

ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับบริษัทที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้น
แบบครอบครัวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
(กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยีและบริการ)



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์
เรื่อง

**Relation between Earning management and Family Firm:
A study of Stock exchange of Thailand (Tech & Service sector)**

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 3 สิงหาคม พ.ศ. 2563



นางดมช อภิวงษ์

นายณัฐคนัย อภิทธิวิชย์
ผู้วิจัย

ไพศาลี จุฬารัตน์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,
Ph.D.
อาจารย์ที่ปรึกษานิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชรินทร์ อยู่เพชร,
Ph.D.
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดร. ก.

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์
Ph.D.
คณบดี
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

ดร. จ.

รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทร์โคติกา,
Ph.D.
กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้จะไม่สำเร็จลุล่วงไปได้หากไม่ได้รับความช่วยเหลือ และคำแนะนำจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะภัทร ธาระวานิช อาจารย์ที่ปรึกษาที่กรุณาให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาโดยตลอด ทั้งนี้ยังมีรองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหา รวมถึงการทดสอบแบบจำลอง ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง ณ โอกาสนี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ จนสำเร็จในวันนี้ ตลอดจนเพื่อนๆที่คอยช่วยเหลือในเรื่องการเรียนมาโดยตลอด สุดท้ายคือครอบครัวที่คอยให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจมาโดยตลอด

ณัฐดนัย อธิทิวณิชย์

ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยีและบริการ)

RELATION BETWEEN EARNING MANAGEMENT AND FAMILY FIRM: A STUDY OF
STOCK EXCHANGE OF THAILAND (TECH & SERVICE SECTOR)

ณัฐคนัย อภิทธิวนิชย์ 6150206

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D.,
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โกลิกา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาพฤติกรรมผู้บริหารในการบริหารจัดการกำไร โดยการศึกษาเพิ่มเติมต่อออกจาก
ทฤษฎีของ Jones (1991) ที่วัดการจัดการกำไรจากรายการคงค้างที่ผิดปกติ และวัดจากผลต่างระหว่างกำไรที่เกิดขึ้น
จริงกับกำไรจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ เพื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวกับธุรกิจ
ครอบครัวกับการบริหารจัดการกำไร รวมถึงตัวแปรอื่นที่มีผล อาทิเช่น กลุ่มผู้ตรวจสอบบัญชี BIG4, ขนาดของ
กิจการ เป็นต้น โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2549-2561 รวมระยะเวลา 13 ปี

จากผลการศึกษาพบว่าบริษัทมีแนวโน้มในการจัดการกำไร โดยมีกำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่ากำไรที่
นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้เพียงเล็กน้อย โดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการบริหารจัดการกำไรได้แก่ รายได้
(Earning) และ รายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) โดยผลการทดสอบตัว
แปรที่เกี่ยวกับธุรกิจครอบครัวพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการบริหารจัดการกำไร เนื่องจากไม่ได้มีความสัมพันธ์
เชิงสถิติอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาพบว่าตัวแปรบางตัวจะมีความสัมพันธ์จะเป็นบวกกับการ
จัดการกำไร ได้แก่ ส่วนของกรรมการบริษัท (IB) เพราะถึงแม้ว่ากรรมการจะมีคนในครอบครัวร่วมบริหาร แต่มี
คนนอกที่ไม่ใช่คนในครอบครัวร่วมอยู่ด้วยซึ่งต้องการให้ผลการดำเนินงานของบริษัทไปในทางที่ดี หรือในส่วน
ของอัตราการเติบโตของยอดขายของกิจการ (GROWTH) ที่หากกิจการมีอัตราการเติบโตของยอดขายที่สูง จะมี
แนวโน้มการจัดการกำไรสูงตามไปด้วย

คำสำคัญ : การจัดการกำไร/ ธุรกิจครอบครัว/ ธุรกิจเทคโนโลยี/ ธุรกิจบริการ

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม	4
2.1 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	4
2.1.2 ทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory)	5
2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีของธุรกิจครอบครัว	6
2.1.4 ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory)	8
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องผลประโยชน์และผลเสียเมื่อ กิจการมีโครงสร้าง แบบครอบครัว	9
2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อ มูลค่าทางตลาดของ ผู้ถือหุ้นและขนาดของกิจการ	10
2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหุ้น	10
2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนกับระดับการกู้ยืมเงิน	11
2.2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องของการกำหนดบริษัทที่มีแนวโน้ม ในการจัดการกำไร	11
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	14
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	14

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	14
3.3 วิธีการศึกษาและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย	15
3.3.1 การวัดตัวแปรการจัดการกำไรโดยใช้แบบจำลองของ Jones (1991)	15
3.3.2 แบบจำลองเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรโดยใช้ค่าสัมบูรณ์ของ Discretionary Accrual กับตัวแปรที่เกี่ยวข้องในความเป็นบริษัทแบบครอบครัวและมีผลต่อการจัดการกำไร	16
3.3.3 การคำนวณหา Earning Surprise เพื่อวิเคราะห์การจัดการกำไรตามความคาดหวังของตลาด	20
บทที่ 4 ผลการวิจัยและวิเคราะห์ข้อมูล	22
4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	22
4.2 การทดสอบสมมติฐาน (Hypotheses Testing)	23
4.2.1 การทดสอบการจัดการกำไรตามความคาดหวังของตลาด	23
4.2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อการจัดการกำไร	34
4.2.3 การทดสอบความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัท สภาพคล่องผลตอบแทนของสินทรัพย์ และส่วนการกู้ยืมเงิน กับการบริหารจัดการกำไร	35
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	38
5.1 สรุปผลการศึกษา	38
5.2 ข้อเสนอแนะ	39
บรรณานุกรม	41
ประวัติผู้วิจัย	46

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	แสดงจำนวนบริษัทและจำนวนตัวอย่างแบ่งตามประเภทอุตสาหกรรม	14
4.1	แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลตัวแปรที่ใช้ทดสอบ	22
4.2	แสดงข้อมูลจำนวนกลุ่มตัวอย่างตามช่วงผลของ Earning Surprise	24
4.3.1	ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลองของ Jones (1991) (Random effects)	25
4.3.2	ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลองของ Jones (1991) (Fixed effects)	26
4.3.3	แสดงผลการทดสอบ Hausman test สำหรับแบบจำลองของ Jones (1991)	27
4.4	แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของระดับการจัดการกำไรจากแบบจำลองของ Jones (1991)	28
4.5	ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลอง Family Firm ด้วย Random Effects Model	30
4.6	ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลอง Family Firm ด้วย Fixed Effects Model	32
4.7	แสดงผลการทดสอบ Hausman test สำหรับแบบจำลอง Family Firm	33
4.8	เปรียบเทียบสมมติฐานกับผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจริงของตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร	36

บทที่ 1

บทนำ

ในการลงทุนของนักลงทุนจำเป็นต้องประเมินมูลค่าหรือความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของกิจการเป็นเกณฑ์ ซึ่งจำเป็นที่จะต้องพึ่งพาข้อมูลทางการเงินต่างๆ โดยอาศัยข้อมูลจากงบแสดงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการนั้น ซึ่งนักลงทุนมักให้ความสำคัญกับตัวเลขทางการเงินหลายตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งกำไรของกิจการ เนื่องจากหากกิจการมีการรายงานผลกำไรสูงในงบการเงินจะดึงดูดความสนใจนักลงทุนที่จะซื้อหลักทรัพย์ของกิจการนั้น ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย กำไรของกิจการนั้นเป็นตัวเลขสำคัญที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ในการหามูลค่าของบริษัทได้หลากหลายวิธี ไม่ว่าจะเป็น วิธี P/E multiple ratio หรือวิธี DCF (Discounted Cash Flow) เป็นต้น ซึ่งในการประเมินมูลค่ากิจการ ย่อมต้องการใช้ข้อมูลที่แม่นยำหรือมีข้อผิดพลาดน้อย เพราะจะช่วยทำให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจเลือกลงทุนได้เหมาะสมถูกต้อง ดังนั้นตัวเลขกำไรของบริษัทจึงจำเป็นที่จะต้องแม่นยำที่สุด เพราะหากตัวเลขกำไรของบริษัทไม่ถูกต้องนั้น ย่อมทำให้การประเมินมูลค่าบริษัทของนักลงทุนไม่ถูกต้องไปด้วย

ในประเทศไทยกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีสัดส่วนค่อนข้างสูง เป็นลักษณะธุรกิจที่มีการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ เนื่องจากมักจะดำเนินธุรกิจสืบทอดต่อกันบรรพบุรุษ ถึงแม้กิจการแบบครอบครัวจะช่วยให้การบริหารธุรกิจและการลงทุนทำได้คล่องตัวยิ่งขึ้น แต่โครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้อาจสร้างโอกาสให้ผู้ถือหุ้นที่เป็นสมาชิกของครอบครัวมีอำนาจควบคุมผู้ถือหุ้นอื่นที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับครอบครัวและผู้มีส่วนได้เสียคนอื่นมากเกินไป จะเกิดผลเสียต่อคุณภาพของรายงานข้อมูลทางการเงินของกิจการ หากผู้บริหารกิจการบางคนเกิดแรงจูงใจสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ตนเองหรือแม้แต่เพื่อกิจการก็ตาม เช่นการจัดการกำไรโดยการปรับแก้ตัวเลขทางการเงินให้บิดเบือนไปจากความจริง เพื่อสร้างแรงจูงใจต่อนักลงทุนด้วยตัวเลขทางบัญชีที่ดี แต่จะส่งผลเสียให้เกิดความเข้าใจผิดต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการอันเป็นเหตุให้นักลงทุนตัดสินใจผิดพลาด มีตัวอย่างงานวิจัยของ Healy & Wahlen (1999) กล่าวว่า การจัดการกำไรของผู้บริหารมักเกิดขึ้นเมื่อมีการใช้ดุลพินิจของผู้บริหารในธุรกรรมทางการเงิน หรือรายงานทางการเงิน เพื่อปรับแก้ตัวเลขในงบการเงิน ดังนั้นการที่สามารถประเมินหรือพยากรณ์ได้ว่ากิจการใด มีความน่าจะเป็นที่จะจัดการกำไร จะช่วยเพิ่มความระมัดระวังในการตัดสินใจและการใช้ตัวเลขทางการเงินที่ไม่ถูกต้องของนักลงทุนได้ หรืองานวิจัยของ Burgstahler &

Eames (2006) กล่าวถึงผู้บริหารมีการบริหารจัดการกำไรในกรณีที่ผลประกอบการต่ำกว่าเป้า โดยพยายามให้สามารถรายงานผลกำไรได้ค่าเท่ากับหรือมากกว่าค่าคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เล็กน้อย เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน โดยอาจใช้วิธีในการจัดการตัวเลขทางงบการเงิน เช่น กำไรต่อปี กระจายเงินสดจากการดำเนินงาน และรายการค้างรับจ่ายเกินปกติ

มีงานวิจัยในไทยที่มีการศึกษาเกี่ยวกับการบริหารจัดการกำไร เช่น ขวัญชนก สุขสนิท (2559) พบว่า อายุของผู้บริหารตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร กล่าวคือเมื่อ CEO มีอายุเพิ่มขึ้น เขาจะกำหนดค่าใช้จ่ายตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ให้ผิดไปจากระดับปกติมากขึ้นหรือปรับแก้ตัวเลขทางบัญชีเพิ่มขึ้น ในขณะที่เพศและเวลาในการดำรงตำแหน่งไม่ส่งผลต่อการจัดการกำไรและยังพบว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ส่งผลต่อการจัดการกำไรมากกว่าประธานเจ้าหน้าที่การเงิน (CFO) หรือสินินารถ ระพิสุวรรณ (2561) พบว่าการที่ประธานกรรมการบริษัทและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นคนเดียวกัน จะทำให้มีการจัดการกำไรน้อยลงหรือมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์กับ บางตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร และการรายงานขาดทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจัดการกำไร

ตัวแปรที่ศึกษาในงานวิจัย ได้แก่ ผลต่างของกำไรจากที่คาดการณ์กับที่เกิดขึ้นจริง หารด้วยมูลค่าตลาดต้นงวดทางผู้วิจัยมีใช้วิธีของ Burgstahler & Eames (2006) ซึ่งงานวิจัยในไทยโดยส่วนใหญ่ เช่น ขวัญชนก สุขสนิท (2559) และ สินินารถ ระพิสุวรรณ (2561) อธิบายโดยใช้วิธีนำกำไรปีนี้หักกับกำไรปีก่อน แล้วหารด้วยมูลค่าตลาดต้นงวด ซึ่งวิธีของ Burgstahler & Eames (2006) จะสอดคล้องกับสภาพความเป็นจริงที่จะเกิดขึ้นในอนาคตที่ยังไม่เกิดขึ้นมากกว่าจากมุมมองและคาดการณ์ผลของนักวิเคราะห์ส่งผลต่อการจัดการกำไรของผู้บริหาร ณ ช่วงเวลาหลังจากนั้นหรือไม่อย่างไร แต่งานวิจัยไทยที่ยกตัวอย่างเป็นการประเมินจากข้อมูลกำไรที่เกิดขึ้นแล้วนำมาตรวจสอบภายหลัง ซึ่งจะนำผลต่างของกำไรจากที่คาดการณ์กับที่เกิดขึ้นจริงที่ได้นี้มาวิเคราะห์ประกอบกับระดับการจัดการกำไรที่ได้จากวิธีตรวจสอบรายการคงค้างที่ผิดปกติ (Jones, 1991) ซึ่งใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ในการคำนวณระดับของ Discretionary Accruals หรือระดับการจัดการกำไรจากรายการคงค้างผิดปกติที่ต้องการ มาจากการวิเคราะห์ประมาณระดับของรายการคงค้างที่จัดการไม่ได้ (Non-Discretionary Accruals) ก่อน แล้วจึงนำไปหักออกจาก Total Accruals ที่หาข้อมูลได้

นอกจากนี้ มีงานวิจัยของ Abdolmohammadi, Kvaale, & Langli (2010) ที่นำเอาระดับการจัดการกำไรไปหาความสัมพันธ์ต่อกลุ่มกิจการแบบครอบครัวและพบว่า กิจการที่มีโครงสร้างผู้

ถือหุ้นแบบครบครันนั้นมีแนวโน้มการจัดการกำไรที่มากกว่ากิจการที่ไม่ใช่ลักษณะครบครัน เพื่อเป็นเหตุผลสนับสนุนให้เห็นถึงแรงจูงใจในการจัดการกำไร รวมทั้งการหาความสัมพันธ์เชื่อมโยงกับกิจการที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครบครันด้วยว่า กิจการแบบครบครันจะมีแนวโน้มของการจัดการกำไรที่สัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ จากการศึกษาการจัดการกำไรของผู้บริหารเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ทำให้ตัวเลขกำไรของบริษัทผิดพลาด ดังนั้นผู้วิจัยจึงเล็งเห็นถึงประโยชน์ของการศึกษานี้เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระดับการจัดการกำไรของกลุ่มกิจการแบบครบครันที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ก็เพื่อที่จะทำให้นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษานี้ไปประยุกต์ใช้ในการสถานการณ์จริง เพื่อให้ทราบถึงลักษณะหรือวิธีการในการบริหารจัดการกำไร รวมถึงความสัมพันธ์ต่อกิจการแบบครบครันของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย และยังทราบถึงปัจจัยต่างๆที่สามารถนำมาใช้เป็นตัวชี้วัดการบริหารจัดการกำไรของบริษัทได้อีกด้วย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ถูกใช้ในงานวิจัยนี้เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เก็บข้อมูลในช่วงปี 2549-2561 รวมระยะเวลา 13 ปี

