

บทบาทของผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบันและผู้บริหาร ต่อการจัดการกำไร : ข้อเท็จจริงใหม่จากตลาดทุนไทย

ดร.เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 4 เมษายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 13 กรกฎาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 22 กรกฎาคม 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อตรวจสอบผลกระทบของการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันและผู้บริหารที่มีต่อการจัดการกำไร โดยอาศัยแนวคิดจากทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นกรอบแนวคิดในการอธิบายกลไกการกำกับดูแลกิจการทั้งภายในและภายนอก การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากของบริษัทย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 2,098 ตัวอย่าง ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2566 พร้อมจำแนกกลุ่มตัวอย่างตามโครงสร้างและระดับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภท เพื่อให้การวิเคราะห์สะท้อนความสัมพันธ์ได้อย่างชัดเจน ตัวแปรที่ใช้แทนการจัดการกำไรคือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งสามารถสะท้อนการจัดการกำไรโดยไม่ขึ้นกับทิศทางและลดความคลาดเคลื่อนจากค่าบวกและลบที่อาจหักล้างกัน ผลการวิเคราะห์พบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรแตกต่างกันไปตามระดับของการถือหุ้น โดยเฉพาะในกลุ่มที่ถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 60 สามารถลดการจัดการกำไรได้ ในขณะที่กลุ่มที่ถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 10 กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวก สะท้อนถึงข้อจำกัดด้านอำนาจของนักลงทุนสถาบัน สำหรับการถือหุ้นของผู้บริหารพบว่า การถือหุ้นในระดับต่ำที่ไม่เกินร้อยละ 10 มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร อย่างไรก็ตาม เมื่อการถือหุ้นเพิ่มขึ้นเกินระดับดังกล่าวกลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า การถือหุ้นของผู้บริหารไม่ได้ส่งผลให้เกิดพฤติกรรมจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ แม้ในกรณีที่มีส่วนถือหุ้นในระดับสูง อันเป็นข้อค้นพบที่ช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับปัญหาการผูกขาดอำนาจในการ และชี้ให้เห็นว่าบทบาทของผู้บริหารในฐานะผู้ถือหุ้นยังคงดำเนินไปภายใต้กรอบการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งเอื้อต่อความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือของระบบการรายงานทางการเงินในตลาดทุนไทย

คำสำคัญ: ผู้ถือหุ้นสถาบัน ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร การจัดการกำไร

The Role of Institutional and Managerial Shareholders in Earnings Management: New Evidence from the Thai Capital Market

Dr.Penprapak Manapreechadeelert

*Assistant Professor of Accounting Department,
Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi*

Received: February 17, 2025

Revised: March 15, 2025

Accepted: April 11, 2025

ABSTRACT

This study looks at how institutional and managerial shareholders influence earnings management, using agency theory and signaling theory to explain how both internal and external corporate governance work. The analysis is based on 2,098 firm-year observations of companies listed on the Stock Exchange of Thailand over a five-year period from 2019 to 2023. The sample is classified according to both the structure and levels of ownership to clearly capture the dynamics of the relationships. Earnings management is assessed by looking at the absolute value of discretionary accruals, which shows how much earnings are being manipulated without considering whether the manipulation is positive or negative, helping to avoid confusion from balancing out gains and losses. The results reveal that the influence of institutional shareholders on earnings management varies across ownership levels. Notably, institutional investors holding more than 60% of shares are significantly associated with reduced earnings management, whereas those holding 10% or less exhibit a positive association, reflecting limitations in their governance power at lower ownership levels. For managerial shareholders, when they own 10% or less of the company, there is a strong negative link to earnings management, which supports the idea that shared ownership helps align the interests of managers with the long-term value for shareholders. However, when managerial shareholders exceed this threshold, the relationship becomes statistically insignificant. This finding suggests that managerial ownership, even at high levels, does not necessarily lead to opportunistic earnings management. Instead, it shows that managerial shareholders in Thai listed companies usually follow good corporate governance practices, which helps make financial reporting clearer and more trustworthy in the Thai capital market.

Keywords: Institutional Shareholders, Managerial Shareholders, Earnings Management

1. ที่มาและความสำคัญ

การจัดการกำไร (Earnings Management) เป็นประเด็นที่ถูกนำเสนอมาตั้งแต่ในอดีตจนถึงปัจจุบัน เนื่องจากยังมีความสำคัญทั้งในเชิงวิชาการ รวมทั้งในทางปฏิบัติที่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงในการพยายามบิดเบือนข้อมูล โดยเจตนาปรับเปลี่ยนข้อมูลทางการเงิน เพื่อให้กระแสเงินสด ฐานะการเงิน หรือผลการดำเนินงาน เป็นไปตามเป้าหมายที่ผู้บริหารต้องการแทนที่จะเป็นข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่เกิดขึ้นจริง เช่น การตกแต่งตัวเลขทางการเงิน ไม่เปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส หรือทำให้ผู้ถือหุ้นและบุคคลภายนอกที่ใช้ข้อมูลทางการเงินเข้าใจผิดต่อข้อมูลที่บริษัทรายงาน (O’Callaghan et al., 2018) เหตุการณ์ในอดีตสำคัญที่ทำให้หัวข้อของการจัดการกำไรได้รับความสนใจจากทั่วโลกคือ การล้มละลายของบริษัทยักษ์ใหญ่ในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นหนึ่งในความอื้อฉาวทางการเงินที่ใหญ่ที่สุดในประวัติศาสตร์ และส่งผลกระทบต่อการปรับเปลี่ยนมาตรฐานการบัญชีและกฎหมายการเงินทั่วโลก เพื่อป้องกันการทุจริตที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต รวมทั้งความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน (Mardnly et al., 2021) เหตุการณ์ในประเทศไทยเกี่ยวกับประเด็นการจัดการกำไรที่ส่งผลกระทบในวงกว้างเมื่อไม่นานมานี้คือ บริษัท สตาร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (STARK) ตกเป็นข่าวอื้อฉาวเกี่ยวกับการตกแต่งงบการเงินในช่วงปี 2021–2022 ซึ่งส่งผลกระทบต่อการเชื่อมั่นของนักลงทุน และนำไปสู่การดำเนินคดีทางกฎหมายหลายกรณี เหตุการณ์นี้ส่งผลให้เกิดความเสียหายอย่างมีนัยสำคัญต่อนักลงทุนเป็นจำนวนมาก รวมทั้งยังทำลายเสถียรภาพของความน่าเชื่อถือของตลาดหุ้นไทยอีกด้วย (SEC, 2024)

การปกปิดข้อเท็จจริงหรือการตั้งใจบิดเบือนข้อมูลทางการเงิน เป็นเหตุนำไปสู่การตัดสินใจที่ผิดพลาดของนักลงทุนหรือผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินอื่น ๆ รวมทั้งหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ทำให้เกิดความเสี่ยงเชิงระบบที่ส่งผลกระทบต่อระบบการเงินเป็นวงกว้าง ดังนั้นความโปร่งใสและข้อมูลทางการเงินที่เชื่อถือได้จึงมีความสำคัญเป็นอย่างยิ่งต่อผู้มีส่วนได้เสีย การรักษาเสถียรภาพของตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจ กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมถึงจริยธรรมในการดำเนินธุรกิจที่ยึดมั่นในความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย จึงเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยลดโอกาสการจัดการกำไรและสร้างความเชื่อมั่นได้ในระยะยาว กล่าวได้ว่า ประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะการกำกับดูแลกิจการจากภายในทั้งจากผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการบริษัทจึงมีบทบาทสำคัญในการจำกัดพฤติกรรมจัดการกำไรของผู้บริหาร (Chung et al., 2002; Alves, 2012; Kazemian & Sanusi, 2015) จากที่กล่าวมาสะท้อนให้เห็นได้ชัดเจนว่า ข้อมูลทางการเงินที่บริษัทนำเสนอ มีบทบาทสำคัญเป็นอย่างมากต่อผู้มีส่วนได้เสีย เนื่องจากเป็นเครื่องมือหลักที่ช่วยให้นักลงทุน ผู้ให้กู้ และนักวิเคราะห์ สามารถประเมินสถานะทางการเงิน และแนวโน้มการดำเนินงานของบริษัทได้ รายการรายได้และผลกำไร (ขาดทุน) มักเป็นตัวชี้วัดสำคัญ ที่ถูกใช้ในการพิจารณาผลการดำเนินงานของบริษัท (Chung et al., 2002) อย่างไรก็ตามหากผลการดำเนินงานของบริษัทไม่เป็นไปในทิศทางที่ดี ก็จะสะท้อนมายังการบริหารงานของผู้บริหารเช่นเดียวกัน ส่งผลให้ผู้บริหารใช้ผลการดำเนินงานเป็นเครื่องมือในการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีของบริษัทผ่านการจัดการกำไร ซึ่งเป็นวิธีการที่มุ่งปรับแต่งตัวเลขการเงินให้สอดคล้องกับเป้าหมายที่ต้องการ โดยเฉพาะการใช้ดุลยพินิจในการบันทึกบัญชี ซึ่งเป็นวิธีที่แพร่หลายในการจัดการกำไร เพื่อให้เกิดผลลัพธ์ที่เป็นไปตามความคาดหวัง (Lassoued et al., 2017)

การจัดการกำไรมักเชื่อมโยงกับปัญหาของตัวแทน (Agency Problem) โดยเกิดขึ้นจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) และผู้บริหาร (ตัวแทน) เนื่องจากผู้บริหารจะใช้อำนาจในการบริหารงาน รวมทั้งการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงาน แต่ผู้บริหารนั้นไม่ได้เป็นเจ้าของบริษัท อันเป็นเหตุให้เกิดการบริหารจัดการที่มุ่งตอบสนองผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก (Fama & Jensen, 1983) เช่น การดำเนินงานที่มุ่งเพียงผลประโยชน์ระยะสั้น การใช้

ทรัพยากรของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน หรือการจัดการกำไรเพื่อสร้างภาพลักษณ์ทางการเงินที่ดี เพื่อสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารงาน (Spence, 1978) เพื่อป้องกันการบิดเบือนข้อมูลทางบัญชี งานวิจัยที่ผ่านมาได้ตรวจสอบและชี้ให้เห็นว่า ความหลากหลายและความซับซ้อนที่เพิ่มขึ้นของโครงสร้างการถือหุ้นในปัจจุบัน มีส่วนช่วยลดความขัดแย้งระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ (Burns et al., 2010; Kazemian & Sanusi, 2015) ตัวอย่างเช่น การมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของของผู้บริหารทำให้ผลประโยชน์นั้นเชื่อมโยงกับผลประโยชน์ของบริษัท ซึ่งช่วยลดแนวโน้มในการดำเนินการเพื่อผลประโยชน์ส่วนบุคคล (Kazemian & Sanusi, 2015) อย่างไรก็ตาม ในบางกรณีพบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารในสัดส่วนที่สูงอาจนำไปสู่การรวมศูนย์อำนาจในการควบคุมบริษัทมากเกินไป ซึ่งอาจส่งผลให้การบริหารงานเบี่ยงเบนจากประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นรายอื่น (O'Callaghan et al., 2018) นอกจากนี้ การเป็นเจ้าของโดยนักลงทุนสถาบันถูกพบว่า สามารถช่วยเพิ่มแรงกดดันให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีอำนาจต่อรองที่สูงและสามารถตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้ดีขึ้น (Chung et al., 2002)

มีข้อสังเกตอย่างแพร่หลายว่า กลไกการกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญต่อการคุ้มครองนักลงทุนภายนอก โดยเฉพาะในบริบทของประเทศตลาดเกิดใหม่ เนื่องจากโครงสร้างการถือหุ้นในประเทศเหล่านี้มักมีลักษณะกระจุกตัว และเชื่อมโยงระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Saleem Salem Alzoubi, 2016) ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์และการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย การมีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี จึงมีความสำคัญในลดโอกาสในการจัดการกำไรได้ (Habbash, 2010) แม้ว่าจะมีการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างการเป็นเจ้าของและการจัดการกำไรอยู่จำนวนหนึ่งในบริบทของประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (เช่น Saleem Salem Alzoubi, 2016; O'Callaghan et al., 2018; Mardnly et al., 2021) แต่เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว ยังถือว่า จำนวนงานวิจัยในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่มีไม่มากนัก และข้อค้นพบก็ยังคงมีความหลากหลาย ตัวอย่างเช่น บางงานวิจัยพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารสามารถช่วยลดการจัดการกำไร (Saleem Salem Alzoubi, 2016; O'Callaghan et al., 2018; Mardnly et al., 2021) ในขณะที่งานวิจัยอื่นๆ กลับพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารในระดับสูงนำไปสู่การบริหารที่เอื้อต่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (Saleem Salem Alzoubi, 2016) นอกจากนี้ นักลงทุนสถาบันถูกนำเสนอจากหลักฐานในอดีตว่า มีบทบาทสำคัญที่สามารถช่วยลดพฤติกรรมจัดการกำไรของบริษัท (Chung et al., 2002; Gao et al., 2024) แต่ก็ยังมีหลักฐานที่ถูพบพบว่า นักลงทุนสถาบันส่งเสริมให้เกิดการจัดการกำไรขึ้นได้เช่นเดียวกัน (Wilson et al., 2022; Ma et al., 2023)

ในบริบทของประเทศไทย แม้ว่าจะมีงานวิจัยบางส่วนที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและการจัดการกำไร อาทิเช่น Ngamchom (2015), Boonlert-U-Thai & Sen, (2019), Pugatekaew & Tangpinyoputtikhun (2021) และ Songsri & Bangchokdee, (2024) แต่จำนวนงานวิจัยในประเด็นนี้ยังถือว่า มีอยู่อย่างจำกัด อีกทั้งส่วนใหญ่ยังคงมุ่งเน้นเฉพาะมิติใดมิติหนึ่งของโครงสร้างผู้ถือหุ้น เช่น การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยยังไม่ครอบคลุมถึงบทบาทของผู้ถือหุ้นในกลุ่มนักลงทุนสถาบัน ซึ่งเป็นกลไกการกำกับดูแลภายนอกที่สำคัญ รวมถึงยังขาดการวิเคราะห์เชิงลึกที่แยกพิจารณาตามระดับของการถือหุ้น เพื่อสะท้อนอิทธิพลที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงระดับสัดส่วนการถือหุ้น นอกจากนี้ วรรณกรรมที่มีอยู่ยังสะท้อนความไม่สอดคล้องกันในผลการศึกษา ทั้งในเชิงทิศทางและระดับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจัดการกำไร ในขณะที่ระบบการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยยังคงได้รับการส่งเสริมและพัฒนาอย่างต่อเนื่องจากทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ความคลุมเครือในองค์ความรู้ที่มีอยู่จึงตอกย้ำถึงความจำเป็นในการศึกษา

ประเด็นนี้เพิ่มเติม โดยเฉพาะในบริบทของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทจดทะเบียนยังมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างจากบริบทของประเทศพัฒนาแล้วอย่างชัดเจน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและผู้บริหารที่มีต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยงานวิจัยนี้ออกแบบระเบียบวิธีการศึกษาอย่างรอบคอบ ทั้งในด้านการวัดตัวแปร การจำแนกกลุ่มตัวอย่าง และการวิเคราะห์ตามระดับสัดส่วนการถือหุ้น เพื่อให้ได้ข้อค้นพบที่มีความน่าเชื่อถือ และสามารถอธิบายกลไกของการกำกับดูแลกิจการในเชิงลึกได้มากยิ่งขึ้น อันจะช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการที่ยังขาดอยู่ และส่งเสริมความเข้าใจในบทบาทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในฐานะกลไกการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพในบริบทของตลาดทุนไทย

2. บททวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

2.1 คำนิยามของการจัดการกำไร

การให้นิยามของการจัดการกำไร (Earnings Management) ผู้วิจัยพบว่า ยังไม่มีข้อสรุปที่แน่ชัด ถึงแม้ว่าจะมีนักวิชาการให้คำนิยาม และกำหนดขอบเขตของแนวคิดการจัดการกำไร โดยสาระสำคัญส่วนใหญ่เน้นไปที่การใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการรายงานผลการดำเนินงานทางการเงิน เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์บางประการ ไม่ว่าจะเป็นการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อผู้มีส่วนได้เสียหรือเพื่อผลประโยชน์เฉพาะตน (Davidson & Weil, 1975; Schipper, 1989; Chaney & Lewis, 1995; Healy & Wahlen, 1999; Beneish, 2001)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปแนวคิดหลักของการจัดการกำไรได้ 2 ประเด็นสำคัญคือ

- (1) การใช้ดุลยพินิจในทางบัญชี ภายใต้ขอบเขตของหลักการบัญชีที่ยอมรับทั่วไป (GAAP) หรือมาตรฐานรายงานทางการเงิน เพื่อควบคุมระดับของกำไรที่รายงาน
- (2) การแทรกแซงหรือบิดเบือนข้อมูลทางการเงิน เพื่อให้บรรลุผลประโยชน์บางประการ เช่น การจูงใจทางการบริหาร หรือรักษาความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย

จากแนวคิด รวมทั้งการสังเคราะห์วรรณกรรมเกี่ยวกับการจัดการกำไร ผู้วิจัยให้ข้อสรุปว่า การจัดการกำไรเป็นแนวทางที่ผู้บริหารใช้เพื่อปรับเปลี่ยนตัวเลขทางการเงิน โดยทำผ่านการใช้ดุลยพินิจทางบัญชี หรือการปรับเปลี่ยนธุรกรรมทางการเงิน โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารต่อผู้มีส่วนได้เสีย การจัดการกำไรจึงเป็นการกระทำที่ลดทอนความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน (เชิงลบ) แต่ในบางกรณีการจัดการกำไรอาจมีลักษณะเป็นการจัดการกำไรที่สะท้อนสารสนเทศที่มีประโยชน์ ช่วยทำให้รายงานทางการเงินสะท้อนข้อมูลภายในของผู้บริหารได้ดียิ่งขึ้น เช่น การใช้ดุลยพินิจทางบัญชี เพื่อทำให้รายได้และค่าใช้จ่ายสะท้อนภาพรวมที่มีเสถียรภาพมากขึ้น (Income Smoothing) ซึ่งช่วยลดความผันผวนที่ไม่จำเป็น และอาจเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้ข้อมูลทางการเงินของบริษัทในการตัดสินใจทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบเชิงบวกเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเมื่อการจัดการกำไรดำเนินการภายใต้ขอบเขตของมาตรฐานรายงานทางการเงิน และมีเจตนาเพื่อสื่อสารข้อมูลที่แท้จริงต่อผู้ใช้รายงานทางการเงิน

2.2 การศึกษาการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างและรายการค้าจริง: หลักฐานจากงานวิจัยก่อนหน้า

มีการศึกษาจำนวนมากเกี่ยวกับการจัดการกำไรทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา ภายใต้ขอบเขตของการวิจัยในหัวข้อนี้ นักวิชาการและหน่วยงานกำกับดูแลได้มีบทบาทสำคัญในการตรวจสอบและอภิปรายอย่างต่อเนื่อง

เกี่ยวกับปัจจัยและผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการจัดการกำไร (Alghemary et al., 2024) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การจัดการกำไรในสองรูปแบบหลัก ได้แก่ การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual-Based Earnings Management: AEM) หรือการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร และการจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง (Real Earnings Management: REM) แม้ว่าหลักฐานจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาตจะพบว่า การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างสามารถทำได้ง่ายกว่า การจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง เนื่องจากทำผ่านรายการคงค้างในงบการเงิน อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังนักวิจัยกลับให้ความสนใจการจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง (REM) เพิ่มขึ้น เนื่องจากการจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริงมีความซับซ้อน และยากต่อการตรวจสอบมากกว่า สามารถทำได้ตลอดช่วงระยะเวลารายงาน โดยอยู่ในธุรกรรมปกติของบริษัท (Osma et al., 2022) งานวิจัยในอดีตแสดงให้เห็นว่า ประเทศที่กำลังพัฒนา มักใช้เทคนิคทั้งการจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง (REM) และการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (AEM) ขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วจะพบว่า มักใช้การจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง (REM) (Al-Haddad & Whittington, 2019; Alghemary et al., 2024)

แม้ว่าในบริบทของประเทศกำลังพัฒนาจะพบการใช้เทคนิคการจัดการกำไรทั้งผ่านรายการคงค้าง (AEM) และผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง (REM) แต่การศึกษาครั้งนี้ มุ่งเน้นเฉพาะการจัดการกำไรทั้งผ่านรายการคงค้าง (AEM) เนื่องจากมีข้อได้เปรียบในเชิงการวัดผลเชิงปริมาณ และความชัดเจนของแบบจำลองที่ใช้ประเมิน (Lassoued et al., 2017) โดยเฉพาะในบริบทของข้อมูลทุติยภูมิในตลาดทุนไทย ซึ่งยังมีข้อจำกัดด้านคุณภาพและความครบถ้วนของข้อมูลเชิงลึกที่จำเป็นต่อการวิเคราะห์การจัดการกำไรผ่านรายการค่าที่เกิดขึ้นจริง (REM) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับต้นทุนการผลิต เป็นต้น (Al-Haddad & Whittington, 2019; Alghemary et al., 2024; Semsomboon et al., 2024) ทั้งนี้ การจัดการกำไรทั้งผ่านรายการคงค้าง (AEM) ยังเป็นแนวทางที่ได้รับการศึกษาอย่างกว้างขวางในงานวิจัยที่ผ่านมา และสามารถเปรียบเทียบผลได้กับงานวิจัยในบริบทที่คล้ายคลึงกัน

2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.3.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทนนำเสนอโดย Jensen & Meckling (1976) โดยอธิบายว่าเป็นสัญญาที่บุคคลหนึ่ง (ตัวการ - Principal) ว่าจ้างบุคคลอื่น (ตัวแทน - Agent) ให้ดำเนินการบางอย่างให้แก่ตัวแทน ซึ่งเป็นบุคคลหรือหน่วยงานที่ได้รับการว่าจ้างให้กระทำการแทนในนามของตัวการภายใต้ข้อตกลงหรือสัญญาที่กำหนดไว้ เช่น ในบริบทของบริษัทจดทะเบียน “ผู้ถือหุ้น” ทำหน้าที่เป็นตัวการ ที่มอบหมายให้ “ผู้บริหาร” ซึ่งเป็นตัวแทน ดำเนินกิจการและบริหารจัดการทรัพยากรของบริษัท เพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ความไม่มาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร อาจนำไปสู่ปัญหาเชิงโครงสร้าง ซึ่งอาจก่อให้เกิดพฤติกรรมฉวยโอกาสของผู้บริหารในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน มากกว่าที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ตามแนวคิดของ Jensen (1986) ทฤษฎีตัวแทนคาดการณ์ว่า ผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการแสวงหาผลประโยชน์ของตนเอง ซึ่งขัดแย้งกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยหากการดำเนินงานไม่สอดคล้องกับสิ่งที่ต้องการ ผู้บริหารอาจใช้กลยุทธ์ในการตกแต่งตัวเลขทางการเงิน เพื่อให้ฐานะทางการเงินรวมทั้งผลการดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมาย อันเนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น จะส่งผลต่อราคาหุ้นและผลตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับตามสัญญา แต่การกระทำเช่นนี้ เป็นการบิดเบือนข้อมูลไปจากข้อเท็จจริง จึงส่งผลเสียต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

รายอื่นที่เกี่ยวข้อง และก่อให้เกิดความเสี่ยงหรือความเสียหายในการลงทุน (Bouaziz et al., 2020) เพื่อลดปัญหาเหล่านี้ กลไกการกำกับดูแลกิจการ เช่น บทบาทของนักลงทุนสถาบันที่มีอำนาจตรวจสอบฝ่ายบริหาร และสามารถทำให้ผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียสอดคล้องกันมากขึ้น (Chung et al., 2002) แล้ว อีกหนึ่งกลไกที่ได้รับการกล่าวถึงอย่างกว้างขวางในวรรณกรรมคือ การให้ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัท ซึ่งสามารถช่วยลดแรงจูงใจในการจัดการกำไร เนื่องจากผู้บริหารมีส่วนได้เสียร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น และมีแนวโน้มที่จะมุ่งเน้นสร้างมูลค่าระยะยาวให้กับบริษัท (Teshima & Shuto, 2008; Alves, 2023) อย่างไรก็ตาม ในอีกมุมหนึ่งวรรณกรรมบางส่วนได้อธิบายถึงผลกระทบเชิงลบจากการถือหุ้นในระดับสูงของผู้บริหาร ซึ่งอาจนำไปสู่การผูกขาดอำนาจในการบริหาร (Entrenchment Effect) กล่าวคือ เมื่อผู้บริหารมีอำนาจควบคุมที่สูงและมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะลดแรงจูงใจในการแสดงความโปร่งใสทางการเงิน และมีแนวโน้มใช้ทรัพยากรของบริษัทเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว โดยยากแก่การตรวจสอบจากภายนอก (Shleifer & Vishny, 1997) สถานการณ์เช่นนี้อาจทำให้กลไกการถือหุ้นที่เดิมถูกออกแบบมาเพื่อจัดการกับปัญหาตัวแทน กลับกลายเป็นการสร้างอำนาจผูกขาดที่ขัดกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดังนั้นการใช้กลไกการถือหุ้นของผู้บริหารหรือบทบาทของนักลงทุนสถาบันในการลดพฤติกรรมจัดการกำไรควรอยู่ภายใต้การพิจารณาอย่างรอบด้าน โดยเฉพาะในเรื่องสัดส่วนการถือหุ้นที่เหมาะสมในการรักษาความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินในตลาดทุน

2.3.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณนำเสนอครั้งแรกโดย Spence (1978) และต่อมา Ross (1977) ได้ขยายแนวคิดของทฤษฎีการส่งสัญญาณตามแนวคิดข้อมูลที่ไม่สมมาตร (Asymmetric Information) ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน กล่าวคือ ผู้บริหารซึ่งเป็นบุคคลภายในจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่มากกว่านักลงทุน และสามารถเลือกได้ว่า จะเปิดเผยข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุนมากน้อยเพียงใด ตามที่ Altamuro et al., (2002) ระบุว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณช่วยในการอธิบายถึงความโปร่งใสของการสื่อสารข้อมูลทางการเงิน โดยบริษัทสามารถใช้การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เพื่อแสดงคุณภาพของการดำเนินงานและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ใช้ข้อมูลทางการเงิน ซึ่งการสื่อสารอย่างตรงไปตรงมา โปร่งใส สามารถทำหน้าที่เป็นสัญญาณเพื่อช่วยลดปัญหาดังกล่าว จะช่วยสร้างความน่าเชื่อถือและความเชื่อมั่นต่อบริษัทได้ ทฤษฎีการส่งสัญญาณจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการลงทุนและการกำกับดูแลกิจการ เนื่องจากช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินมูลค่าบริษัทได้อย่างถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพของการส่งสัญญาณขึ้นอยู่กับคุณภาพของข้อมูลทางการเงิน และระดับความน่าเชื่อถือของกลไกการกำกับดูแลกิจการ งานวิจัยเกี่ยวกับทฤษฎีการส่งสัญญาณจึงยังคงเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนที่มีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว รวมทั้งมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่พัฒนาอย่างต่อเนื่องเพื่อเพิ่มความโปร่งใส และลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารและนักลงทุน (Bouaziz et al., 2020; Liu & Sun, 2022)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยเน้นถึงปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างทั้งสองฝ่าย ซึ่งอาจเปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว เช่น การจัดการกำไร เพื่อสร้างภาพลักษณ์ทางการเงินที่ดีในระยะสั้น แม้จะขัดแย้งกับเป้าหมายระยะยาวของบริษัทก็ตาม พฤติกรรมดังกล่าวก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่น เนื่องจากคุณภาพของข้อมูลทางการเงินที่ลดลงอาจบั่นทอนความเชื่อมั่นในตลาด ในทางกลับกัน ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เสนอว่า การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างโปร่งใส เป็นกลไกสำคัญในการลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยผู้บริหารสามารถใช้คุณภาพของการรายงาน

ทางการเงินเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อแสดงถึงความน่าเชื่อถือในการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใส ทั้งนี้ กลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการลดพฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน และส่งเสริมการเปิดเผยข้อมูลที่สะท้อนคุณค่าที่แท้จริงของบริษัท

2.4 โครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจัดการกำไร

2.4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนสถาบันและการจัดการกำไร

จากมุมมองของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) นักลงทุนสถาบันได้รับการพิจารณาว่า มีบทบาทสำคัญในฐานะกลไกตรวจสอบและควบคุมการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียน (Jensen, 1986) โดย Shleifer & Vishny (1997) ให้เหตุผลว่า หากนักลงทุนสถาบันถือหุ้นในสัดส่วนที่มีอิทธิพล จะส่งผลให้มีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลและติดตามการดำเนินงานของฝ่ายบริหารได้ ในระดับที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถกระทำได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ Maug (1998) ยังเสนอว่า นักลงทุนสถาบันที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในระดับสูง มีแนวโน้มที่จะมีบทบาทเชิงรุก เนื่องจากการถอนการลงทุนจากสถานะที่มีขนาดใหญ่นั้นมีต้นทุนที่สูง จึงทำให้เลือกที่จะใช้วิธีมีส่วนร่วมในการกำกับดูแลเพื่อรักษาผลประโยชน์ของตน (Burns et al., 2010) ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน รายงานทางการเงินมีบทบาทสำคัญสองประการในการสร้างความสอดคล้องระหว่างผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกับฝ่ายบริหาร ได้แก่ 1) บทบาทด้านการให้ข้อมูล (Informativeness) ซึ่งสะท้อนผ่านรายงานทางการเงิน ที่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนสามารถใช้ประเมินกระแสเงินสดในอนาคตและความเสี่ยงของการดำเนินธุรกิจ และ 2) บทบาทด้านการควบคุม (Stewardship) ซึ่งรายงานทางการเงินทำหน้าที่เป็นเครื่องมือสำหรับผู้ถือหุ้นในการติดตาม ตรวจสอบ และประเมินผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหาร เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดพฤติกรรมที่ละเลยต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ในกรณีที่มีการสูญเสียผลประโยชน์นั้น การจัดการกำไรอาจถูกนำมาใช้ โดยฝ่ายบริหารเพื่อบิดเบือนข้อมูลทางการเงิน อันเป็นการลดทอนความโปร่งใส และบ่อนทำลายความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่เปิดเผยต่อผู้ถือหุ้นและตลาดทุน

เมื่อพิจารณาจากบทบาทของนักลงทุนสถาบันในฐานะผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยเฉพาะในบริบทของประเทศไทยที่นักลงทุนสถาบันถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในสัดส่วนที่มีนัยสำคัญ นักลงทุนกลุ่มนี้จึงอยู่ในสถานะที่สามารถใช้อำนาจในการมีส่วนร่วมกับฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไร ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลโดยตรงต่อความโปร่งใสและคุณภาพของรายงานทางการเงิน (Koh, 2007; Eissa et al., 2025) จากมุมมองของทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) การลดระดับของการจัดการกำไรภายใต้การกำกับดูแลของนักลงทุนสถาบันสามารถถูกตีความว่า เป็นสัญญาณเชิงบวกที่ฝ่ายบริหารต้องการส่งไปยังตลาดทุน เพื่อสะท้อนถึงความน่าเชื่อถือ ความโปร่งใส และความมุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจให้เป็นไปตามกลไกการกำกับดูแลกิจการ เมื่อนักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการตรวจสอบและควบคุมพฤติกรรมของฝ่ายบริหาร ก็จะช่วยส่งผลให้การรายงานทางการเงินมีคุณภาพมากขึ้น ซึ่งถือเป็นสัญญาณสำคัญที่สามารถลดความไม่แน่นอนของผู้ลงทุนรายย่อยและช่วยเสริมสร้างความเชื่อมั่นในบริษัท

