้น การควมตำแหน่งทำให้เกิดผลดีต่อกิจการ

### 5) สัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน

ผลการศึกษา ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 10 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Park and Shin (2004) ซึ่งรายงานว่ากรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญด้านการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่มีนัยสำคัญกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม สอดคล้องกับ Xie, Davidson, & DaDalt (2003) ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสามารถ

อธิบายว่า คณะกรรมการอาจถูกครอบงำโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang, 2003)

#### 6) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงิน

ผลการศึกษา ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 11 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) ที่รายงานไว้ว่า สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามสอดคล้องกับ Rahman and Ali (2006) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการมีกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสามารถอธิบายว่า กรรมการตรวจสอบอาจมีประสบการณ์หรือความรู้เกี่ยวกับธุรกิจไม่เหมาะสม (Rahman and Ali, 2006) และกรณีประเทศไทยบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีจำนวนกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินตามเกณฑ์ขั้นต่ำที่หน่วยงานกำกับดูแลกำหนดเท่านั้น

#### 7) ความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ

จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 12 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Chtourou, Bédard, and Courteau (2001) ที่รายงานจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามสอดคล้องกับ Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) และ Rahman and Ali (2006) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสามารถอธิบายว่า การปฏิบัติงานของคณะกรรมการตรวจสอบอาจถูกครอบงำโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ เช่น Mendez and Garcia (2007) รายงานว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ

#### 8) สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบ

ผลการศึกษา ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ 13 ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับ Piot and Janin (2007) รายงานว่า การมีกรรมการตรวจสอบอยู่ใน

คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามสอดคล้องกับ Xie, Davidson, and DaDalt (2003) และ Peasnell, Pope, and Young (2005) ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการมีกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารบริหาร ผลการศึกษาสามารถอธิบายว่า การปฏิบัติงานของคณะกรรมการตรวจสอบอาจถูกรองรับโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang, 2003)

### 5.3.3 ผลกระทบของตัวแปรควบคุมที่มีต่อการบริหารกำไร

จากผลการศึกษาผลกระทบของตัวแปรควบคุมที่มีต่อการบริหารกำไรสามารถอภิปรายผลดังนี้

1) ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ส่งผลให้กิจการบริหารกำไรลดลง สามารถอธิบายว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่มีบุคลากรที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญทางการเงินอย่างเพียงพอในการยับยั้งการบริหารกำไรที่อาจเกิดขึ้น ผลการศึกษาที่พบไม่สอดคล้องกับ Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998) และ Kim, Chung, and Firth (2003) ซึ่งรายงานไว้ว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางเดียวกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

2) ความเสี่ยงทางการเงินมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงว่า กิจการที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงส่งผลให้กิจการบริหารกำไรเพิ่มมากขึ้น สามารถอธิบายว่า กิจการที่มีระดับหนี้สินสูงมากผู้บริหารของกิจการมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการบัญชีเพื่อต้องการให้กิจการลดโอกาสที่ต้องเผชิญกับการฝ่าฝืนเงื่อนไขในสัญญาการกู้ยืมเงิน ดังนั้น กิจการจึงมีแนวโน้มใช้วิธีการต่างๆ ในการบริหารกำไร (DeFond & Jiambalvo, 1994; Davison, Goodwin-Stewart, & Kent, 2005; Bradbury, Mark, & Tan, 2006) ผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกับ Bradbury, Mark, and Tan (2006) และ Klein (2002)

3) ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการบริหารกำไร สามารถอธิบายว่า ปัจจัยอื่นๆ อาจมีผลกระทบต่อคุณภาพต่องบการเงินนอกเหนือจากปัจจัยด้านขนาดของสำนักงานสอบบัญชี เช่น ดุลยพินิจของผู้สอบบัญชี (Individual Auditor's Judgment) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบส่วนเพิ่มต่อคุณภาพของงบการเงินเหนือปัจจัยระดับองค์กร (Audit Firm Level Factors) เช่น ขนาดของ

สำนักงานสอบบัญชี (Techamontrikul, 2006) ผลการศึกษาที่พบไม่สอดคล้องกับ Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998), Francis, Maydew, and Sparks (1999) และ Kim, Chung, and Firth (2003) ซึ่งรายงานว่า ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

4) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงว่า กิจกรรมที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่ามีการบริหารกำไรเพิ่มขึ้น สามารถอธิบายว่า ผู้บริหารของกิจการอาจมีความพยายามชะลอการรับรู้รายได้ เมื่อปรากฏว่า กิจกรรมมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสูงเกินกว่าที่กำหนดไว้ในแผนการจ่ายโบนัสแก่ผู้บริหารซึ่งทำให้ผู้บริหารไม่ได้รับผลตอบแทนในรูปของโบนัสเป็นการเพิ่มเติม (Healy, 1985) ผลการศึกษาที่พบไม่สอดคล้องกับ Peasnell, Pope, and Young (2005) และ Kim, Chung, and Firth (2003) ซึ่งรายงานว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

#### 5.3.4 ผลกระทบของรายการคงค้างที่มีต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์

การศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่า ปัจจัยด้านรายการคงค้างมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์หรือไม่ จากผลการศึกษาที่พบสามารถอภิปรายผลดังนี้

1) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงว่า กระแสเงินสดเป็นข้อมูลที่มีคุณค่า (Information Content) ต่อนักลงทุน นักลงทุนใช้ข้อมูลดังกล่าวเพื่อพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ (Bowen, Burgstahler, and Daley, 1987) ผลการศึกษาที่พบสอดคล้องกับ Subramanyam (1996)

2) รายการคงค้างรวม รายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลกระทบในทางบวกต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงว่า รายการคงค้างเป็นข้อมูลที่มีคุณค่า (Information Content) ต่อนักลงทุน นักลงทุนใช้ประโยชน์จากข้อมูลดังกล่าวเพื่อพิจารณาตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์เช่นกัน (Bowen, Burgstahler, & Daley, 1987) นอกจากนี้ Dechow (1994) อภิปรายว่า รายการคงค้างเป็นข้อมูลที่มีคุณค่ามากกว่า (Incremental Information Content) รายการกระแสเงินสด

อย่างไรก็ตาม Sloan (1996) แสดงความเห็นว่ ถ้าไรจากส่วนที่เป็นกระแสเงินสดเป็นกำไรที่มีความสม่ำเสมอสูงกว่ากำไรจากส่วนที่เป็นรายการคงค้าง Dechow, Ge, and Schrand (2010) สนับสนุนว่า กิจกรรมที่มีรายการคงค้างมากเกินไป ย่อมส่งผลให้กำไรมีคุณภาพต่ำ เนื่องจากรายการเหล่านี้เป็นตัวแทนของส่วนประกอบของกำไรที่มีความสม่ำเสมอต่ำกว่า

#### 5.4 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อจำกัดของงานวิจัยเรื่องผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีดังนี้

##### 1) ปัญหาตัวแปรที่เกี่ยวข้องแต่ไม่ได้นำมาศึกษา

การศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไร วิทยานิพนธ์นี้ใช้แนวความคิดในการเลือกตัวแปรต่างๆ ที่นำมาศึกษาโดยพิจารณาจากงานวิจัยในอดีต อย่างไรก็ตาม ตัวแปรที่อาจเกี่ยวข้องแต่วิทยานิพนธ์นี้ไม่ได้นำมาศึกษาอาจมีผลกระทบต่อการบริหารกำไรเช่นกัน เช่น ผลตอบแทนของกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและผลตอบแทนของกรรมการผู้จัดการที่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ เป็นต้น ตัวแปรเหล่านี้เป็นข้อมูลภายในของกิจการและเป็นข้อมูลที่กิจการไม่เปิดเผยต่อสาธารณชน ดังนั้น วิทยานิพนธ์นี้จึงไม่สามารถเก็บข้อมูลและตรวจสอบผลกระทบจากตัวแปรดังกล่าวได้

##### 2) ภาวะตลาดทุนที่มีความผันผวน

การศึกษารายการค้าง ที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์อาจได้รับผลกระทบจากความผันผวนของภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งสภาวะการณ์ทางการเมือง ความผันผวนเหล่านี้ อาจส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญที่งานวิจัยนี้ใช้เพื่อการศึกษา