เนื้อหาของการศึกษานี้ถูกจัดตามลำดับ ดังนี้ ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษารั้งนี้ ถูกนำเสนอในบทที่ 2 วิธีดำเนินการวิจัยแสดงในบทที่ 3 ผลการศึกษาแสดงไว้ในบทที่ 4 และสรุปผลการศึกษารวมถึงข้อเสนอแนะอยู่ในบทที่ 5

บทที่ 2

ทบทวนวรรณกรรม

ในกระบวนการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อการบริหารรายได้ การจัดการกำไร รวมถึงบริษัทที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว โดยทางผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยต่างๆที่เกี่ยวข้องเพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาตามหัวข้อ ดังต่อไปนี้

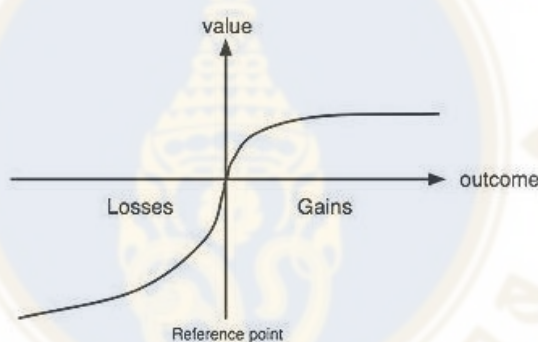
2.1 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน(Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย คือ ตัวการ (Principal) และตัวแทน(Agent) โดยตัวการเป็นเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น เป็นผู้มอบอำนาจในการดำเนินงาน ส่วนตัวแทนเป็นผู้รับมอบอำนาจให้ดำเนินกิจการแทนถ้าตัวแทนดำเนินงานเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นแล้วความสัมพันธ์ของทั้งสองฝ่ายก็จะมีประสิทธิภาพแต่หากทั้งสองฝ่ายมีผลประโยชน์ไม่ สอดคล้องกัน จะทำให้เกิดปัญหาของตัวแทนเกิดขึ้น (Agency Problem) โดย McColgan (2001) ได้แบ่งปัญหาที่เกิดขึ้น ได้แก่ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) เนื่องจากตัวแทนเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตัว จนเกิดความขัดแย้งในหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย ก่อให้เกิดการใช้ทรัพยากรและเงินทุนของบริษัท เป็นไปอย่างไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควรจะเป็น นอกจากนี้ยังมีปัญหาจากการที่ตัวการไม่เชื่อมั่นว่า ตัวแทนได้ทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือใช้ความพยายามอย่างสูงสุดแล้ว (Moral hazard problem) ซึ่งเป็นปัญหาที่ตัวการไม่มั่นใจว่าตัวแทนที่เลือกเข้ามานั้นมีความสามารถบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนหรือไม่ (Adverse selection problem) และ ปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งของการยอมรับความเสี่ยงของตัวแทน (Risk aversion) จากการที่ตัวแทนผลตอบแทนคงที่ ไม่ผันแปรตามผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจึงเลือกลงทุนในโครงการ ที่มีความเสี่ยงต่ำ เพราะหากโครงการล้มเหลวย่อมส่งผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่ของตัวแทน ขณะที่ตัวการมักต้องการจะลงทุน ในโครงการที่มีผลตอบแทนและความเสี่ยงค่อนข้างสูง เพื่อที่จะได้สร้างความมั่งคั่งให้กับตัวเอง ทำให้ตัวการไม่ได้รับผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้น)

2.1.2 ทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory)

Kahneman et al., (1979) ได้อธิบายถึงระดับความพึงพอใจของมนุษย์ซึ่งวัดได้จากความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงโดยวัดจากจุดอ้างอิง ซึ่งในที่นี้การตกแต่งกำไรอาจหมายถึง ณ ระดับกำไรเท่ากับศูนย์ ณ ระดับกำไรเท่ากับปีก่อน ณ ระดับกำไรต่อหุ้นเท่ากับที่ผู้บริหารเคยประกาศไว้ หรือ ณ ระดับที่กำไรต่อหุ้นเท่ากับที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ ซึ่งกราฟจากฟังก์ชันจะมีลักษณะเป็นตัว S โดยลากตัดผ่านจุดกำเนิด (จุดอ้างอิง) และความชันมีลักษณะออกจากจุดกำเนิดไปทางขวา (กำไร) จะมีค่าน้อยกว่าความชันที่ลากออกจากจุดกำเนิดไปทางซ้าย (ขาดทุน) ซึ่งแสดงถึงความพึงพอใจจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงใน ระดับที่น้อยลงเรื่อยๆเมื่อเส้นกราฟห่างจากจุดอ้างอิงออกไป ซึ่งสามารถอนุมานได้ว่านักลงทุนหรือผู้มีส่วนเกี่ยวข้องอื่นจะมีความพึงพอใจที่ลดลงอย่างมากที่สุดหากบริษัทรายงานกำไรที่ต่ำกว่าเป้าหมาย เพียงเล็กน้อย ซึ่งจะส่งผลให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะทำการตกแต่งกำไรสูงที่สุด



ภาพที่ 2.1 แสดงเส้นอรรถประโยชน์ของบุคคลตามทฤษฎีความคาดหวัง Kahneman et al., (1979)

นอกจากนี้ Burgstahler and Dichev (1997) และ Holland and Ramsay (2003) ได้ทำการทดสอบกับ บริษัทในสหรัฐอเมริกาและในออสเตรเลียตามลำดับซึ่งพบว่าบริษัทที่รายงานกำไร ต่ำกว่าเป้าหมายเพียงเล็กน้อย เช่น รายงานขาดทุนเล็กน้อย และรายงานกำไรลดลงเล็กน้อย มีจำนวนน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างมากในขณะที่บริษัทที่รายงานกำไรสูงกว่าเป้าหมายเล็กน้อยมี จำนวนสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้เช่นกัน

สมมติฐานที่ 1: กลุ่มที่มีแนวโน้มในการจัดการกำไรจะมีกำไรที่เกิดขึ้นจริงเท่ากับหรือมากกว่ากำไรที่คาดการณ์เพียงเล็กน้อย เพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุน

2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีของธุรกิจครอบครัว

จากการศึกษาเกี่ยวกับธุรกิจที่มีความสัมพันธ์แบบครอบครัวซึ่งมีรูปแบบแนวคิดเป็นแบบครอบครัว เพียงอย่างเดียวของระบบธุรกิจ โดยเป็นกรอบของสองวงกลม แสดงในภาพที่ 2.2



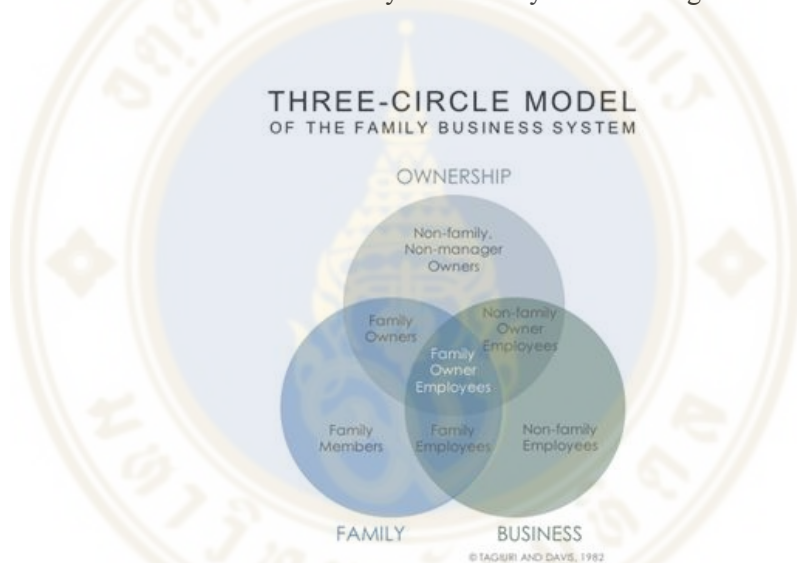
ภาพที่ 2.2 Two-Circle Model โดย Tagiuri and Davis (1978)

แสดงให้เห็นว่าครอบครัวและธุรกิจเป็นระบบที่มีความทับซ้อนกัน การวิจัยธุรกิจแบบเดิม จะอยู่ในรูปแบบจำลองสองวง (Two-Circle Model) โดย Tagiuri and Davis (1978) เน้นความสัมพันธ์ระหว่าง ระบบธุรกิจและระบบครอบครัวเป็นหลัก โดยแบบจำลองสองวงอธิบายถึงอิทธิพลของครอบครัว และธุรกิจที่มีต่อกัน ซึ่งมีความจำเป็นในการปรับแนวทางของครอบครัวและเป้าหมายทางธุรกิจ รวมถึงผลประโยชน์ทางธุรกิจ ทำให้อาจละเลยการเอาใจใส่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องอื่น จึงเกิดปัญหา ต่อมามีการพัฒนากลายเป็นแบบจำลองสามวงของ ระบบธุรกิจครอบครัว (Three-Circle Model of the Family Business System) โดย Tagiuri and Davis (1978) แสดงในภาพที่ 2.3 มีการเพิ่มวงกลมวงที่สามคือความเป็นเจ้าของ (Ownership) ในธุรกิจครอบครัว รวมเป็น 3 ส่วน ได้แก่ ครอบครัว (Family) ธุรกิจ (Business) และความเป็นเจ้าของ (Ownership) ซึ่งองค์ประกอบทั้งสามส่วนจะเชื่อมโยงธุรกิจและความเป็นเจ้าของให้เป็นระบบธุรกิจครอบครัว ที่เป็นการรวมตัวกันของทั้งสามระบบย่อย โดยแบบจำลองสามวงของระบบธุรกิจครอบครัว แสดงการพึ่งพาซึ่งกันและกันทั้งสามส่วน จะมุ่งเน้นถึงความสัมพันธ์และกลุ่มที่ทับซ้อนกันของครอบครัว ความเป็นเจ้าของ และธุรกิจ

THREE-CIRCLE MODEL OF THE FAMILY BUSINESS SYSTEM



ภาพที่ 2.3 Three-Circle Model of the Family Business System โดย Tagiuri and Davis (1978)



ภาพที่ 2.4 แบบจำลองสามวงของระบบธุรกิจครอบครัว (Three-Circle Model of the Family Business System) แบ่งเป็น 7 กลุ่ม โดย Tagiuri and Davis (1978)

จากภาพที่ 2.4 อธิบายได้ว่า บุคคลในระบบธุรกิจครอบครัว แบ่งออกเป็น 7 กลุ่ม ที่เกิดขึ้นจากวงกลมสามวงทับซ้อนกัน ซึ่งประกอบด้วยแต่ละภาคส่วน อาทิเช่น เจ้าของ (หุ้นส่วนหรือผู้ถือหุ้น) เท่านั้นที่จะอยู่ในวงกลมด้านบน สมาชิกในครอบครัวจะครอบครองวงกลมด้านซ้าย และพนักงานของบริษัทครอบครัวอยู่ในวงกลมด้านขวา ซึ่งเป็นเพียงบทบาทเดียวเท่านั้น อย่างไรก็ตาม หากมีสองบทบาทจะอยู่ในภาคส่วนที่ทับซ้อนกัน ถ้าเป็นสมาชิกในครอบครัวที่ทำงานในธุรกิจ แต่ไม่มีความเป็นเจ้าของจะอยู่ในภาคส่วนกลาง-ล่าง แต่ถ้าเป็นสมาชิกในครอบครัว ที่ทำงานในธุรกิจ และเป็นเจ้าของด้วยจะอยู่ตรงกลางวงกลมสามวงที่ทับซ้อนกัน

จากแบบจำลองสามวงของระบบธุรกิจครอบครัว (Three-Circle Model of the Family Business System) โดย Tagiuri and Davis (1978) สามารถอธิบายถึงกลุ่มผลประโยชน์ที่แตกต่างกันได้ทั้งหมด 7 กลุ่ม (ผู้มีส่วนได้เสีย) ด้วยการเชื่อมต่อกับธุรกิจของครอบครัว

กลุ่มที่ 1 Family Members: สมาชิกในครอบครัวไม่มีส่วนร่วมในธุรกิจ แต่เป็นลูกหลาน หรือคู่สมรส/คู่ค้าของเจ้าของ

กลุ่มที่ 2 Family Owners: เจ้าของแบบครอบครัวไม่ได้ทำงานในธุรกิจ

กลุ่มที่ 3 Non-family, Non-Manager Owners: เจ้าของที่ไม่ใช่ครอบครัวไม่ได้ทำงานในธุรกิจ

กลุ่มที่ 4 Non-family Owner Employees: เจ้าของที่ไม่ใช่ครอบครัวที่ทำงานในธุรกิจ

กลุ่มที่ 5 Non-family Employees: พนักงานที่ไม่ใช่ครอบครัว

กลุ่มที่ 6 Family Employees: สมาชิกครอบครัวที่ทำงานในธุรกิจ แต่ไม่ใช่เจ้าของ

กลุ่มที่ 7 Family Owner Employees: เจ้าของแบบครอบครัวที่ทำงานในธุรกิจ

รูปแบบของระบบธุรกิจครอบครัวแสดงวงกลมที่ทับซ้อนกันสามวง กล่าวคือ ระบบย่อยที่เชื่อมต่อกัน ซึ่งบ่งชี้ว่าสิ่งที่เกิดขึ้นในหนึ่งวงกลมจะมีอิทธิพลต่อผู้อื่น ถ้าวางกลมวงหนึ่งขัดแย้งก็สามารถลดประสิทธิภาพของวงกลมอื่น ทำให้ขัดขวางการพัฒนาของระบบธุรกิจครอบครัวทั้งหมด ในทางกลับกัน หากทุกส่วนร่วมมือกันอย่างเต็มที่โดยปราศจากความขัดแย้งนั้น ธุรกิจจะมีประสิทธิภาพสูงสามารถสร้างความภาคภูมิใจในครอบครัว และสร้างความสามัคคีในกลุ่มความเป็นเจ้าของ

2.1.4 ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory)

Donaldson and Davis (1991) อธิบายว่าการที่ผู้บริหารไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนหรือผลประโยชน์ส่วนตัวถือว่าเป็นผู้พิทักษ์ (Steward) ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทมากกว่าผลประโยชน์ตนเอง ทำให้บริษัทบรรลุเป้าหมายสูงสุดขององค์กร และเกิดประสิทธิผล สูงสุดกับผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง

มีงานวิจัย Davis, Schoorman and Donaldson (1997) เสนอมุมมองของผู้พิทักษ์ ว่าเป็นผู้ประพฤติที่เป็นตัวแทนที่ดีในการใช้ทรัพยากรขององค์กรอย่างคุ้มค่าทำให้สร้างความพึงพอใจให้ เป็นไป ตามวัตถุประสงค์ขององค์กรและส่วนรวม ส่งผลประกอบการของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาที่ผ่านมาทางผู้วิจัยได้มีการอ้างอิงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีต เพื่อนำมาใช้เป็นแนวทาง ในการศึกษาหาข้อมูลเพิ่มเติมและสนับสนุนสำหรับงานวิจัยเรื่องผลการดำเนินงานกับความสัมพันธ์ของ บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ซึ่งการศึกษาที่เกี่ยวข้องที่ผ่านมาสามารถสรุปได้ดังต่อไปนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องผลประโยชน์และผลเสียเมื่อกิจการมีโครงสร้าง แบบครอบครัว