งานวิจัยในอดีตได้เน้นย้ำถึงบทบาทสำคัญของกลไกการกำกับดูแลกิจการในการติดตาม และส่งเสริมคุณภาพของการรายงานทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งพบว่า คุณภาพของรายงานทางการเงินมีแนวโน้มสูงขึ้นเมื่อมีการตรวจสอบและกำกับดูแลจากนักลงทุนสถาบัน ซึ่งทำหน้าที่ในการควบคุมพฤติกรรมของฝ่ายบริหารให้มีความรับผิดชอบและมีความโปร่งใสมากยิ่งขึ้น (Nabar & Boonlert-U-Thai, 2007; Cornett et al., 2009) ตามที่ Chung et al. (2002) และ Gao

et al. (2024) ระบุว่า นักลงทุนสถาบันมีข้อได้เปรียบในการเข้าถึงทรัพยากร ตลอดจนมีความสามารถในการติดตาม ควบคุม ดูแลและสร้างอิทธิพลต่อการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากโดยทั่วไปนักลงทุนสถาบันมักถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในสัดส่วนที่สูงกว่านักลงทุนรายย่อย ส่งผลให้มีสิทธิในการออกเสียงและมีอำนาจต่อรองที่มากกว่าในการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสามารถใช้กดดันให้ผู้บริหารดำเนินงานอย่างโปร่งใส และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม นอกจากนี้ Alves (2012) ยังอธิบายเพิ่มเติมว่า นักลงทุนสถาบันมีความสามารถในการกำกับดูแลการจัดการกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่านักลงทุนทั่วไป เนื่องจากสามารถเข้าถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้อย่างรวดเร็วและครอบคลุมมากกว่า หลักฐานเชิงประจักษ์จาก Chung et al. (2002) และ Yang et al. (2009) ยังแสดงให้เห็นว่า การกำกับติดตามของนักลงทุนสถาบันมีส่วนสำคัญ ในการผลักดันให้ผู้บริหารมุ่งเน้นผลการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน ในการพิจารณาของลักษณะการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน Koh (2007) แบ่งประเภทของนักลงทุนสถาบันออกเป็นสองกลุ่ม ได้แก่ นักลงทุนสถาบันระยะสั้นและนักลงทุนสถาบันระยะยาว โดยพบว่า นักลงทุนสถาบันที่มีการลงทุนระยะยาว มีแนวโน้มที่จะจำกัดพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรของผู้บริหารได้มากกว่า ในขณะที่นักลงทุนสถาบันที่มีลักษณะการลงทุนระยะสั้นมักจะไม่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร Burns et al. (2010) ยังสนับสนุนว่า บทบาทในการกำกับดูแลกิจการของนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มลดลงในกรณีที่มีลักษณะการลงทุนในระยะสั้น เนื่องจากนักลงทุนกลุ่มนี้มักไม่ได้ถือหุ้นในบริษัทเป็นระยะเวลาสั้น จึงขาดแรงจูงใจในการติดตาม ตรวจสอบ หรือลงทุนในทรัพยากร เพื่อมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร

ในบริบทของประเทศไทยพบว่า แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของนักลงทุนสถาบันมีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Semsomboon et al., 2024) โครงสร้างความเป็นเจ้าของในตลาดทุนไทยยังคงมีลักษณะกระจุกตัวอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และมีความสัมพันธ์เชิงครอบครัวระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายบริหาร ซึ่งอาจเป็นอุปสรรคต่อบทบาทของนักลงทุนสถาบันในการมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ รวมถึงการควบคุมพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรของผู้บริหาร (Jumreornvong et al., 2020) แม้จะมีข้อจำกัดดังกล่าว แต่อย่างไรก็ตาม ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการส่งสัญญาณ งานวิจัยนี้ยังคงให้การสนับสนุนแนวคิดที่ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มที่จะช่วยลดระดับของพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรได้ (Koh, 2007) ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า

H1: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่สูงขึ้นสามารถช่วยลดการจัดการกำไร

2.4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและการจัดการกำไร

ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนเมื่อผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของหรือถือหุ้นในบริษัทเพียงเล็กน้อย อาจมีแรงจูงใจในการดำเนินงานเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน มากกว่าที่จะมุ่งเน้นการเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทหรือสร้างประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งพฤติกรรมเช่นนี้อาจต่อการจัดการกำไร (Jensen, 1986) ในทางกลับกัน หากผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทที่ตนเองมีบทบาทในการบริหารจัดการ หรือผลประโยชน์ของตนเองผูกพันโดยตรงกับผลการดำเนินงาน เช่น ผ่านมูลค่าหุ้นหรือผลตอบแทนทางการเงินอื่น ๆ ผู้บริหารมักจะมีแรงจูงใจในการดำเนินงานให้สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น และมีแนวโน้มหลีกเลี่ยงการจัดการกำไร (Fama & Jensen, 1983) ดังนั้นการถือหุ้นของผู้บริหารจึงสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกภายในที่ช่วยควบคุมพฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน และลดระดับของการจัดการกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญ (O’Callaghan et al., 2018; Mardnly et al., 2021) โดยบริษัทที่มีผู้บริหารเป็นผู้ถือหุ้นมักถูกคาดการณ์ว่า จะมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการมากกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว เนื่องจากมีต้นทุนในการ

ตรวจสอบและควบคุมต่ำกว่า นอกจากนี้ จากมุมมองของทฤษฎีการส่งสัญญาณ การที่ผู้บริหารเข้าถือหุ้นในบริษัทที่ตนเองบริหารยังสามารถถูกตีความว่า เป็นสัญญาณเชิงบวก ที่สื่อถึงความเชื่อมั่นในศักยภาพและความโปร่งใสในการดำเนินงาน การมีส่วนร่วมในฐานะเจ้าของของผู้บริหารแสดงให้เห็นว่า สามารถรับความเสี่ยงทางการเงินร่วมกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ซึ่งช่วยลดความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) และเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินที่เปิดเผยมองสู่สาธารณะ (Gerayli & Pitenoei, 2018) ดังนั้นการถือหุ้นของผู้บริหารไม่เพียงแต่มีบทบาทในฐานะกลไกควบคุมภายในตามทฤษฎีตัวแทนเท่านั้น แต่ยังทำหน้าที่เป็นสัญญาณที่สำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นในสายตาของผู้ลงทุนภายนอกอีกด้วย (Bouaziz et al., 2020; Liu & Sun, 2022)

อย่างไรก็ตาม ผลกระทบของโครงสร้างการเป็นเจ้าของโดยผู้บริหารต่อการกำกับดูแลกิจการ และการจัดการกำไร ยังคงเป็นประเด็นที่มีข้อโต้แย้ง โดยผลของการผูกขาดความเป็นเจ้าของตามแนวคิดของ Fama & Jensen (1983) นั้น มีข้อพิจารณาว่า การถือหุ้นของผู้บริหารสามารถถูกมองได้จากสองมุมมองที่แตกต่างกัน นั่นคือ มุมมองแรก การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ดำรงตำแหน่งเป็นคณะกรรมการบริหารจะสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหารได้ เนื่องจากเป็นบุคคลเดียวกันทำให้แรงจูงใจของผู้บริหารสอดคล้องกับเป้าหมายระยะยาวของบริษัท ซึ่งอาจนำไปสู่การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพ และช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทได้ (Saleem Salem Alzoubi, 2016; O'Callaghan et al., 2018; Mardnly et al., 2021) ในทางกลับกัน หากผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว อาจทำใหักระบวนการตรวจสอบภายในขาดความเป็นอิสระ และลดประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการนำไปสู่โอกาสในการดำเนินงานที่ไม่โปร่งใส เช่น การจัดการกำไร เพื่อรักษาสภาพประโยชน์ของกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Saleem Salem Alzoubi, 2016) นอกจากนี้ การกระจุกตัวของการถือหุ้นของผู้บริหารอาจก่อให้เกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งส่งผลให้ระดับความโปร่งใสในการรายงานทางการเงินลดลงตามไปด้วย และอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์รุนแรงขึ้น โดยเฉพาะในประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่เข้มแข็ง (O'Callaghan et al., 2018) ดังนั้นแม้ว่าการถือหุ้นของผู้บริหารอาจช่วยเสริมสร้างเสถียรภาพของบริษัท แต่ในบางกรณีหากไม่มีการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ ก็อาจนำไปสู่ปัญหาด้านการกำกับดูแลกิจการและการบิดเบือนข้อมูลทางการเงินได้เช่นเดียวกัน (Yang et al., 2008; Teshima & Shuto, 2008; Bouaziz et al., 2020)

ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการส่งสัญญาณ งานวิจัยนี้ยังคงให้การสนับสนุนแนวคิดที่ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีศักยภาพในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารลงได้ เนื่องจากเมื่อผู้บริหารมีส่วนได้เสียในผลการดำเนินงานผ่านการถือหุ้น จะมีแรงจูงใจในการดำเนินงาน เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้พฤติกรรมที่อาจบิดเบือนข้อมูลทางการเงิน เช่น การจัดการกำไรมีแนวโน้มลดลง จึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงขึ้นสามารถช่วยลดการจัดการกำไร

2.5 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมและการจัดการกำไร

จากวรรณกรรมที่กล่าวมายังพบอีกว่า ลักษณะของการถือหุ้นเพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายพฤติกรรมจัดการกำไรได้อย่างครอบคลุม เพื่อให้การวิเคราะห์มีความถูกต้อง และสะท้อนถึงการจัดการกำไรอย่างรอบด้านมากขึ้น ผู้วิจัยจึงได้นำคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทมาใช้เป็นตัวแปรควบคุมในแบบจำลองการถดถอยเชิงพหุคูณ ตามแนวทางของงานวิจัย

ที่ผ่านมา (Fan & Wong, 2002; Teshima & Shuto, 2008; Yang et al., 2009; Burns et al., 2010; Lassoued et al., 2017; Bouaziz et al., 2020; Bansal, 2021) โดยใช้ตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ในการวิเคราะห์ ซึ่งประกอบด้วย

2.5.1 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (Board Independence) คณะกรรมการบริษัทมีบทบาทสำคัญในกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ช่วยติดตาม และกำกับดูแลการบริหารงานของผู้บริหาร เนื่องจากความสัมพันธ์ของความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทกับการจัดการกำไร ขึ้นอยู่กับบริบทความขัดแย้งทางผลประโยชน์ตามทฤษฎีตัวแทน โดยเฉพาะในโครงสร้างของบริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น โดยคณะกรรมการบริษัทมีหน้าที่ดูแลให้มีการดำเนินงานภายใต้หลักการกำกับดูแลกิจการและคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัทในการลดโอกาสในการจัดการกำไรนั้น ขึ้นอยู่กับระดับของความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระในสัดส่วนที่สูง มีแนวโน้มที่จะทำให้การดำเนินงานของบริษัทเป็นไปอย่างโปร่งใส และลดโอกาสที่ผู้บริหารจะใช้ดุลยพินิจทางบัญชี เพื่อปรับแต่งตัวเลขทางการเงิน ซึ่งจะสามารถช่วยส่งเสริมความน่าเชื่อถือของคุณภาพรายงานทางการเงิน

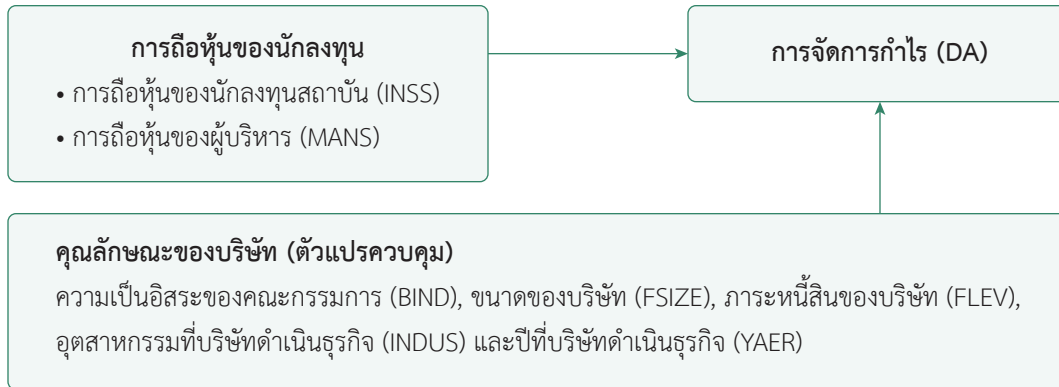
2.5.2 ขนาดของบริษัท (Firm Size) จากวรรณกรรมพบว่า คุณภาพของข้อมูลทางการเงินของบริษัทขนาดใหญ่ มักจะมีความน่าเชื่อถือ ความโปร่งใสมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก โดยมีพื้นฐานจากเหตุผลหลักสองประการ ได้แก่ ประการแรก บริษัทขนาดใหญ่มักใช้บริการของบริษัทสอบบัญชีขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งชื่อเสียงของบริษัทสอบบัญชีขนาดใหญ่ ส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินที่นำเสนอต่อสาธารณะ ประการที่สอง บริษัทขนาดใหญ่มักมีผลการดำเนินงานที่ไม่ผันผวน มีเสถียรภาพกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้ผลการดำเนินงานสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดที่ดีของศักยภาพในการเติบโตของบริษัท ดังนั้นข้อมูลทางการเงินของบริษัทขนาดใหญ่จึงมีแนวโน้มที่จะลดการจัดการกำไร

2.5.3 ภาระหนี้สินของบริษัท (Firm Leverage) ผลกระทบของภาระหนี้สินต่อการจัดการกำไรมีสองมุมมองที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน งานวิจัยในอดีตในมุมมองแรกเสนอว่า บริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานการณ์ที่บริษัทเผชิญความเสี่ยงในการละเมิดข้อตกลงของภาระผูกพัน ผู้บริหารอาจเลือกใช้กลยุทธ์ในการจัดการกำไร เพื่อให้บริษัทแสดงผลการดำเนินงานที่ดี เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบเชิงลบจากการละเมิดเงื่อนไขในสัญญา เช่น การเรียกชำระหนี้ก่อนกำหนด หรือการเจรจาทำข้อตกลงในสัญญาใหม่ในทิศทางที่ไม่เป็นผลดีต่อบริษัท ในทางกลับกัน มุมมองอีกด้านหนึ่งพบว่า การมีภาระหนี้สินที่สูงสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกในการควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหาร โดยการมีภาระผูกพันในการชำระดอกเบี้ยและเงินต้น จะจำกัดความสามารถของผู้บริหารในการใช้กระแสเงินสดอิสระ ส่งผลให้ผู้บริหารไม่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างเสรี ซึ่งช่วยลดแรงจูงใจในการจัดการกำไร

2.5.4 อุตสาหกรรมที่บริษัทดำเนินธุรกิจ (Industry) โครงสร้างของอุตสาหกรรมที่บริษัทดำเนินธุรกิจมีบทบาทสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์ทางบัญชีและแนวโน้มของการจัดการกำไร เนื่องจากอุตสาหกรรมต่าง ๆ มีลักษณะธุรกิจที่แตกต่างกัน ในมุมมองของความมั่นคงทางรายได้ วัฏจักรเศรษฐกิจ และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลต่อวิธีการที่บริษัทจะใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไรเพื่อรักษาภาพลักษณ์ทางการเงิน

2.5.5 ปีที่บริษัทดำเนินธุรกิจ (Year) ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัท เนื่องจากปัจจัยภายนอกเช่น ภาวะเศรษฐกิจ วิกฤตการณ์ทางการเงิน หรือเหตุการณ์พิเศษ เช่น การแพร่ระบาดของโควิด-19 ทำให้บริษัทมีแรงจูงใจในการจัดการกำไรมากขึ้นหรือลดลง

การใช้ตัวแปรควบคุมเหล่านี้ช่วยให้ผลการวิจัยสะท้อนการจัดการกำไรได้อย่างครอบคลุมมากยิ่งขึ้น จากการทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐานงานวิจัย ผู้วิจัยจึงนำเสนอกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

2.6 แนวคิดการจัดการกำไรโดยแบบจำลองของ Yoon

Jones (1991) เป็นแบบจำลองแรกที่ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้ในการอธิบายการจัดการกำไร โดยเป็นแบบจำลองพื้นฐานที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายจากงานวิจัยในอดีต โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

1. คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accruals) โดยใช้สูตร :

$$TA_{it} = NI_{it} - CFO_{it}$$

2. การประมาณการรายการคงค้างปกติ (Normal Accruals Estimation) :

การประมาณค่ารายการคงค้างปกติของแต่ละบริษัทโดยใช้แบบจำลอง Jones (1991) โดยทำการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ตามสมการดังต่อไปนี้

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it}) + \beta_3PPE_{it} + \epsilon_{it}$$

(NI_{it} คือ กำไรจากการดำเนินงานปีปัจจุบัน CFO_{it} คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานปีปัจจุบัน), A_{it-1} คือ สินทรัพย์รวมปีก่อน, ΔREV_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ (รายได้ปีปัจจุบันหักรายได้ปีก่อน) / สินทรัพย์รวมปีก่อน PPE_{it} คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ / สินทรัพย์รวมปีก่อน

ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากแบบจำลองจะนำมาใช้ในการคำนวณค่ารายการคงค้างปกติสำหรับแต่ละบริษัทในแต่ละปี ซึ่งเมื่อนำไปหักออกจากรายการคงค้างรวมจะได้รายการคงค้างที่ไม่ปกติ (ค่า AEM) ซึ่งใช้เป็นตัวชี้วัดระดับการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างค่าที่ได้จากขั้นตอนนี้อาจเป็นบวก (สะท้อนการเพิ่มกำไร) หรือเป็นลบ (สะท้อนการลดกำไร)

แบบจำลองที่ 2 คือ Modified Jones Model เป็นแบบจำลองที่พัฒนาโดย Dechow et al. (1995) ซึ่งเป็นการพัฒนามาจากแบบจำลองของ Jones (1991) เพื่อลดข้อผิดพลาดในการอธิบายการจัดการกำไร โดยมีการนำการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าหักออกจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขาย เพื่อให้สามารถควบคุมผลกระทบจากการที่ผู้บริหารสามารถจัดการกำไรผ่านการเปลี่ยนแปลงของการขายสินค้าเป็นเงินเชื่อ

$$TA_{it} = \beta_0 + \beta_1(1/A_{it-1}) + \beta_2(\Delta REV_{it} - \Delta REC) + \beta_3PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

แม้ว่า Modified Jones Model (1995) จะยังคงเป็นหนึ่งในแบบจำลองมาตรฐานที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในการศึกษาด้านการจัดการกำไรในปัจจุบัน (Bouaziz et al., 2020; Ma et al., 2023) และได้รับการยอมรับว่ามีประสิทธิภาพในการตรวจจบบริการกำไรในบริบทของประเทศที่พัฒนาแล้ว (Dechow et al., 1995) แต่ก็มีงานวิจัยจำนวนมากตั้งข้อสังเกตถึงข้อจำกัดของแบบจำลองดังกล่าว เมื่อถูกนำไปใช้ในบริบทของประเทศกำลังพัฒนา โดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชีย งานศึกษาของ Yoon & Miller (2002) รวมถึง Yoon et al. (2006) ได้เสนอว่า Modified Jones Model อาจไม่สามารถสะท้อนพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรของบริษัทในประเทศแถบเอเชียได้อย่างแม่นยำ เนื่องจากลักษณะโครงสร้างตลาด การใช้ดุลยพินิจทางบัญชี และบริบททางเศรษฐกิจที่แตกต่างจากประเทศพัฒนาแล้ว เพื่อแก้ไขข้อจำกัดนี้ Yoon et al. (2006) จึงได้พัฒนาแบบจำลองใหม่ที่มีความสำคัญกับการแยกแยะกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานปกติออกจากกำไรที่เกิดจากการจัดการกำไร ซึ่งช่วยให้สามารถระบุพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรได้อย่างแม่นยำมากยิ่งขึ้น ผลการศึกษาที่ให้การสนับสนุนแนวทางนี้ ตัวอย่างเช่น Alareeni & Aljuaidi (2014) พบว่า แบบจำลองของ Yoon มีประสิทธิภาพเหนือกว่า Modified Jones Model ในการตรวจจบบริการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปาเลสไตน์ (PEX) โดย แบบจำลอง Yoon et al. (2006) มีสูตรการคำนวณ ดังนี้

แบบจำลอง Yoon et al. (2006)

$$TA_{it}/REV_{it} = \beta_1((\Delta REV_{it} - \Delta REC)/REV_{it}) + \beta_2((\Delta EXP_{it} - \Delta PAY_{it})/REV_{it}) + \beta_3((\Delta DEP_{it} - \Delta RET_{it})/A_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

โดย TA_{it} คือ รายการคงค้างรวม (กำไรจากการดำเนินงานหักกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน), A_{it-1} คือ สินทรัพย์รวมปีก่อน, REV_{it} คือ รายได้ปีปัจจุบัน ΔREV_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้, ΔREC_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า, ΔEXP_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงยอดรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารหักค่าใช้จ่ายที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด (ค่าใช้จ่ายที่ไม่เกี่ยวกับเงินสด ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา, ค่าตัดจำหน่าย, ผลขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ และค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน), ΔPAY_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงเจ้าหนี้การค้า, ΔDEP_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงของค่าเสื่อมราคา และ ΔRET_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน

แบบจำลองของ Yoon (2006) เป็นหนึ่งในแนวทางที่ใช้ในการวิเคราะห์การจัดการกำไรของบริษัท โดยพัฒนาต่อยอดจากแบบจำลองอื่น ๆ ที่มีอยู่ เช่น แบบจำลอง Jones (1991) และ Modified Jones Model (1995) ซึ่งมุ่งเน้นการแยกแยะกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานปกติออกจากกำไรที่เกิดจากการจัดการกำไร

ในการศึกษานี้ใช้ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Absolute Discretionary Accruals: $Abs(DA_{it})$) เป็นตัวแทนของระดับการจัดการกำไร เนื่องจากสามารถสะท้อนพฤติกรรมจัดการกำไรได้อย่างเหมาะสม และให้ผลที่ชัดเจนมากกว่าในแบบจำลองถดถอยเชิงปริมาณ โดย $Abs(DA_{it})$ หมายถึง ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่เป็นบวกแสดงถึงการจัดการกำไรในทิศทางเพิ่มขึ้น ส่วนค่ารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารที่เป็นลบสะท้อนถึงการจัดการกำไรในทิศทางลดลง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากสมมติฐานของการศึกษานี้ไม่ได้ระบุทิศทางเฉพาะของการจัดการกำไร จึงเลือกใช้ค่าสัมบูรณ์ในการวิเคราะห์ เพื่อให้ครอบคลุมทั้งสองกรณี ทั้งนี้ $Abs(DA_{it})$ ที่มีระดับสูงกว่าบ่งชี้ถึงการจัดการกำไรผ่านการปรับรายการคงค้างที่มากขึ้น

3. เปรียบวิธีวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เนื่องจากผู้วิจัยมุ่งนำเสนอการจัดการกำไรในบริบทของประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนมีข้อมูลทางบัญชีที่โปร่งใส สามารถเข้าถึงได้ง่าย อีกทั้งยังอยู่ภายใต้กฎระเบียบและมาตรฐานการรายงานทางการเงินที่เข้มงวด ซึ่งช่วยให้การวิเคราะห์การจัดการกำไรมีความแม่นยำมากขึ้น การศึกษานี้ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากโครงสร้างการเงินที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน เช่น ธนาคาร บริษัทประกัน และบริษัทหลักทรัพย์ จะใช้มาตรฐานรายงานทางการเงินที่มีลักษณะเฉพาะ เช่น มาตรฐานรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 9 (TFRS 9) เรื่อง เครื่องมือทางการเงิน ซึ่งลักษณะรายการมีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นทำให้แนวทางในการวิเคราะห์การจัดการกำไรมีข้อจำกัด รวมทั้ง บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินอยู่ภายใต้การกำกับของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทำให้มีข้อจำกัดในการใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไรมากกว่าบริษัททั่วไป นอกจากนี้ ธนาคารและบริษัทประกันมักใช้ตัวชี้วัดทางบัญชีเฉพาะที่แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมทั่วไป เช่น ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจากการให้สินเชื่อ (LLP) และอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CAR) ตัวชี้วัดเหล่านี้สะท้อนลักษณะเฉพาะของธุรกิจในการการเงิน จึงอาจไม่เหมาะสมที่จะนำแบบจำลองการวิเคราะห์การจัดการกำไรที่ใช้กับอุตสาหกรรมทั่วไป เนื่องจากไม่สามารถสะท้อนการจัดการกำไรของสถาบันการเงินได้อย่างแม่นยำ (Cornett et al., 2009; Beatty & Liao, 2014)

งานวิจัยนี้เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2566 (ซึ่งเป็นปีปัจจุบันที่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากฐานข้อมูล SETSMART) โดยมีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 701 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 1 ธันวาคม พ.ศ. 2567) ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีเจาะจง (Purposive Sampling) และกำหนดเกณฑ์คัดเลือกตัวอย่างตามวัตถุประสงค์งานวิจัย คงเหลือเป็นจำนวนตัวอย่างทั้งหมด 2,098 ตัวอย่างสำหรับแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน คงเหลือ 1,596 ตัวอย่าง และแบบจำลองที่ 3 สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่มีการถือหุ้นของผู้บริหาร คงเหลือ 1,119 ตัวอย่าง (แสดงรายละเอียดเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่างในตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่าง	จำนวน
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	701 บริษัท
หัก 1. บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน	72 บริษัท
2. กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุน	57 บริษัท
3. บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในระหว่างปีที่ศึกษา (ปี พ.ศ. 2562–2566)	64 บริษัท
คงเหลือจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา (จำนวนบริษัท)	508 บริษัท
คงเหลือจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา (จำนวนข้อมูลรายปี 508 บริษัท × 5 ปี)	2,540 บริษัท
4. ข้อมูลที่มีค่า Std. Residual > ± 3 และข้อมูลที่มีค่า Extreme ใน Boxplot	442 ตัวอย่าง
แบบจำลองที่ 1 คงเหลือจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	2,098 ตัวอย่าง
แบบจำลองที่ 2 หักบริษัทที่ไม่มีการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	502 ตัวอย่าง
คงเหลือจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในแบบจำลองที่ 2 (2,098 – 502)	1,596 ตัวอย่าง
แบบจำลองที่ 3 หักบริษัทที่ไม่มีการถือหุ้นของผู้บริหาร	979 ตัวอย่าง
คงเหลือจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในแบบจำลองที่ 3 (2,098 – 979)	1,119 ตัวอย่าง

หมายเหตุ: ข้อมูลที่มีค่า Standardized Residual มากกว่า ± 3 และข้อมูลที่จัดอยู่ในกลุ่มค่า Extreme จากการวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ Boxplot ถือเป็นข้อมูลที่มีความเบี่ยงเบนจากแนวโน้มหลักของชุดข้อมูลในระดับสูง ซึ่งอาจสะท้อนถึงความผิดปกติของข้อมูลหรือความแปรปรวนเฉพาะบางกรณีที่แตกต่างกันจากกลุ่มข้อมูลส่วนใหญ่ ทั้งนี้ การตรวจพบข้อมูลลักษณะดังกล่าวมีนัยสำคัญต่อการวิเคราะห์ทางสถิติและการอภิปรายผลการวิจัย งานวิจัยนี้จึงตัดข้อมูล ที่มี Std. Residual เกิน ± 3 และข้อมูลที่จัดอยู่ในกลุ่มค่า Extreme ออก เพื่อไม่ให้ข้อมูลที่เป็น Outlier เหล่านี้บิดเบือนผลของการวิเคราะห์ข้อมูล (Hair et al., 2010)

3.2 แบบจำลองในการวิจัย

จากสมมติฐานข้างต้น ผู้วิจัยได้พัฒนาแบบจำลองเชิงปริมาณ เพื่อทดสอบผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากจำนวนตัวอย่างของตัวแปรอิสระแต่ละประเภทไม่เท่ากัน ผู้วิจัยจึงแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 3 แบบจำลอง ได้แก่ แบบจำลองที่ 1 วิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แบบจำลองที่ 2 วิเคราะห์เฉพาะบริษัทที่มีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน และแบบจำลองที่ 3 วิเคราะห์เฉพาะบริษัทที่มีการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ทั้งนี้ การแยกแบบจำลองการวิเคราะห์ออกเป็นรายกลุ่มมีวัตถุประสงค์เพื่อให้สามารถประเมินผลกระทบของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทได้อย่างชัดเจนและแม่นยำมากยิ่งขึ้น เนื่องจากการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและผู้บริหารอาจมีพฤติกรรมหรือบทบาทที่แตกต่างกันในกลไกกับดูแลกิจการ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อระดับการจัดการกำไรในลักษณะที่แตกต่างกัน ดังนั้นการวิเคราะห์แยกตามการมีอยู่ของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภท จะช่วยให้ผลการวิจัยสามารถสะท้อนผลกระทบเฉพาะกลุ่มได้อย่างเหมาะสม

แบบจำลองที่ 1 ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันและผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารที่มีต่อการจัดการกำไร

$$\text{Abs(DA)}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{INSS}_{it} + \beta_2 \text{MANS}_{it} + \beta_3 \text{BIND}_{it} + \beta_4 \text{FSIZE}_{it} + \beta_5 \text{FLEV}_{it} \\ + \text{Industry1-7 / Year1-5FixedEffect} + \varepsilon_{it}$$

แบบจำลองที่ 2 ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อการจัดการกำไร

$$\text{Abs(DA)}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{INSS}_{it} + \beta_2 \text{BIND}_{it} + \beta_3 \text{FSIZE}_{it} + \beta_4 \text{FLEV}_{it} \\ + \text{Industry1-7 / Year1-5FixedEffect} + \varepsilon_{it}$$

แบบจำลองที่ 3 ผลกระทบของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารที่มีต่อการจัดการกำไร

$$\text{Abs(DA)}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{MANS}_{it} + \beta_2 \text{BIND}_{it} + \beta_3 \text{FSIZE}_{it} + \beta_4 \text{FLEV}_{it} \\ + \text{Industry1-7 / Year1-5FixedEffect} + \varepsilon_{it}$$

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรตาม : การจัดการกำไร		
การจัดการกำไร	Abs (DA)	ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยใช้แบบจำลองการจัดการกำไรของ Yoon (2006) * การคำนวณในหัวข้อที่ 2.6 แนวคิดการจัดการกำไร โดยแบบจำลองของ Yoon
ตัวแปรอิสระ : การถือหุ้นของนักลงทุน		
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	INSS	ร้อยละของผู้ถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด โดยนับจาก 10 อันดับแรก
การถือหุ้นของผู้บริหาร	MANS	ร้อยละของผู้ถือหุ้นของผู้บริหารต่อผู้ถือหุ้นทั้งหมด โดยนับจาก 10 อันดับแรก
ตัวแปรควบคุม		
ความเป็นอิสระของกรรมการบริษัท	BIND	สัดส่วนกรรมการที่มีความเป็นอิสระต่อกรรมการทั้งหมด
ขนาดของบริษัท	FSIZE	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
ภาระหนี้สิน	FLEV	หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 2 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่าตัวแปร
กลุ่มอุตสาหกรรม	INDUS1-7	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม, 0 ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ (1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (3) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (4) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (6) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (7) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง งานวิจัยนี้เลือกใช้กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นฐาน (Reference Group) สำหรับการทดสอบสมมติฐาน เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนมากที่สุดในชุดข้อมูล จึงเหมาะสมในการเป็นหมวดอ้างอิง (Reference Category)
ปีที่ศึกษา	YEAR1-5	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในปีที่ศึกษา, 0 ไม่ได้อยู่ในปีที่ศึกษา โดยผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 5 ปี คือ ปี พ.ศ. 2562-2566 งานวิจัยนี้เลือกใช้ปี พ.ศ. 2562 เป็นปีฐาน เนื่องจากเป็นปีแรก que เริ่มเก็บข้อมูลสำหรับชุดข้อมูลทั้งหมด การกำหนดปีฐานช่วยให้สามารถเปรียบเทียบผลกระทบในแต่ละปีถัดไปได้