นอกจากนี้ กิจการในประเทศไทยได้รับผลกระทบเป็นอย่างมากจากสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศในยุโรปหลังจากปี 2551 ดังนั้นงานวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลเฉพาะปี พ.ศ. 2551 หากศึกษาโดยใช้ข้อมูลของระยะเวลาหลังจากนี้อาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้ เนื่องจาก สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน งานวิจัยในอนาคตจึงอาจศึกษาในช่วงระยะเวลาที่สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจไม่มีความผันผวนและระยะเวลายาวนานกว่านี้



## 5.5 ข้อเสนอแนะจากงานวิจัยนี้

การศึกษาเรื่องผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อเสนอแนะดังนี้

### 5.5.1 หน่วยงานที่มีส่วนในการพัฒนาตลาดทุนและหน่วยงานกำกับดูแลกิจการ

วิทยานิพนธ์นี้พบว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มนี้มีบทบาทเชิงรุกในการตรวจสอบฝ่ายบริหาร ดังนั้น หน่วยงานที่มีส่วนในการพัฒนาตลาดทุนควรสนับสนุนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือให้มากขึ้น เช่น การใช้มาตรการจูงใจทางด้านภาษี เป็นต้น

หน่วยงานกำกับดูแลควรแสดงบทบาทที่เข้มงวดในการตรวจสอบบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะในเรื่องการบริหารกำไร เช่น การให้ความสำคัญกับการตรวจสอบกิจการซึ่งมีส่วนประกอบของกำไรที่เป็นรายการคงค้างมากกว่าส่วนประกอบของกำไรที่เป็นกระแสเงินสด เป็นต้น เนื่องจาก รายการคงค้างไม่ปกติเป็นตัววัดการบิดเบือนที่เกิดขึ้นจากการใช้กฎเกณฑ์ทางบัญชีหรือการบริหารกำไร (Dechow, Ge, & Schrand, 2010)

นอกจากนี้ หน่วยงานกำกับดูแลควรส่งเสริมให้นักลงทุนตระหนักถึงการใช้ประโยชน์ของข้อมูลทางบัญชีเพื่อการลงทุน เช่น การเผยแพร่ความรู้ให้นักลงทุนพิจารณาถึงคุณภาพกำไรเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากการบริหารกำไรส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไร เพราะการบริหารกำไรที่สูงขึ้นทำให้คุณภาพกำไรต่ำลง (Lo, 2008) โดยตัวแปรแทนที่สามารถบ่งชี้ถึงคุณภาพกำไร คือ รายการคงค้าง แนวคิดทางทฤษฎีระบุว่า กิจการที่มีรายการคงค้างที่มากเกินไปทำให้กำไรมีคุณภาพต่ำ (Dechow, Ge, & Schrand, 2010)

### 5.5.2 กิจการ

วิทยานิพนธ์นี้พบว่า นักลงทุนสถาบันกลุ่มเองไกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือให้ความสำคัญต่อการลงทุนในกิจการที่มีคุณภาพกำไรสูง ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรพิจารณาให้ความสำคัญในการจัดทำและเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินให้มีคุณภาพเพื่อให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน

วิทยานิพนธ์นี้พบว่าในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย คณะกรรมการขนาดเล็กสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ดีกว่า เนื่องจากจำนวนกรรมการมีผลกระทบในทางบวกต่อการบริหารกำไร แสดงว่าคณะกรรมการขนาดใหญ่มีประสิทธิภาพน้อยในการปฏิบัติหน้าที่และเพิ่มปัญหาตัวแทน

### 5.5.3 ผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงิน

วิทยานิพนธ์นี้พบว่า ข้อมูลจากรายงานทางการเงิน คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและรายการคงค้างมีผลกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุน ดังนั้น ผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงินควรตระหนักถึงการใช้อย่างเหมาะสมเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

#### 5.5.3 ประโยชน์ในเชิงวิชาการ

วิทยานิพนธ์นี้ค้นพบหลักฐานเพิ่มเติมเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการ คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญอีกกลไกหนึ่งในการควบคุมการบริหารกำไร ดังนั้น กลไกการกำกับดูแลกิจการนี้เป็นกลไกที่มีผลต่อการคุ้มครองนักลงทุนในประเทศไทย