งานวิจัยของ Claessens, Djankov, & Lang (1999) ได้อธิบายถึงลักษณะของธุรกิจ ที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวไว้ว่า บริษัทใดที่มีผู้ถือหุ้นใหญ่ที่สุดในบริษัท และมีสัดส่วนการออกเสียงเกินกว่า 10% หรือเทียบเท่า ถือว่าเป็นกิจการที่มีโครงสร้าง การถือหุ้นแบบครอบครัว และ Maury (2006) ได้อธิบายถึงลักษณะของธุรกิจที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวไว้ว่า ถ้ามีผู้ถือหุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง มีการถือหุ้นจำนวนเท่ากับหรือมากกว่า 10% ของสิทธิ์ที่ใช้ในการออกเสียง ไม่ว่าจะ เป็นในรูปแบบส่วนบุคคลหรือองค์กรที่ไม่ได้มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ถือว่าเป็นกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว

Casson (1999) ได้อธิบายไว้ว่าถ้าบริษัทมีโครงสร้างธุรกิจการถือหุ้นแบบครอบครัว กล่าวคือคนในครอบครัวมีส่วนการถือครองหุ้นที่สูงจะส่งผลให้บริษัทนั้นมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีมากขึ้น เนื่องจากว่าคนในครอบครัวช่วยกันตรวจสอบความไม่ชอบมาพากลของผู้บริหาร (agent) และสามารถปฏิเสธ โครงการที่มีความเสี่ยงหรือไม่สอดคล้องกับตัวธุรกิจได้ นอกจากนี้บริษัทในลักษณะดังกล่าวจะมุ่งเน้นการลงทุนขยายธุรกิจแบบระยะยาวมากยิ่งขึ้น เนื่องจากความมุ่งหวังของครอบครัวคือ การส่งผ่านธุรกิจให้คนในครอบครัวรุ่นต่อไป ซึ่งสอดคล้องไปกับงานวิจัยของ Bertrand & Schoar (2006) ที่ได้กล่าวไว้ว่าบริษัทที่มีโครงสร้างธุรกิจการถือหุ้น แบบครอบครัวจะมุ่งเน้นการลงทุนขยายธุรกิจในระยะยาวมากกว่าการลงทุนในระยะสั้น และมีแนวโน้มในการลงทุนทางด้านต้นทุนทรัพยากรมนุษย์มากกว่าที่เป็น ส่วนงานวิจัยของ Stein (1988) ก็ได้ผลออกมาสอดคล้องกับผลวิจัยข้างต้น คือการลงทุน ในระยะยาวส่วนใหญ่ จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า การลงทุนในระยะเวลาด้านๆ เช่นเดียวกันกับ James (1999) ได้อธิบายถึงธุรกิจ ที่มีโครงสร้างการถือหุ้น แบบครอบครัวว่ามีแนวโน้มในการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากกว่าธุรกิจที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว

เมื่อพิจารณาภาพรวมของงานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น กล่าวได้ว่าธุรกิจที่มีโครงสร้างการถือหุ้น แบบครอบครัวนั้นมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าธุรกิจที่ไม่ได้มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบ

ครอบครัวยังอาจเป็นผลมาจากปัจจัยที่แตกต่างกันออกไป แต่สิ่งหนึ่งที่เห็นได้ชัดคือ การลดความขัดแย้งของตัวกลาง (Agent) โดยธุรกิจที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวยังมีอำนาจในการตรวจสอบที่ค่อนข้างสูง และเมื่อใดก็ตามที่ตัวกลาง (Agent) มีแนวโน้มที่จะทำในสิ่งที่จะก่อให้เกิดความเสียหายต่อบริษัท เจ้าของกิจการ (Principal) จะใช้สิทธิ์และอำนาจเข้าไปจัดการในทันที ซึ่งถือเป็นการช่วยลดปัญหา ตัวกลางแบบประเภท 1 (Conflict of interests type I) จึงเป็นเหตุผลที่ว่าทำไมธุรกิจ ที่มีโครงสร้าง การถือหุ้นแบบครอบครัวยังมีผลประกอบการที่ดีกว่ากิจการ ที่ไม่ใช่โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว

สมมติฐานที่ 2: บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวยังจะทำให้มีการจัดการกำไรที่น้อยลง

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดของผู้ถือหุ้นและขนาดของกิจการ

Chui and Wei (1998) ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดของผู้ถือหุ้น ในประเทศที่กำลังพัฒนาจำนวน 5 ประเทศ ได้แก่ ไต้หวัน เกาหลีใต้ ฮองกง ไทย และ มาเลเซีย ในช่วงระหว่างเดือน กรกฎาคม ค.ศ. 1977-1993 เดือน มิถุนายน พบว่าปัจจัยดังกล่าวในประเทศเกาหลีใต้ ฮองกง และมาเลเซีย มีทิศทางสอดคล้องไปแบบเดียวกันกับผลตอบแทน แต่ในขณะที่ประเทศไทยได้ผลในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างผลตอบแทนกับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดของผู้ถือหุ้น Banz (1981) พบว่าขนาดของบริษัทกับผลตอบแทนมีทิศทางที่ตรงกันข้ามกัน โดยเฉพาะกิจการที่มีขนาดเล็ก จะให้ผลตอบแทนมากกว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่

2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับสภาพคล่องของหุ้น

Acharya & Pedersen (2005) พบว่าเมื่อไรก็ตามที่สินทรัพย์ขาดสภาพคล่อง นักลงทุนควรที่จะระมัดระวังเป็นพิเศษ เพราะการขาดสภาพคล่องจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ Amihud, Mendelson, & Wood (1990) พบว่าสภาพคล่องของสินทรัพย์เป็นปัจจัยหลักปัจจัยหนึ่ง ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ โดยเมื่อไรก็ตามที่สินทรัพย์มีสภาพคล่องลดลง จะส่งผลให้ผลตอบแทนของสินทรัพย์นั้นๆ มีการปรับลดลงด้วย

2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับระดับการกู้ยืมเงิน

Stryckova (2017) พบว่าเมื่อระดับของการกู้ยืมเงิน มีผลกระทบอย่างเห็นได้ชัด ในบริษัทของประเทศสาธารณรัฐเช็ก โดยอธิบายได้ว่า เมื่อกิจการมีระดับของการกู้ยืมเงินที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับระดับอัตราส่วนหนี้สิน ที่เป็นส่วนหนี้สินระยะยาวจะเกิดขึ้นในรูปแบบผกผันกัน กล่าวคือเมื่อกิจการมีระดับอัตราส่วนหนี้สินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลง โดยที่ระดับความรุนแรงขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรมที่กิจการนั้นอยู่

จากผลของงานวิจัยในอดีตที่กล่าวมาข้างต้น ทั้งในส่วนของขนาดของกิจการ ผลตอบแทนของสินทรัพย์ สภาพคล่องของกิจการ และการกู้ยืมเงิน ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานว่า

สมมติฐานที่ 3: ขนาดของบริษัททำให้มีการบริหารจัดการกำไรลดลง ในส่วนสภาพคล่องของบริษัท รวมถึงผลตอบแทนของสินทรัพย์ทำให้มีการบริหารจัดการกำไรมากขึ้น และส่วนการกู้ยืมเงินทำให้มีการบริหารจัดการกำไร

2.2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่ว่าด้วยเรื่องของการกำหนดบริษัทที่มีแนวโน้มในการจัดการกำไร

Healy & Wahlen (1999) ได้ให้คำนิยามของการจัดการกำไรเอาไว้ว่า การจัดการกำไรจะเกิดขึ้นได้ เมื่อธุรกรรมหรือรายงานทางการเงินนั้นมีการใช้ดุลพินิจของผู้บริหารมาเกี่ยวข้อง เพื่อปรับปรุง หรือเปลี่ยนแปลงงบการเงินของบริษัท สำหรับชักจูงนักลงทุนหรือผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับตัวเลขทางการเงินที่ปรากฏในงบการเงิน หรืออาจทำขึ้นเพื่อประโยชน์บางอย่างที่ได้รับจากการแก้ไขธุรกรรมนั้นๆ ซึ่งการจัดการกำไร (Earnings Management) สามารถแบ่งได้เป็น 2 วิธีหลัก ได้แก่ การจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการดำเนินธุรกิจ (Real Activities Manipulation) และการจัดการกำไรโดยการเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี (Accrual Manipulation) โดยในวิธีแรกการจัดการกำไร โดยการเปลี่ยนวิธีการดำเนินธุรกิจนั้น เป็นวิธีการจัดการกำไรที่จะกระทบต่อธุรกิจ และกระแสเงินสดของธุรกิจ ดังเช่นการผลิตของจำนวนมากในช่วงเวลาใกล้สิ้นงวด เพื่อให้ต้นทุนสินค้าขายต่ำลง (Roychowdhury, 2006) หรือเป็นการปรับลดค่าใช้จ่ายบางประเภทลง เช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ซึ่งจะส่งผลให้กำไรปรับเพิ่มสูงขึ้นจากค่าใช้จ่ายที่ลดลงนั่นเอง ซึ่งวิธีนี้มักถูกจำกัดขอบเขตโดยข้อกำหนดของสภาวิชาชีพบัญชี ได้แก่ มาตรฐานการบัญชี (Thai Accounting Standard), มาตรฐานการรายงานทางการเงิน (Thai Financial Reporting Standard) หรือแนวปฏิบัติทางการบัญชี โดยที่ข้อกำหนดเหล่านี้ถือเป็นเรื่องที่ผู้บริหารต้องปฏิบัติตาม อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ มิฉะนั้นอาจ

ส่งผลต่อความเห็นของผู้สอบบัญชีที่มีต้องบแสดงฐานะการเงิน ของบริษัทได้ ด้วยข้อจำกัดเหล่านี้ ทำให้หลายงานวิจัยเลือกใช้การวัดการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างแทน นั่นคือวิธีที่สอง การจัดการกำไร โดยการเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี (Accrual Manipulation) เป็นการจัดการกำไร โดยการเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี หรือใช้ดุลพินิจของผู้บริหารกับรายการคงค้าง บางประเภท ซึ่งไม่ได้กระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท แต่เป็นเพียงการเปลี่ยนแปลง ประมาณการต่างๆเท่านั้น งานวิจัยของ Healy & Wahlen (1999) ได้สนับสนุนแนวคิดนี้เช่นกัน โดยได้ให้ความเห็นว่า การจัดการกำไรจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการใช้ดุลพินิจของผู้บริหารเข้ามาแทรกแซงการทำธุรกรรมโดยปกติของกิจการไม่ว่าจะเป็นการสร้างรายการคงค้างหรือการกำหนดนโยบาย ในการประมาณ การมูลค่าทางบัญชีต่างๆ

ในอดีตมีงานวิจัยจำนวนมากที่พยายามสร้างแบบจำลองเพื่อใช้พยากรณ์การจัดการกำไร (Earnings Management) โดยในสมัยก่อน Healy (1985) มองว่า รายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals) เป็นตัวชี้วัดการจัดการกำไรที่เหมาะสม หลังจากนั้นได้มีการพิจารณาถึงองค์ประกอบของ Total Accruals (TA) ใหม่โดย Jones (1991) พบว่าแท้จริงแล้ว TA มีองค์ประกอบอยู่ 2 ส่วนคือ Non-Discretionary (NDA) และ Discretionary Accruals (DA) โดยที่ NDA นั้นคือส่วนของรายการคงค้าง ที่ผู้บริหารไม่สามารถควบคุมได้ เกิดขึ้นจากปัจจัยธรรมชาติของธุรกิจ ซึ่งเป็นส่วนที่ไม่ควรนำไปรวม ในการวัดระดับการจัดการกำไร ส่วน DA นั้นเป็นส่วนของรายการคงค้าง ซึ่งต้องใช้ดุลพินิจของผู้บริหาร กล่าวคือผู้บริหารสามารถใช้ดุลพินิจ ในการควบคุมหรือเปลี่ยนแปลงได้ตามต้องการ ดังนั้น Jones (1991) จึงมุ่งเน้นไปที่การวัดระดับของ DA ที่อยู่ใน TA แทน Total Accruals = Discretionary Accruals + Non-Discretionary Accruals

Jones (1991) ได้คำนวณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง รายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals) กับการเปลี่ยนแปลงของรายได้ (Earnings) และที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ (Property, plant and equipment) โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) ในช่วงเวลาก่อนที่บริษัท จะถูกตรวจสอบพบการจัดการกำไร จากนั้นนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มาประมาณระดับของ Non-Discretionary Accruals ในช่วงเวลาที่ทดสอบ แล้วจึงนำไปหักออก จาก Total Accruals ในช่วงเวลาเดียวกัน จะได้ระดับของ Discretionary Accruals ในช่วงเวลาที่ทดสอบหรือระดับการจัดการกำไรที่ต้องการ

Burgstahler and Eames (2006) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง Earning Surprise ซึ่งถูกวัดโดยใช้ส่วนต่างกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share: EPS) ระหว่างที่เกิดขึ้นจริง กับที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า แล้วหารด้วยมูลค่าตลาดต้นงวด จะได้ผล Earning Surprise ส่วนใหญ่ว่ามีแนวโน้มอยู่ในช่วงใกล้เคียงศูนย์หรือมากกว่าศูนย์เล็กน้อย เนื่องจากผู้บริหารจะพยายามจัดการกำไร

ให้ได้ค่าที่สูงกว่าหรือเท่ากับค่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้เป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน จากนั้นจึงเปรียบเทียบความสัมพันธ์กับวิธีการจัดการจัดการกำไรด้วย รายการคงค้าง ซึ่งต้องใช้ดุลพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) ตาม Jones 1991 model ซึ่งพบว่า โดยกลุ่มที่มีแนวโน้มในการจัดการกำไรสูงหรือ DA สูง คือ ชุดข้อมูลที่รายงานกำไรต่อหุ้น ใกล้เคียงเท่ากับที่คาดการณ์กับสูงกว่าที่คาดการณ์เล็กน้อย และชุดข้อมูลที่เหลือจะถูกจัดอยู่ใน กลุ่มไม่มีแนวโน้มการจัดการกำไร



บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษางานวิจัยนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาทุกกลุ่มในอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน อันได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต และธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จะไม่นำมารวมในกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจากบริษัทในอุตสาหกรรมนี้มีกฎระเบียบที่ต้องปฏิบัติตาม และมีโครงสร้างธุรกิจที่แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่สามารถ นำมาเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่างอื่นได้ โดยผู้วิจัยได้ศึกษาเก็บข้อมูลในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2549-2561 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 13 ปี

ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนบริษัทและจำนวนตัวอย่างแบ่งตามประเภทอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	สัดส่วนเทียบกับบริษัททั้งหมด (%)	จำนวนตัวอย่าง	สัดส่วนเทียบกับตัวอย่างทั้งหมด (%)
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	49	10.56%	441	12.66%
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	39	8.41%	432	12.40%
3. สินค้าอุตสาหกรรม	94	20.26%	1008	28.94%
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	132	28.45%	543	15.59%
5. บริการ	112	24.14%	729	20.93%
6. เทคโนโลยี	38	8.19%	330	9.47%
รวม	464	100.00%	3483	100.00%

