

การถือหุ้นโดยผู้บริหาร การถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินและการจัดการกำไร
ผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย

MANAGERIAL OWNERSHIP, EXCESS CONTROL RIGHTS OWNERSHIP AND
REAL EARNINGS MANAGEMENT OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND

ปรียาภรณ์ ทิลอกกุล^{1*} และ สุชาดา เจียมสกุล²

Preyaporn tilokkul^{1*} and Suchada Jiamsagul²

(Received: May 23, 2025; Revised: July 17, 2025; Accepted: October 20, 2025)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบอิทธิพลของการถือหุ้นโครงสร้างการถือหุ้น ซึ่งครอบคลุมถึงการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการถือหุ้นที่มีสิทธิในการควบคุมส่วนเกินที่มีต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ ภายใต้บริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 – 2566 จำนวน 1,334 ตัวอย่าง ผลการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองสมการถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง พบว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสนับสนุนแนวคิด Alignment Effect โดยชี้ให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ผู้บริหารให้ความสำคัญกับมูลค่ากิจการในระยะยาวมากกว่าการตกแต่งกำไรในระยะสั้น ขณะเดียวกันการถือหุ้นแบบมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 สะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของการตรวจสอบเชิงรุกโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในกลไกบรรษัทภิบาลของไทย หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยนี้จึงสร้างองค์ความรู้ใหม่เกี่ยวกับการคานอำนาจภายในองค์กรในตลาดเกิดใหม่ และมีนัยสำคัญต่อหน่วยงานกำกับดูแลในการประเมินคุณภาพกำไรจากโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

คำสำคัญ: การถือหุ้นโดยผู้บริหาร การถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

¹ นิสิตปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Graduate student, Kasetsart Business School, Kasetsart University

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Assistant Professor, Kasetsart Business School, Kasetsart University

* Corresponding author, e-mail: preyaporn.ti@ku.th

Abstract

This study examines the effects of ownership structure, specifically managerial ownership and excess control rights, on real earnings management among firms listed on the Stock Exchange of Thailand. Using a sample of 1,334 firm-year observations covering the period from 2021 to 2023, the study employs a pooled cross-sectional regression model to test the proposed hypotheses. The results indicate that managerial ownership is significantly and negatively associated with real earnings management at 0.05 significance level. This finding supports the concept of alignment effect, suggesting that higher managerial equity stakes encourage managers to focus on long-term firm value rather than engaging in short-term opportunistic manipulation of real activities. In addition, excess control rights are found to be negatively related to real earnings management at 0.10 significance level, reflecting the active monitoring role of controlling shareholders within the Thai corporate governance framework. Overall, the empirical evidence contributes additional insights into internal governance mechanisms in emerging markets and provides relevant implications for regulators in evaluating earnings quality in relation to ownership structure.

Keywords: Managerial Ownership, Excess Control Rights Ownership, Real Earnings Management, The Stock Exchange of Thailand

1. บทนำ

ในปี 2566 ความเชื่อมั่นของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนหนึ่งต้องถูกสั่นคลอนกับข่าวการทุจริตของบริษัท สตาร์ค คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ซึ่งสร้างความเสียหายเป็นอย่างมาก โดยการสร้างทั้งรายการค้าและลูกหนี้ปลอม ผ่านบริษัทย่อยของกลุ่มกิจการ (องค์การกระจายเสียงและแพร่ภาพสาธารณะแห่งประเทศไทย, 2567) ในทางบัญชีการตกแต่งรายการค้าที่ไม่ใช่การปลอมแปลงเอกสารหรือรายการค้าอาจไม่ใช่การทุจริตผิดกฎหมาย แต่ถือว่าเป็นการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real earnings management: REM) การตกแต่งบัญชีในลักษณะนี้มักเกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารในการปรับเปลี่ยนแนวการปฏิบัติทางธุรกิจที่แตกต่างจากการดำเนินงานโดยปกติ เช่น ขยายระยะเวลาการให้สินเชื่อเพื่อเพิ่มยอดขาย การผลิตสินค้ามากเกินไปจนความจำเป็น หรือการลดค่าใช้จ่ายที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร เช่น ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา ค่าวิจัยและพัฒนา ซึ่งอาจจะส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว (Roychowdhury, 2006) และส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ตามแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายถึงความสัมพันธ์และความขัดแย้งระหว่างตัวแทนกับตัวการ ซึ่งนำไปสู่ปัญหาตัวแทน (Agency problem) สองประเภท โดยประเภทที่หนึ่ง (Agency problem type I) กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยผู้บริหารในฐานะตัวแทนจะคำนึงถึงประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ส่วนของผู้ถือหุ้น มีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรเพื่อประโยชน์ตอบสนองต่อข้อกำหนดในสัญญาผลตอบแทนตามผลประกอบการ หรือ เพื่อให้สัญญาเงินกู้ยังคงอยู่ตามเงื่อนไขที่กำหนดไว้ หรือ เพื่อต้องการลดภาระภาษี หรือ เพื่อรักษาความน่าเชื่อถือของกิจการในตลาดทุน (Roy, Abdullah, & Alfian, 2024) ส่วนประเภทที่สอง (Agency problem type II) เป็นความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะใช้ประโยชน์จาก

