

ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นิพัทธ์ โภธีวิจิตร*

ดร.พิรุณา ไบโลวิสต์**

ดร.จิตติมา สิทธิพงษ์พานิช**

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการบริหารกำไรกลุ่มตัวอย่างที่ใช้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงิน ในปี พ.ศ. 2561 งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น รวมถึงการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ นักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือและการมีนักลงทุนสถาบันในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 วิธีดำเนินการวิจัยที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ การวิเคราะห์ถดถอย ผลการศึกษาพบว่าการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไร ผลการศึกษาสนับสนุนทฤษฎี Monitoring/Incentives Alignment ที่ว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการเนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้แสดงบทบาทในการตรวจสอบและควบคุมผู้บริหาร นอกจากนี้สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือและการมีนักลงทุน

* อาจารย์ประจำ สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ วิทยาเขตตรัง

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำ ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

สถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งสิ้นมีผลกระทบต่อการบริหารกำไร ผลการศึกษาสนับสนุนแนวคิดของทฤษฎี Efficiency Augmentation ที่ว่านักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วมในการตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร การศึกษานี้มีข้อเสนอแนะว่าการลงทุนของนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นกลไกที่สำคัญอย่างหนึ่งในการกำกับดูแลและการที่ส่งเสริมความโปร่งใสของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้นหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาตลาดทุนในประเทศไทยควรสนับสนุนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้ให้มากขึ้น เนื่องจากผู้วิจัยพบว่าการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือยังมีสัดส่วนที่ต่ำ นอกจากนี้หน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยควรแสดงบทบาทที่เข้มงวดในการตรวจสอบโดยเฉพาะในเรื่องการบริหารกำไร

คำสำคัญ: การบริหารกำไร โครงสร้างผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ นักลงทุนกลุ่มแองโกล-อเมริกัน

ABSTRACT

The main purpose of this study is to examine the impact of ownership structure on earnings management. 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%. The methodology used in this study is regression analysis. The results show that shareholdings by controlling shareholders have negative effects on earnings management. These findings support the monitoring/incentives alignment hypothesis, which states that concentrated ownership structure is beneficial to firms because controlling shareholders play a key role in disciplining and monitoring managers. In addition, shareholdings by Anglo-American and North American institutional investors and the presence of Anglo-American and North American institutional investors who hold more than 25% of total shareholdings have negative effects on earnings management. The results support the efficiency augmentation hypothesis, which describes that institutional investors have incentives to play an active monitoring role. This research suggests that the existence of Anglo-American and North American institutional investors is considered as an important corporate governance mechanism that improves the transparency of listed firms. Relevant authorities, which regulate capital markets in Thailand, should encourage the investment of these institutional investors because we find a low proportion of their shareholdings. Also, agencies governing Thai listed firms should play stricter monitoring roles, especially in the aspect of earnings management.

Keywords: Earnings Management; Ownership Structure; Controlling Shareholders; Anglo-American Institutional Investors

บทนำ

วัตถุประสงค์สำคัญของรายงานทางการเงินคือเพื่อให้สารสนเทศแก่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจอย่างเหมาะสม (Bushman and Smith, 2001) ผู้บริหารมีความรับผิดชอบต่อการจัดทำรายงานทางการเงิน (Brown, Beekes, and Verhoeven, 2011) อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารอาจเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินซึ่งต้องนำเสนอต่อบุคคลภายนอกเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว วิธีการหนึ่งที่ยอมรับใช้คือการบริหารกำไร (Schipper, 1989)

การบริหารกำไรสร้างปัญหาและผลกระทบต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียหลายประการ เช่น ปัญหาความสมมาตรของข้อมูล ซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Park and Shin, 2004) ต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น (Dechow, Sloan, and Sweeney, 1996) และคุณภาพกำไรลดลง (Lo, 2008) เมื่อผู้ใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินโดยไม่พิจารณาถึงคุณภาพกำไรย่อมส่งผลกระทบต่อกระบวนการตัดสินใจ (Sloan, 1996; Subramanyam, 1996)

ประเทศไทยเป็นประเทศกำลังพัฒนาที่มีความต้องการระดมเงินทุนเป็นจำนวนมากจากนักลงทุนต่างประเทศ ทั้งในรูปแบบของการลงทุนทางตรงและโดยผ่านตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งระดมเงินทุนสำคัญของภาคธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนของไทยเป็นตลาดทุนที่กำลังพัฒนาและมีขนาดเล็ก หลักเกณฑ์สำคัญประการหนึ่งซึ่งนักลงทุนต่างประเทศใช้พิจารณาจัดสรรเงินเพื่อลงทุนในประเทศต่าง ๆ คือการปกป้องสิทธิของนักลงทุนอย่างเข้มงวด La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1997) และ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999) พบว่าการปกป้องสิทธิของนักลงทุนในประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำ La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1999) แสดงให้เห็นว่ากิจการในประเทศที่ปกป้องสิทธิของนักลงทุนสูงแสดง

ผลการดำเนินงานดีกว่าประเทศที่ปกป้องสิทธิของนักลงทุนต่ำ Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) สนับสนุนว่าระดับการปกป้องนักลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญต่อคุณภาพของข้อมูลทางการเงินที่รายงานต่อบุคคลภายนอก

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) อภิปรายว่าการปกป้องสิทธิของนักลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องกำหนดให้มีความเข้มงวดแล็กกิจการที่ดี ประเด็นที่ควรพิจารณา คือ ประเทศที่มีการปกป้องสิทธิของนักลงทุนอยู่ในระดับต่ำเช่นกรณีของประเทศไทย กลไกการกำกับดูแลกิจการที่สำคัญคือโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งกิจการส่วนใหญ่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกิจการตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Khanthavit, Pongsiri, and Wiwattanakantang, 2003) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่

ผู้ถือหุ้นสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ นักลงทุนกลุ่มนี้มีเครือข่ายการประกอบธุรกิจอยู่ในประเทศต่าง ๆ ทั่วโลกและต้องการให้กิจการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจ (Cernat, 2004) งานวิจัยนี้สนใจศึกษาบทบาทของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือว่ามีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ งานวิจัยนี้ศึกษาประเด็นนี้เป็นครั้งแรก ผลการศึกษาที่ได้ทำให้สามารถค้นพบกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่นนอกเหนือจากกลไกที่ค้นพบอยู่แล้วในปัจจุบันอันเป็นประโยชน์ต่อการคุ้มครองสิทธิของนักลงทุนซึ่งเป็นประเด็นที่เป็นจุดอ่อนของประเทศกำลังพัฒนาทั้งหลายรวมทั้งประเทศไทย

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องรวมทั้งพัฒนาสมมติฐานที่ต้องการทดสอบ กำหนดระเบียบวิธีวิจัย ผลการวิเคราะห์ข้อมูล และสรุปผลการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะจากงานวิจัย ดังนี้

แนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ความหมายของการบริหารกำไร

จากการศึกษาพบว่านักวิชาการมีแนวคิดและมุมมองต่อการบริหารกำไรแตกต่างกันดังนี้ (1) Davidson, Stickney, and Weil (1987) (อ้างถึงใน Schipper, 1989) แสดงความเห็นว่าการบริหารกำไร คือ กระบวนการกระทำต่าง ๆ อย่างมีเจตนาภายใต้ขอบเขตของหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปเพื่อให้ระดับของกำไรที่รายงานเป็นไปตามที่ต้องการ (2) Schipper (1989) ระบุว่าการบริหารกำไรคือการเข้าแทรกแซงกระบวนการจัดทำรายงานทางการเงินที่ต้องนำเสนอต่อบุคคลภายนอกอย่างตั้งใจเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นสำคัญ (3) Healy and Wahlen (1999) อภิปรายว่าการบริหารกำไรเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายงานทางการเงินและการจัดโครงสร้างรายการเพื่อเปลี่ยนแปลงรายงานทางการเงินและให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเข้าใจผิดในผลการดำเนินงานเชิงเศรษฐกิจของกิจการหรือให้เกิดอิทธิพลต่อผลตามสัญญาใด ๆ ซึ่งขึ้นอยู่กับตัวเลขทางบัญชีที่รายงาน

จากคำนิยามข้างต้น แรงจูงใจที่ผู้บริหารต้องการบิดเบือนรายงานทางการเงินเป็นแรงจูงใจตามสัญญา (Watts and Zimmerman, 1986) เนื่องจากผู้บริหาร (องค์กร) สามารถสร้างมูลค่าสูงสุดแก่ผู้เป็นเจ้าของที่ตกลงไว้ในสัญญา วัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหารทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ แนวความคิดที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหารและผลประโยชน์ที่แตกต่างซึ่งสามารถอธิบายด้วยทฤษฎีตัวแทน ดังนี้

ทฤษฎีตัวแทน

Jensen and Meckling (1976) มีแนวคิดว่าความสัมพันธ์ระหว่างกรผู้เป็นเจ้าของตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ตามสัญญา โดยบุคคลฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการและฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน ตัวการมอบอำนาจให้แก่ตัวแทนเพื่อให้ตัวแทนใช้อำนาจตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ แทนตัวการ อย่างไรก็ตาม ตัวการใช้อำนาจดังกล่าวจนผลประโยชน์แก่ตนเองและ

พวกเขาจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นสามารถแก้ไขให้ลดลงได้โดยใช้กลไกที่สำคัญคือ การสอดส่องดูแลและกลไกการรักษาสัญญา อย่างไรก็ตาม การใช้กลไกดังกล่าวก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายที่เรียกว่าการสอดส่องดูแลและค่าใช้จ่ายในการรักษาสัญญา นอกจากนี้ ปัญหาตัวแทนทำให้เกิดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนที่ยังไม่ได้รับการแก้ไข ต้นทุนเหล่านี้คือ ต้นทุนจากการใช้ตัวแทน

เมื่อกิจการต้องการใช้กระบวนการของสัญญา (Contracting Process) ระหว่างตัวการและตัวแทน บรรลุผล กิจการมักกำหนดจำนวนเงินทางบัญชีไว้ในสัญญาเพื่อใช้เป็นเครื่องวัดตรวจสอบผู้บริหารซึ่งทำให้กิจการสามารถลดต้นทุนจากการใช้ตัวแทน ดังนั้น ผู้บริหารจึงเกิดแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่ทำให้เกิดประโยชน์แก่ตนเอง แนวความคิดที่กล่าวถึงแรงจูงใจที่ผู้บริหารเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อบริหารกำไรนั้นสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎี Positive Accounting ดังนี้

ทฤษฎี Positive Accounting

Watts and Zimmerman (1986) กล่าวถึงแนวคิดที่เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อจัดทำข้อมูลทางการเงินบัญชี ได้แก่ (1) Bonus Plan Hypothesis (2) Debt/Equity Hypothesis และ (3) Political Cost Hypothesis โดยสองสมมติฐานแรกมีแนวคิดที่ผู้บริหารต้องการให้กำไรที่รายงานซึ่งต้องบันทึกในวคตอนาคตเลื่อนเข้ามาบันทึกในวคตปัจจุบัน เนื่องจากแรงจูงใจที่เกิดจากแผนการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารและผลกระทบที่เกิดจากสัญญาการกู้ยืมเงิน ส่วนสมมติฐานหลังมีแนวความคิดว่าผู้บริหารต้องการให้กำไรที่รายงานซึ่งต้องบันทึกในวคตปัจจุบันเลื่อนไปบันทึกในวคตอนาคตเนื่องจากแรงจูงใจที่เกิดจากการเผชิญกับกระบวนการทางการเมือง (Political Process) อาจส่งผลกระทบต่อกิจการและทำให้เกิดต้นทุนทางการเมือง (Political Costs) ผู้บริหารมักเลือกใช้วิธีการทางบัญชีที่เล็งเห็นผลว่าก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง

การวัดค่าการบริหารกำไร

Healy and Wahlen (1999) ระบุว่าแนวทางทั่วไปที่ใช้วัดค่าการบริหารกำไร คือ การประมาณรายการคงค้างที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Accruals) ซึ่งเป็นการวัดผลกระทบที่เกิดขึ้นเนื่องจากผู้บริหารตัดสินใจทางบัญชี โดยมีระดับของความผิดพลาดเกิดขึ้น รายการคงค้างที่ไม่คาดหวังหรือรายการคงค้างไม่ปกติ (Abnormal Accruals) หรือรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) เป็นรายการคงค้างที่ไม่สามารถอธิบายได้ (Unexplained Components of Total Accruals) หรือส่วนที่เหลือ (Residual) และใช้เป็นตัวแทนวัดค่าการบริหารกำไร Dechow, Ge, and Schrand (2010) สนับสนุนว่ารายการคงค้างไม่ปกติเป็นตัววัดการบิดเบือนที่เกิดจากการใช้กฎเกณฑ์ทางบัญชีหรือการบริหารกำไร

ประเภทของโครงสร้างผู้ถือหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นจำแนกเป็นสองรูปแบบคือโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) และโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันเป็นสาเหตุของปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียมีความแตกต่างกัน ซึ่งรายละเอียดต่อไปนี้

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว

กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวประกอบด้วยผู้ถือหุ้นจำนวนมากรายและแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนน้อย ดังนั้นจึงไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงมากพอที่เข้าควบคุมกิจการได้ ผู้ถือหุ้นจึงมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย Denis and McConnell (2003) ระบุว่ากิจการมักบริหารงานโดยผู้บริหารมืออาชีพ โครงสร้างลักษณะนี้พบได้ในประเทศที่มีตลาดทุนขนาดใหญ่เช่นสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ (Denis and McConnell, 2003; Franks, Mayer, and Vengert, 2006; Franks, Mayer, and Rossi, 2009)

ซึ่งเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว (Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003)