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทั้งหมด โดยนำข้อมูลทางการเงิน ได้แก่ กำไรที่เกิดขึ้นจริงต่อปี กำไรจากการคาดการณ์โดยนักวิเคราะห์ กระแสเงินสดจาก

การดำเนินงาน และข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยข้อมูลทั้งหมดมาจากการเก็บข้อมูลในฐานข้อมูล Reutor และเว็บไซต์ Settrade

3.3 วิธีการศึกษาและแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับตัวแปรที่บ่งบอกลักษณะความเป็น บริษัทแบบครอบครัว โดยทำการเก็บข้อมูลทุติยภูมิแบบอนุกรมเวลา (Secondary Time Series Data) และทำการทดสอบทางสถิติด้วยสมการถดถอย (Regression Analysis) ในการศึกษาความสัมพันธ์นั้น จึงได้ใช้แบบจำลองหลัก 2 ขั้นตอน ได้แก่ แบบจำลองของ Jones (1991) เพื่อใช้คำนวณหา ค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals: DA) หรือการจัดการกำไร จากรายการคงค้างรับค้างจ่ายเกินปกติที่ใช้เป็นตัวแทนของรายการคงค้างเกินปกติ (Abnormal Accruals) หรือระดับของการจัดการกำไร และต่อมาจึงทำการทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างค่าสัมบูรณ์ของ Discretionary Accruals กับตัวแปรที่เกี่ยวข้องในความเป็น บริษัทแบบครอบครัว จึงสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent Variables) และตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

3.3.1 การวัดตัวแปรการจัดการกำไรโดยใช้แบบจำลองของ Jones (1991)

ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองอ้างอิงตามงานวิจัยของ Jones (1991) เป็นตัววัดระดับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้รายการคงค้างรับค้างจ่ายเกินปกติที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) ใช้เป็นตัววัดค่าของการจัดการกำไร (Earning Management) ซึ่งมีแบบจำลองในการหาค่าขนาดรายการคงค้างเกินปกติ ดังนี้

$$\frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_1 \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่

- TAC_{it} คือ รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t (กำไรสุทธิหักด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ของบริษัท i ณ เวลา t) หน่วยเป็นบาท เก็บข้อมูลได้จากฐานข้อมูลของ Eikon Reutor

- TA_{it-1} คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ ปีที่ $t-1$ โดยเก็บข้อมูลได้จากฐานข้อมูลของ Eikon Reutor หน่วยเป็นบาท

ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรต้น (Independent Variable) ได้แก่

- ΔREV_{it} คือ การเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมระหว่าง t กับ $t-1$ โดยเก็บข้อมูลได้จากฐานข้อมูลของ Eikon Reuter หน่วยเป็นบาท

- PPE_{it} คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท i ณ ปีที่ t โดยเก็บข้อมูลได้จากฐานข้อมูลของ Eikon Reuter หน่วยเป็นบาท

- ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนที่เกิดจากตัวแปรอื่น (Discretionary Accruals: DA)

ภายใต้แบบจำลอง Jones (1991) ดังสมการข้างต้น รายการคงค้างรวม สามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วนคือรายการคงค้างที่ควบคุมไม่ได้ (Non-Discretionary Accruals: NDA) ซึ่งวัดโดยตัวแบบจำลอง ($NDA_t = \alpha_1 \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}}$) และอีกส่วนคือรายการคงค้างที่ควบคุมได้ (Discretionary Accruals: DA) ซึ่งวัดโดยค่าความคลาดเคลื่อนในแบบจำลอง (ε_{it}) การคำนวณรายการคงค้างที่ควบคุมได้ (DA) ในที่นี้ใช้วิธีการ Multiple regression analysis เพื่อประมาณรายการคงค้างที่ควบคุมไม่ได้ (NDA) ออกมาก่อนจากนั้นจึงนำไปลบออกจากรายการคงค้างรวม (TAC) เพื่อคำนวณค่าความคลาดเคลื่อนหรือรายการคงค้างที่ควบคุมได้ (DA) ในแต่ละปีนั่นเอง กล่าวคือ $DA_t = TAC_t - NDA_t$

3.3.2 แบบจำลองเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรโดยใช้ค่าสัมบูรณ์ของ Discretionary Accrual กับตัวแปรที่เกี่ยวข้องในความเป็นบริษัทแบบครอบครัวและมีผลต่อการจัดการกำไร

$$\begin{aligned} ABS_DA_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 BIG4_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 GROWTH_{it} + \alpha_4 CYCLE_{it} + \alpha_5 ROA_{it} \\ & + \alpha_6 LNTA_{it} + \alpha_7 LNAGE_{it} + \gamma_8 LF_{it} + \gamma_9 LF_LEV_{it} + \gamma_{10} IB_{it} \\ & + \gamma_{11} IB_LF_{it} + \gamma_{12} IB_LF_LEV_{it} + \gamma_{13} CEO_LF_{it} \\ & + \gamma_{14} CEO_LF_LEV_{it} + \varepsilon_{it} + \alpha_{it} \end{aligned}$$

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ในที่นี้คือ ABS_DA เป็นการหาค่าค่าสัมบูรณ์ (Absolute) ของ DA (Discretionary Accrual) รายการค้างรับค้างจ่ายเกินปกติ ที่หาค่าจากการใช้โมเดลของ Jones (1991) ซึ่งหมายถึงมีการจัดการกำไร โดยขนาดของรายการค้างรับค้างจ่ายเกินปกติวัดจากขนาดของ ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอยซึ่ง คำนวณหาเป็นรายปี เนื่องจากการวัดคุณภาพกำไรของงานวิจัยนี้ สนใจเพียงว่ามีการจัดการกำไรด้วยการสร้างรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารหรือไม่เท่านั้น จึงไม่คำนึงถึงว่าบริษัทหรือกิจการนั้นจะทำการจัดการหรือปรับปรุงกำไรให้สูงขึ้นหรือต่ำลง และใช้เป็นค่าสัมบูรณ์ในการวิเคราะห์ หน่วยที่ได้จะเป็นเท่าของ Total Asset (1 คือ 1%)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือตัวแปรที่มีผลต่อการจัดการกำไรของหลักทรัพย์กลุ่มที่ศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วย

- LF คือ ตัวแปรที่ระบุถึงความเป็นเจ้าของที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการจากโครงสร้างการถือหุ้นที่มี ลักษณะแบบครอบครัวหรือไม่มีลักษณะเป็นแบบครอบครัว ซึ่งคาดว่าตัวแปร LF นี้จะมีเครื่องหมายเป็นลบกับการจัดการกำไร ตามงานวิจัยของ Casson (1999) และ Bertrand & Schoar (2006) ที่พบว่ากิจการแบบครอบครัวมีแนวโน้มการจัดการกำไรที่น้อย เนื่องจากคนในครอบครัวช่วยกันตรวจสอบความไม่ชอบมาพากลของผู้บริหารและมุ่งเน้นการลงทุนขยายธุรกิจแบบระยะยาวมากยิ่งขึ้น โดยนับสัดส่วนการถือครองหุ้นจากผู้ถือหุ้นที่มีนามสกุลเดียวกัน หากพบว่ามีจำนวนการถือครองสัดส่วนที่มีนามสกุลเหมือนกันตั้งแต่ 25% ของผู้ถือหุ้น ทั้งหมดหรือมากกว่า เราจะเป็นกิจการแบบครอบครัว แต่หากต่ำกว่า 25% เราจะถือว่าไม่เป็นกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวตามที่สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนด ให้ผู้ที่ได้มาหรือจำหน่ายหุ้นจนทำให้สัดส่วนของหุ้นที่ถืออยู่แต่ละจุดที่ทุกร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้น ที่จำหน่ายได้แล้วทั้งหมดต้องรายงานการได้มาและจำหน่ายหลักทรัพย์เพื่อเปิดเผยต่อสาธารณชน นอกจากนี้การถือหุ้นในกิจการที่มีสัดส่วนตั้งแต่ร้อยละ 25 เป็นต้นไปจะมีสิทธิในการควบคุมการบริหารงานของกิจการ (Wiwattanakantang, 2000) หรือมีอำนาจครอบงำกิจการ งานวิจัยในประเทศไทยส่วนใหญ่อ้างอิง ตามคำนิยามของ “ผู้มีอำนาจควบคุม” ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฉบับที่ กจ.32/2549 โดยถือว่า ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 25 ของหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งทางตรงและทางอ้อม มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการหรือการดำเนินการในบริษัท อย่างมีสาระสำคัญ กำหนดค่าตัวแปรเป็น 0 สำหรับบริษัทที่ไม่มีลักษณะแบบครอบครัว โดยการเก็บข้อมูลของธุรกิจ ที่มีลักษณะของธุรกิจครอบครัว จะเป็นการเก็บด้วยมือจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ (Settrade) และจากรายงานประจำปี 56-1 ที่บริษัทจดทะเบียนได้นำส่งต่อตลาดหลักทรัพย์รายปีในช่วงเวลาที่ศึกษา

- BIG4 กำหนดค่าตัวแปรเป็น 1 สำหรับบริษัทที่ได้รับการตรวจสอบบัญชีจากหนึ่งในบริษัท กลุ่ม Big 4 ประกอบด้วย ดีลอยท์ ทูช ไร้มัทสึ ไชยศ สอบบัญชี, ไรซ์วอเตอร์เฮาส์คูเปอร์ส เอบีเอส, สำนักงาน อีวาย, เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี และ 0 สำหรับบริษัทที่ไม่ได้รับการตรวจสอบบัญชีจากบริษัทกลุ่ม Big 4 โดยใช้การเก็บด้วยมือจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ (Settrade) และจากรายงานประจำปี 56-1 ที่บริษัทจดทะเบียนได้นำส่งต่อตลาดหลักทรัพย์รายปีในช่วงเวลาที่ศึกษา โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบ เนื่องจากบริษัทที่ได้รับการตรวจสอบบัญชีจากหนึ่งในบริษัทกลุ่ม Big 4 ที่มีมาตรฐานดีควรจะช่วยลดและป้องกันการจัดการกำไรให้เกิดขึ้นน้อยลง

- LEV (leverage ratio = debt to total asset) อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจาก โครงสร้างการจัดหาทุนของกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ คำนวณโดยใช้สัดส่วนของหนี้สิน ที่มีดอกเบี้ยต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท หน่วยที่ได้จะเป็นเปอร์เซ็นต์ (0.1 คือ 10%) ข้อมูลเก็บได้จากฐานข้อมูล Reuter โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นบวก เนื่องจากบริษัทที่แสดงอัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่สูง มีแนวโน้มเกิดแรงจูงใจให้ปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีเพื่อลดต้นทุนด้านการกู้ยืมได้มากกว่าหรืออัตราการก่อหนี้สูงมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรมาก เพื่อรักษาข้อผูกพันในการชำระหนี้

- LNTA (book values of total assets = $\ln(BV)$) ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าสินทรัพย์รวม ข้อมูลเก็บได้จากฐานข้อมูล SetSMART และ Reuter หน่วยของ book values ที่นำมาใช้จะเป็นบาท และหน่วยของ LNTA เป็น natural log of baht โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบ บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการบริหารจัดการกำไรลดลงหรือน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก

- GROWTH (annual growth in sale) อัตราการเติบโตของยอดขายบริษัทช่วงระยะเวลา 1 ปีสำหรับสะท้อนความสามารถในการสร้างรายได้ที่เพิ่มขึ้นต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยคำนวณอัตราการเติบโตของยอดขายจากยอดขายสุทธิ ที่เก็บได้จากฐานข้อมูล Reuter หน่วยที่ได้เป็นเปอร์เซ็นต์ (0.1 คือ 10%) โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นบวก บริษัทที่มีการเติบโตมากส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทขนาดเล็กที่มีผลการดำเนินงานเติบโตดีกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นบริษัทที่มีการเติบโตมากจะมีแนวโน้มการบริหารจัดการกำไรที่มากตามไปด้วย

- LNAGE (= $\ln(\text{firm age})$) ลอการิทึมธรรมชาติของอายุบริษัทตั้งแต่ปีที่ก่อตั้งถึงปีปัจจุบัน จะสะท้อนถึงอายุของกิจการที่มีผลต่อการจัดการกำไร โดยใช้ข้อมูลจาก SET และจากรายงานงบ56-1 ที่นำส่งต่อตลาดหลักทรัพย์ คาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบ บริษัทที่ดำเนินกิจการมานานจะมีแนวโน้มการบริหารจัดการกำไรน้อยกว่า และหน่วยของ LNAGE เป็น natural log of year

- CYCLE (operation cycle = $(\text{yearly average accounts receivable}) / (\text{SALES} / 360) + (\text{yearly average inventory}) / (\text{costs of goods sold in year } t / 360)$) ระยะเวลาทั้งหมดในการดำเนินงานเพื่อเปลี่ยนเป็น กระแสเงินสด เริ่มจากการซื้อสินค้ามาเพื่อขาย สินค้า จนกระทั่งเก็บเงินได้จากการขายนั้น คาดว่าเครื่องหมายที่ได้เป็นลบ เพราะสภาพคล่องของการแปลงสภาพสินค้าเป็นเงินน้อย หรือมีการหมุนเวียนสินค้าที่เร็ว มีแนวโน้มให้เกิดจากการบริหารจัดการกำไรได้ง่ายกว่า และหน่วยของ CYCLE เป็น day

- ROA (Return on assets) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนทางการเงินระหว่างกำไรสุทธิกับสินทรัพย์รวม ที่บ่งบอกถึงความสามารถของกิจการ ว่าสามารถนำสินทรัพย์ที่มีไปใช้ประโยชน์ในดำเนินการของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ หาก ROA มีค่ามากแสดงว่ากิจการได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ได้ผลตอบแทนรับผลตอบแทนสูง ตรงกันข้ามหาก ROA ที่คำนวณได้มีค่าน้อย แสดงว่ากิจการนั้นได้นำสินทรัพย์ที่มีอยู่ไปใช้ในการดำเนินงานได้อย่างไร้ประสิทธิภาพ ทำให้ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ไม่ดีเท่าที่ควร ซึ่งสามารถเก็บข้อมูล ROA ได้จากฐานข้อมูล Eikon Reuter หน่วยที่ได้จะเป็นเปอร์เซ็นต์ (0.1 คือ 10%) โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นบวก บริษัทที่มีผลตอบแทนที่ดีมีแนวโน้มเป็นผลมาจากการบริหารจัดการกำไร

- CEO_LF ตัวแปรที่ระบุว่าสำหรับบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นแบบครอบครัวนั้น CEO (Chief Executive Officer) มีความสัมพันธ์กับครอบครัวที่ควบคุมบริษัทด้วยหรือไม่ โดยนับชื่อสกุลเดียวกัน กับนามสกุลที่มีสัดส่วนถือครองหุ้นมากที่สุด หากพบว่า CEO มีนามสกุลเหมือนกันเราจะให้เป็น 1 แต่หากไม่ใช่นามสกุลเดียวกันจะกำหนดค่าตัวแปรเป็น 0 ซึ่งเป็นการเก็บด้วยมือจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ (Settrade) ในช่วงเวลาที่ศึกษา โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบ เนื่องจากบริษัทที่มี CEO มีความสัมพันธ์เป็นคนในครอบครัวจะช่วยให้ดำเนินการอย่างมีประสิทธิภาพรักษาผลประโยชน์ของบริษัท จึงมีการจัดการกำไรที่น้อย