การมีสิทธิในการออกเสียงที่มากกว่าตัดสินใจให้ประโยชน์ต่อตนเองและพวกพ้อง เช่น การให้ค่าจ้างและเงินโบนัสในอัตราที่สูง หรือ การทำธุรกรรมรายการค้า ที่เอื้อประโยชน์ให้กับบุคคลหรือกิจที่เกี่ยวข้องกับตน (Murni et al., 2023)

สำหรับประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายที่รัดกุมและการกำกับดูแลกิจการอย่างชัดเจน จึงเป็นไปได้ว่าจะพบปัญหาตัวแทนทั้งในลักษณะความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อยกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อีกทั้งการดำเนินธุรกิจของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังมีลักษณะเป็นบริษัทครอบครัวและมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว อาทิเช่น การถือหุ้นโครงสร้างแบบพีระมิด (Pyramid structure) และการถือโครงสร้างแบบหุ้นไขว้ (Cross holding structure) อันส่งผลให้ผู้ถือหุ้นจำนวนหนึ่งมีสิทธิในการโหวตมากกว่าจำนวนหุ้นที่ถือครอง หรือมีสิทธิในการออกเสียงมากกว่าสิทธิที่เป็นจำนวนเงิน (Claessens, Djankov, & Lang, 2000) ซึ่งต่อไปจะเรียกว่า สิทธิในการควบคุมส่วนเกิน (Excess control rights)

งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ โดยวัดโครงสร้างผู้ถือหุ้นจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร อย่างไรก็ตามผลการศึกษายังไม่พบทิศทางความสัมพันธ์ที่ชัดเจน งานวิจัยหลายชิ้นแสดงความสัมพันธ์เชิงลบ (Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Dong et al., 2020; Piosik & Genge, 2020) บางงานวิจัยพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก (Rahman et al., 2021) ในขณะที่บางงานวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว (สินีนารถ ระบุสุวรรณ, 2561) ทั้งนี้ในส่วนของการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่วัดด้วยสิทธิในการควบคุมส่วนเกินที่เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศไทยยังมีการศึกษาอย่างจำกัด (กนกวรรณ ลิ้มปิผลไพบูลย์, 2557; มินา ภัทรนาวิก, 2555; Jiamsagul & Tanasombat, 2019) การศึกษาครั้งนี้จึงจะเป็นงานวิจัยลำดับต้นๆ ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การถือหุ้นโดยผู้บริหารร่วมกับการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน และการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564-2566 โดยนับจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 1,334 ตัวอย่างจาก 467 บริษัท ในงานวิจัยนี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของบริษัท, ความเสี่ยงทางการเงิน อัตราการเติบโตของรายได้ คุณภาพการตรวจสอบ ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และ อายุของบริษัท ผลการศึกษาจากงานวิจัยชิ้นนี้จึงเป็นส่วนหนึ่งที่ช่วยเสริมองค์ความรู้ทางด้านการกำกับดูแลกิจการในมุมมองด้านสิทธิของส่วนผู้ถือหุ้น และพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไรของผู้บริหาร อีกทั้งยังเป็นจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินอื่น ๆ ในการวิเคราะห์การลงทุน รวมถึงหน่วยงานกำกับดูแลในประเทศไทยที่สามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดแนวทางกำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน ในการประเมินความเสี่ยงเชิงโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่อาจก่อให้เกิดการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