กิจการในโครงสร้างลักษณะนี้อยู่ภายใต้ระบบการควบคุมกิจการเป็นระบบภายนอก (Outside Systems) (Frank and Mayer, 2001) หรือระบบที่มีตลาดเป็นศูนย์กลาง (Market-Centered System) (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2000; Denis and McConnell, 2003) Frank and Mayer (2001) ระบุว่าลักษณะของระบบภายนอกคือตลาดทุนต้องมีขนาดใหญ่และมีสภาพคล่องสูงที่ให้นักลงทุนสามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่รับรู้เกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ได้

Leuz (2010) อธิบายว่าระบบภายนอกความเป็นเจ้าของกระจายไปสู่นักลงทุนจำนวนมาก นักลงทุนจึงไม่มีสิทธิพิเศษใดๆ ในการเข้าถึงข้อมูล นักลงทุนจำเป็นต้องได้รับการปกป้องโดยสัญญาที่มีความชัดเจนแน่นอน (Explicit Contracts) สิทธิที่มีความครอบคลุมเพียงพอ (Extensive Rights) ระบบกฎหมายที่ทำหน้าที่อย่างดี (Well-Functioning Legal System) การรายงานและการเปิดเผยข้อมูลช่วยขจัดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูล และช่วยให้นักลงทุนสามารถติดตามสิทธิเรียกร้องทางการเงินของตนได้

กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวแบ่งแยกความเป็นเจ้าของและอำนาจการควบคุมกิจการอย่างชัดเจน ปัญหาตัวแทนเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้บริหารซึ่งมีอำนาจควบคุมกิจการ (Shleifer and Vishny, 1997)

Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่าผู้ถือหุ้นมอบอำนาจควบคุมกิจการแก่ผู้บริหารโดยคาดหวังว่าผู้บริหารจะสร้างผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามเมื่อผู้บริหารบริหารกิจการแต่ไม่ได้มีส่วนได้เสียใดๆ ในมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น ผู้บริหารอาจเกิดแรงจูงใจนำทรัพยากรนั้นไปสร้างผลประโยชน์แก่ตนเอง ดังนั้นกิจการควรให้ผู้บริหารมีส่วนได้เสียในกิจการโดยเข้าถือหุ้นในสัดส่วนที่มากพอเพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่เกิดขึ้น แนวความคิด

ของการทำให้ผลประโยชน์ของตัวแทนเป็นไปในทิศทางเดียวกับตัวการนำไปสู่สมมติฐานการมีผลประโยชน์ในทิศทางเดียวกัน (Convergence of Interest Hypothesis)

อย่างไรก็ตาม Morck, Shleifer, and Vishny (1988) เห็นว่าเมื่อผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงจนถึงระดับหนึ่ง ผู้บริหารยอมใช้สิทธิออกเสียงเพื่อรักษาผลประโยชน์และความมั่งคั่งของตนเอง (Self Exploitation) Demsetz (1983) และ Fama and Jensen (1983) อภิปรายว่าเมื่อผู้ถือหุ้นภายในหรือผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงนำไปสู่การสร้างความมั่นคงในตำแหน่งมากเกินไป

กลไกการกำกับดูแลกิจการจากภายนอกเป็นกลไกช่วยลดปัญหาตัวแทน เช่นตลาดการครอบงำกิจการ (Takeover Markets) Allen (2001) กล่าวว่ากลไกนี้กระตุ้นให้ผู้บริหารต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถและเอาใจใส่ต่อผู้ถือหุ้น

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

กิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยรายและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมากทำให้ใช้สิทธิเข้าควบคุมกิจการหรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Controlling Shareholders) ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Minority Shareholders) และไม่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ

กิจการที่มีโครงสร้างลักษณะนี้ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม 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) พบว่าประเทศต่าง ๆ นอกจากสหรัฐอเมริกาและอังกฤษมักมีรูปแบบของการถือหุ้นที่กระจุกตัว โดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลและภาครัฐเป็นกลุ่มที่พบมากที่สุด กิจการมักถูกบริหารจัดการโดยสมาชิกของครอบครัวหรือตระกูล และผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงมีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการ Shleifer and Vishny

(1997) ระบุว่าปัญหาตัวแทนเกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

Shleifer and Vishny (1986) และ Burkart, Gromb, and Panunzi (1997) แสดงความเห็นว่าการที่ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการต้องการตรวจสอบผู้บริหารเนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารปฏิบัติตามอย่างมีประสิทธิภาพ กิจการจึงมีกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้ถือหุ้นทุกรายจึงได้รับผลประโยชน์ร่วมกัน (Shared Benefits of Control) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน Monitoring Hypothesis

Claessens and Fan (2002) อภิปรายว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจควบคุมการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการเพื่อให้มูลค่าหลักทรัพย์ของกิจการเพิ่มขึ้นทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันนี้เป็นไปตามแนวคิดของ Incentives Alignment Hypothesis ดังนั้นแนวคิดของ Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนผลักดันต่อการสร้างมูลค่ากิจการให้เพิ่มขึ้น

ในทางตรงกันข้าม Shleifer and Vishny (1997) แสดงความเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการอาจใช้อำนาจนำทรัพยากรและผลกำไรของกิจการไปแสวงหาผลประโยชน์ทำให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวจากการควบคุมกิจการ (Private Benefits of Control) สร้างความเสียหายต่อผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ผลประโยชน์ที่มีความขัดแย้งกันนี้สอดคล้องกับแนวคิดของ Expropriation/Entrenchment Hypothesis ตามแนวคิดนี้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการทำให้มูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยลดลง

ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการและผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่มีต่อการบริหารกำไร

กิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นกระจุกตัวมักมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นเจ้าของที่มีอำนาจควบคุมกิจการตัวจริง (Ultimate Controlling Owners) ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการจึงต้องการมีส่วนแบ่งในสิทธิในการควบคุมสัดส่วนที่สูงมากพอเพื่อให้สามารถใช้อำนาจตรวจสอบและควบคุมผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพหรือใช้อำนาจเข้าบริหารกิจการได้ด้วยตนเอง วิธีการเพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการคือการถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงพิเศษ (Superior Voting Shares) การถือหุ้นในโครงสร้างพีระมิด (Pyramidal Structure) และการถือหุ้นแบบไขว้ (Cross Share-holding) (Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988)

ถึงแม้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่กระจุกตัว กิจการมักตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ แนวคิดทางทฤษฎีเห็นว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการส่งผลกระทบต่อทั้งทางบวกและทางลบต่อการบริหารกำไรโดยแนวคิดทางทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและการบริหารกำไรได้แก่แนวคิดที่มีมุมมองว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ (Shleifer and Vishny, 1986; Burkart, Gromb, and Panunzi, 1997; Claessens and Fan, 2002) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการเป็นผู้มีส่วนได้เสียในกระแสเงินสดและมีอำนาจควบคุมผู้บริหาร ดังนั้นจึงมีแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่าเพิ่มและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้มากที่สุดและต้องจูงใจให้ผู้บริหารจัดทำรายงานทางการเงินให้ตรงกับความเป็นจริง