- IB ตัวแปรที่ระบุว่าสำหรับบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นแบบครอบครัวนั้น board (กรรมการบริษัท) มีความสัมพันธ์กับครอบครัวที่ควบคุมบริษัทด้วยหรือไม่ โดยนับชื่อสกุลเดียวกัน กับนามสกุลที่มีสัดส่วน ถือครองหุ้นมากที่สุด หากพบว่า กรรมการบริษัทอย่างน้อย 1 คน มีนามสกุลเหมือนกันเราจะให้เป็น 1 แต่หากไม่ใช่นามสกุลเดียวกันเลยจะกำหนดค่าตัวแปรเป็น 0 ซึ่งเป็นการเก็บด้วยมือจากฐานข้อมูล ของตลาดหลักทรัพย์ (Settrade) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยคาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบ เนื่องจากบริษัทที่มี กรรมการมีความสัมพันธ์เป็นคนในครอบครัวจะช่วยให้ดำเนินการอย่างมีประสิทธิภาพรักษาผลประโยชน์ของบริษัท จึงมีการจัดการกำไรที่น้อย

- IB_LF (= IB * LF) คือ ผลคูณของตัวแปร IB และ LF คาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบตาม IB และ LF

- LF_LEV (= LF * LEV) คือ ผลคูณของตัวแปร LF และ LEV คาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบตาม LF

- CEO_LF_LEV (= CEO_LF * LEV) คือ ผลคูณของตัวแปร CEO_LF และ LEV คาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบตาม CEO และ LF

- $IB_LF_LEV (= IB_LF * LEV)$ คือ ผลคูณของตัวแปร IB_LF และ LEV คาดว่าเครื่องหมายที่ได้จะเป็นลบตาม IB และ LF

3.3.3 การคำนวณหา Earning Surprise เพื่อวิเคราะห์การจัดการกำไรตามความคาดหวังของตลาด

จากงานวิจัยของ Burgstahler and Eames (2006) ที่ได้ทำการวัด Earning Surprise เพื่อเป็นตัวช่วยแสดงให้เห็นถึงแรงจูงใจในการจัดการกำไร ซึ่ง Earning Surprise ถูกวัดโดยใช้ส่วนต่างกำไรต่อหุ้น (Earning Per Share: EPS) ระหว่างที่เกิดขึ้นจริง กับที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า แล้วหารด้วยมูลค่าตลาดต้นงวด จะได้ผล Earning Surprise โดยสมมติฐานของ Burgstahler and Eames (2006) คาดการณ์ว่าผลส่วนใหญ่จะมีแนวโน้มอยู่ในช่วงใกล้เคียงศูนย์หรือมากกว่าศูนย์เล็กน้อย เนื่องจากผู้บริหารพยายามจัดการกำไรให้ได้ค่าที่สูงกว่าหรือเท่ากับค่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้เป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

$$Earning\ Surprise = \frac{(Realized\ Earning - Forecasted\ Earning)}{Beginning\ Market\ Value}$$

- Earning Surprise หมายถึง ส่วนต่างระหว่างกำไรที่คาดการณ์ (Forecasted EPS) กับกำไรที่เกิดขึ้นจริง (Realized EPS) ถ้ากำไรที่เกิดขึ้นน้อยกว่ากำไรที่คาดการณ์ จะเรียกว่าเป็น Negative Surprise แต่ถ้ากำไรที่เกิดขึ้นสูงกว่ากำไรที่คาดการณ์จะเรียกว่า Positive Surprise ข้อมูล Negative Surprise ส่งสัญญาณบอกว่า ราคาหุ้นจะลดลง ในขณะที่ Positive Surprise มักจะเป็นสิ่งที่สัญญาณทางบวก ต่อราคาหุ้น อย่างไรก็ตาม ผลของ Surprise ที่เกิดขึ้นในงวดบัญชีหนึ่ง อาจทำให้นักวิเคราะห์ต้องมาทบทวน ถึงความผิดพลาดในการคาดการณ์และจะมีการปรับประมาณการในงวดบัญชีถัดไป เช่น ถ้าในงวดนี้เกิด Positive Surprise (กำไรจริงสูงกว่ากำไรคาดการณ์) ในงวดถัดไป นักวิเคราะห์จะเพิ่มประมาณ กำไรคาดการณ์ให้มีค่าสูงขึ้น เพราะแต่เดิมประมาณการไว้ต่ำเกินไป หลังจากที่ได้ค่าส่วนต่าง Earning surprise แล้วจึงทำการปรับขนาดตัวแปรโดยมูลค่าตลาดเริ่มต้นปีของหุ้นสามัญนั้นๆ หน่วยที่ได้จะเป็น %

ตัวแปรที่เกี่ยวข้องสำหรับการคำนวณ Earning Surprise

-Earning per shared (EPS) : อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นหรือส่วนกำไรสุทธิแบ่งเฉลี่ยให้แก่หุ้นสามัญแต่ละหุ้นของบริษัท แสดงให้เห็นถึงกำไรของบริษัทเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมดสามารถคำนวณได้โดยการนำกำไรสุทธิรอบ 12 เดือนล่าสุดเป็นตัวตั้งแล้วหารด้วยจำนวนหุ้นของบริษัทที่ชำระแล้ว หน่วยเป็นบาทต่อหุ้น

- Realized Earning ในที่นี้จะหมายถึง อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นที่เกิดขึ้นจริง ตามที่แต่ละบริษัทประกาศหรือนำส่งรายงานข้อมูล ส่วน Forecasted Earning จะหมายถึง อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นที่มาจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ หน่วยเป็นบาทต่อหุ้น
- Operating Cash Flow กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน หน่วยเป็นบาท
- Market Value หมายถึง มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ในที่นี้จะใช้ค่า ณ ช่วงเวลาดำเนินงวด หน่วยเป็นบาท



บทที่ 4

ผลการวิจัย และการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างได้จำนวน 3,483 ตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2549-2561 รวมระยะเวลา 13 ปี มีผลการทดสอบสถิติเชิงพรรณนาตามตารางด้านล่าง

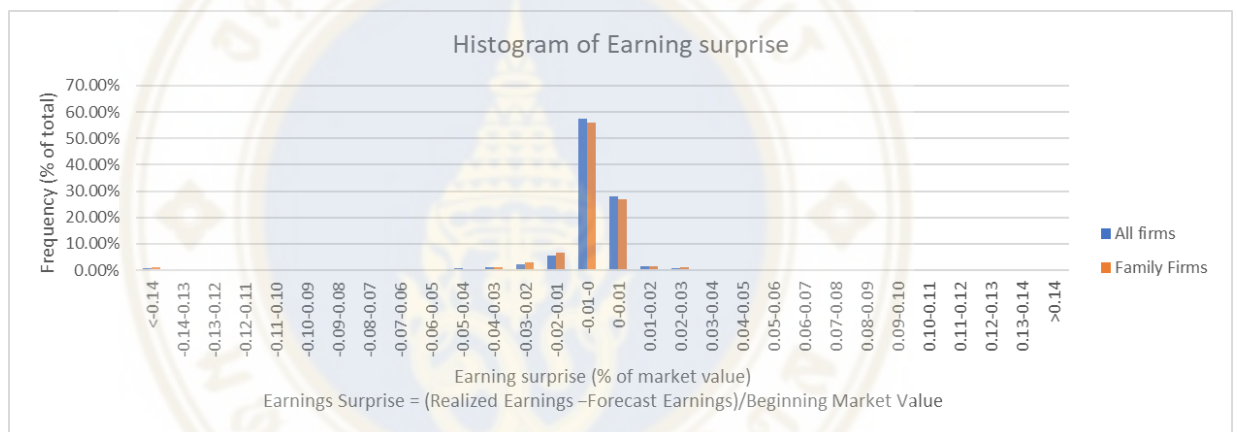
ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลตัวแปรที่ใช้ทดสอบ

Variable name	Mean	St.dev	Median	Max	Min
DA	-1.4575	1.1659	-1.1202	1.4232	-6.1964
ABS_DA	1.4603	1.1625	1.1204	6.1964	0.0667
LF	0.7614	0.4263	1	1	0
BIG4	0.5917	0.4916	1	1	0
LEV	22.1518	19.2599	19.9528	87.0273	0
LNTA	14.6927	1.4631	14.4542	20.5898	6.8951
GROWTH	7.4733	35.3130	4.0999	811.5079	-89.0036
LNAGE	3.6213	0.4065	3.6636	4.9698	1.9459
CYCLE	152.5272	84.8817	134.0555	497.4838	38.7190
ROA	6.4422	7.4242	6.3400	39.8600	-30.7900
LF_LEV	0.1644	0.1941	0.0652	0.8248	0
IB	0.6098	0.4879	1	1	0
IB_LF	0.5429	0.4982	1	1	0
IB_LF_LEV	0.1230	0.1859	0	0.8248	0
CEO_LF	0.3434	0.4749	0	1	0
CEO_LF_LEV	0.0750	0.1554	0	0.8248	0

4.2 การทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing)

4.2.1 การทดสอบการจัดการกำไรตามความคาดหวังของตลาด

จากการรวบรวมและเรียบเรียงข้อมูลของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ล่วงหน้ากับที่เกิดขึ้นจริงตามรายงาน รวมถึงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด เมื่อนำข้อมูลเหล่านี้ มาประมวลผลวิเคราะห์ตามสมมติฐานที่ผู้บริหารจะพยายามจัดการกำไรให้มีกำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่าหรือเท่ากับกำไรที่คาดการณ์เพียงเล็กน้อย เพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุนตามทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory) จาก 464 บริษัท เป็นจำนวน 1,628 ตัวอย่าง สามารถสรุปข้อมูลได้เป็นกราฟ ดังภาพที่ 4.1 ดังนี้



ภาพที่ 4.1 แสดงค่า Earning surprise ของกลุ่มตัวอย่างในแต่ละช่วง

ตารางที่ 4.2 แสดงข้อมูลจำนวนกลุ่มตัวอย่างตามช่วงผลของ Earning Surprise

Earning surprise (% of market value)	Frequency (% of total)		Earning surprise (% of market value)	Frequency (% of total)	
	All firm	Family Firm		All firm	Family Firm
<-0.14	0.80%	1.07%	0-0.01	27.89%	27.01%
-0.14-0.13	0.06%	0.09%	0.01-0.02	1.54%	1.60%
-0.13-0.12	0.00%	0.00%	0.02-0.03	0.74%	0.98%
-0.12-0.11	0.00%	0.00%	0.03-0.04	0.31%	0.27%
-0.11-0.10	0.12%	0.09%	0.04-0.05	0.06%	0.09%
-0.10-0.09	0.25%	0.36%	0.05-0.06	0.12%	0.18%
-0.09-0.08	0.12%	0.09%	0.06-0.07	0.06%	0.09%
-0.08-0.07	0.25%	0.27%	0.07-0.08	0.12%	0.09%
-0.07-0.06	0.18%	0.09%	0.08-0.09	0.06%	0.09%
-0.06-0.05	0.31%	0.27%	0.09-0.10	0.06%	0.09%
-0.05-0.04	0.55%	0.45%	0.10-0.11	0.06%	0.09%
-0.04-0.03	0.92%	1.07%	0.11-0.12	0.00%	0.00%
-0.03-0.02	2.27%	2.85%	0.12-0.13	0.00%	0.00%
-0.02-0.01	5.65%	6.60%	0.13-0.14	0.00%	0.00%
-0.01-0	57.43%	56.15%	>0.14	0.06%	0.00%

จากผลของ Earning Surprise ดังกราฟและตารางข้างต้น จะเห็นได้ว่าข้อมูลกระจุกตัวในช่วงใกล้ศูนย์ โดยมากกว่าหรือน้อยกว่าศูนย์เล็กน้อย ถึงแม้ว่าส่วนใหญ่แนวโน้มข้อมูลที่ได้ก่อนไปทางมีกำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่าหรือเท่ากับกำไรที่คาดการณ์เพียงเล็กน้อย หมายความว่า ส่วนใหญ่แล้วไม่ได้จัดการกำไรให้ถึงกับได้ตัวเลขที่สูงกว่าค่าคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่กรณีนั้นอาจสร้างความเชื่อมั่นหรือจูงใจนักลงทุนได้มากกว่าหากผลกำไรที่ออกมาดีกว่าที่คาดการณ์ แต่โดยภาพรวม

สรุปได้ว่า ผู้บริหารของบริษัทจะมีแนวโน้มหรือความเป็นไปได้ในการพยายามจัดการกำไรให้ใกล้เคียงกับที่นักวิเคราะห์คาดการณ์อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.3.1 ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลองของ Jones (1991) (Random effects)

Y = TAC _{it} /TA _{it-1}	Coef.	Std. Err.	Z	P> z	[95% Conf. Interval]	
1/TA _{it-1}	46749.44 ***	5261.97	8.88	0.000	36436.17	57062.7
Δ REV _{it} /TA _{it-1}	0.0157 ***	0.0051	3.05	0.000	0.0056	0.0257
PPE _{it} /TA _{it-1}	0.0034	0.0129	0.26	0.791	-0.0218	0.0286
_cons	-0.0597 ***	0.0092	-6.52	0.000	-0.0777	-0.0418
/sigma_u	0.0548					
/sigma_e	0.2356					
Rho	0.0514					
Wald chi2(3) = 91.81***				Number of obs = 4,567		
Prob > chi2 = 0.0000				Number of group = 432		
LR test of sigma_u=0: chibar2 (01) = 191.15***				Year = 13 years (2549-2561)		
Prob >= chibar2 = 0.0000						

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ (*) 10% ; (**) 5% ; (***) 1% ตามลำดับ, ตัวแปรตามคือ Total Accrual หารด้วย Total Asset ของปีก่อน, sigma_u คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่ไม่ขึ้นกับเวลา แต่ขึ้นอยู่กับหน่วยข้อมูลเป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (Cross-Sectional Specific effect) เท่านั้น, sigma_e คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาและตามแต่ละบริษัท ด้วย ส่วน rho คือ สัดส่วนค่าความแปรปรวนที่ขึ้นกับหน่วยข้อมูลลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (sigma_u2) เทียบกับผลรวมความแปรปรวนทั้งส่วน u และ e รวมกัน (sigma_u2+sigma_e2) ซึ่งจากแบบจำลองของ Jones (1991) ทางผู้วิจัยได้นำข้อมูลตัวแปรทั้งหมดจากทุกปีที่ต้องการศึกษา นำมาทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นที่มีต่อตัวแปรตามหรือรายการคงค้างทั้งหมด หลังจากนั้นจึงหารายการคงค้างที่ควบคุมได้ จากการนำรายการคงค้างทั้งหมดหักออกจากรายการคงค้างที่ควบคุมไม่ได้ หลังจากนั้นจึงได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.4

P-Value ของ chi square ที่ได้จากการวิจัย มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า reject H₀ กล่าวคือตัวแปรต้นอย่างน้อย 1 ตัว สามารถอธิบายพฤติกรรมของตัวแปรตามหรือในที่นี้คือ รายการคงค้างทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวม หลังจากนั้นจึงนำไปหาการจัดการกำไรได้จากพจน์ของ Error term สำหรับ P-Value ของ LR test of sigma_u=0 มีค่าน้อยกว่า 0.05 เช่นเดียวกัน แสดงว่าตัวแปรต้นทุกตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