3.3 การเก็บรวบรวมและการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาค้างนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยรวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูล que ครอบคลุมข้อมูลทางการเงิน และการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) การวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้ใช้เครื่องมือทางสถิติ เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่น่าเชื่อถือและมีความแม่นยำ โดยแบ่งออกเป็น 3 ขั้นตอนหลัก ดังนี้

3.3.1 การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของตัวแปร ก่อนทำการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ จำเป็นต้องตรวจสอบข้อสมมติพื้นฐานของข้อมูล เพื่อให้มั่นใจว่าข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์มีคุณสมบัติที่เหมาะสม และไม่ก่อให้เกิดความคลาดเคลื่อนในผลการศึกษา โดยใช้การทดสอบทางสถิติต่อไปนี้

- Variance Inflation Factor (VIF) ตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุคูณ (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรอิสระ

- ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) ประเมินการกระจายตัวของข้อมูล เพื่อทดสอบว่าเป็นไปตามสมมติฐานการแจกแจงแบบปกติหรือไม่
- Durbin-Watson Statistic (D.W.) ตรวจสอบปัญหาการเกิดความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรตกค้าง (Autocorrelation) ซึ่งอาจส่งผลต่อความถูกต้องของแบบจำลองถดถอย

3.3.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ใช้เพื่ออธิบายลักษณะพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยให้ข้อมูลเกี่ยวกับการกระจายตัวและแนวโน้มของข้อมูลผ่านตัวชี้วัดสำคัญ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด

3.3.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและตรวจสอบสมมติฐานของงานวิจัย โดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม แสดงให้เห็นว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันในทิศทางใด มีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใด และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรอิสระ (การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและผู้บริหาร) ต่อการจัดการกำไร ช่วยให้สามารถประเมินความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลระหว่างตัวแปร

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบข้อตกลงในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแปรในการวิจัย	VIF Model			Skewness Model			Kurtosis Model		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
การจัดการกำไร (Abs (DA))				2.91	2.93	3.34	8.88	9.08	12.13
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	1.13	1.14	n/d	2.49	2.24	n/d	6.39	4.92	n/d
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	1.13	n/d	1.29	1.71	n/d	0.99	2.31	n/d	0.32
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	1.07	1.05	1.07	1.06	1.08	0.99	1.07	1.04	0.94
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	1.37	1.39	1.33	0.72	0.68	0.52	0.43	0.29	-0.12
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	1.29	1.27	1.31	0.02	0.00	0.02	-0.95	-0.92	-0.91
Durbin-Watson แบบจำลองที่ 1	1.801								
Durbin-Watson แบบจำลองที่ 2	2.036								
Durbin-Watson แบบจำลองที่ 3	1.783								

การตรวจสอบข้อมูลเบื้องต้นเป็นขั้นตอนสำคัญในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อให้แน่ใจว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุ (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรอิสระ เนื่องจากหากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงอาจส่งผลให้แบบจำลองถดถอยให้ผลลัพธ์ที่ไม่น่าเชื่อถือและอาจทำให้ค่าประมาณค่าสัมประสิทธิ์ (Regression Coefficients) มีค่าคลาดเคลื่อนสูง (Myers, 1990)

การวิเคราะห์ลักษณะการแจกแจงของตัวแปรเป็นขั้นตอนสำคัญในการทดสอบสมมติฐานของแบบจำลองถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) Habbash (2010) ระบุว่า ข้อมูลสามารถถือได้ว่าเป็นการแจกแจงแบบปกติ หากค่าความเบ้มาตรฐาน (Standardized Skewness) อยู่ภายในช่วง ± 1.96 ค่าความโด่งมาตรฐาน (Standardized Kurtosis) อยู่ภายในช่วง ± 2 จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 3 ค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) ของตัวแปรบางตัว เช่น การจัดการกำไร (Abs (DA)) และการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) มีค่าสูงกว่าค่าที่กำหนด ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ข้อมูลอาจไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ (การจัดการกำไรในแบบจำลองที่ 1-3 มีค่า Skewness อยู่ระหว่าง 2.91-3.34 ข้อมูลมีความเบ้ไปทางขวาสูง และค่าในแบบจำลองที่ 1-3 มีค่า Kurtosis เท่ากับ 8.88-12.13 ข้อมูลมีความโด่งสูงกว่าการแจกแจงปกติ และการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ในแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 มีค่า Skewness เท่ากับ 2.49 และ 2.24 แสดงว่า ข้อมูลมีความเบ้ไปทางขวามาก และค่า Kurtosis เท่ากับ 6.39 และ 4.92 แสดงว่า ข้อมูลมีความโด่งสูงกว่าการแจกแจงปกติ) เนื่องจากข้อมูลบางส่วนไม่ได้แจกแจงแบบปกติ ผู้วิจัยจึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความแข็งแกร่งของข้อมูล เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลลัพธ์ ซึ่งเป็นวิธีการที่ช่วยให้สามารถมั่นใจได้ว่า ผลลัพธ์ที่ได้สะท้อนความเป็นจริงของข้อมูลมากที่สุด และช่วยลดปัญหาความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดจากการแจกแจงที่ผิดปกติ โดยใช้ Bootstrapping ในตารางที่ 8

ค่า Durbin-Watson (DW) เข้าใกล้ 2 (อยู่ระหว่าง 1.5-2.5) แสดงว่า ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปร (Auto Correlation) (King, 1981)

4. การวิเคราะห์ข้อมูลและอภิปรายผล

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ แสดงโดยข้อมูลค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ในตารางที่ 4 และตารางที่ 5

ตารางที่ 4 ค่าความถี่ของตัวแปรกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	Model 1		Model 2		Model 3	
	Firm	Samples	Firm	Samples	Firm	Samples
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGO)	56	267	46	210	43	179
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMR)	53	265	45	205	22	96
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	36	166	32	137	18	74
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (POP&CON)	88	468	68	356	49	248
ทรัพยากร (RESOURC)	65	328	39	228	42	174
บริการ (SERVICE)	36	157	19	107	20	76
เทคโนโลยี (TECH)	89	447	70	353	58	272
รวมทั้งสิ้น	423	2,098	319	1,596	252	1,119

ตารางที่ 4 พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 7 กลุ่ม โดยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษามากที่สุดทั้ง 3 แบบจำลอง โดยกลุ่มตัวอย่างมีการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันมากกว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหาร จำนวน 477 ตัวอย่าง (1,596 – 1,119)

ตารางที่ 5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

Panel A: Descriptive Statistics (Model 1)						
Variables	Observations	Min	Max	Mean	SD	
การจัดการกำไร (DA)	2,098	-0.29	0.06	-0.02	0.05	
การจัดการกำไร (Abs (DA))	2,098	0.00	0.29	0.02	0.05	
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) : %	2,098	0.00	96.66	10.69	16.12	
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) : %	2,098	0.00	77.88	10.49	16.27	
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) : เท่า	2,098	0.30	1.00	0.44	0.10	
ขนาดของบริษัท (FSIZE) : ล้านบาท	2,098	157	3,460,462	43,704	182,391	
ขนาดของบริษัท (lnFSIZE) : Natural Logarithm	2,098	11.96	21.96	15.97	1.56	
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) : เท่า	2,098	0.00	0.96	0.44	0.21	

ตารางที่ 5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร (ต่อ)

Panel B: Descriptive Statistics (Model 2)					
Variables	Observations	Min	Max	Mean	SD
การจัดการกำไร (DA)	1,596	-0.29	0.06	-0.02	0.05
การจัดการกำไร (Abs (DA))	1,596	0.00	0.29	0.02	0.05
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) : %	1,596	0.04	96.66	13.30	16.99
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) : เท่า	1,596	0.30	1.00	0.44	0.11
ขนาดของบริษัท (FSIZE) : ล้านบาท	1,596	157	3,460,462	52,737	202,298
ขนาดของบริษัท (FSIZE) : Natural Logarithm	1,596	11.96	21.96	16.20	1.57
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) : เท่า	1,596	0.00	1.00	0.45	0.21
Panel C: Descriptive Statistics (Model 3)					
Variables	Observations	Min	Max	Mean	SD
การจัดการกำไร (DA)	1,119	-0.27	0.06	-0.01	0.04
การจัดการกำไร (Abs (DA))	1,119	0.00	0.27	0.02	0.04
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) : %	1,119	0.00	78.00	18.60	17.85
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) : เท่า	1,119	0.30	1.00	0.44	0.10
ขนาดของบริษัท (FSIZE) : ล้านบาท	1,119	422	459,514	16,668	34,853
ขนาดของบริษัท (FSIZE) : Natural Logarithm	1,119	12.95	19.95	15.70	1.27
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) : เท่า	1,119	0.00	1.00	0.44	0.21

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้เพื่ออธิบายลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองโดยมีจำนวนข้อมูล (Observation), ค่าต่ำสุด (Min), ค่าสูงสุด (Max), ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation, SD) โดยพบว่า ค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างโดยดุลยพินิจผู้บริหารที่ใช้วัดการจัดการกำไร (Discretionary Accruals: DA) ในทั้งสามแบบจำลองอยู่ในช่วงระหว่าง -0.02 ถึง -0.01 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ต่ำ (ประมาณ 0.04-0.05) บ่งชี้ว่า บริษัทส่วนใหญ่มีระดับการจัดการกำไรอยู่ในระดับต่ำ และมีแนวโน้มไปในทิศทางของการลดกำไร (Income-Decreasing Earnings Management) โดย Wagener (2024) อธิบายว่า ผู้บริหารที่มีแนวโน้มในลักษณะของการลดกำไรมากกว่าการเพิ่มกำไร เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์เฉพาะ เช่น การจัดการกำไร เพื่อให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ (Meeting Targets) ลดความผันผวนของกำไร เพื่อรักษาระดับกำไร

ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมตามความคาดหวังของผู้ถือหุ้น (Income Smoothing) เป็นต้น โดยใช้เทคนิคบางประการ เช่น การประมาณการหนี้สิน การเลื่อนเวลาการรับรู้รายได้หรือค่าใช้จ่าย เพื่อปรับเปลี่ยนผลการดำเนินงาน

จากผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมบูรณ์ของการจัดการกำไร (Abs(DA)) ในทั้งสามแบบจำลอง มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 0.02 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานใกล้เคียงกัน ($SD \approx 0.05$) ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ระดับของการจัดการกำไรในกลุ่มตัวอย่างอยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้งานวิจัยนี้จะวิเคราะห์และอภิปรายผลโดยใช้ ค่าสัมบูรณ์ของการจัดการกำไร (Abs(DA)) แทนค่าปกติของ DA เนื่องจาก Abs(DA) เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนขนาดของการจัดการกำไร โดยไม่ขึ้นกับทิศทางของการปรับตัวว่าจะเป็นการเพิ่มหรือการลดกำไร (Kothari et al., 2005) ซึ่งค่า DA มีทั้งค่าบวกและค่าลบอาจนำไปสู่การตีความที่คลาดเคลื่อนหรือบิดเบือนระดับของพฤติกรรมการจัดการกำไร หากบริษัทบางแห่งมีพฤติกรรมเพิ่มกำไร ขณะที่บางแห่งมีพฤติกรรมลดกำไร ค่าดังกล่าวจะหักล้างกันและทำให้ค่าเฉลี่ยเข้าใกล้ศูนย์ ทั้งที่ในความเป็นจริงบริษัทในกลุ่มตัวอย่างอาจมีระดับการแทรกแซงผลกำไรที่รุนแรง ซึ่งจะไม่สามารถสังเกตได้ชัดเจนจากค่า DA ปกติ (Dechow et al., 1995; Kothari et al., 2005)

การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในแบบจำลองที่ 1 (กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.69% และความเป็นอิสระของคณะกรรมการอยู่ที่ 0.44 เท่า และในแบบจำลองที่ 2 (บริษัทที่นักลงทุนสถาบันถือหุ้น) ค่าเฉลี่ยการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นเป็น 13.30% แต่ความเป็นอิสระของคณะกรรมการยังคงอยู่ที่ 0.44 เท่า สะท้อนให้เห็นว่า เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูงขึ้น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญขนาดของบริษัท (วัดโดยสินทรัพย์รวม) พบว่า ในแบบจำลองที่ 2 ที่มีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 52,737 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่าในแบบจำลองที่ 1 ที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 43,704 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มเข้าลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า Koh (2007) พบว่า นักลงทุนสถาบันจะลงทุนในบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มอยู่ในดัชนีหลักทรัพย์สำคัญ (เช่น Dow Jones หรือ S&P 500 เป็นต้น) เนื่องจากในบริษัทขนาดใหญ่มักจะมีเสถียรภาพทางการเงิน และระบบกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งอีกด้วย ในด้านภาระหนี้สินใน แบบจำลองที่ 2 เฉลี่ยเท่ากับ 0.45 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับแบบจำลองที่ 1 เฉลี่ยเท่ากับ 0.44 เท่า อธิบายได้ว่า ภาระหนี้สินอาจไม่ใช่ปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนสถาบันในกลุ่มตัวอย่างนี้

ในแบบจำลองที่ 3 ซึ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่ผู้บริหารมีการถือหุ้นพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเฉลี่ยเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนจาก 10.49% (แบบจำลองที่ 1) เป็น 18.60% อย่างไรก็ตาม ค่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) ยังคงอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 0.44 ในทั้งสามแบบจำลอง หมายความว่า แม้ผู้บริหารจะถือหุ้นในบริษัทมากขึ้นแต่ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างความเป็นอิสระของคณะกรรมการ หรืออีกนัยหนึ่ง บริษัทที่รักษาสัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการไว้ เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือในการกำกับดูแลกิจการ บริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นสูง (แบบจำลองที่ 3) พบว่า มีขนาดเล็กกว่าโดยค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมเท่ากับ 16,668 บาท สะท้อนว่า บริษัทขนาดเล็กมักมีผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนภาระหนี้สิน (FLEV) ของบริษัทในกลุ่มที่ผู้บริหารถือหุ้นไม่แตกต่างจากภาพรวมของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.30 เท่า หรือ 30% ซึ่งสอดคล้องกับเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีการบริหารอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด ข้อมูลเกี่ยวกับขนาดของบริษัท (วัดจากสินทรัพย์รวม) มีช่วงค่าที่กว้างมาก ผู้วิจัยจึงปรับข้อมูลโดยใช้

ลอการิทึมธรรมชาติ $\ln$ (Total Assets) เพื่อให้ข้อมูลจะมีการกระจายตัวที่ใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปรกติ (Normal Distribution) ซึ่งช่วยให้ผลการวิเคราะห์เชิงสถิติมีความแม่นยำมากขึ้น

4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ตารางที่ 1 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

Variables	Pearson Correlations					
	Abs (DA)	INSS	MANS	BIND	FSIZE	FLEV
การจัดการกำไร (Abs (DA))	1.000	-0.021	-.210**	-0.016	-0.027	-0.023
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)		1.000	-.132**	0.014	.226**	.078**
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)			1.000	.105**	-.179**	-0.041
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)				1.000	.050*	.058**
ขนาดของบริษัท (FSIZE)					1.000	.409**
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)						1.000

หมายเหตุ : *,** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 6 พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร (Abs (DA)) ($r = -0.210$, $p < 0.01$) ซึ่งหมายความว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทมากขึ้นการจัดการกำไรมีแนวโน้มลดลง นอกจากนี้ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) ($r = -0.132$, $p < 0.01$) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมักไม่สามารถดึงดูดการลงทุนจากนักลงทุนสถาบัน การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) ยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของบริษัท (FSIZE) ($r = 0.226$, $p < 0.01$) นั่นคือ นักลงทุนสถาบันมีแนวโน้มลงทุนในบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่ารวมทั้งมีภาระหนี้สินมากขึ้นตามลำดับ ในทางตรงกันข้าม การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับขนาดของบริษัท (FSIZE) ($r = -0.179$, $p < 0.01$) ซึ่งสะท้อนว่า ผู้บริหารมักถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงในบริษัทขนาดเล็กมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ในขณะเดียวกัน การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) ($r = 0.105$, $p < 0.01$) สะท้อนความพยายามของบริษัทในการเพิ่มจำนวนคณะกรรมการอิสระ เพื่อเสริมสร้างความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือ

นอกจากนี้ ขนาดของบริษัท (FSIZE) ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) ($r = 0.058$, $p < 0.01$) ซึ่งให้เห็นว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีจำนวนคณะกรรมการอิสระเพิ่มสูงขึ้น และยังพบว่า ขนาดของบริษัท (FSIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) ($r = 0.409$, $p < 0.01$) กล่าวได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีภาระหนี้สินสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กอย่างมีนัยสำคัญ

การวิเคราะห์ทางสถิติ Pearson Correlation ถูกใช้เป็นหนึ่งเครื่องมือในการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุ (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรอิสระในแบบจำลองถดถอยเชิงพหุคูณ โดยพบว่า ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สันไม่เกิน 0.8

ในทุกคู่ตัวแปร แสดงว่า ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุ ค่าความสัมพันธ์สูงสุดที่พบคือ 0.409 (ระหว่างขนาดของบริษัท และภาระหนี้สิน) ซึ่งยังอยู่ในเกณฑ์ที่กำหนด (Hair et al., 2010)

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน

Panel A: Multiple Regression Analysis (Model 1)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.088	0.010		8.937	0.000***	0.068	0.107
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.001	0.001	0.039	2.058	0.040**	0.001	0.002
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	-0.004	0.001	-0.131	-6.910	0.004***	0.004	0.002
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-0.007	0.008	-0.016	-0.851	0.395	-0.023	0.009
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.002	0.001	-0.053	-2.562	0.010**	-0.003	0.0004
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.001	0.004	0.006	0.306	0.760	-0.007	0.010
Industry/Year Fix Effect	Included						

F-statistics 75.390*** / R-square 38.00% / Adjusted r-square 37.50%

Observations 2,098

Panel B: Multiple Regression Analysis (Model 2)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.078	0.011		7.324	0.000***	0.057	0.100
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.003	0.001	0.083	3.977	0.000***	0.002	0.005
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-0.017	0.009	-0.040	-1.976	0.048**	-0.034	-0.0001
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.001	0.001	-0.035	-1.511	0.131	-0.002	0.0003
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.004	0.005	0.016	0.749	0.454	-0.006	0.013
Industry/Year Fix Effect	Included						

F-statistics 74.912*** / R-square 39.88% / Adjusted r-square 39.35%

Observations 1,596

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐาน (ต่อ)

Panel C: Multiple Regression Analysis (Model 3)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.075	0.013		5.805	0.000***	0.050	0.101
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	-0.009	0.001	-0.438	-17.521	0.000***	-0.010	-0.008
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	0.017	0.009	0.042	1.839	0.066	-0.001	0.035
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.001	0.001	-0.039	-1.549	0.122	-0.003	0.0003
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	-0.006	0.005	-0.028	-1.117	0.264	-0.015	0.004
Industry/Year Fix Effect	Included						
F-statistics 69.015*** / R-square 46.67% / Adjusted r-square 46.00%							
Observations 1,119							

หมายเหตุ : **, *** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ค่าสัมประสิทธิ์ B คือ ค่า Unstandardized Coefficient และค่า β คือ ค่า Standardized Coefficient

ตารางที่ 7 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ได้แก่ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) และการถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) ที่มีต่อการจัดการกำไร ซึ่งวัดโดยค่า Absolute Discretionary Accruals (Abs(DA)) โดยในแบบจำลองยังรวมตัวแปรควบคุม ได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) ขนาดของบริษัท (FSIZE) และภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) พร้อมทั้งควบคุมผลกระทบที่อาจเกิดจากความแตกต่างของอุตสาหกรรมและช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (Industry and Year Fixed Effects) เพื่อเพิ่มความแม่นยำในการประมาณค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลอง

ผลการวิเคราะห์พบว่า ค่า F-statistic ทุกแบบจำลองอยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($p < 0.01$) ซึ่งสะท้อนว่า แบบจำลองมีความเหมาะสมทางสถิติ และสามารถอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามได้ในระดับที่มีนัยสำคัญ ในส่วนของ Adjusted R-Square ซึ่งเป็นตัววัดความสามารถในการอธิบายของแบบจำลองพบว่า แบบจำลองที่ 1 ร้อยละ 37.50 แบบจำลองที่ 2 ร้อยละ 39.35 และแบบจำลองที่ 3 มีค่าสูงสุดร้อยละ 46.00 ซึ่งหมายความว่าแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของการจัดการกำไรของกลุ่มตัวอย่างได้ประมาณร้อยละ 37.50 ถึงร้อยละ 46.00 ขึ้นอยู่กับตัวแปรที่ถูกรวมไว้ในแต่ละแบบจำลอง โดยเฉพาะในแบบจำลองที่ 3 ซึ่งมีตัวแปรอิสระคือ การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) พบว่า มีอำนาจในการอธิบายความแปรปรวนของการจัดการกำไรได้มากที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและการจัดการกำไร อย่างไรก็ตามค่า Adjusted R-Square ในทุกแบบจำลองไม่ถึงร้อยละ 50 แสดงให้เห็นว่า แม้ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่อยู่ใน

แบบจำลองจะสามารถอธิบายการจัดการกำไรได้ แต่ยังคงมีอีกประมาณ 54–62% ของความแปรปรวนที่อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่ยังไม่ถูกรวมไว้ในแบบจำลอง

สมมติฐานที่ 1: สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่สูงขึ้นสามารถช่วยลดการจัดการกำไร

ผลการศึกษาปฏิสมมติฐานที่ 1 โดยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร (Abs(DA)) (Model 1: $\beta = 0.039$, $p < 0.05$; Model 2: $\beta = 0.083$, $p < 0.01$) ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ที่เชื่อว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทในการตรวจสอบและควบคุมพฤติกรรมของฝ่ายบริหารในการจัดการกำไร

จากมุมมองของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งอธิบายถึงปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหาร (Agent) และผู้ถือหุ้น (Principal) มีแนวคิดหลักว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบัน ควรมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการ และสามารถจำกัดพฤติกรรมการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหาร เช่น การจัดการกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ได้ (Fama & Jensen, 1983; Chung et al., 2002; Burns et al., 2010) อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์จากการศึกษานี้กลับไม่สอดคล้องกับข้อคาดการณ์ทางทฤษฎีดังกล่าว โดยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร แสดงให้เห็นว่า ในบางบริบทนักลงทุนสถาบันอาจไม่สามารถทำหน้าที่เป็นกลไกกำกับดูแลได้ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับข้อค้นพบของ Wilson et al. (2022) และ Ma et al. (2023) ที่ระบุว่า นักลงทุนสถาบันบางกลุ่มอาจมีแรงจูงใจในการสนับสนุนหรือเพิกเฉยต่อพฤติกรรมการจัดการกำไร โดยเฉพาะในกรณีที่เน้นผลตอบแทนระยะสั้น ซึ่งอาจสะท้อนถึงข้อจำกัดด้านโครงสร้างอำนาจหรือแนวโน้มการเลือกกลยุทธ์การลงทุนที่เน้นการลงทุนระยะยาว ขณะเดียวกัน เมื่อพิจารณาผ่านทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) นักลงทุนสถาบันมักถูกมองว่า เป็นผู้ส่งสัญญาณเชิงบวกที่สะท้อนความเชื่อมั่น ความโปร่งใส และศักยภาพของบริษัทในสายตาผู้มีส่วนได้เสีย (Koh, 2007; Eissa et al., 2025) อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาี้ กลับพบว่า สัญญาณเชิงบวกที่เกิดจากการเข้าถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันนั้น ไม่เพียงพอที่จะยับยั้งพฤติกรรมการจัดการกำไรของฝ่ายบริหารได้อย่างมีนัยสำคัญ

ความขัดแย้งระหว่างผลการศึกษาและแนวคิดเชิงทฤษฎีดังกล่าว รวมถึงข้อขัดแย้งกับงานวิจัยส่วนใหญ่ในอดีต กลายเป็นจุดเริ่มต้นที่สำคัญของการตั้งคำถามเชิงลึกในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงดำเนินการวิเคราะห์เพิ่มเติม เพื่อหาคำอธิบายที่มีความละเอียดมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะการศึกษาผลของระดับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันว่า มีความสัมพันธ์ในลักษณะแตกต่างกันอย่างไรกับการจัดการกำไร ซึ่งนำไปสู่การค้นพบเชิงลึกที่น่าสนใจ เพื่อให้ได้ข้อสรุปที่ชัดเจนมากขึ้น ผู้วิจัยได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมพร้อมทั้งอภิปรายผลในหัวข้อที่ 4.4 การวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติม (Additional Analysis) ซึ่งจะช่วยให้หลักฐานเชิงประจักษ์ต่อบทบาทของการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการจัดการกำไรในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่สูงขึ้นสามารถช่วยลดการจัดการกำไร

ผลการศึกษายอมรับสมมติฐานที่ 2 โดยพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร (Abs(DA)) (Model 1: $\beta = -0.131$, $p < 0.01$; Model 3: $\beta = -0.438$, $p < 0.01$) ผลการศึกษพบว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น พฤติกรรมในการจัดการกำไรมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสามารถ

อธิบายได้ว่า การที่ผู้บริหารมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของของบริษัท ทำให้มีแรงจูงใจที่จะดำเนินงาน เพื่อประโยชน์ในระยะยาวมากกว่าที่จะมุ่งแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนในระยะสั้น (O’Callaghan et al., 2018; Mardnly et al., 2021) ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งกล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างผู้บริหาร (Agent) กับผู้ถือหุ้น (Principal) โดยระบุว่า ความขัดแย้งจะลดลงเมื่อผู้บริหารมีสถานะเป็นเจ้าของร่วม เนื่องจากมีเป้าหมายที่สอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากขึ้น กล่าวคือ เมื่อผู้บริหารมีผลประโยชน์ทางการเงินผูกพันกับความสำเร็จของบริษัท จะมีแนวโน้มหลีกเลี่ยงการตัดสินใจที่อาจบิดเบือนข้อมูลหรือจัดการกำไร ซึ่งเป็นสร้างผลกำไรในลักษณะที่ไม่ยั่งยืน (Fama & Jensen, 1983) นอกจากนี้มุมมองทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) การที่ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงยังเป็นสัญญาณเชิงบวกถึงความมั่นใจในศักยภาพของบริษัทในอนาคต (Gerayli & Pitenoei, 2018; Liu & Sun, 2022)

แม้ว่าผลการศึกษาลักษณะสนับสนุนสมมติฐานที่ 2 และสอดคล้องกับแนวคิดทางทฤษฎีที่ระบุว่า การถือหุ้นของผู้บริหารในระดับสูงสามารถช่วยลดพฤติกรรมจัดการกำไรได้ แต่อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยยังคงดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติมในหัวข้อที่ 4.4 เพื่อให้เข้าใจกลไกเชิงลึกและลักษณะของความสัมพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบด้านมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะการพิจารณาว่า ระดับของการถือหุ้นของผู้บริหารในแต่ละช่วงอาจส่งผลต่อพฤติกรรมจัดการกำไรในลักษณะที่แตกต่างกัน ซึ่งจะช่วยขยายขอบเขตความเข้าใจและเสริมมุมมองเชิงนโยบายเกี่ยวกับบทบาทของผู้ถือหุ้นภายในในการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ

ตัวแปรควบคุม

จากผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณในตารางที่ 7 พบว่า ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND), ขนาดของบริษัท (FSIZE) และภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) มีผลต่อการจัดการกำไรในระดับที่แตกต่างกันทั้งในด้านทิศทางและนัยสำคัญทางสถิติ ในส่วนของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND) พบว่า ในแบบจำลองที่ 1 และ แบบจำลองที่ 3 ไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร ($p > 0.05$) ขณะที่ในแบบจำลองที่ 2 ความเป็นอิสระของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = -0.040$, $p < 0.05$) สะท้อนให้เห็นว่า ในบางสถานการณ์การมีส่วนร่วมของกรรมการอิสระที่สูงอาจมีบทบาทในการตรวจสอบ ถ่วงดุลและลดพฤติกรรมจัดการกำไรของฝ่ายบริหารได้ (Fan & Wong, 2002; Teshima & Shuto, 2008; Bansal, 2021) อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกันระหว่างแบบจำลอง อธิบายได้ว่า บทบาทของคณะกรรมการอิสระต่อการจัดการกำไรอาจขึ้นอยู่กับบริบทหรือเงื่อนไขเฉพาะของบริษัท

ขนาดของบริษัท (FSIZE) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไรในทุกแบบจำลอง แต่มีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองที่ 1 เท่านั้น ($\beta = -0.053$, $p < 0.01$) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่ามีแนวโน้มที่จะมีการจัดการกำไรที่น้อยกว่า ข้อค้นพบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Teshima & Shuto (2008), Bouaziz et al. (2020) และ Bansal (2021) ที่แสดงให้เห็นว่า บริษัทขนาดใหญ่มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก มีการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะมากกว่าและมีแรงกดดันจากผู้มีส่วนได้เสียหลากหลายกลุ่ม ซึ่งเป็นแรงจูงใจให้บริษัทรักษาความโปร่งใสในรายงานทางการเงินมากขึ้น

ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV) ไม่พบความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรในทั้ง 3 แบบจำลอง ($p > 0.05$) แม้ว่าจะงานวิจัยในอดีต เช่น Teshima & Shuto (2008), Lassoued et al. (2017) และ Bouaziz et al. (2020) พบว่า บริษัทที่มีหนี้สินสูงมักมีแรงจูงใจในการจัดการกำไร เพื่อให้เป็นไปตามพันธสัญญาทางการเงิน (Debt Covenants) แต่ผลการศึกษาครั้งนี้กลับไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชัดเจน สะท้อนให้เห็นว่า ปัจจัยด้านหนี้สินยังไม่ใช่ตัวผลักดันการจัดการกำไรในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4.4 การทดสอบความแข็งแกร่งของผลการวิจัย (Robustness Test)

จากการวิเคราะห์ลักษณะการแจกแจงของตัวแปรในตารางที่ 3 พบว่า ข้อมูลบางส่วนไม่ได้แจกแจงแบบปกติ (ตัวแปรอิสระที่มีค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) เกินเกณฑ์ที่กำหนด) ผู้วิจัยจึงใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความแข็งแกร่งของข้อมูล (Robustness Analysis) ในแบบจำลองหลัก เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลลัพธ์ ทั้งนี้เพื่อให้มั่นใจว่า ข้อสรุปที่ได้สะท้อนถึงลักษณะของข้อมูลอย่างแท้จริง และช่วยลดความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดจากการละเมิดสมมติฐานการแจกแจงแบบปกติ

วิธีการ Bootstrap ในการประมาณค่าทางสถิติเป็นเทคนิคที่อาศัยการสุ่มซ้ำกลุ่มตัวอย่าง (การศึกษานี้ใช้ 5,000 Resamples) เพื่อสร้างการแจกแจงของประมาณการที่ไม่ขึ้นอยู่กัสมมติฐานการแจกแจงแบบปกติ วิธีการนี้ช่วยให้สามารถประเมินค่าพารามิเตอร์ได้อย่างแม่นยำมากยิ่งขึ้น แม้ในกรณีที่ข้อมูลมีลักษณะไม่เป็นปกติ (Cheung et al., 2023) นอกจากนี้ การเลือกใช้ Bootstrap ยังสอดคล้องกับแนวทางของ Cribbie et al. (2012) ที่เสนอให้ใช้เทคนิคดังกล่าวในการประเมินความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์ ในกรณีที่ข้อมูลมีปัญหาเรื่องการแจกแจงไม่เป็นปกติ (Non-Normality) หรือมีความแปรปรวนไม่เท่ากัน (Heteroscedasticity)

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความแข็งแกร่งของแบบจำลองหลักด้วยเทคนิค Bootstrap (5,000 Resamples)

Panel A: Bootstrap Model 1 (Observations 2,098)						
Variables	B	Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	95% CI	
					Lower	Upper
(Constant)	0.088	0.000	0.010	0.001	0.068	0.106
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.000	0.000	0.000	0.041	0.000	0.000
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-0.007	0.000	0.009	0.451	-0.024	0.010
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.002	0.000	0.001	0.006	-0.003	0.000
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.001	0.000	0.004	0.768	-0.007	0.010