### 5.6 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

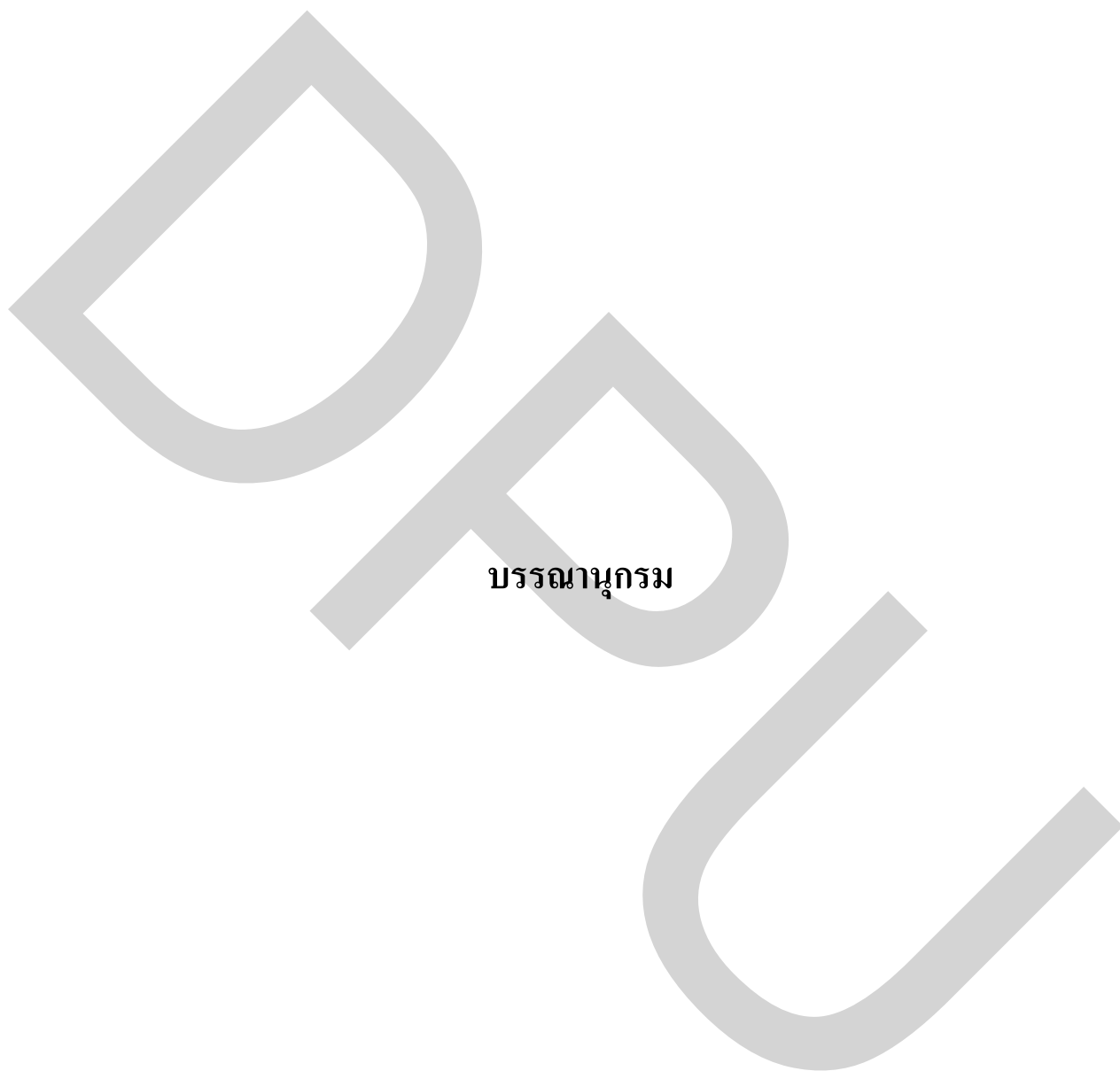
ผลการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการและคณะกรรมการตรวจสอบที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคตดังนี้

5.6.1 จากการศึกษา พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนั้น ประเด็นที่น่าสนใจศึกษาต่อไปคือ กิจการที่มีผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนืออาจมีนโยบายการบัญชีเกี่ยวกับการรับรู้รายได้และการคิดค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นรายการบัญชีที่ใช้ในการบริหารกำไรแตกต่างจากกิจการโดยทั่วไปที่ไม่มีนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นผู้ถือหุ้น งานวิจัยในอนาคตจะเป็นประโยชน์เพื่อหาข้อสรุปว่า กิจการโดยทั่วไปบริหารกำไรด้วยรายการบัญชีใดและใช้นโยบายการบัญชีอย่างไร