ในทางตรงกันข้าม แนวคิดที่มีมุมมองว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีแรงจูงใจใช้อำนาจเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว (Shleifer and Vishny, 1997) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Expropriation/Entrenchment Hypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการสามารถนำทรัพยากรของกิจการไปใช้ประโยชน์โดยไม่ต้อง

จัดสรรผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายอื่น ดังนั้นจึงตั้งกำแพงปิดบังผลการดำเนินงานเพื่อไม่ให้บุคคลภายนอกได้รับทราบ โดยการบริหารกำไร

ทฤษฎี Positive Accounting อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและการบริหารกำไรได้ว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการซึ่งเป็นผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้อำนาจบัญชีเพื่อให้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มขึ้นที่นำไปรับโบนัสมากขึ้นซึ่งสอดคล้องกับ Bonus Plan Hypothesis หรือกรณีที่กิจการอาจได้รับผลกระทบจากสภาพเงินเฟ้อในสัญญาการกู้ยืมเงิน ผู้บริหารมีแรงจูงใจเลือกใช้วิธีการทางบัญชีเพื่อให้ผลกำไรในงวดปัจจุบันเพิ่มขึ้นซึ่งสอดคล้องกับ Debt/Equity Hypothesis

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับการบริหารกำไรได้แก่ Warfield, Wild, and Wild (1995), Ding, Zhang, and Zhang (2007) และ Teshima and Shuto (2008) ให้การศึกษาว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมีสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับสูงกับความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากผู้ถือหุ้นใหญ่มีสถานะเป็นเจ้าของที่แท้จริงของกิจการ ดังนั้นจึงไม่ต้องการบันทึกผลกำไรให้สูงเกินความเป็นจริง ในทางตรงกันข้าม Sarkar, Sarkar, and Sen (2008) พบว่าการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการดำรงตำแหน่งกรรมการบริหารอยู่ในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากคณะกรรมการตกอยู่ภายใต้อิทธิพลของผู้ที่มีส่วนได้เสียที่สำคัญของกิจการ

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการกับการบริหารกำไรพบว่าเป็นความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นทั้งในทิศทางเดียวกันและในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งเป็นไปตามแนวคิดทางทฤษฎีที่แตกต่างกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้สามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

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

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

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนกลุ่มแองโกล-อเมริกันและผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันที่มีต่อการบริหารกำไร

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกสำคัญต่อการกำกับดูแล Prowse (1990) กล่าวว่าผู้ถือหุ้นสถาบันมีบทบาทในการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหาร Brickley, Lease, and Smith (1988) สนับสนุนว่านักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจตรวจสอบกิจการมากกว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

Hill, Hitt, and Hoskisson (1988) แสดงความเห็นว่านักลงทุนสถาบันมีลักษณะการลงทุนในรูปแบบเชิงตั้งรับ นักลงทุนสถาบันจึงไม่มีบทบาทในการตรวจสอบผู้บริหาร นักลงทุนสถาบันกำหนดทิศทางการลงทุนเพื่อคาดหวังผลตอบแทนระยะสั้นและต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงซึ่งสอดคล้องกับแนวคิด Efficiency Abatement Hypothesis คือ นักลงทุนสถาบันไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าในกิจการ (Sundaramurthy, Rhoades, and Rechner, 2005)

ในทางตรงกันข้าม Hansen and Hitt (1991), Wahal and McConnell (2000) และ Eng and Shackell (2001) แสดงให้เห็นว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทต่อการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา ซึ่งเป็กิจกรรมเพื่อสร้างมูลค่าระยะยาว Chaganti and Damkhpour (1991) พบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำและอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูง บทบาทของนักลงทุนสถาบันลักษณะนี้สอดคล้องกับแนวคิด Efficiency Augmentation Hypothesis คือ นักลงทุนสถาบันมีผลต่อการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ (Sundaramurthy, Rhoades, and Rechner, 2005)

แนวคิดที่เป็นองค์ประกอบย่อยของสมมติฐานนี้คือ (1) Superior Investor Hypothesis ระบุว่านักลงทุนสถาบันมีความรู้ความสามารถประเมินผลการดำเนินงานของกิจการโดยที่จ้างบุคลากรมืออาชีพเพื่อประเมินผลการดำเนินงานอย่างระมัดระวัง และ (2) Active Investor Hypothesis ระบุว่านักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจและบทบาทพร้อมเพื่อตรวจสอบฝ่ายบริหาร เนื่องจากการลงทุนทำให้เกิดการประหยัดต่อขนาดในการตรวจสอบกิจการเชิงรุก

นักลงทุนที่มีบทบาทสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการคือนักลงทุนต่างชาติของประเทศที่ใช้ระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกัน (Anglo-American Corporate Governance System) Oxeheim and Randøy (2003) อภิปรายว่าระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกันมีประสิทธิภาพได้รับการยอมรับ Yoshikawa and Rasheed (2009) สนับสนุนว่าความตั้งรับการลงทุนภายใต้กระแสโลกาภิวัตน์เป็นแรงผลักดันให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อสร้างความเชื่อมั่นกับแหล่งเงินทุน

Miles (2006) ระบุว่าสังคมที่มีค่านิยมทางวัฒนธรรมแบบแองโกล-อเมริกันเน้นความเป็นปัจเจกบุคคลสูง (Highly Individualistic) Cernat (2004) อภิปรายว่ากิจการมีวัตถุประสงค์มุ่งเน้นที่การแสวงหากำไร (Profit-Oriented Behavior) การเน้นแสวงหากำไรและมุ่งความเป็นปัจเจกบุคคลส่งเสริมให้เกิดกิจการที่มีประสิทธิภาพ Murphy and Topyan (2005) สนับสนุนว่าระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกันให้ความสำคัญต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น

Miles (2006) กล่าวถึงความสัมพันธ์ที่มีต่อกันว่าเป็นความสัมพันธ์ทางการค้าปกติ (Arm's-Length Relationships) เมื่อเกิดความขัดแย้งมักใช้กลไกทางกฎหมายเป็นเครื่องมือแก้ไขปัญหา Cernat (2004) สนับสนุนว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อยปกป้องสิทธิของตนเองโดยใช้มาตรการทางกฎหมาย Miles (2006) อภิปรายว่าระบบการกำกับดูแลกิจการแบบแองโกล-อเมริกันให้ความสำคัญ

กับการคานอำนาจภายในกิจการโดยกรรมการอิสระ Cernat (2004) ระบุว่าตลาดทุนของประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันแสดงบทบาทเต็มที่ต่อปกป้องนักลงทุนโดยกำหนดกฎเกณฑ์ที่เข้มงวดเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้น