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความแข็งแกร่งของแบบจำลองหลักด้วยเทคนิค Bootstrap (5,000 Resamples) (ต่อ)

Panel B: Bootstrap Model 2 (Observations 1,596)						
Variables	B	Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	95% CI	
					Lower	Upper
(Constant)	0.078	0.000	0.011	0.000	0.057	0.101
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.003	0.000	0.001	0.000	0.002	0.005
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-0.017	0.000	0.009	0.052	-0.034	0.000
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.001	0.000	0.001	0.124	-0.002	0.000
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.004	0.000	0.005	0.468	-0.006	0.013

Panel C: Bootstrap Model 3 (Observations 1,119)						
Variables	B	Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	95% CI	
					Lower	Upper
(Constant)	0.075	0.000	0.014	0.000	0.049	0.103
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	-0.009	0.000	0.001	0.000	-0.011	-0.008
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	0.017	0.000	0.009	0.068	-0.001	0.035
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.001	0.000	0.001	0.146	-0.003	0.000
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	-0.006	0.000	0.005	0.255	-0.016	0.004

ผลการวิเคราะห์ด้วยเทคนิค Bootstrap ในทุกแบบจำลอง สะท้อนให้เห็นถึงความสอดคล้องกันอย่างชัดเจนในเชิงทิศทางของค่าสัมประสิทธิ์ ตลอดจนระดับนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปรหลัก ซึ่งประกอบด้วย การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS) และการถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS) ผลการวิเคราะห์จาก Bootstrap ยังคงแสดงผลในทิศทางเดียวกับแบบจำลอง OLS การศึกษานี้พบว่า ค่าประมาณจาก Bootstrap ไม่เบี่ยงเบนจากผลของ OLS อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า ผลลัพธ์ของแบบจำลองหลักมีความเสถียร (Robust) แม้ภายใต้เงื่อนไขของข้อมูลบางส่วนที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานการแจกแจงแบบปกติ ทั้งนี้ เนื่องจาก Bootstrap เป็นเทคนิคที่ไม่พึ่งพาข้อสมมติเรื่องการแจกแจงของข้อมูล จึงเหมาะสมสำหรับการใช้ในการตรวจสอบความน่าเชื่อถือของแบบจำลองเมื่อพบปัญหาค่าความเบ้ (Skewness) หรือความโด่ง (Kurtosis) ไม่เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนด นอกจากนี้ ผลลัพธ์ยังคงอยู่ในระดับนัยสำคัญทางสถิติหลังจากการใช้ Bootstrap ยังแสดงถึงความแข็งแกร่งของตัวแปรอิสระในการอธิบายการจัดการกำไร ซึ่งสนับสนุนข้อสรุปของงานวิจัยว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและผู้บริหาร มีบทบาทสำคัญในฐานะกลไกการกำกับดูแลกิจการ

4.5 การวิเคราะห์ข้อมูลเพิ่มเติม (Additional Analysis)

4.5.1 การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการจัดการกำไร

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) นำเสนอว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันควรมีบทบาทสำคัญในการลดพฤติกรรมจัดการกำไร อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาตามที่แสดงในหัวข้อ 4.3 กลับพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร ผู้วิจัยจึงได้ดำเนินการวิเคราะห์เพิ่มเติม เพื่อทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่มีต่อการจัดการกำไรในเชิงลึก โดยเฉพาะในด้านระดับสัดส่วนการถือหุ้นที่พบว่า เป็นตัวแปรสำคัญ ซึ่งไม่ถูกสะท้อนอย่างชัดเจนในการวิเคราะห์เบื้องต้น โดยผู้วิจัยทำการทดสอบทางสถิติพบนัยสำคัญต่อการอธิบายผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่ 1 การถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 10 มีจำนวน 982 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 61.53) กลุ่มที่ 2 การถือหุ้นระหว่างร้อยละ 10–60 มีจำนวน 522 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 32.71) และกลุ่มที่ 3 การถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 60 มีจำนวน 92 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 5.76) รายละเอียดผลการวิเคราะห์เพิ่มเติมนี้ได้นำเสนอใน ตารางที่ 9

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานตามระดับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

Panel A: Multiple Regression Analysis (Institutional Shareholders: Greater than 0–10%)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.061	0.015		4.138	0.000***	0.032	0.090
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.005	0.001	0.084	3.234	0.001***	0.002	0.007
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	-0.009	0.010	-0.023	-0.905	0.366	-0.030	0.011
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.001	0.001	-0.016	-0.553	0.581	-0.002	0.001
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.002	0.006	0.010	0.341	0.733	-0.009	0.013
Industry/Year Fix Effect	Included						

F-statistics 43.198*** / R-square 37.62% / Adjusted r-square 36.75%

Observations 982

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานตามระดับสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ต่อ)

Panel B: Multiple Regression Analysis (Institutional Shareholders: Greater than 10–60%)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.130	0.021		6.086	0.000***	0.088	0.171
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.001	0.003	0.009	0.266	0.790	–0.005	0.007
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	–0.040	0.015	–0.089	–2.626	0.009***	–0.070	–0.010
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	–0.003	0.001	–0.096	–2.517	0.012**	–0.005	–0.001
Industry/Year Fix Effect	Included						
F-statistics 32.666*** / R-square 47.42% / Adjusted r-square 45.97%							
Observations 522							
Panel C: Multiple Regression Analysis (Institutional Shareholders: Greater 60%)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.371	0.147		2.520	0.016**	0.074	0.667
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	–0.074	0.033	–0.211	–2.266	0.029**	–0.140	–0.008
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	0.063	0.046	0.118	1.365	0.179	–0.030	0.156
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	0.003	0.003	0.083	0.906	0.370	–0.003	0.009
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.016	0.019	0.070	0.853	0.399	–0.022	0.055
Industry/Year Fix Effect	Included						
F-statistics 13.866*** / R-square 82.58% / Adjusted r-square 76.64%							
Observations 92							

หมายเหตุ : **, *** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ค่าสัมประสิทธิ์ B คือ ค่า Unstandardized Coefficient และค่า β คือ ค่า Standardized Coefficient

จากผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณที่แสดงในตารางที่ 9 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการจัดการกำไรมีลักษณะแตกต่างกันอย่างชัดเจนตามสัดส่วนการถือหุ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า สัดส่วนของการถือหุ้นมีนัยสำคัญต่อบทบาทในการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่นักลงทุนสถาบันถือหุ้นในสัดส่วนที่ต่ำ (ไม่เกินร้อยละ 10) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร (Panel A: $\beta = 0.084$, $p < 0.01$) ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน แต่สอดคล้องกับแบบจำลองหลัก อย่างไรก็ตาม ผลลัพธ์นี้สามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนสถาบันที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในระดับที่ต่ำ ยังไม่มีอำนาจเพียงพอในการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลให้ไม่สามารถลดการจัดการกำไรได้ ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Chung et al. (2002) และ Burns et al. (2010) ที่พบว่า นักลงทุนสถาบันจำเป็นต้องมีอิทธิพลทางโครงสร้างจึงจะมีบทบาทในการลดการจัดการกำไรได้ ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงกว่าร้อยละ 60 กลับพบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร (Panel C: $\beta = -2.266$, $p < 0.05$) ซึ่งสอดคล้องกับหลักการของทฤษฎีตัวแทน ที่อธิบายว่า เมื่อผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจในการควบคุมการดำเนินงานของบริษัทได้มากขึ้น จะสามารถลดพฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนของฝ่ายบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ (Shleifer & Vishny, 1997) นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่อธิบายว่าการถือหุ้นในระดับสูงของนักลงทุนสถาบันสามารถเป็นสัญญาณเชิงบวกไปยังตลาดและผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ ถึงความน่าเชื่อถือและคุณภาพของการรายงานทางการเงิน (Spence, 1978) ทำให้ฝ่ายบริหารมีแรงจูงใจที่จะหลีกเลี่ยงการจัดการกำไร สำหรับกลุ่มที่นักลงทุนสถาบันถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 10–60 งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับการจัดการกำไร (Panel B: $\beta = 0.009$, $p > 0.05$)

การศึกษานี้ นำเสนอประเด็นใหม่ที่มีความสำคัญต่อการทำความเข้าใจบทบาทของนักลงทุนสถาบัน ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยชี้ให้เห็นว่าการพิจารณาการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ในฐานะกลไกกำกับดูแลกิจการจากภายนอกไม่ควรจำกัดอยู่เพียงการพิจารณาสถานะการถือหุ้น แต่ควรให้ความสำคัญกับสัดส่วนการถือหุ้นที่มีอิทธิพลเชิงโครงสร้างมากเพียงพอ ที่จะทำให้นักลงทุนสถาบันมีอำนาจในการสร้างมูลค่าระยะยาวให้กับบริษัท การศึกษานี้ ช่วยให้สามารถประเมินบทบาทของนักลงทุนสถาบันได้สอดคล้องกับความเป็นจริงมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนไทย ที่ยังคงมีความหลากหลายในด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้นและรูปแบบการกำกับดูแลกิจการ

4.5.2 การถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อการจัดการกำไร

แม้ว่าผลการศึกษาหลักจะสนับสนุนสมมติฐานที่ 2 และสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า การถือหุ้นของผู้บริหารสามารถลดพฤติกรรมจัดการกำไรผ่านการสร้างแรงจูงใจตามประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์เพิ่มเติม เพื่อทำความเข้าใจกลไกความสัมพันธ์ดังกล่าวในเชิงลึก โดยเฉพาะการตรวจสอบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีผลต่อพฤติกรรมจัดการกำไรอย่างไร การศึกษานี้สะท้อนมุมมองว่า ผลของการถือหุ้นอาจไม่เป็นเชิงเส้นเสมอไป ผู้บริหารที่ถือหุ้นในระดับต่ำอาจขาดแรงจูงใจในการปกป้องผลประโยชน์ผู้ถือหุ้น ขณะที่การถือหุ้นในระดับสูงมากเกินไปอาจเกิดปัญหาการใช้อำนาจเกินขอบเขต (Jensen & Meckling, 1976; Fahlenbrach & Stulz, 2009) การวิเคราะห์นี้ ผู้วิจัยทำการทดสอบทางสถิติพหุนัยสำคัญต่อการอธิบายผล ตามสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารออกเป็น 2 กลุ่ม คือ (1) การถือหุ้นไม่เกินร้อยละ 10% มีจำนวน 488 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 43.61) และ (2) การถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 10 ขึ้นไป มีจำนวน 631 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 56.39)

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อทดสอบสมมติฐานตามระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

Panel A: Multiple Regression Analysis (Managerial Shareholders: Greater than 0-10%)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.088	0.027		3.198	0.001***	0.034	0.141
การถือหุ้นของผู้บริหาร (MANS)	-0.015	0.001	-0.451	-11.686	0.000***	-0.017	-0.012
ความเป็นอิสระของคณะกรรมการ (BIND)	0.002	0.020	0.003	0.088	0.930	-0.037	0.040
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	-0.002	0.002	-0.039	-1.065	0.287	-0.005	0.001
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	-0.016	0.010	-0.057	-1.529	0.127	-0.036	0.004
Industry/Year Fix Effect	Included						
F-statistics 33.129*** / R-square 49.51% / Adjusted r-square 48.01%							
Observations 488							
Panel B: Multiple Regression Analysis (Managerial Shareholders: Greater than 10%)							
Variables	B	SE	β (Beta)	t-value	p-value	95.0% CI	
						Lower	Upper
(Constant)	0.017	0.009		1.881	0.060	-0.001	0.035
การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (INSS)	0.001	0.001	0.021	0.603	0.547	-0.001	0.003
ขนาดของบริษัท (FSIZE)	0.004	0.005	0.025	0.706	0.481	-0.007	0.014
ภาระหนี้สินของบริษัท (FLEV)	0.000	0.001	-0.010	-0.230	0.819	-0.001	0.001
Industry/Year Fix Effect	Included						
F-statistics 16.813*** / R-square 26.16% / Adjusted r-square 24.60%							
Observations 631							

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 10 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารที่มีต่อการจัดการกำไรมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญตามสัดส่วนของการถือหุ้น โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่ไม่เกินร้อยละ 10 (Panel A) พบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจัดการกำไร ($\beta = -0.451$, $p < 0.01$) สะท้อนให้เห็นว่า หากผู้ถือหุ้นดำรงตำแหน่งเป็นคณะกรรมการบริหารในระดับที่ต่ำคือ ไม่เกินร้อยละ 10 จะสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหารได้ เนื่องจากเป็นบุคคลเดียวกันทำให้แรงจูงใจของผู้บริหารสอดคล้องกับเป้าหมายระยะยาว ซึ่งนำไปสู่การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพและช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทได้ (Saleem Salem Alzoubi,

2016; O'Callaghan et al., 2018; Mardnly et al., 2021) ผลการศึกษานี้ ยังเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่มองว่า การที่ผู้บริหารตัดสินใจถือหุ้นในบริษัทของตนเองแม้ในสัดส่วนที่ไม่สูงมาก เป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกถึงความเชื่อมั่นในมูลค่าของบริษัทและความโปร่งใสในการดำเนินงาน ซึ่งช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้น และลดแรงจูงใจในการปรับแต่งกำไร เพื่อสร้างภาพลักษณ์ที่ดีเกินจริง (Spence, 1978) รวมทั้งการถือหุ้นของผู้บริหารในสัดส่วนที่ไม่สูงมาก สามารถลดปัญหาตัวแทนได้คือ การให้ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทสามารถส่งผลต่อพฤติกรรมการจัดการกำไรที่ลดลง (Teshima & Shuto, 2008; Alves, 2023)

อย่างไรก็ตาม ในกลุ่มบริษัทที่ผู้บริหารถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 10 (Panel B) กลับไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญต่อการจัดการกำไร ($\beta = 0.021$, $p > 0.05$) ผลลัพธ์นี้อธิบายได้ว่า ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนไทย การถือหุ้นของผู้บริหารในระดับสูงไม่ได้ส่งผลโดยตรงต่อการจัดการกำไร จึงไม่เกิดผลกระทบจากปัญหาการผูกขาดอำนาจในการบริหาร (Entrenchment Effect) กล่าวคือ แม้ผู้บริหารจะมีสถานะเป็นทั้งผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งโดยทั่วไปอาจมีแนวโน้มดำเนินนโยบาย เพื่อรักษาอำนาจหรือผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าการคำนึงถึงประโยชน์ร่วมของผู้ถือหุ้นรายอื่น แต่ในกรณีนี้ กลับไม่ปรากฏพฤติกรรมที่บ่งชี้ถึงการเบี่ยงเบนจากวัตถุประสงค์หลักของการบริหาร หรือการดำเนินงานที่ขัดต่อหลักการกำกับดูแลกิจการ

ผลลัพธ์จากการศึกษานี้สะท้อนให้เห็นอย่างชัดเจนว่า บทบาทของผู้บริหารในฐานะผู้ถือหุ้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรในลักษณะเดียวกัน ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความซับซ้อนของความสัมพันธ์ดังกล่าว การวิเคราะห์โดยพิจารณาเพียงผู้บริหารมีหรือไม่มีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นนั้น ยังไม่เพียงพอในการทำความเข้าใจกลไกการกำกับดูแลภายในบริษัท ตรงกันข้าม การวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนของการถือหุ้นเป็นตัวแปรสำคัญที่มีพลวัตสูง ซึ่งจะก่อให้เกิดแรงจูงใจที่สอดคล้องกับเป้าหมายของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียหากมีสัดส่วนการถือหุ้นที่เหมาะสม