5.6.2 จากการศึกษา พบว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญอีกกลไกหนึ่งในการควบคุมพฤติกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหาร ดังนั้น คณะผู้วิจัยในอนาคตอาจศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือที่มีต่อการบริหารกำไรของกิจการที่อยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหาหรือกิจการที่อยู่ระหว่างการปรับปรุงโครงสร้างกิจการ ผลการศึกษาที่ได้จะทำให้สามารถค้นพบหลักฐานเพิ่มเติมว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มเอง โกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการในการ

ควบคุมพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหารของกิจการที่อยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหาหรือกิจการที่อยู่ระหว่างการปรับปรุงโครงสร้างกิจการหรือไม่

5.6.3 จากการศึกษารายการคงค้างที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ พบว่า กิจการในประเทศไทยได้รับผลกระทบเป็นอย่างมากจากสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศสหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศในยุโรปหลังจากปี 2551 ดังนั้น งานวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลเฉพาะปี พ.ศ. 2551 เพราะหากศึกษาโดยใช้ข้อมูลของระยะเวลาหลังจากนี้อาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้ เนื่องจาก สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน งานวิจัยในอนาคตจึงอาจศึกษาในช่วงระยะเวลาที่สภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจไม่มีความผันผวนและระยะเวลายาวนานกว่านี้



**บรรณานุกรม**

## บรรณานุกรม

### ภาษาไทย

### วิทยานิพนธ์

สุรศักดิ์ ไชยชนกิจ. (2549). *วิเคราะห์ปัจจัยความสำเร็จและล้มเหลวของระบบธรรมาภิบาลบริษัทไทยผ่านกรอบทฤษฎีตรีมิติ* (ปริญญาานิพนธ์ปริญญาคุชฎีบัณฑิต). กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

### ภาษาต่างประเทศ

### BOOKS

Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

Bowerman, B., O'Connell, R., Orris, J., & Murphree, E. (2010). *Essentials of business statistics*. New York: McGraw-Hill.

Khanthavit, A., Polsiri, P., & Wiwattanakantang, Y. (2003). Did families lose or gain control after the East Asian financial crisis?. In J. Fan, M. Hanazaki, & J. Teranishi. *Designing financial systems in East Asia and Japan*. London: Routledge.

Thai Brooker Group Public Company Limited. (2003). *Thai Business Groups* (5th ed.). Bangkok: Candor Graphics & Printing.

Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. New Jersey: Prentice-Hall.

### ARTICLES

Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. F. (2004). Audit committee characteristics and restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23, 69-87.

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What is the trigger? *Organization Studies*, 25, 415-443.
- Alexander, D., & Archer, S. (2000). On the myth of "Anglo-Saxon" financial accounting. *The International Journal of Accounting*, 35, 539-557.
- Allen, F. (2001). Do financial institutions matter? *The Journal of Finance*, 56, 1165-1175.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reed, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.
- Ayers, B. C., Jiang, J., & Yeung, P. E. (2006). Discretionary accruals and earnings management: An analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81, 617-652.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1-51.
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002). Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10Q filings. *Journal of Accounting Research*, 40, 987-1012.
- Balsam, S., Krishnan, J., & Yang, J. S. (2003). Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22, 71-97.
- Bange, M., & De Bondt, W. (1998). R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance*, 4, 153-184.
- Bao, B.-H., & Bao, D.-H. (2004). Income smoothing, earnings quality and firm valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 1525-1557.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2001). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 421-452.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 7, 443-465.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15, 1-24.

- Bédard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23, 13-35.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27, 3-17.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Blackburn, V. L. (1994). The effectiveness of corporate control in the U.S. *Corporate Governance: An International Review*, 2, 196-202.
- Bliss. (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. *Accounting and Finance*, 51, 361-380.
- Bowen, R. M., Burgstahler, D., & Daley, L. (1987). The incremental information content of accrual versus cash flows. *The Accounting Review*, 62, 723-747.
- Bradbury, M. E., Mak, Y. T., & Tan, S. M. (2006). Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review*, 18, 47-68.
- Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2001). Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research*, 39, 45-74.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Bronson, S. N., Carcello, J. V., Hollingsworth, C. W., & Neal, T. L. (2009). Are fully Independent audit committees really necessary? *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, 265-280.
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & Finance*, 51, 96-172.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earning management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.