Shleifer and Vishny (1986) อภิปรายว่าผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจกำกับดูแลผู้บริหารและติดตามว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการมีการปฏิบัติตามอย่างมีประสิทธิภาพ แนวคิดทางทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันและการบริหารกำไรมีสองแนวคิดคือแนวคิดที่มีมุมมองว่านักลงทุนสถาบันมีการลงทุนเชิงตั้งรับ คาดหวังผลตอบแทนระยะสั้นและหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Hill, Hitt, and Hoskisson, 1988) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Efficiency Abatement Hypothesis ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันไม่มีบทบาทต่อการควบคุมการบริหารกำไร

ในทางตรงกันข้ามแนวคิดที่มีมุมมองว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทเชิงรุก มีแรงจูงใจแสดงบทบาทพร้อมเพื่อตรวจสอบการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหารและการสร้างมูลค่าระยะยาว (Hansen and Hill, 1991; Wahal and McConnell, 2000; Eng and Shackell, 2001) ซึ่งเป็นแนวคิดตาม Efficiency Augmentation Hypothesis ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีบทบาทต่อการควบคุมการบริหารกำไร

งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับการบริหารกำไร ได้แก่ Chung, Firth, and Kim (2002), Mitra and Choudy (2005) และ Teshima and Shuto (2008) พบว่าการมีสัดส่วนการถือหุ้นที่สูงของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการวิจัยสรุปได้ว่านักลงทุนสถาบันช่วยป้องกันการบริหารกำไร อย่างไรก็ตาม Sakar, Sarkar, and Sen (2008) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

Othman and Zeghal (2006) แสดงความเห็นต่อรูปแบบการบัญชีแบบแองโกล-อเมริกัน (Anglo-American Accounting Model) ว่าตลาดทุนมีบทบาทในการระดมเงินทุนของกิจการทำให้โครงสร้างการถือหุ้นกระจายตัว กิจการแบ่งแยกระหว่างผู้เป็นเจ้าของและผู้บริหาร อย่างไรก็ดีตาม ผู้ถือหุ้นมีบทบาทแต่งตั้งและการขอยกตำแหน่งคณะกรรมการรวมทั้งการกำกับดูแลกิจการผ่านผู้สอบบัญชี รูปแบบการบัญชีแบบแองโกล-อเมริกันจึงเน้นปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังที่พระราชกฤษฎีกาทางการเงินต้องโปร่งใส Alexander and Archer (2000) และ Street and Shaughnessy (1992) ให้ข้อมูลว่าประเทศที่ใช้รูปแบบการบัญชีแบบแองโกล-อเมริกันประกอบด้วยประเทศอังกฤษ สหรัฐอเมริกา ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ประเด็นที่ควรพิจารณาคือผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันในกลุ่มแองโกล-อเมริกันมีบทบาทในการควบคุมการบริหารกำไรของกิจการในประเทศไทยหรือไม่ เนื่องจากประเทศไทยมีบริบททางสังคมแตกต่างจากประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน คือ มีโครงสร้างการถือหุ้นกระจุกตัวภายใต้คุ้มครองสิทธิของผู้ลงทุน การบังคับใช้กฎหมาย การเปิดเผยข้อมูลต่ำกว่าประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน (Claessens, Djankov, and Lang, 2000; Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003; Khanthavit, Polsiri, and Wiwattanakantang, 2003)

งานวิจัยที่ศึกษาบทบาทของนักลงทุนกลุ่มแองโกล-อเมริกันได้แก่ สุรศักดิ์ ไชยธนกิจ (2549) พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ใช้ระบบการกำกับดูแลแบบแองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของกิจการ Oxeheim and Randøy (2003) พบว่ากิจการที่มีกรรมการภายนอกจากประเทศที่ใช้ระบบการกำกับดูแลแบบแองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน

จากการทบทวนงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการบริหารกำไรพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามและสัดส่วนการถือหุ้นของ

ผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน ดังนั้นงานวิจัยนี้สามารถพัฒนาสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 (H₂): สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

d'Arcy (2001) ศึกษาการจัดประเภทระบบบัญชีของประเทศต่าง ๆ และอภิปรายว่าความแตกต่างระหว่างการบัญชีของแต่ละกลุ่มนั้นมีสาเหตุเนื่องมาจากลักษณะเฉพาะของระบบบัญชีที่มีความหลากหลาย d'Arcy (2001) ได้จัดประเภทระบบบัญชีของประเทศต่าง ๆ โดยใช้การวิเคราะห์กลุ่มเพื่อจำแนกความเหมือนหรือแตกต่างกันของระบบบัญชีของประเทศต่าง ๆ พบว่าประเทศอังกฤษถูกจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกับประเทศในภาคพื้นทวีปยุโรป (European Group) แคนาดาและสหรัฐอเมริกาจัดอยู่ในกลุ่มเดียวกันซึ่ง d'Arcy (2001) เรียกว่า กลุ่มอเมริกาเหนือ (North American) ส่วนออสเตรเลียถูกจัดแยกจากกลุ่มประเทศข้างต้น ดังนั้น ประเด็นที่ควรพิจารณาคือ นักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีบทบาทในการควบคุมการบริหากำไรของกิจการในประเทศไทยได้หรือไม่ งานวิจัยนี้พัฒนาสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 3 (H₃): สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

งานวิจัยนี้ต้องการศึกษาว่าบรรดานักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ซึ่งทำให้สามารถควบคุมกิจการได้ส่งผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารหรือไม่ งานวิจัยนี้พัฒนาสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 4 (H₄): การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

สมมติฐานที่ 5 (H₅): การมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแปรควบคุม

งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรควบคุมเพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องนอกเหนือจากตัวแปรที่ต้องการศึกษา ดังนี้

ขนาดของกิจการใช้เป็นตัวแปรควบคุมเนื่องจากกิจการขนาดใหญ่ต้องเผชิญกับกระบวนการทางการเมืองมากกว่ากิจการขนาดเล็ก (Watts and Zimmerman, 1986) และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสนใจผลการดำเนินงานของกิจการขนาดใหญ่มากกว่าขนาดเล็ก Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998) และ Kim, Chung, and Firth (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Bradbury, Mark, and Tan (2006), Klein (2002) และ Pilot and Janin (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

DeFond and Jiambalvo (1994), Davison, Goodwin-Stewart, and Kent (2005) และ Bradbury, Mark, and Tan (2006) ได้ควบคุมผลจากความเสี่ยงทางการเงิน โดยระบุว่ากิจการที่มีระดับหนี้สินสูงมากอาจได้รับผลกระทบจากการฝ่าฝืนเงื่อนไขในสัญญากู้ยืมเงิน Bradbury, Mark, and Tan (2006) และ Klein (2002) พบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ในทางตรงกันข้าม Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998), Pilot and Janin (2007) และ Kim, Chung, and Firth (2003) รายงานว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