5. สรุปผลการวิจัย

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อตรวจสอบผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นกลไกของการกำกับดูแลกิจการภายนอก คือ ผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน และกลไกของการกำกับดูแลกิจการภายใน คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร ที่มีต่อการจัดการกำไรตามทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการส่งสัญญาณ เพื่อให้ผลการวิจัยมีความชัดเจน การศึกษานี้ใช้จำนวนตัวอย่างทั้งหมดพร้อมทั้งจำแนกกลุ่มตัวอย่างตามลักษณะการมีอยู่ของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภท ตลอดจนวิเคราะห์ตามสัดส่วนการถือหุ้นที่มีนัยสำคัญต่อการอธิบายผลลัพธ์การวิจัย เพื่อให้สามารถตรวจสอบความสัมพันธ์ได้อย่างชัดเจนมากยิ่งขึ้น สำหรับการวัดการจัดการกำไร ผู้วิจัยเลือกใช้ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแทน เนื่องจากสามารถสะท้อนระดับของการปรับแต่งกำไรโดยไม่ขึ้นอยู่กับการบิดเบือน (ทั้งในกรณีที่ปรับเพิ่มหรือปรับลดกำไร) อีกทั้งยังช่วยขจัดปัญหาการหักล้างกันของค่าที่มีทั้งบวกและลบ ซึ่งอาจนำไปสู่การตีความที่คลาดเคลื่อนว่า ไม่มีการจัดการกำไร ทั้งที่ในความเป็นจริงอาจมีการปรับตัวเลขอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางที่ตรงกันข้ามในแต่ละช่วงเวลา

ผลการศึกษานี้ได้สร้างองค์ความรู้ใหม่ เกี่ยวกับบทบาทของโครงสร้างการถือหุ้นในฐานะกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและการถือหุ้นของผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) การศึกษานี้พบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรแตกต่าง

กันตามสัดส่วนของการถือหุ้น โดยพบว่า การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกลับมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร ในแบบจำลองหลัก ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดที่ว่า นักลงทุนสถาบันสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกตรวจสอบเชิงภายนอกได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลลัพธ์นี้สะท้อนถึงบริบทเฉพาะของตลาดทุนไทย ซึ่งโครงสร้างอำนาจของนักลงทุนสถาบันอาจยังไม่เพียงพอจะส่งผลต่อการลดการจัดการกำไรตามหลักการกำกับดูแลกิจการ โดยเฉพาะเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นอยู่ในระดับต่ำ (ไม่เกินร้อยละ 10) แต่ในทางกลับกันกลับพบว่า นักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง (มากกว่าร้อยละ 60) สามารถลดการจัดการกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้จึงชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนของของการถือหุ้นมีผลมากกว่าการมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว ซึ่งถือเป็นข้อค้นพบสำคัญที่ช่วยขยายขอบเขตความเข้าใจเกี่ยวกับบทบาทของผู้ถือหุ้นสถาบันในบริบทของตลาดทุนไทย

ผลการศึกษานี้ นำเสนอเกี่ยวกับบทบาทของการถือหุ้นของผู้บริหารในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยพบว่า การถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร ซึ่งสนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนที่ว่า เมื่อผู้บริหารมีสถานะเป็นเจ้าของ จะสามารถลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นได้ และส่งเสริมแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินนโยบาย เพื่อสร้างคุณค่าระยะยาวให้กับบริษัทมากกว่าการแสวงหาประโยชน์ส่วนตนในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม องค์ความรู้ใหม่ที่งานวิจัยนี้ค้นพบเพิ่มเติมคือ ผลของการถือหุ้นของผู้บริหารต่อการจัดการกำไรไม่ได้เป็นเชิงเส้นแบบคงที่ แต่มีลักษณะพลวัตตามระดับของการถือหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้บริหารถือหุ้นในระดับไม่สูงมาก (ไม่เกินร้อยละ 10) จะมีอิทธิพลเชิงลบต่อการจัดการกำไร สะท้อนถึงจุดสมดุลที่เหมาะสมระหว่างการมีส่วนร่วมและการไม่ผูกขาดอำนาจของผู้บริหาร ซึ่งทำให้องค์กรการกำกับดูแลกิจการภายในเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ในทางกลับกัน เมื่อสัดส่วนของการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มสูงเกินกว่าร้อยละ 10 กลับพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติกับการจัดการกำไร กล่าวคือ แม้ผู้บริหารจะมีอำนาจควบคุมสูงขึ้น แต่ก็ไม่ได้ใช้อำนาจเพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตนผ่านการจัดการกำไร ซึ่งถือเป็นข้อค้นพบที่ทำนายขัดแย้งกับปัญหาการผูกขาดอำนาจในการบริหาร (Entrenchment Effect) และชี้ให้เห็นว่า บทบาทของผู้บริหารที่ถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนไทยยังคงเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

6. ข้อเสนอแนะและข้อจำกัดงานวิจัย

6.1 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

จากผลการศึกษาที่ชี้ให้เห็นถึงบทบาทของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในฐานะกลไกกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อการจัดการกำไร ผู้วิจัยขอเสนอข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะต่อนักลงทุนรายย่อยต่อการพิจารณาการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

นักลงทุนรายย่อยควรศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันในบริษัทที่สนใจลงทุน โดยเฉพาะบริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นในระดับสูงกว่าร้อยละ 60 ซึ่งจากผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า มีกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพมากกว่าและมีแนวโน้มที่จะมีการจัดการกำไรน้อยกว่า

2. ข้อเสนอแนะต่อผู้กำหนดนโยบายและนักลงทุนต่อการพิจารณาการถือหุ้นของผู้บริหาร

ผู้กำหนดนโยบายควรสนับสนุนให้ผู้บริหารมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของกิจการในระดับที่ไม่สูงจนเกินไป (เช่น ไม่เกินร้อยละ 10) ซึ่งพบว่า มีนัยสำคัญในการลดการจัดการกำไร และช่วยสร้างแรงจูงใจเชิงบวกในการบริหารงานตามเป้าหมายระยะยาวของบริษัท นอกจากนี้ นักลงทุนไม่จำเป็นต้องหลีกเลี่ยงบริษัทจดทะเบียนที่ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นสูง เนื่องจาก

ไม่พบการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนของผู้บริหารผ่านการจัดการกำไรในบริษัทจดทะเบียนของตลาดทุนไทย ดังนั้นในการลงทุนควรพิจารณาการถือหุ้นของผู้บริหารร่วมกับปัจจัยอื่น ๆ เช่น กลไกการกำกับดูแลกิจการ การจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ หรือการเติบโตอย่างยั่งยืน เป็นต้น

6.2 ข้อจำกัดสำหรับการวิจัยในอนาคต

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดคือ ข้อมูลเกี่ยวกับการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งไม่มีการจำแนกประเภทของนักลงทุนสถาบันอย่างชัดเจนว่าเป็นนักลงทุนสถาบันในประเทศหรือต่างประเทศ อีกทั้งไม่สามารถระบุลักษณะของการลงทุนว่า เป็นการลงทุนระยะสั้นหรือระยะยาวได้ ส่งผลให้การวิเคราะห์บทบาทของนักลงทุนสถาบันในบริบทต่าง ๆ อาจมีข้อจำกัดในด้านการตีความและความลึกของผลการศึกษา นอกจากนี้ การที่กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีนักลงทุนสถาบันถือหุ้นในระดับสูงกว่าร้อยละ 60 มีจำนวนเพียง 92 ตัวอย่าง (คิดเป็นร้อยละ 5.8 ของตัวอย่างทั้งหมด) นับว่าเป็นจำนวนตัวอย่างที่น้อยและอาจส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของการประมาณค่าทางสถิติในกลุ่มดังกล่าว แม้ว่าผลการวิเคราะห์จะพบว่า นักลงทุนสถาบันที่ถือหุ้นในระดับที่สูงเกินกว่าร้อยละ 60 สามารถลดการจัดการกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่จำนวนตัวอย่างที่จำกัดอาจนำไปสู่ความกังวลในด้าน ความเป็นตัวแทน (Representativeness) ของผลลัพธ์ในการวิจัย ดังนั้นประเด็นนี้ควรได้รับการพิจารณาอย่างรอบคอบในการศึกษาครั้งถัดไป โดยควรขยายช่วงเวลาเก็บข้อมูลให้ครอบคลุมมากขึ้น เพื่อเพิ่มจำนวนตัวอย่างที่อยู่ในกลุ่มผู้ถือหุ้นสถาบันระดับสูง และสร้างความเชื่อมั่นว่าความสามารถในการลดการจัดการกำไรของผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีอิทธิพลในโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผลลัพธ์ที่น่าเชื่อถือ

REFERENCES

- Alareeni, B., & Aljuaidi, O. (2014). The modified Jones and Yoon models in detecting earnings management in Palestine Exchange (PEX). *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 9(4), 1472-1472-1484.
- Alghemary, M., Al-Najjar, B., & Polovina, N. (2024). What do we know about real earnings management in the GCC? *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 14(3), 659-691. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2023-0180>
- Al-Haddad, L., & Whittington, M. (2019). The impact of corporate governance mechanisms on real and accrual earnings management practices: Evidence from Jordan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(6), 1167-1186.
- Altamuro, J. L. M., Beatty, A., & Weber, J. (2002). Motives for early revenue recognition: Evidence from SEC staff accounting bulletin (SAB) 101. Available at SSRN 335780. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.335780>
- Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), 57-74.
- Alves, S. (2023). The impact of managerial ownership on audit fees: Evidence from Portugal and Spain. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2163078. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2163078>
- Bange, M. M., & De Bondt, W. F. (1998). R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance*, 4(2), 153-184.
- Bansal, M. (2021). Board independence and earnings management: Influence of family business generation. *Journal of Asia Business Studies*, 15(5), 748-768.
- Beatty, A., & Liao, S. (2014). Financial accounting in the banking industry: A review of empirical literature. *2013 Conference Issue*, 58(2), 339-383. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.009>
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>
- Boonlert-U-Thai, K., & Sen, P. K. (2019). Family ownership and earnings quality of Thai firms. *Asian Review of Accounting*, 27(1), 112-136.
- Bouaziz, D., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). CEO characteristics and earnings management: Empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 77-110. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2019-0008>
- Burns, N., Kedia, S., & Lipson, M. (2010). Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 443-455.
- Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance*, 1(3), 319-345. [https://doi.org/10.1016/0929-1199\(94\)00008-1](https://doi.org/10.1016/0929-1199(94)00008-1)

- Cheung, S. F., Pesigan, I. J. A., & Vong, W. N. (2023). DIY bootstrapping: Getting the nonparametric bootstrap confidence interval in SPSS for any statistics or function of statistics (when this bootstrapping is appropriate). *Behavior Research Methods*, 55(2), 474–490.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.-B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29–48.
- Cornett, M. M., McNutt, J. J., & Tehranian, H. (2009). Corporate governance and earnings management at large US bank holding companies. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 412–430.
- Cribbie, R. A., Fiksenbaum, L., Keselman, H. J., & Wilcox, R. R. (2012). Effect of non-normality on test statistics for one-way independent groups designs. *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology*, 65(1), 56–73.
- Davidson, S., & Weil, R. L. (1975). Impact of inflation accounting on 1974 earnings. *Financial Analysts Journal*, 31(5), 42–54.
- Dechow, P. M., Sloan, R., & Dichev, I. D. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Eissa, A. M., Elgendy, T., & Diab, A. (2025). Earnings management, institutional ownership and investment efficiency: Evidence from a developing country. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 23(3), 1206–1226. <https://doi.org/10.1108/JFRA-10-2022-0392>
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 342–361.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401–425.
- Gao, L., Han, J., Kim, J.-B., & Pan, Z. (2024). Overlapping institutional ownership along the supply chain and earnings management of supplier firms. *Journal of Corporate Finance*, 84, 102520. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102520>
- Gerayli, M. S., & Pitenoei, Y. R. (2018). Managerial ability and financial reporting readability: A test of signaling theory. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 191–218. <https://doi.org/10.22103/jak.2018.11261.2548>
- Habbash, M. (2010). *The effectiveness of corporate governance and external audit on constraining earnings management practice in the UK*. (Doctoral dissertation, Durham University). <https://etheses.dur.ac.uk/448/>
- Hair Jr, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*. (7th ed.). Pearson.

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. JSTOR. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Jumreornvong, S., Treepongkaruna, S., Prommin, P., & Jiraporn, P. (2020). The effects of ownership concentration and corporate governance on corporate risk-taking: The case of Thailand. *Accounting Research Journal*, 33(1), 252–267.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management and ownership structure. *Procedia Economics and Finance*, 31, 618–624.
- King, M. L. (1981). The alternative Durbin-Watson test: An assessment of Durbin and Watson's choice of test statistics. *Journal of Econometrics*, 17(1), 51–66.
- Koh, P.-S. (2007). Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 267–299.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- Lassoued, N., Ben Rejeb Attia, M., & Sassi, H. (2017). Earnings management and ownership structure in emerging market. *Managerial Finance*, 43(10), 1117–1136. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2015-0312>
- Liu, G., & Sun, J. (2022). The impact of COVID-19 pandemic on earnings management and the value relevance of earnings: US evidence. *Managerial Auditing Journal*, 37(7), 850–868. <https://doi.org/10.1108/MAJ-05-2021-3149>
- Ma, G., Wang, Y., Xu, Y., & Zhang, L. (2023). The breadth of ownership and corporate earnings management. *Finance Research Letters*, 52, 103549. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103549>
- Mardnly, Z., Badran, Z., & Mouselli, S. (2021). Earnings management and audit quality at Damascus securities exchange: Does managerial ownership matter? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(5), 725–741. <https://doi.org/10.1108/JFRA-06-2020-0162>
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65–98.
- Myers, R. H. (1990). *Classical and modern regression with applications* (2nd ed.). Duxbury Press.

- Nabar, S., & Boonlert-U-Thai, K. (2007). Earnings management, investor protection, and national culture. *Journal of International Accounting Research*, 6(2), 35–54.
- Ngamchom, W. (2015). Impact of board effectiveness and shareholders structure on earnings management in Thailand. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 4(2), 342.
- O’Callaghan, S., Ashton, J., & Hodgkinson, L. (2018). Earnings management and managerial ownership in private firms. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 648–668. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2017-0124>
- Osma, B. G., Gomez-Conde, J., & Lopez-Valeiras, E. (2022). Management control systems and real earnings management: Effects on firm performance. *Management Accounting Research*, 55, <https://doi.org/10.1016/j.mar.2021.100781>.
- Pugatekaw, K., & Tangpinyoputtikhun, Y. (2021). *Management ownership concentration shareholding in groups of family, board composition and earnings management* (Doctoral dissertation). Mahasarakham University.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23–40.
- Saleem Salem Alzoubi, E. (2016). Ownership structure and earnings management: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(2), 135–161. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-06-2015-0031>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102.
- SEC. (2024). *The SEC files charges against former directors and executives of STARK with the DSI over financial statement fraud*. https://www.sec.or.th/TH/Pages/News_Detail.aspx?SECID=10597
- Semsomboon, M., Dampitakse, K., & Boonyanet, W. (2024). The Relationship between Managerial Ownership and Firm Performance Mediated by Real Earnings Management of Thai IPO Firms. *WSEAS Transactions on Computer Research*, 12, 29–43.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Songsri, C., & Bangchokdee, S. (2024). The Relationship between Board Characteristics and Level of Sustainable Development Goals Disclosure Related to Industry of Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 20(68), 5–38. <https://doi.org/10.14456/jap.2024.16>
- Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281–306). Elsevier. Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>
- Teshima, N., & Shuto, A. (2008). Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19(2), 107–132.

- Wagener, S. (2024). Accounting for the middle: Motivations, extent, and limitations of middle managers' earnings management. *Journal of Business Economics*, 94(2), 225–277.
- Wilson, M., Wang, K. T., Wu, Y., & Lau, A. (2022). Institutional investors and earnings management associated with controlling shareholders' promises: Evidence from the split share structure reform in China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 18(3), 100330.
- Yang, C., Lai, H., & Leing Tan, B. (2008). Managerial ownership structure and earnings management. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 6(1), 35–53.
- Yang, W. S., Chun, L. S., & Ramadili, S. M. (2009). The effect of board structure and institutional ownership structure on earnings management. *International Journal of Economics and Management*, 3(2), 332–353.
- Yoon, S. S., & Miller, G. A. (2002). Cash from operations and earnings management in Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(4), 395–412.
- Yoon, S. S., Miller, G., & Jiraporn, P. (2006). Earnings management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17(2), 85–109.