ตารางที่ 4.3.2 ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลองของ Jones (1991) (Fixed effects)

$Y = TAC_{it} / TA_{it-1}$	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
$1 / TA_{it-1}$	104761.4 ***	8121.22	12.90	0.000	88839.46	120683.4
$\Delta REV_{it} / TA_{it-1}$	0.0484 ***	0.0093	5.20	0.000	0.0301	0.0666
PPE_{it} / TA_{it-1}	-0.0054	0.0180	-0.30	0.765	-0.0407	0.0299
_cons	-0.1203 ***	0.0114	-10.54	0.000	-0.1427	-0.0979
/sigma_u	0.1317					
/sigma_e	0.2356					
rho	0.2379					
F(3, 4132) = 77.74***				Number of obs = 4,567		
Prob > F = 0.0000				Number of group = 432		
F test that all u_i=0: F(431, 4132) = 2.48***				Year = 13 years (2549-2561)		
Prob > F = 0.0000						

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ (*) 10% ; (**) 5% ; (***) 1% ตามลำดับ, ตัวแปรตามคือ Total Accrual หาดด้วย Total Asset ของปีก่อน, sigma_u คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่ไม่ขึ้นกับเวลา แต่ขึ้นอยู่กับหน่วยข้อมูลเป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (Cross-Sectional Specific effect) เท่านั้น, sigma_e คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาและตามแต่ละบริษัท ด้วย ส่วน rho คือ สัดส่วนค่าความแปรปรวนที่ขึ้นกับหน่วยข้อมูลลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (sigma_u2) เทียบกับผลรวมความแปรปรวนทั้งส่วน u และ e รวมกัน (sigma_u2 + sigma_e2) จากแบบจำลองของ Jones (1991) ทางผู้วิจัยได้นำข้อมูลตัวแปรทั้งหมดจากทุกปีที่ต้องการศึกษา นำมาทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นที่มีต่อตัวแปรตามหรือรายการคงค้างทั้งหมด หลังจากนั้นจึงหารายการคงค้างที่ควบคุมได้จากการนำรายการคงค้างทั้งหมดหักออกจากรายการคงค้างที่ควบคุมไม่ได้ หลังจากนั้นจึงได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.4

P-Value ของ F test ที่ได้จากการวิจัย มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า reject H_0 กล่าวคือ ตัวแปรต้นอย่างน้อย 1 ตัว สามารถอธิบายพฤติกรรมของตัวแปรตามหรือในที่นี้คือ รายการคงค้างทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวม หลังจากนั้นจึงนำไปหาการจัดการกำไรได้จากพจน์ของ Error term และสำหรับ P-Value ของ F test that all u_i=0: F(431, 4132) มีค่าน้อยกว่า 0.05 เช่นเดียวกัน แสดงว่าตัวแปรต้นทุกตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

ตารางที่ 4.3.3 แสดงผลการทดสอบ Hausman test สำหรับแบบจำลองของ Jones (1991)

Y = TAC _{it} / TA _{it-1}	--- Coefficients ---			sqrt(diag(V _b -V _B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
1/ TA _{it-1}	104761.4	46749.44	58011.99	6185.946
ΔREV _{it} / TA _{it-1}	0.0484	0.0157	0.0327	0.0078
PPE _{it} / TA _{it-1}	-0.0054	0.0034	-0.0088	0.0126

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic

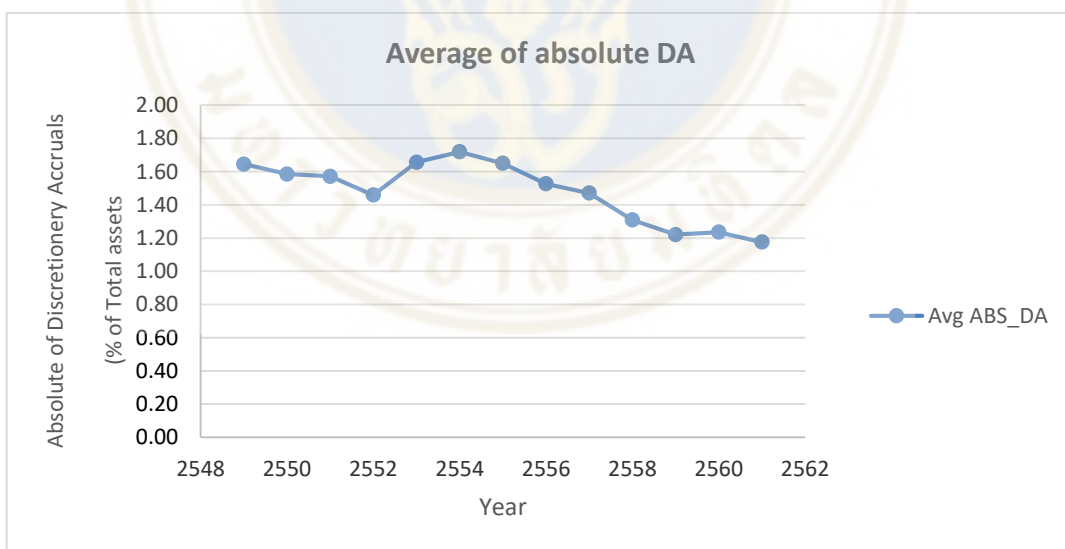
$$\text{chi2}(9) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 87.95***$$
Prob>chi2 = 0.0000

ทางผู้วิจัยได้ทดสอบหาผล Hausman Test ของ Random กับ Fixed effects สำหรับแบบจำลอง Jones 1991 ตามตารางที่ 4.3.3 ได้ผลลัพธ์แสดงว่า Fixed effects เหมาะสมกว่า Random Effects ดังนั้นจึงนำไปหารายการคงค้างที่ผิดปกติ (Discretionary Accruals :DA) หรือการจัดการกำไร โดยคิดจากรายการคงค้างทั้งหมด (Total Accruals: TAC) หักออกจากรายการคงค้างที่ควบคุมไม่ได้ (Non-Discretionary Accruals: NDA) หลังจากนั้นจึงได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.4

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของระดับการวัดการกำไรจากแบบจำลองของ Jones (1991)

Year	Observations	Mean	Median	Std. Dev.	Maximum	Minimum
2549	225	1.6446	1.2550	1.2527	6.1493	0.0823
2550	236	1.5845	1.2341	1.1848	6.1964	0.0904
2551	232	1.5712	1.1700	1.2412	6.0070	0.0691
2552	250	1.4590	1.0204	1.2232	6.1831	0.0682
2553	239	1.6566	1.2186	1.3163	5.8327	0.0859
2554	244	1.7191	1.2178	1.3737	6.1875	0.0840
2555	262	1.6498	1.2844	1.2969	5.9764	0.0804
2556	280	1.5263	1.1611	1.1622	6.0499	0.0793
2557	291	1.4702	1.1592	1.1348	5.8754	0.0740
2558	299	1.3082	1.0837	1.0171	6.1241	0.0775
2559	302	1.2210	1.0165	0.9287	5.2410	0.0678
2560	307	1.2351	0.9969	1.0046	5.7041	0.0667
2561	316	1.1751	0.9701	0.8815	5.0652	0.0684
2549-2561	3483	1.4785	1.1611	1.1625	6.1964	0.0667



ภาพที่ 4.2 แสดงค่าเฉลี่ยระดับการวัดการกำไรของกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปี

จากตารางที่ 4.4 ข้างต้น สรุปผลการวิเคราะห์ระดับการจัดการกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2549-2561 โดยแสดงในรูปค่าเฉลี่ยของรายการคงค้างที่ควบคุมได้ในรูปของค่าสัมบูรณ์ตามแบบจำลอง Jones (1991) ผลลัพธ์จากการทดสอบพบว่าแทบทุกบริษัทมีตัวเลขของระดับการจัดการกำไร ซึ่งส่งผลต่อความมีคุณภาพของกำไรในกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่า ระดับการจัดการกำไรมีความแตกต่างกัน บริษัทที่มีการจัดการกำไรต่ำที่สุด เรียกได้ว่า มีคุณภาพกำไรสูงสุดจะมีรายการคงค้างที่ควบคุมได้ในรูปของค่าสัมบูรณ์เพียงร้อยละ 0.0667 ของสินทรัพย์รวมเท่านั้น ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีการจัดการกำไรสูงสุดหรือบริษัทที่มีคุณภาพกำไรต่ำสุดนั้น มีรายการคงค้างที่ควบคุมได้ในรูปค่าสัมบูรณ์คิดเป็นร้อยละ 6.1964 ของสินทรัพย์รวม โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานคิดเป็นร้อยละ 1.1611 ของสินทรัพย์รวมและหากพิจารณาแนวโน้มในภาพรวมช่วงปีที่ทำการศึกษา พบว่าค่าเฉลี่ยระดับการจัดการกำไรหรือรายการคงค้างที่ผิดปกติในรูปค่าสัมบูรณ์มีแนวโน้มลดลงเล็กน้อยในช่วงปีท้ายๆของการเก็บข้อมูล ซึ่งสามารถสังเกตแนวโน้มได้จากภาพที่ 4.2



ตารางที่ 4.5 ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลอง Family Firm ด้วย Random Effects Model

	Assumption	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LF(Family dummy)	-	0.2593	0.2977	0.87	0.384	-0.3242	0.8428
BIG4	-	0.4335 **	0.1808	2.40	0.017	0.0791	0.7878
LEV	+	0.0067	0.3472	0.02	0.985	-0.6737	0.6872
LNTA	-	-0.2944 ***	0.0363	-8.12	0.000	-0.3655	-0.2233
GROWTH	+	0.2612 ***	0.0583	4.48	0.000	0.1470	0.3754
LNAGE	-	-0.0842	0.1781	-0.47	0.637	-0.4333	0.2650
CYCLE	-	-0.0045 ***	0.0004	-10.60	0.000	-0.0053	-0.0036
ROA	+	0.0244 ***	0.0033	7.47	0.000	0.0180	0.0308
LF_LEV	-	0.6474	0.6461	1.00	0.316	-0.6188	1.9137
IB	+	0.6438 **	0.3140	2.05	0.040	0.0285	1.2592
IB_LF	-	-0.5740	0.3976	-1.44	0.149	-1.3532	0.2052
IB_LF_LEV	-	-0.9434	0.5812	-1.62	0.105	-2.0826	0.1957
CEO_LF	-	-0.0709	0.0792	-0.89	0.371	-0.2262	0.0844
CEO_LF_LEV	-	0.0657	0.2698	0.24	0.808	-0.4630	0.5944
_cons		5.7339	0.8078	7.10	0.000	4.1506	7.3171
sigma_u = 0.8767					Wald chi2(14) = 333.62***		
sigma_e = 0.6204					Prob > chi2 = 0.0000		
rho = 0.6663 (fraction of variance due to u_i)					R-sq = 0.2692		
LR test of sigma_u=0: chibar2(01) = 2617.10***				Prob >= chibar2 = 0.000			

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ (*) 10% ; (**) 5% ; (***) 1% ตามลำดับ, ตัวแปรตามคือการจัดการกำไร ซึ่งวัดโดยค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ผิดปกติ (ABS_DA), sigma_u คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่ไม่ขึ้นกับเวลา แต่ขึ้นอยู่กับหน่วยข้อมูลเป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (Cross-Sectional Specific effect) เท่านั้น, sigma_e คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาและตามแต่ละบริษัทด้วย ส่วน rho คือ สัดส่วนค่าความแปรปรวนที่ขึ้นกับหน่วยข้อมูลลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (sigma_u²) เทียบกับผลรวมความแปรปรวนทั้งส่วน u และ e รวมกัน (sigma_u² + sigma_e²) ส่วนของ P-Value ของ chi square ที่ได้จากการวิจัย มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า reject H0 กล่าวคือ ตัวแปรต้นอย่างน้อย 1 ตัว สามารถอธิบายพฤติกรรมของตัวแปรตามหรือในที่นี่ก็คือ สามารถอธิบาย

การจัดการกำไรได้และ P-Value ของ LR test of $\sigma_u=0$ มีค่าน้อยกว่า 0.05 เช่นเดียวกัน แสดงว่าตัวแปรต้นทุกตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามส่วนของ $R-sq = 26.92\%$ หมายความว่า ตัวแปรต้นสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ 26.92%

จากการทดสอบด้วย Random Effects Model ได้ผลตามตาราง 4.5 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรบริษัท โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (LF) มีค่าเป็นบวก แสดงว่าบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว มีแนวโน้มการจัดการกำไรที่มากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว ตรงข้ามกับงานวิจัยของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010) ที่พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวในประเทศนอร์เวย์มีแนวโน้มการจัดการกำไรที่น้อยกว่าหรือความสัมพันธ์เป็นลบกับการจัดการกำไร อย่างไรก็ตามจะเห็นว่าในตัวแปรบางตัวที่มีค่าเป็นลบ ได้แก่ กรรมการบริษัท (IB_LF) ที่มีความสัมพันธ์เป็นลบในครอบครัวร่วมด้วยนั้น กล่าวคือ กล่าวคือบริษัทครอบครัวที่มีกรรมการบริษัทอย่างน้อยหนึ่งคนเป็นสมาชิกครอบครัวจะมีแนวโน้มจัดการกำไรลดลง และตัวแปร IB_LF_LEV คือเมื่อพิจารณาลักษณะบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวซึ่งมีกรรมการบริษัทอย่างน้อยหนึ่งคนเป็นสมาชิกครอบครัวด้วยและพิจารณาอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ประกอบกันต่อการจัดการกำไร จะพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร กล่าวคือบริษัทครอบครัวที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงจะมีแนวโน้มจัดการกำไรน้อยเช่นกัน

ในส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอื่นที่ไม่เกี่ยวข้องกับบริษัท โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (LF) ในส่วนที่ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมีค่าเป็นบวก ได้แก่ BIG4, อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) โดยที่ตัวแปรขนาดของกิจการ (LNTA) และอายุกิจการ (LNAGE) จะมีค่าเป็นลบ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่และดำเนินกิจการมาด้วยระยะเวลาอันยาวกว่าจะมีคุณภาพกำไรที่ดีกว่ากิจการขนาดเล็ก ในส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยที่ระยะเวลาทั้งหมดในการดำเนินงานเพื่อเปลี่ยนเป็นกระแสเงินสด (CYCLE) จะมีค่าเป็นลบ กล่าวคือสินทรัพย์ขาดสภาพคล่อง นักลงทุนควรที่จะระมัดระวังเป็นพิเศษ เพราะการขาดสภาพคล่องจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ ส่งผลให้ต้องมีการจัดการกำไรเพื่อให้สภาพคล่องในการเปลี่ยนสินค้าเป็นเงินสด (CYCLE) ให้มีค่าน้อย ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 4.6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์แบบจำลอง Family Firm ด้วย Fixed Effects Model