นอกจากนี้ DeAngelo (1981) แสดงความเห็นว่าการสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ปฏิบัติงานมีคุณภาพและป้องกันความผิดพลาดของรายงานทางการเงินได้เนื่องจากต้องพยายามรักษาชื่อเสียงของตนเอง Balsam, Krishnan, and Yang (2003) สนับสนุนว่าการมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่ทำให้ต้องปฏิบัติงานอย่างมีมาตรฐาน Becker, DeFond, Jiambalvo, and Subramanyam (1998), Francis, Maydew, and Sparks (1999) และ Kim, Chung, and Firth (2003) รายงานว่าขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Bédard, Chtourou, and Courteau (2004) และ Piot and Janin (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ตัวแปรควบคุมตัวสุดท้ายได้แก่กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่ง Healy (1985) กล่าวว่าผู้บริหารจะชะลอการรับรู้รายได้เมื่อกำไรต่ำกว่าแผนการจ่ายโบนัสหรือกระแสเงินสดสูงเกินกว่าแผนการจ่ายโบนัสเพราะผู้บริหารจะไม่ได้รับโบนัสเพิ่มเติม Healy and Wahlen (1999) สนับสนุนว่าสัญญาการจ่ายค่าตอบแทนเป็นแรงจูงใจของการบริหารกำไร Peasnell, Pope, and Young (2005) และ Kim, Chung, and Firth (2003) พบว่ากระแสเงินสดจากการ

ดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตาม Klerman (2002) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง

ประชากรคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปไทยไปศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีแนวปฏิบัติทางบัญชีของธุรกิจแตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป ระยะเวลาที่ศึกษาเมื่อปี พ.ศ. 2551 เนื่องจากกิจการในประเทศไทยได้รับผลกระทบจากสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกาและกลุ่มประเทศในยุโรปเป็นอย่างมากหลังจากปี พ.ศ. 2551 หากศึกษาข้อมูลในระยะเวลาที่นั้นอาจส่งผลให้ผลการวิจัยบิดเบือนได้เพราะสภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน ตัวแปรอิสระใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2551 ส่วนตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2550 และ 2551 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษาเป็นดังนี้

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ศึกษา

การคัดเลือกตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	476
หัก กลุ่มสถาบันการเงินและกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	87
หัก บริษัทที่มีงวดบัญชีประจำปีไม่เต็มปี	3
หัก บริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน	5
รวม	381

การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่ใช้คือ (1) ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) แบบ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียน (3) ฐานข้อมูลการถือหุ้นของกระทรวงพาณิชย์เกี่ยวกับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นในกิจการต่าง ๆ (4) หนังสือ Thai Business Groups โดย Thai Brooker Group Public Company Limited (2003) และข้อมูลเกี่ยวกับ In-Law Families และ Family Trees จาก

การอ้างอิงแหล่งข้อมูลโดย Khanthavit, Polrat, and Wiwattanakantang (2003) (5) ฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (6) รายงานประจำปี และ (7) เว็บไซต์ที่เกี่ยวข้อง

ตัวแบบในการศึกษา

ตัวแบบในการศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร มีดังนี้

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

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

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

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

คำนิยามของตัวแปรเป็นดังนี้ DAC คือ รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร CONOWN คือ ส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นทั้งหมดหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 CONTYPE คือประเภทของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ให้ค่าเป็น 1 ถ้าเป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว D2 ถ้าเป็นรัฐ D3 ถ้าเป็นนักลงทุนต่างชาติ D4 ถ้าเป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลที่ไม่เกี่ยวข้องกัน D5 ถ้ามีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการหลายกลุ่ม และ D6 ถ้าไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ ANGOWN คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกัน วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจากอังกฤษ สหรัฐอเมริกา แคนาดา ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ NORTHOWN คือ สัดส่วนการ

ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือ วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันจากแคนาดาและสหรัฐอเมริกา ANGSHARE คือการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มแองโกล-อเมริกันถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ให้ค่าเป็น 1 ถ้านักลงทุนกลุ่มนี้ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 และค่าเป็น 0 ถ้าไม่มีนักลงทุนกลุ่มนี้ถือหุ้นหรือถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 25 NORTHSHARE คือการมีนักลงทุนสถาบันต่างประเทศในกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 ให้ค่าเป็น 1 ถ้านักลงทุนกลุ่มนี้ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 และค่าเป็น 0 ถ้าไม่มีนักลงทุนกลุ่มนี้ถือหุ้นหรือถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 25 SIZE คือขนาดของกิจการ วัดค่าจาก Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม LEV คือความเสี่ยงทางการเงิน วัดค่าจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม AUDIT คือขนาดของสำนักงานสอบบัญชี ให้ค่าเป็น 1 ถ้าเป็นสำนักงานสอบบัญชีขนาด

ใหญ่คือบริษัท ไพร่ชอวเตอร์แฮร์ส เอปียเอเอส จำกัด บริษัท สำนักงาน เอ็นส์ท แอน ยัง จำกัด บริษัท เคพีเอ็มจี ออดิท (ประเทศไทย) จำกัด และบริษัท ดีลอยท์ ทูช โรมัทสู ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด และค่าเป็น 0 ถ้าเป็นสำนักงาน สอบบัญชีอื่น CASH คือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน วัตถุประสงค์จากอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปี ปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวมปีก่อน INDUS คือกลุ่มอุตสาหกรรม ให้ค่าเป็น DD1 ถ้าเป็นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร DD2 ถ้าเป็นกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค DD3 ถ้าเป็นกลุ่ม สินค้าอุตสาหกรรม DD4 ถ้าเป็นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง DD5 ถ้าเป็นกลุ่มทรัพยากร DD6 ถ้าเป็นกลุ่ม

เทคโนโลยี DD7 ถ้าเป็นกลุ่มบริการ α, β คือค่าสัมประสิทธิ์ ของตัวแปร ϵ คือค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแบบที่ใช้วัดการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

งานวิจัยนี้ใช้รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals: DAC) เป็นตัวแทนของการบริหารกำไรคำนวณจากผลหารของรายการคงค้างรวม (Total Accrued: TAC) กับรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-discretionary Accruals: NDAC) และพิจารณาเฉพาะค่าสัมบูรณ์ ดังนี้

$$DAC_t = TAC_t / A_{t-1} - NDAC_t \tag{5}$$

การคำนวณรายการคงค้างรวมใช้แนวคิดกระแสเงินสด (Cash Flow approach) ดังนี้

$$TAC_t = NIBE_t - CFO_t \tag{6}$$

การคำนวณรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารใช้ตัวแบบ Modified Jones Model ดังนี้

$$NDAC_t = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV_t - \Delta REC_t / A_{t-1}] + \Delta_3(PPE_t / A_{t-1}) \tag{7}$$

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย (1,2,3) ของตัวแบบข้างต้นได้จากสมการถดถอยดังนี้

$$TAC_t / A_{t-1} = \alpha_1(1 / A_{t-1}) + \alpha_2[\Delta REV_t / A_{t-1}] + \Delta_3(PPE_t / A_{t-1}) + \epsilon_t \tag{8}$$