- Burgstahler, D., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81, 983-1016.
- Burkart, M., Gromb, D. & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 693-728.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 167-201.
- Bushman, R., Piotroski, J., & Smith, A. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42, 207-268.
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.
- Butler, M., Leone, A. J., & Willenborg, M. (2004). An empirical analysis of auditor reporting and its association with abnormal accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 139-165.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-222.
- Cahan, S. F. (1992). The effect of anti-trust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis. *The Accounting Review*, 67, 77-95.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Neal, T. L. (2002). Disclosures in audit committee charters and reports. *Accounting Horizons*, 16, 291-304.
- Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, continental, or still the century of diversity? *Journal of European Public Policy*, 11, 147-166.
- Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12, 479-491.
- Chan, K., Chan, L. K. C., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2006). Earning quality and stock return. *The Journal of Business*, 79, 1041-1082.
- Chtourou, S. M., Bédard, J., & Courteau, L. (2001). *Corporate governance and earnings management. Working paper*. University of Laval Canada.



- Chung, R. M., Firth, M., & Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8, 29-48.
- Chung, R., Ho, S., & Kim, J.-B. (2004). Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan. *Journal of International Accounting*, 13, 1-20.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., & Fan, J. P. H. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3, 71-103.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2004). The corporate governance mosaic and financial reporting quality. *Journal of Accounting Literature*, 23, 87-152.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., & Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics*, 43, 195-218.
- Cready, W. M. (1994). Determinants of relative investor demand for common stocks. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10, 487-507.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674-686.
- D'Arcy, A. (2001). Accounting classification and the international harmonization debate-an empirical investigation. *Accounting, Organizations and Society*, 26, 327-349.
- Davis, J., Schoorman, D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- Davison, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earning management. *Accounting and Finance*, 45, 241-267.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial ownership of voting right: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14, 33-69.

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. L. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 113-143.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economic*, 3, 183-199.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61, 400-420.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3-42.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting Economics*, 17, 145-176.
- Delton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 29-47.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36.
- DeZoort, F. T., Hermanson, D. R., Archambeault, D. S., & Reed, S. A. (2002). Audit committee effectiveness: A synthesis of the empirical audit committee literature. *Journal of Accounting Literature*, 21, 38-75.

- DeZoort, F. T., & Salterio, S. (2001). The effects of corporate governance experience and financial reporting and audit knowledge on audit committee members' judgments. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 21, 31-47.
- Ding, Y., Zhang, H., & Zhang, J. (2007). Private VS state ownership and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance*, 15, 223-238.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88, 430-465.
- Duggal, R., & Millar, J. A. (1999). Institutional ownership and firm performance: The case for bidder returns. *Journal of Corporate Finance*, 5, 103-117.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59, 537-600.
- Dye, R. A. (1993). Auditing standards, legal liability and auditor wealth. *The Journal of Political Economy*, 101, 887-914.
- El-Gazzar, S. M. (1998). Predisclosure information and institutional ownership: A cross-examination of market revaluations during earning announcement period. *The Accounting Review*, 73, 119-129.
- Eng, L. I., & Shackell, M. (2001). The implications of long-term performance plans and institutional ownership for firms' research and development expertise. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16, 117-139.
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80, 1101-1124.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-396.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.

- Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Field, L., & Karpoff, J. (2002). Take-over defences of IPO firms. *The Journal of Finance*, 57, 1857-1889.
- Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999). The role of big6 auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 18, 17-34.
- Franks, J., & Mayer, C. (2001). Ownership and control of German corporations. *The Review of Financial Studies*, 14, 943-977.
- Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2009). Ownership: Evolution and regulation. *The Review of Financial Studies*, 22, 4009-4056.
- Franks, J., Mayer, C., & Wagner, H. F. (2006). The origins of the German corporation-finance, ownership and control. *Review of Finance*, 10, 537-585.
- Gaio, C., & Raposo, C. (2011). Earnings quality and firm valuation: International evidence. *Accounting & Finance*, 51, 467-499.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M., & Austin, J. R. (1995). Additional evidence on bonus plans and Income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 3-28.
- Glaum, M., & Mandler, U. (1997). German managers' attitudes towards Anglo-American accounting: Results from an empirical study on global accounting harmonization. *The International Journal of Accounting*, 32, 463-485.
- Greaves, S., & Waddock, S. (1990). Institutional ownership and control: Implications for long-term corporate strategy. *Academy of Management Executives*, 4, 75-83.
- Grier, P., & Zychowicz, E. J. (1994). Institutional investors, corporate discipline and the role of debt. *Journal of Economics and Business*, 46, 1-11.
- Grossman, S. J., & Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Grossman, S. J., & Hart, O. (1988). One share/one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Guay, W. R., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1996). A market-based evaluation of discretionary accrual methods. *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement), 83-105.

- Gul, F. A., Chen, C. J. P., & Tsui, J. S. L. (2003). Discretionary accounting accruals, managers' incentives, and audit fees. *Contemporary Accounting Research*, 20, 441-464.
- Hail, L., & Leuz, C. (2009). Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 93, 428-454.
- Han, J. C., & Wang, S. (1998). Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis. *The Accounting Review*, 73, 103-117.
- Hansen, G. S., & Hill, C. W. C. (1991). Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology driven industries. *Strategic Management Journal*, 12, 1-16.
- Harris, M., & Raviv, A. (1988). Corporate governance: Voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
- Haw, I. M., Hu, B. B., Hwang, L. S., & Wu, W. (2004). Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research*, 42, 423-462.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- Hill, C. W. C., Hitt, M. A., & Hoskisson, R. E. (1988). Declining U. S. competitiveness: Reflections on a crisis. *Academy of Management Executive*, 2, 51-60.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40, 105-134.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 492-509.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24, 191-201.

- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90, 22-27.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kalbers, L. P., & Fogarty, T. J. (1993). Audit committee effectiveness: An empirical investigation of the contribution of power. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 12, 24-49.
- Kim, J.-B., Chung, R., & Firth, M. (2003). Auditor conservatism, asymmetric monitoring and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 20, 323-359.
- Kim, J.-B., & Yi, C. H. (2006). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary Accounting Research*, 23, 427-464.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of directors' characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45, 385-420.
- Leuz, C. (2010). Different approaches to corporate reporting regulation: How jurisdictions differ and why. *Accounting and Business Research*, 40, 229-256.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. *The Accounting Review*, 63, 1-21.

- Lin, J. W., & Hwang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Auditing, 14*, 57-77.
- Lin, J. W., Li, J. F., & Yang, J. S. (2006). The effect of audit committee performance on earnings quality. *Managerial Auditing Journal, 21*, 921-933.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38*, 159-184.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer, 48*, 59-77.
- Liu, G., & Sun, J. (2010). Ultimate ownership structure and corporate disclosure quality: Evidence from China. *Managerial Finance, 36*, 452-467.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting Economics, 45*, 350-357.
- McMullen, D. A., & Raghunandan. (1996). Enhancing audit committee effectiveness. *Journal of Accountancy, 182*, 79-81.
- Mendez, C. F., & Garcia, A. (2007). The effect of ownership structure and board composition on the audit committee meeting frequency: Spanish evidence. *Corporate Governance: An International Review, 15*, 909-922.
- Menon, K., & Williams, J. O. (1994). The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy, 13*, 121-139.
- Miles, L. (2006). The application of Anglo-American corporate practices in societies influenced by Confucian values. *Business and Society Review, 111*, 305-321.
- Miller, P., & Norburn, D. (1986). Directors in strategic crisis. *Advances in Strategic Management, 4*, 95-110.
- Mitra, S., & Cready, W. (2005). Institutional stock ownership, accrual management, and information environment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance, 20*, 257-286.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics, 20*, 293-315.