	Assumption	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
LF(Family dummy)	-	0	(omitted)				
BIG4	-	0	(omitted)				
LEV	+	0.0022	0.3652	0.01	0.995	-0.7144	0.7188
LNNTA	-	-0.3242 ***	0.0432	-7.51	0.000	-0.4090	-0.2395
GROWTH	+	0.2695 ***	0.0588	4.58	0.000	0.1540	0.3849
LNAGE	-	0	(omitted)				
CYCLE	-	-0.0049 ***	0.0005	-10.48	0.000	-0.0058	-0.0040
ROA	+	0.0241 ***	0.0033	7.23	0.000	0.0175	0.0306
LF_LEV	-	0.6865	0.7386	0.93	0.353	-0.7631	2.1360
IB	+	0	(omitted)				
IB_LF	-	0	(omitted)				
IB_LF_LEV	-	-1.0425	0.6786	-1.54	0.125	-2.3742	0.2892
CEO_LF	-	-0.0865	0.0795	-1.09	0.277	-0.2426	0.0696
CEO_LF_LEV	-	0.0849	0.2703	0.31	0.754	-0.4456	0.6155
_cons		6.5577 ***	0.6407	10.24	0.000	5.3003	7.8151
sigma_u = 0.9953					F(9,3095) = 100.77***		
sigma_e = 0.6204					Prob > F = 0.0000		
rho = 0.7202 (fraction of variance due to u_i)					R-sq = 0.2697		
F test that all u_i=0: F(125, 924) = 18.31***					Prob > F = 0.0000		

หมายเหตุ: มีนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ (*) 10% ; (**) 5% ; (***) 1% ตามลำดับ, ตัวแปรตามคือการจัดการกำไร ซึ่งวัดโดยค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ผิดปกติ (ABS_DA), sigma_u คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่ไม่ขึ้นกับเวลา แต่ขึ้นอยู่กับหน่วยข้อมูลเป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (Cross-Sectional Specific effect) เท่านั้น, sigma_e คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Error term ของแบบจำลองที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาและตามแต่ละบริษัท ด้วย ส่วน rho คือ สัดส่วนค่าความแปรปรวนที่ขึ้นกับหน่วยข้อมูลลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (sigma_u²) เทียบกับผลรวมความแปรปรวนทั้งส่วน u และ e รวมกัน (sigma_u² + sigma_e²) ส่วนของ P-Value ของ F-test ที่ได้จากการวิจัย มีค่าน้อยกว่า 0.05 แสดงว่า reject H0 กล่าวคือตัวแปรต้นอย่างน้อย 1 ตัว สามารถอธิบายพฤติกรรมของตัวแปรตามหรือในที่นี่ก็คือ สามารถอธิบาย

การจัดการกำไรได้และ P-Value ของ F-test that all $u_i=0$ มีค่าน้อยกว่า 0.05 เช่นเดียวกัน แสดงว่าตัวแปรต้นทุกตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ส่วนของ $R-sq = 26.97\%$ หมายความว่า ตัวแปรต้นสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ 26.97%

จากตาราง 4.6 ข้างต้นให้ผลลัพธ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรไปในทิศทางเดียวกับ Random Effects Model ก่อนหน้านี้ เพียงแต่มีบางตัวแปรที่ไม่สามารถรันผลออกมาได้ ทางผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบด้วยวิธีของ Hausman Test เพื่อหา Model ที่เหมาะสมในลำดับถัดไป

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการทดสอบ Hausman test สำหรับแบบจำลอง Family Firm

	--- Coefficients ---			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	
LEV	0.0022	0.0067	-0.0045	0.1131
LNATA	-0.3242	-0.2944	-0.0298	0.0234
GROWTH	0.2695	0.2612	0.0082	0.0084
CYCLE	-0.0049	-0.0045	-0.0004	0.0002
ROA	0.0241	0.0244	-0.0003	0.0006
LF_LEV	0.6865	0.6474	0.0390	0.3580
IB_LF_LEV	-1.042	-0.9434	-0.0991	0.3502
CEO_LF	-0.0865	-0.0709	-0.0156	0.0067
CEO_LF_LEV	0.0849	0.0657	0.0192	0.0176
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\text{chi2}(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$ $= -9.87$				

ทางผู้วิจัยได้ทดสอบหาผล Hausman Test ของ Random กับ Fixed effects อีกครั้งตามตารางที่ 4.7 โดยตัดตัวแปรที่ Fixed effects ทำไม่ได้ (LF, BIG4, LNAGE, IB, IB_LF) ออกไปแล้วรันทดสอบ Hausman test ใหม่ ได้ผลลัพธ์เป็นลักษณะเดิมคือ ผลแสดงว่า Fixed effects เหมาะสมกว่า Random Effects ดังนั้นจึงน่าจะเป็นในเรื่องของข้อจำกัดของ Fixed effects เอง ที่ไม่สามารถแสดงผลของตัวแปรที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลาได้ ท้ายสุดทางผู้วิจัยจึงต้องใช้ผลจาก Random effects เพื่อให้วิเคราะห์ผลตัวแปรทุกตัวที่ใช้ได้แทน

4.2.2 การทดสอบความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อการจัดการกำไร

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (LF) และการจัดการกำไร สืบเนื่องจากการทดสอบการHausman Test ที่แสดงว่า Fixed effects ไม่สามารถแสดงผลของตัวแปรที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลาได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงใช้ Random effects ซึ่งผลการทดสอบจากตารางที่ 4.5 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตามหรือการจัดการกำไร กล่าวคือบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวมีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรโดยใช้ดุลพินิจของผู้บริหารมากกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว ซึ่งผลลัพธ์นี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Casson (1999) ที่กล่าวว่าหากคนในครอบครัวมีส่วนการถือครองหุ้นที่สูงจะส่งผลให้บริษัทนั้นมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีมากขึ้น เนื่องจากว่าคนในครอบครัวช่วยกันตรวจสอบความไม่ชอบมาพากลของผู้บริหารได้ดี อย่างไรก็ตามผลการทดสอบพบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับการจัดการกำไรของผู้บริหาร

ในส่วนของตัวแปร LF_LEV คือเมื่อพิจารณาลักษณะบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ประกอบกันต่อการจัดการกำไรด้วย จะพบว่ามี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร กล่าวคือบริษัทครอบครัวที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงจะมีแนวโน้มจัดการกำไรมากขึ้น ซึ่งคาดว่าเกิดจากบริษัทที่มีความต้องการกู้เงินจากธนาคาร จึงพยายามจัดการกำไรให้สามารถกู้ธนาคารได้ต้นทุนที่ต่ำ เมื่อกู้ได้แล้วจึงทำให้อัตราส่วนทางการเงินเกี่ยวกับ leverage เพิ่มขึ้นจากการที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้น แต่พบว่าตัวแปร LF_LEV นี้ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับ IB_LF บริษัทครอบครัวที่มีกรรมการบริษัทอย่างน้อยหนึ่งคนเป็นสมาชิกครอบครัวด้วย และตัวแปร IB_LF_LEV คือพิจารณาอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ประกอบด้วย ซึ่งตัวแปร IB_LF พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร กล่าวคือบริษัทครอบครัวที่มีกรรมการบริษัทอย่างน้อยหนึ่งคนเป็นสมาชิกครอบครัวจะมีแนวโน้มจัดการกำไรน้อยลง แต่ผลการทดสอบพบว่าบริษัทที่มีกรรมการบริษัทเป็นสมาชิกของครอบครัวก็ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับการจัดการกำไรของผู้บริหาร เช่นเดียวกันกับกรณีของตัวแปร IB_LF_LEV ผลที่ได้นั้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร กล่าวคือเมื่อบริษัทครอบครัวที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงจะมีแนวโน้มจัดการกำไรลดลง คาดว่าเนื่องจากบริษัทที่มีกรรมการมีความสัมพันธ์เป็นคนในครอบครัวจะช่วยตรวจสอบความผิดปกติและรักษาผลประโยชน์ของบริษัทได้ดีขึ้น การจัดการกำไรโดยใช้ดุลพินิจผู้บริหารจึงน้อยลง

ลำดับต่อมาคือตัวแปร CEO_LF หมายถึง บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว และมี CEO (Chief Executive Officer) ที่มีความสัมพันธ์กับครอบครัวพบว่ามี ความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร หมายถึงบริษัทครอบครัวที่มี CEO เป็นคนในครอบครัวจะมีแนวโน้มจัดการกำไรลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Casson (1999) เมื่อ CEO มีความสัมพันธ์ เป็นคนในครอบครัวจะช่วยตรวจสอบความผิดปกติและรักษาผลประโยชน์ของบริษัทได้ดีขึ้น การจัดการกำไรโดยใช้ดุลพินิจผู้บริหารจึงน้อยลง อย่างไรก็ตามผลการทดสอบพบว่าบริษัทที่มี โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและมี CEO เป็นสมาชิกในครอบครัวรวมถึงกรณีพิจารณา อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สินประกอบ (CEO_LF_LEV) ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติกับระดับการจัดการกำไรของผู้บริหาร

4.2.3 การทดสอบความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัท สภาพคล่อง ผลตอบแทนของ สินทรัพย์ และส่วนการกู้ยืมเงิน กับการบริหารจัดการกำไร

นอกจากศึกษาความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อการ บริหารจัดการกำไรแล้ว ผู้วิจัยยังต้องการทราบว่ายังมีปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับการบริหารจัดการ กำไรอีกด้วย จากตารางที่ 4.5 ผลของ Random effects แสดงให้เห็นว่า เมื่อทดสอบปัจจัยอื่น ได้แก่ ขนาดของบริษัท สภาพคล่องในการเปลี่ยนสินค้าเป็นเงินสด ผลตอบแทนของสินทรัพย์ และการ กู้ยืมเงิน สามารถสรุปได้ ดังนี้

1. ขนาดของบริษัท (LNTA) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการบริหารจัดการกำไรแตกต่าง จากระดับปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Chui and Wei (1998) ที่พบว่า ในประเทศไทยได้ผลในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างผลตอบแทน กับอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อ มูลค่าทางตลาดของผู้ถือหุ้น และ Banz (1981) ขนาดของบริษัทกับผลตอบแทนมีทิศทางที่ตรงกัน ข้ามกัน โดยเฉพาะกิจการที่มีขนาดเล็ก จะให้ผลตอบแทนมากกว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจาก บริษัทขนาดใหญ่อาจมีบรรษัทภิบาลที่เข้มแข็ง และเกิดปัญหาไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่น้อยกว่า บริษัทขนาดเล็ก อีกทั้งบริษัทขนาดใหญ่มักได้รับการตรวจสอบที่เข้มงวดจากผู้สอบบัญชี

2. สภาพคล่องในการเปลี่ยนสินค้าเป็นเงินสด (CYCLE) ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) โดยที่ CYCLE มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการบริหารจัดการกำไรแตกต่างจากระดับปกติอย่าง มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วน ROA มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการบริหารจัดการกำไรแตกต่างจากระดับ ปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Batten & Vo (2014) พบว่าสภาพคล่อง กับผลตอบแทนมีทิศทางไปในทางเดียวกัน โดยอธิบายได้ว่าเมื่อตลาดมีสภาพคล่องสูงจะส่งผลให้ นักลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงเช่นเดียวกันกับ Acharya & Pedersen (2005) พบว่าเมื่อไรก็ตามที่

สินทรัพย์ขาดสภาพคล่อง นักลงทุนควรที่จะระมัดระวังเป็นพิเศษ เพราะการขาดสภาพคล่องจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของสินทรัพย์ ส่งผลให้ต้องมีการจัดการกำไรเพื่อให้สภาพคล่องในการเปลี่ยนสินค้าเป็นเงินสด (CYCLE) ให้มีค่าน้อย ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Amihud, Mendelson, & Wood (1990)

3. การกู้ยืมเงิน (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการบริหารจัดการกำไร ตรงข้ามกับผลการวิจัยของ Stryckova (2017) ที่อธิบายได้ว่าเมื่อกิจการมีระดับของการกู้ยืมเงินที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับระดับอัตราส่วนหนี้สิน ที่เป็นส่วนหนี้สินระยะยาวจะเกิดขึ้นในรูปแบบผกผันกัน

ตารางที่ 4.8 เปรียบเทียบสมมติฐานกับผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจริงของตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร

Variables	Assumption	Result	Sig.	Variables	Assumption	Result	Sig.
LF	-	+	-	ROA	+	+	***
BIG4	-	+	**	LF_LEV	-	+	-
LEV	+	+	-	IB	+	+	**
LNTA	-	-	***	IB_LF	-	-	-
GROWTH	+	+	***	IB_LF_LEV	-	-	-
LNAGE	-	-	-	CEO_LF	-	-	-
CYCLE	-	-	***	CEO_LF_LEV	-	+	-

จากสมมติฐานและผลลัพธ์ที่เกิดขึ้นจาก Random effects model พบว่าตัวแปรส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับที่คาดการณ์ไว้และสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ที่ผ่านมา ซึ่งอ้างอิงจากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง อย่างไรก็ตามจะเห็นว่าตัวแปรบางตัวที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน ซึ่งมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรในทิศทางตรงข้ามกับที่ตั้งสมมติฐานไว้ ได้แก่

ตัวแปรบริษัท โครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัว (LF) ถือว่าได้ผลลัพธ์ตรงข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010) ที่พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวในประเทศนอร์เวย์ มีแนวโน้มการจัดการกำไรที่น้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวหรือความสัมพันธ์เป็นลบกับการจัดการกำไร เช่นเดียวกับงานของ Casson (1999) ที่ได้อธิบายถึงบริษัทที่มีโครงสร้างธุรกิจการถือหุ้นแบบครอบครัว จะส่งผลให้บริษัทนั้นมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ต่ำมากขึ้น ช่วยลดพฤติกรรมการยกยอกผลประโยชน์

ส่วนตัวของผู้บริหาร เนื่องจากว่าคนในครอบครัวช่วยกันตรวจสอบความไม่ชอบมาพากลของผู้บริหารได้ แต่หากเทียบผลงานวิจัยในไทยบางงานวิจัยที่มีผลตรงกันเช่น งานวิจัยของ หุตา วงษ์อิม (2561) ที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรบริษัทครอบครัวมีค่าเป็นบวกต่อการจัดการกำไร คือบริษัทที่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัวในประเทศไทย มีแนวโน้มการจัดการกำไรที่มากกว่า บริษัทที่ไม่มีโครงสร้างลักษณะครอบครัว นอกเหนือจากนี้ตัวแปรอื่นที่แสดงถึงความเกี่ยวข้องับบริษัทครอบครัว เช่นกรรมการบริษัท (IB_LF) หรือผู้บริหาร (CEO_LF) ที่มีความสัมพันธ์เป็นคนในครอบครัวร่วมด้วยนั้น ให้ผลตรงกับที่คาดการณ์และสอดคล้องกับงานงานวิจัยของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010) ด้วยเช่นเดียวกันคือมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการจัดการกำไร

ในขณะที่ตัวแปรความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท (LEV) หรืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกซึ่งตรงกันกับที่คาดการณ์ไว้ว่ากิจการที่มีความเสี่ยงทางการเงินหรือมีอัตราดอกเบี้ยสูงน่าจะมีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรมาก ซึ่งผลที่ได้นี้สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010) รวมถึงงานวิจัยในไทยอย่างเช่นของ หุตา วงษ์อิม (2561) ที่ได้ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวก อย่างไรก็ตามผลของผู้วิจัยที่ค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกนี้ไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติ ส่วนตัวแปรที่ได้ผลลัพธ์ตรงข้ามกับที่คาดการณ์คือ BIG4 ในตอนแรกคาดการณ์ความสัมพันธ์เป็นลบ เนื่องจากกิจการที่ใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ในการตรวจสอบ ควรจะมีคุณภาพกำไรสูง หรือมีระดับการจัดการกำไรที่น้อยกว่า แต่ผลลัพธ์ที่ได้ไม่สอดคล้องกับที่คาดการณ์คือได้ความสัมพันธ์เป็นบวก ซึ่งแตกต่างจากผลงานวิจัยก่อนหน้านี้ทั้งของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010) และงานวิจัยในไทยของ หุตา วงษ์อิม (2561) ที่ได้ผลลัพธ์ความสัมพันธ์เป็นลบตามคาดการณ์ทั้งคู่