ค่านิยามของตัวแปรเป็นดังนี้ DAC_t คือรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t TAC_t คือรายการคงค้างรวม ณ ปีที่ t $NDAC_t$ คือรายการคงค้างที่ไม่ได้ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ณ ปีที่ t $NIBE_t$ คือสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t-1 $NIBE_t$ คือกำไรสุทธิหรือรายการพิเศษ ณ ปีที่ t CFO_t คือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ณ ปีที่ t ΔREV_t คือการเปลี่ยนแปลงของรายได้ปีที่ t หักปีที่ t-1 ΔREC_t คือการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า ณ ปีที่ t หักปีที่ t-1 PPE_t คือที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคา ณ ปีที่ t α คือค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ϵ คือค่าความคลาดเคลื่อน

การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยการวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง (Central Tendency Analysis) การวัดการกระจายของข้อมูล (Variation Analysis) และการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา เป็นดังนี้

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev
DAC	0.566	0.539	0.000	3.585	0.539
CONOWN	47.985	48.600	3.610	96.580	20.628
ANGOWN	4.504	1.000	0.000	73.670	7.652
NORTHOWN	3.057	0.000	0.000	69.900	6.012
ANGSHARE	0.030	0	0	1	0.175
NORTHSHARE	0.016	0	0	1	0.125
D1	0.550	1	0	1	0.049
D2	0.030	0	0	1	0.175
D3	0.140	0	0	1	0.366
D4	0.100	0	0	1	0.297
D5	0.050	0	0	1	0.212
SIZE	22.014	21.779	13.314	27.509	1.427
LEV	0.443	0.444	-0.005	2.348	0.248
AUDIT	0.540	1	0	1	0.499
CASH	0.070	0.071	-0.628	1.142	0.155

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในตารางที่ 2 พบว่า รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีค่าเฉลี่ยเข้าใกล้ค่าต่ำสุดคือ 0.00 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 47.99 แสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดียวคือค่าเฉลี่ย 0.53 ซึ่งเป็นการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันต่างประเทศกลุ่มแองโกล-อเมริกัน และกลุ่มอเมริกาเหนือคือค่าเฉลี่ยต่ำคือร้อยละ 4.50 และ 3.06 ตามลำดับ แสดงว่าบริษัทส่วนใหญ่มีนักลงทุนสถาบันในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นใน

อัตราส่วนค่อนข้างต่ำ นอกจากนั้นบริษัทส่วนใหญ่มีนักลงทุนกลุ่มนี้ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ค่อนข้างน้อยคือค่าเฉลี่ย 0.03 และ 0.02 ตามลำดับ

บริษัทส่วนใหญ่มีขนาดกิจการระดับกลางคือมีค่าเฉลี่ย 22.01 อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมปีก่อนอยู่ในระดับกลางคือมีค่าเฉลี่ย 0.07 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับกลางคือมีค่าเฉลี่ย 0.44 และงบการเงินกึ่งหนึ่งตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ คือ มีค่าเฉลี่ย 0.54

การวิเคราะห์ถดถอย

ผลการวิเคราะห์ถดถอย เป็นดังนี้

ตารางที่ 3 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

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

ตารางที่ 3 ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (ต่อ)

ตัวแปร	ผลที่คาดหวัง	ตัวแบบที่ 1	ตัวแบบที่ 2	ตัวแบบที่ 3	ตัวแบบที่ 4
F		8.812	8.534	8.507	8.471
Prob. F		0.000	0.000	0.000	0.000
Adjusted R ²		0.259	0.252	0.251	0.251

ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่า p-value ***, **, * คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตัวแบบที่ 1 ถึง 4 โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ดังนี้

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการที่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันและตระกูลเดี่ยว ภาคครัว และนักลงทุนต่างชาติมีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากิจการที่ไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบัน กลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนั้นการมีนักลงทุนสถาบันในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือถือหุ้นในกิจการเกินกว่าร้อยละ 25 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน

ผลการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของกิจการ จากตัวแบบที่ 2 ถึง 4 มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตามตัวแบบที่ 1 มีผลกระทบในทางลบอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ความเสี่ยงทางการเงินจากตัวแบบที่ 1 ถึง 4 มีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้สำนักงานสอบบัญชีจากตัวแบบที่ 1 ถึง 4 มี

ผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจากตัวแบบที่ 1 ถึง 4 มีผลกระทบในทางบวกต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิเคราะห์ตัวแปรหุ่นแทนกลุ่มของอุตสาหกรรม จากตัวแบบที่ 1 ถึง 4 พบว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มเทคโนโลยีมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมากกว่ากลุ่มบริการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่มครอบครัวหรือตระกูลทั้งที่เป็นตระกูลที่เกี่ยวข้องกันหรือตระกูลเดี่ยว นอกจากนั้นบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือค่อนข้างต่ำ

ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสอดคล้องกับ Warfield, Wild, and Wild (1995), Ding, Zhang, and Zhang (2007) และ Teshima and Shuto (2008) คือ เมื่อผู้ถือหุ้นมีสัดส่วนการถือหุ้นในระดับสูงพบความสัมพันธ์

ในทิศทางตรงข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Monitoring/Incentives Alignment Hypothesis เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนได้เสียในกระแสเงินสดและมีอำนาจควบคุมผู้บริหาร ดังนั้นจึงมีแรงจูงใจตรวจสอบผู้บริหารเพื่อให้สร้างมูลค่ากิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้มากที่สุดและต้องการให้จัดทำรายงานทางการเงินตรงกับความเป็นจริง

นอกจากนั้นสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารสอดคล้องกับ Chung, Firth, and Kim (2002), Mitra and Cready (2005) และ Teshima and Shuto (2008) ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Efficiency Augmentation Hypothesis คือนักลงทุนสถาบันมีบทบาทในเชิงรุกโดยมีแรงจูงใจแสดงบทบาทร่วมเพื่อตรวจสอบฝ่ายบริหารและมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าในระยะยาวให้แก่กิจการ

งานวิจัยนี้พบว่านักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือมีผลกระทบในทางลบต่อการบริหารกำไรเนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีบทบาทเชิงรุกในการตรวจสอบฝ่ายบริหาร ดังนั้น หน่วยงานที่มีอยู่ในกระทรวงพาณิชย์ควรสนับสนุนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือ นอกจากนี้หน่วยงานกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยควรแสดงบทบาทที่เข้มงวดในการตรวจสอบบริษัทเหล่านั้น โดยเฉพาะการบริหารกำไร

นอกจากนี้งานวิจัยนี้มีข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต คือ กิจการที่ผู้ถือหุ้นเป็นนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนืออาจมีนโยบายการบัญชีเกี่ยวกับการรับรู้รายได้และการคิดค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นรายการบัญชีที่บริหารกำไรแตกต่างจากกิจการโดยทั่วไปที่ไม่มีรับจากนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือเป็นผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาจะทำให้ได้ข้อสรุป

ว่ากิจการโดยทั่วไปบริหารกำไรด้วยรายการบัญชีในและใช้นโยบายการบัญชีอย่างไรและอาจศึกษาผลกระทบของนักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือที่มีต่อการบริหารกำไรของกิจการที่อยู่ระหว่างปรับปรุงโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหาหรือการปรับปรุงโครงสร้างกิจการ ผลการศึกษาจะทำให้ได้ข้อสรุปว่านักลงทุนสถาบันกลุ่มแองโกล-อเมริกันและกลุ่มอเมริกาเหนือจะสามารถควบคุมการบริหารกำไรของกิจการที่อยู่ระหว่างปรับปรุงโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหาหรือการปรับปรุงโครงสร้างกิจการหรือไม่

บรรณานุกรม

สุรศักดิ์ ไชยธนกิจ. (2549) *วิเคราะห์ปัจจัยความสำเร็จและล้มเหลวของระบบการમાกษิบาลบริษัทไทยผ่านกรอบทฤษฎีตรีมิติ*. วิทยานิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาสหวิทยาการ. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Alexander, B. & Archer, S. (2000). On the Myth of “Anglo-Saxon” Financial Accounting. *The International Journal of Accounting*. 35. p.539–557.