- Murphy, A., & Topyan, K. (2005). Corporate governance: A critical survey of key concepts, issues, and recent reforms in the US. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17, 75-89.
- Nabar, S., & Boonlert-U-Thai, K. K. (2007). Earnings management, investor protection, and national culture. *Journal of International Accounting Research*, 6, 35-54.
- Nenova, T. (2003). The value of voting rights and control benefits: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Othman, H. B., & Zeghal, D. (2006). A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting*, 41, 406-435.
- Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking and Finance*, 27, 2369-2392.
- Park, Y. W., & Shin, H.-H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10, 431-457.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1311-1346.
- Piot, C., & Janin, R. (2007). External auditors, audit committees and earnings management in France. *European Accounting Review*, 16, 429-454.
- Potter, G. (1992). Accounting earnings announcements, institutional investor concentration, and common stock returns. *Journal of Accounting Research*, 30, 146-155.
- Prowse, S. D. (1990). Institutional investment patterns and corporate behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*, 27, 43-66.
- Prowse, S. D. (1992). The Structure of corporate ownership in Japan. *The Journal of Finance*, 47, 1121-1140.
- Quarles, N. R. (1994). An examination of promotion opportunities and evaluation criteria as mechanisms for affecting internal auditor commitment, job satisfaction and turnover intentions. *Journal of Managerial Issues*, 2, 176-194.
- Raghunandan, K. R., & Rama, D. V. (2007). Determinants of audit committee diligence. *Accounting Horizons*, 21, 265-297.



- Raghunandan, K. R., Rama, D. V., & Scarbrough, D. P. (1998). Accounting and auditing knowledge level of Canada audit committees: Some empirical evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 7, 181-194.
- Raghunandan, K. R., Read, W. J., & Rama, D. V. (2001). Audit committee composition, 'gray directors' and interaction with internal auditing. *Accounting Horizons*, 15, 105-118.
- Rahman, R. A., & Ali, F. H. M. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21, 783-804.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial dependence and growth. *The American Economic Review*, 88, 559-586.
- Roe, M. J. (1990). Political and legal restraints on ownership and control of public companies. *Journal of Financial Economics*, 27, 7-41.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.
- Sarkar, J., Sarkar, S., & Sen, K. (2008). Board of directors and opportunistic earnings management: Evidence from India. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23, 517-551.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17, 97-110.
- Sharma, V., Naiker, V., & Lee, B. (2009). Determinants of audit committee meeting frequency: Evidence from a voluntary governance system. *Accounting Horizons*, 23, 245-263.
- Shiller, R. J., & Pound, J. (1989). Survey evidence on diffusion of interest and information among inventors. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12, 44-66.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66, 3-27.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71, 289-315.

- Sommer, A. A. (1991). Auditing audit committees: An educational opportunity for auditors. *Accounting Horizons*, 5, 91-93.
- Street, D. L., & Shaughnessy, K. A. (1998). The quest for international accounting harmonization: A review of the standard setting agendas of the IASC, US, UK Canada, and Australia, 1973-1997. *The International Journal of Accounting*, 33, 179-209.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting Economics*, 22, 249-281.
- Sundaramurthy, C., Rhoades, D. L., & Rechner, P. L. (2005). A meta-analysis of the effects of executive and institutional ownership on firm performance. *Journal of Managerial Issues*, 17, 494-510.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308.
- Teshima, N., & Shuto, A. (2008). Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19, 107-132.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
- Wahal, S., & McConnell, J. J. (2000). Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Accounting and Economics*, 6, 307-325.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61-91.
- Wayne, H. M., & Megan, P. M. (1997). The decline of takeovers and disciplinary managerial. *Journal of Financial Economics*, 44, 205-228.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.
- Xu, R. Z., Taylor, G. K., & Dugan, M. T. (2007). Review of real earnings management literature. *Journal of accounting literature*, 26, 195-228.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of a companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.
- Yoshikawa, T., & Rasheed, A. A. (2009). Convergence of corporate governance: Critical review and future directions. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 388-404.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. II. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zingales, L. (1995). What determines the vale of corporate votes? *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1075-1110.

#### DISSERTATIONS

- Techamontrikul, J. (2006). *Quality of audited financial statements/ individual judgement/ individual factors/ firm factors* (Doctoral dissertation). Bangkok: Chulalongkorn University.

## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-สกุล	นายนิพนธ์ โพธิ์วิจิตร
ประวัติการศึกษา	บัญชีบัณฑิต สาขาการสอบบัญชี พ.ศ. 2532 มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี พ.ศ. 2540 มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ พ.ศ. 2543 มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
ตำแหน่งและสถานที่ทำงานปัจจุบัน	อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ วิทยาเขตตรัง