สำหรับตัวแปรขนาดของกิจการ (LNTA) และอายุกิจการ (LNAGE) ได้ผลลัพธ์เป็นไปตามที่คาดการณ์ทั้งคู่ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่และดำเนินกิจการมาด้วยระยะเวลาานกว่าจะมีคุณภาพกำไรที่ดีกว่ากิจการขนาดเล็ก หรือหมายถึงมีระดับการจัดการกำไรที่น้อยกว่า นอกจากนี้อัตราการเติบโตของยอดขาย(GROWTH), ระยะเวลาทั้งหมดในการดำเนินงานเพื่อเปลี่ยนเป็นกระแสเงินสด (CYCLE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ล้วนได้ผลลัพธ์เป็นไปตามที่คาดการณ์ทั้งหมด ซึ่งผลที่ได้นั้น LNAGE, GROWTH และ ROA มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010) ส่วนตัวแปร LNTA และ CYCLE ได้ผลลัพธ์ค่าสัมประสิทธิ์ตรงกันข้ามกับของ Abdolmohammadi, Kvalet & Langli (2010)

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา

5.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาวิจัยอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรต่อปีจัยที่มีความสัมพันธ์กับลักษณะความเป็นเจ้าของของกิจการ (family firm) ซึ่งมีลักษณะของการบริหารแบบธุรกิจ ของครอบครัวในระหว่างปี พ.ศ. 2549-2561 เพื่อที่จะสรุปว่า บัณฑิตใดบ้าง มีผลต่อการจัดการกำไรหรือไม่ โดยใช้สมการการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) ซึ่งผลของการศึกษาสามารถสรุปได้ดังนี้

จากสมมติฐานที่ว่า กลุ่มที่มีแนวโน้มในการจัดการกำไรจะมีกำไรที่เกิดขึ้นจริงเท่ากับหรือมากกว่า กำไรที่คาดการณ์เพียงเล็กน้อย เพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุนตามทฤษฎีคาดหวัง (Prospect Theory) และงานวิจัยของ Kahneman et al., (1979) โดยผลสรุปได้ว่ากลุ่มที่มีแนวโน้มในการจัดการกำไร จะมีกำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่าหรือเท่ากับกำไรที่คาดการณ์เพียงเล็กน้อย ถึงแม้ว่าบริษัทจะมีการจัดการกำไร โดยมีกำไรที่เกิดขึ้นจริงน้อยกว่ากำไรที่คาดการณ์ไว้ แต่ก็ยังเป็นค่าที่น้อยมากซึ่งไม่ได้ต่างจาก ที่นักวิเคราะห์คาดการณ์อย่างมีนัยสำคัญ และคาดว่าหุ้นของบริษัทไม่ได้รับผลกระทบ จากการที่กำไรต่ำกว่าที่คาดการณ์มากนัก เนื่องจากผู้เล่นในตลาดและบทวิเคราะห์ รวมถึงข้อมูลข่าวสารของบริษัทไม่ได้มีมากเหมือนในต่างประเทศ จึงไม่ได้รับผลกระทบทางด้านราคาหุ้นมากนัก

ในส่วนของบัณฑิตที่มีความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวกับการจัดการกำไร ควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกันหรือเป็นลบกับการบริหารจัดการกำไร ตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ และงานวิจัยของ Watts, R. L. และ Zimmerman, J.L. (1986), Donaldson and Davis (1991) และ Casson (1999) ผลที่ได้คือบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวหรือตัวแปร LF มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจัดการกำไร แม้ว่าจะได้ผลมีความสัมพันธ์เป็นบวกตรงข้ามงานวิจัยก่อนหน้าที่ได้กล่าวถึง แต่กลับไม่ได้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งหากพิจารณาบริษัทครอบครัวโดยคำนึงถึงอัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LF_LEV) ด้วย ก็พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการบริหารจัดการกำไรเช่นเดียวกัน

สำหรับกรณีของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวและมีกรรมการบริษัทเป็น คนในครอบครัว (IB_LF) หรือกรณีที่ CEO เป็นคนในครอบครัวด้วย (CEO_LF) ผลที่ได้คือไม่ได้มี ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการจัดการกำไรเช่นกัน ยกเว้นตัวแปร IB ที่พบว่ามีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรในทิศทางตรงกันซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์, ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ หรือตัวอย่างงานวิจัยของ Casson (1999)

นอกจากนี้ ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบ ครอบครัว กับการจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ดังนี้

1. บริษัทที่ได้รับการตรวจสอบบัญชีจากผู้ตรวจสอบบัญชีกลุ่ม BIG4 มีความสัมพันธ์ ไปในทางเดียวกันกับการบริหารจัดการกำไร อาจเป็นเพราะบริษัทตรวจสอบบัญชีมีการใช้นโยบาย บัญชีเพื่อบริหารจัดการกำไร เพื่อรักษาความสัมพันธ์ที่ดีกับบริษัทนั้นให้บริษัทมาใช้บริการต่อไป
2. ขนาดของบริษัท (LNTA) มีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับการบริหารจัดการกำไร คาดว่าบริษัทขนาดใหญ่จะถูกตรวจสอบและจับตามองจากนักวิเคราะห์และนักลงทุนมากกว่าบริษัท ขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงมีแนวโน้มการจัดการกำไรน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก
3. อัตราการเติบโตของยอดขาย (GROWTH) มีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับการ บริหารจัดการกำไร คาดว่าบริษัทที่มีแรงจูงใจในการบริหารจัดการกำไร จากนักวิเคราะห์จะประเมิน ราคาหุ้น โดยพิจารณาจากอัตราการเติบโตของยอดขาย หากเพิ่มขึ้นอาจทำให้บริษัทหลักทรัพย์ แนะนำซื้อหุ้น ทำให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจ
4. ระยะเวลาทั้งหมดในการดำเนินงานเพื่อเปลี่ยนเป็นกระแสเงินสด (CYCLE) มี ความสัมพันธ์ ตรงกันข้ามกับการบริหารจัดการกำไร และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มี ความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันกับการบริหารจัดการกำไร คาดว่าเมื่อตลาดมีสภาพคล่องสูง จะ ส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงเช่นเดียวกัน นอกจากนี้สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องลดลง จะ ส่งผลให้ผลตอบแทนของสินทรัพย์นั้นๆมีการปรับลดลงด้วย ตามตัวอย่างงานวิจัยของ AMIHU & MENDELSON (1980), Batten & Vo (2014), Acharya & Pedersen (2005), Amihud, Mendelson & Wood (1990)

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาดังกล่าวซึ่งเราไม่ได้พบผลของความสัมพัทธ์ระหว่างการจัดการกำไรต่อ ลักษณะความเป็นเจ้าของกิจการหรือการเป็นธุรกิจแบบครอบครัวอย่างมีนัยสำคัญมากนัก ทั้งนี้อาจ เนื่องมาจาก การนิยามลักษณะของธุรกิจของครอบครัวที่สัดส่วนของการถือครองหุ้นที่เท่ากับหรือ

มากกว่า 25% เป็นต้นไป ซึ่งในงานวิจัยต่างๆ ได้มีการแบ่งแยกระดับสัดส่วนการถือหุ้นที่แตกต่างกันออกไป เช่น ที่ระดับสัดส่วนการถือหุ้น 10%, 15%, 20% หรือ 50% ซึ่งระดับการถือครองดังกล่าวนั้น อาจส่งผลต่อ ผลการวิจัยทำให้ผลดังกล่าวออกมาแตกต่างกัน ลักษณะการเก็บข้อมูลบางครั้งอาจยังไม่ครอบคลุม สำหรับเงื่อนไขนามสกุลในเครือข่ายที่ทางกลุ่มเก็บเฉพาะผู้ที่มีนามสกุลเหมือนกัน แต่ในความเป็นจริง นามสกุลในเครือข่ายอาจแตกต่างกันจึงไม่ครอบคลุมในบางบริษัทหรือกิจการ อีกทั้งในความเป็นจริง อาจจะมีการถือหุ้นแฝง เช่น การให้คนรู้จัก หรือมีการจ้างวานให้เป็นผู้ถือหุ้น แทนก็เป็นได้ ซึ่งในงานวิจัยชิ้นนี้ทางผู้วิจัยไม่ได้นำสมมติฐานดังกล่าวเข้ามาพิจารณาด้วย รวมถึงผลของผู้วิจัยทดสอบเพียงแค่กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยีและบริการข้อมูลอาจยังไม่ครอบคลุมต่อตลาดทั้งหมด

นอกจากนี้ตัวแปรความเป็นเจ้าของแบบครอบครัว อาจมีการปกปิดข้อมูลบางส่วน เนื่องจาก บางบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นทางอ้อมจากบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้ไม่สามารถหาข้อมูลที่ครอบคลุมได้ ดังนั้นหากกลุ่มตัวอย่างเป็นตลาดที่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างสมบูรณ์ ผลการวิจัยจะมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น สุดท้ายในส่วนของ Jones model ที่ใช้เพื่อหาระดับการจัดการกำไร จากรายการคงค้างที่ผิดปกติ เป็นแบบจำลองตั้งแต่ปี 1991 ซึ่งในปัจจุบันมีแบบจำลองอื่นที่ได้พัฒนาต่อขอคให้เหมาะสมมากขึ้นสำหรับการหาระดับการจัดการกำไร เพื่อนำมาหาความสัมพันธ์ กับลักษณะความเป็นเจ้าของกิจการหรือการเป็นธุรกิจแบบครอบครัวได้ดี และแม่นยำยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- กฤษณ์เลิศ สัมพันธ์รักษ์ และ ชานนทร์ บรรเทิงหรรษา. (2562). มองโครงสร้างภาคธุรกิจไทยผ่านข้อมูลผู้ถือหุ้น "เจาะลึกโครงสร้างความเป็นเจ้าของภาคธุรกิจและกลุ่มทุนไทย". สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วยอิ้งภากรณ์.
- ขวัญชนก สุขสนิท. (2559). ลักษณะของผู้บริหารกับการตกแต่งกำไร. สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สินีนารถ ระพิสุวรรณ. (2561). คุณสมบัติของคณะกรรมการบริษัทและการตกแต่งกำไรผ่านการสร้างรายการทางธุรกิจ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- หุตา วงษ์ยิ้ม. (2561). ผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวที่มีต่อระดับการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา
- Abdolmohammadi, M., Kvalet, E., and Langli, J. (2010). "Earnings Management Priorities of Private Family Firms." Centre for Corporate Governance Research 3: 1-41.
- Acharya, V., and Pedersen, L. (2005). "Asset pricing with liquidity risk." Journal of Financial Economics 77: 375-410.
- Aitsaranukuldet, S., and Sudharatna, Y. (2559). "The Study of Family Business Performance." Department of Management, Faculty of Business Administration, Kasetsart University.
- Amihud, Y. (2002). "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects." Journal of Financial Markets 5: 31-56.
- Anderson, R., and Reeb, D. (2003). "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500." The Journal of Finance 58(3): 1301-1328.
- Banz, R. (1981). "The relationship between return and market value of common stocks." Journal of Financial Economics 9: 3-18.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Bebchuk, L. , Kraakman, R., and Triantis, G. (2000). "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights." *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed.): 445-460.
- Berk, J. (1996). "An Empirical Re-examination of the Relation Between Firm Size and Return." Department of Finance school of Business Administration, University of Washington.
- Bowen, R., DuCharme, L., & Shores, D. (1995). Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics*, 20(3), 255-295.
doi:[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00404-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00404-1)
- Bruns, W., and Merchant, K. (1990). "The Dangerous Morality of Managing Earnings." *Management Accounting* 72(2): 22.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). "Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises." *Journal of Business Finance & Accounting* 33(5-6): 633-652.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Cheng, Q. (2014). "Family firm research – A review." *China Journal of Accounting Research*. 7: 149–163.
- Chui, A., and Wei, K. (1998). "Book-to-market, firm size, and the turn-of-the-year effect: Evidence from Pacific-Basin emerging markets." *Pacific-Basin Finance Journal* 6: 275–293.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang (2000). "The separation of ownership and control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Cohen, D. A., Dey, A., and Lys, T. (2008). "Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods." *The Accounting Review* 83(3): 757-787.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Davis, J., Donaldson, L., and Schoorman, F. (1997). "Toward a Stewardship Theory of Management." *The Academy of Management Review* 22(1): 20-47.
- DeAngelo, L. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Donaldson, L., and Davis, J. (1991). "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns." *Australian Journal of Management* 16(1): 49-65.
- Faccio, M., Young, L., and Lang, L. (2001). "Dividends and Expropriation." *The American Economic Review* 91(1): 54-78.
- Fama, E., and French, K. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *The Journal of Finance* 47 (2): 427-464.
- Graham, J. (2005). "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting." *Journal of Accounting and Economics* 40(1): 3-73.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 85-107.
- Healy, P., and Wahlen, J. (1999). "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting." *Accounting Horizons* 13(4): 365-383.
- Holland, D., & Ramsay, A. (2003). Do Australian companies manage earnings to meet simple earnings benchmarks? *Accounting and Finance*, 43(1), 41-62.
- Hull, R. (1999). "Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for-Debt Transactions." *Financial Management* 28(2): 32 - 45.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jones, J. (1991), 'Earnings Management During Import Relief Investigations,' *Journal of Accounting Research*, Vol. 29 (Autumn), pp. 193-228.
- Kahneman, D., Tversky, A., Kahneman, B., & Tversky, A. (1979). Prospect theory : an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Kraus, A., and Litzenger, R. (1973). "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage." *The Journal of Finance* 28(4): 911-922.
- Leech, D., and Leahy, J. (1991). "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies." *The Economic Journal* 101(409): 1418-1437.
- Lenka, S. (2017). "The Relationship Between Company Returns and Leverage Depending on the Business Sector Empirical Evidence from the Czech Republic." *Journal of Competitiveness* 9(3): 98-110.
- Maury, B. (2006). "Family ownership and firm performance Empirical evidence from Western European corporations." *Journal of Corporate Finance* 12: 321– 341.
- McColgan, P. (2001), "Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective", Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow.
- Richardson, S., Tuna, I., and Wu, M. (2002). "Predicting earnings management: The case of earnings restatements." *SSRN Electronic Journal*.
- Roychowdhury, S. (2006). "Earnings Management through Real Activities Manipulation." *the Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335-370.
- Sloan, R. (1996). "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" *The Accounting Review* 71(3): 289-315.
- Tagiuri, R. and Davis, J. (1978). "How three circles changed the way we understand family business." *Harvard Business School (HBS)*.
- Techatanaset, P., Chuamaungphan, O., and Taechatanasat, P. (2561). "Ownership structures, corporate governance evaluation, sustainability assessments affecting the operations of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand." *Journal of Silpakorn University* 38(5): 99-118.

บรรณานุกรม (ต่อ)

Wiwattanakantang, Y. (2000). "The ownership structure, capital structure and performance of Thai firms." Doctoral dissertation, Ph.D., Department of Economics, Hitotsubashi University, Tokyo.