Allen, F. (2001). Do Financial Institutions Matter?. *The Journal of Finance*. 56. p.1165–1175.

Balsam, S., Krishnan, J. & yang, J. S. (2003). Auditor Industry Specialization and Earnings Quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. 22. p.71–97.

Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*. 15. p.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. p.13–35.

- Bradbury, M. E., Mak, Y. T. & Tan, S. M. (2006). Board Characteristics, Audit Committee Characteristics and Abnormal Accruals. *Pacific Accounting Review*. 18. p.47-68.
- Brickley, J. A., Lease, R. C. & Smith. C. W. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*. 20. p.267-291.
- Brown, P., Beekes, W. & Verhoeven, P. (2011). Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review. *Accounting & Finance*. 51. p.96-172.
- Burkart, M., Gromb, D. & Panunzi, F. (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*. 112. p.693-728.
- Bushman, R. & Smith, A. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*. 32. p.237-333.
- Cernat, L. (2004). The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the Century of Diversity?. *Journal of European Public Policy*. 11. p.147-166.
- Chaganti, R. & Damanpour, F. (1991). Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*. 12. p.479-491.
- Chung, R. M., Firth, M. & Kim, J. B. (2002). Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management. *Journal of Corporate Finance*. 8. p.29-48.
- Claessens, S., Gompov, S. & Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*. 58. p.81-112.
- Claessens, S. & Fan, J. P. H. (2002). Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*. 3. p.71-103.
- d'Arcy, A. (2001). Accounting Classification and the International Harmonization Debate-An Empirical Investigation. *Accounting, Organizations and Society*. 26. p.327-353.
- Davison, R., Goodwin-Stewart, J. & Kent, P. (2005). Internal Governance Structures and Earning Management. *Accounting and Finance*. 45. p.241-267.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economic*. 3. p.183-199.
- 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. p.344-401.
- 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. p.1-36.
- DeFond, M. L. & Jiambalvo, J. (1994). Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting Economics*. 17. p.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. p.29-47.
- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*. 26. p.375-390.

- Denis, D. K. & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 38. p.1-36.
- Ding, Y., Zhang, H. & Zhang, J. (2007). Private VS State Ownership and Earnings Management: Evidence from Chinese Listed Companies. *Corporate Governance*. 15. p.223-238.
- Dyck, A. & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*. 59. p.537-600.
- 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. p.117-139.
- Faccio, M. & Lang, L. H. P. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*. 65. p.365-396.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. 26. p.301-325.
- 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. p.17-41.
- Franks, J. & Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. *The Review of Financial Studies*. 14. p.947-971.
- Franks, J., Mayer, C. & Rossi, S. (2009). Ownership: Evolution and Regulation. *The Review of Financial Studies*. 22. p.4009-4056.
- Franks, J., Mayer, C. & Wagner, H. F. (2006). The Origin of the German Corporation-finance, Ownership and Control. *Review of Financial Studies*. 19. p.537-585.
- Grossman, S. J. & Hart, O. (1988). One Share/one Vote and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*. 20. p.175-202.
- 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. p.1-16.
- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics*. 20. p.203-235.
- Healy, P. M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*. 7. p.85-107.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A Review of Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*. 13. p.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. p.51-60.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3. p.305-360.
- Khanthavit, A., Polsiri, P. & Wiwattanakantang, y. (2003). Did Families Lose or Gain Control After the East Asian Financial Crisis?. in *Designing financial systems in East Asia and Japan*. Fan, J., Hanazaki, M. & Teranishi, J. London: Routledge.

- Kim, J.-B., Chung, R. & Firth, M. (2003). Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring and Earning Management. *Contemporary Accounting Research*. 20. p.323-359.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Directors' Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*. 33. p.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. p.1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 106. p.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. p.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. p.3-27.
- Leuz, C. (2010). Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why. *Accounting and Business Research*. 40. p.229-256.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*. 9. p.505-527.
- Lo, K. (2003). Earnings Management and Earnings Quality. *Journal of Accounting Economics*. 45. p.350-357.
- Miles, L. (2006). The Application of Anglo-American Corporate Practices in Societies Influenced by Confucian Values. *Business and Society Review*. 111. p.305-321.
- Mitra, S. & Cready, W. (2005). Institutional Stock Ownership, Accrual Management, and Information Environment. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 20. p.257-286.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*. 20. p.293-315.
- Murphy, A. & Toppan, K. (2005). Corporate Governance: A Critical Survey of Key Concepts, Issues, and Recent Reforms in the US. *Employee Responsibilities and Rights Journal*. 17. p.75-89.
- 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. p.406-435.
- Oxelheim, L. & Randøy, T. (2003). The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value. *Journal of Banking and Finance*. 27. p.2369-2392.
- Park, Y. W. & Shin, H.-H. (2004). Board Composition and Earnings Management in Canada. *Journal of Corporate Finance*. 10. p.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. p.1311-1346.

- Piot, C. & Janin, R. (2007). External Auditors, Audit Committees and Earnings Management in France. *European Accounting Review*. 16. p.429-454.
- Prowse, S. D. (1990). Institutional Investment Patterns and Corporate Behavior in the United States and Japan. *Journal of Financial Economics*. 27. p.43-66.
- Sarkar, J., Sarkar, S. & Sen, K. (2008). Board of Directors and Opportunistic Earnings Management: Evidence from India. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 23. p.517-551.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*. 3. p.91-102.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 94. p.461-488.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. 52. p.737-783.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*. 71. p.289-315.
- 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. p.179-209.
- Subramanyam, K. R. (1996). The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting Economics*. 21. p.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. p.494-510.
- Teshima, N. & Shuto, A. (2006). Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 19. p.107-132.
- Thai Broker Group Public Company Limited. (2003). *The Business Groups* (5th ed.). Bangkok: Candor Graphics & Printing.
- Wahal, S. & McConnell, J. J. (2000). Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?. *Journal of Accounting and Economics*. 6. p.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. p.61-91.
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Yoshikawa, T. & Rasheed, A. A. (2009). Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions. *Corporate Governance: An International Review*. 17. p.388-404.