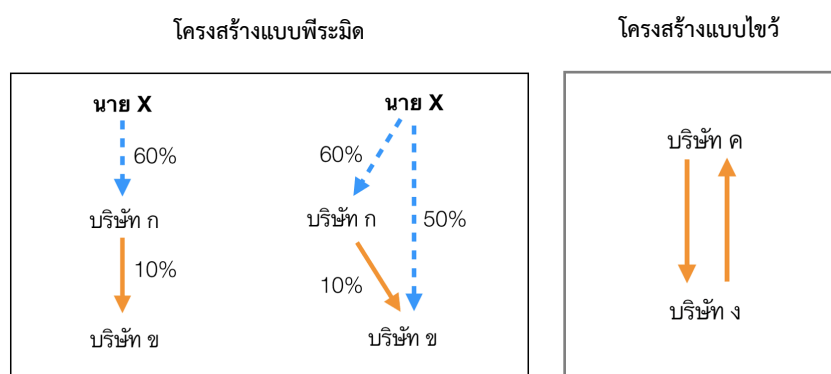
3. การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย

ในส่วนนี้จะเป็นการทบทวนทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ โดยแบ่งเนื้อหา ดังนี้ ส่วนที่หนึ่งกล่าวถึงทฤษฎีตัวแทนและปัญหาตัวแทน ส่วนที่สองเป็นการทบทวนทฤษฎีการบัญชีเชิงบวกและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ ส่วนที่สามเป็นสมมติฐานงานวิจัยตามแนวคิด Entrenchment and Alignment Effect

ทฤษฎีตัวแทนและปัญหาตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายถึงความสัมพันธ์และความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนภายใต้บริบทขององค์กรธุรกิจ ตัวการซึ่งเป็นเจ้าของกิจการได้มอบหมายและให้อำนาจตัวแทนทำหน้าที่บริหารงานแทน อย่างไรก็ตามเนื่องด้วยต่างฝ่ายต่างมีเป้าหมายและแรงจูงใจที่แตกต่างกัน ตัวการมุ่งหวังให้ตัวแทนแสวงหาผลตอบแทนจากการลงทุนให้กับตัวการอย่างเต็มความสามารถที่จะทำได้ ขณะที่ตัวแทนให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ส่วนตนก่อนผลประโยชน์ของตัวการ ความแตกต่างของเป้าหมายดังกล่าว นำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) และ ปัญหาตัวแทน (Agency problem) ซึ่งแบ่งเป็นสองประเภท

ปัญหาตัวแทนประเภทแรก (Agency problem type I) เกิดจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการกับผู้บริหารในฐานะตัวแทน โดยผู้บริหารอาจใช้ทรัพยากรของบริษัทเพื่อแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตน เช่น เพิ่มเงินเดือน โบนัส และผลประโยชน์อื่นโดยไม่คำนึงถึงผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Fama & Jensen, 1983) สำหรับปัญหาตัวแทนประเภทที่สอง (Agency problem type II) เป็นปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในฐานะตัวแทนกับผู้ถือหุ้นรายย่อยในฐานะตัวการ ซึ่งมักพบในโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวโดยเฉพาะกรณีที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ใช้สิทธิในการควบคุมที่มากกว่าสัดส่วนสิทธิในกระแสเงินสด หรือที่เรียกว่าสิทธิในอำนาจควบคุมส่วนเกิน (Excess control rights) เพื่อเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยส่วนใหญ่มักจะเกิดจากการถือหุ้นแบบโครงสร้างพีระมิด และการถือหุ้นแบบโครงสร้างหุ้นไขว้ (Claessens, Djankov, & Lang, 2000) แสดงดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 โครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิดและแบบไขว้

(ที่มา: ฤกษ์เลิศ สัมพันธ์อารักษ์ และ ชานนทร์ บรรเทิงหรรษา, 2562)

โครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิด คือ โครงสร้างการถือหุ้นที่มีลักษณะลำดับชั้น กล่าวคือ บริษัทหนึ่งถือหุ้นในอีกบริษัทหนึ่ง และบริษัทนั้นถือหุ้นในบริษัทถัดไปต่อเนื่องกันเป็นชั้น ๆ คล้ายกับรูปพีระมิด ส่วนโครงสร้างการถือหุ้นไขว้ คือ โครงสร้างการถือหุ้นที่บริษัทสองแห่งหรือมากกว่านั้นถือหุ้นซึ่งกันและกัน ส่งผลให้กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมสามารถรักษาอำนาจควบคุมได้โดยไม่จำเป็นต้องถือหุ้นในสัดส่วนสูง ทั้งสองรูปแบบจะก่อให้เกิดความซับซ้อนในการกำกับดูแลกิจการ และลดระดับความโปร่งใสในการบริหารจัดการ (Claessens, Djankov, & Lang, 2000)

ทฤษฎีการบัญชีเชิงบวกและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ

ทฤษฎีการบัญชีเชิงบวก (Positive accounting theory) ของ Watts and Zimmerman (1986) อธิบายว่า ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการเลือกนโยบายทางบัญชีหรือดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจเพื่อปรับแต่งผลกำไรให้สอดคล้องกับเป้าหมายส่วนตน โดยแรงจูงใจดังกล่าวมักเกี่ยวข้องกับสัญญาทางธุรกิจและต้นทุนทางเศรษฐกิจ ซึ่งสะท้อนผ่านสมมติฐานสำคัญ 3 ประการ ได้แก่ 1. สมมติฐานผลประโยชน์ของผู้บริหาร (Bonus plan hypothesis) ผู้บริหารที่มีค่าตอบแทนหรือโบนัสผูกกับผลประกอบการทางบัญชีมีแนวโน้มเลือกใช้นโยบายทางบัญชีที่ช่วยเพิ่มกำไรในระยะสั้น เช่น การลดค่าใช้จ่ายหรือเพิ่มรายได้ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายตามเงื่อนไขในสัญญาค่าตอบแทน 2. สมมติฐานข้อตกลงในสัญญาเก่าหนี้ (Debt covenant hypothesis) เมื่อบริษัทมีภาระหนี้สูงหรือใกล้ละเมิดพันธสัญญาทางการเงิน ผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการเลือกนโยบายบัญชีที่ช่วยเพิ่มกำไรทางบัญชีเพื่อหลีกเลี่ยงการผิดเงื่อนไขเงินกู้ และลดความเสี่ยงจากต้นทุนการผิดนัดชำระหนี้ และ 3. สมมติฐานต้นทุนทางการเมือง (Political cost hypothesis) บริษัทขนาดใหญ่หรือบริษัทที่มีอิทธิพลในตลาด โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่อ่อนไหว เช่น พลังงานหรือทรัพยากรธรรมชาติ มักมีแนวโน้มรายงานกำไรที่ต่ำกว่าความเป็นจริงเพื่อหลีกเลี่ยงการถูกเพ่งเล็งจากรัฐบาล หน่วยงานกำกับดูแล หรือกลุ่มการเมือง ขนาดของบริษัทจึงมักถูกใช้เป็นตัวแทนของแรงจูงใจในสมมติฐานนี้

การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ เป็นพฤติกรรมของผู้บริหารที่ปรับเปลี่ยนการดำเนินธุรกิจจากแนวทางปกติเพื่อจุดประสงค์ในการตกแต่งผลกำไร โดยไม่ใช่เป็นการปรับเปลี่ยนตัวเลขทางบัญชีโดยตรง แต่เป็นการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมในการดำเนินงาน เพื่อให้ผลลัพธ์ทางบัญชีแสดงผลตามที่ผู้บริหารต้องการ เช่น การเร่งยอดขาย การลดค่าใช้จ่ายบางประเภท หรือ การเพิ่มระดับการผลิต Roychowdhury (2006) ได้พัฒนาแบบจำลองเพื่อเป็นเครื่องมือตรวจจับพฤติกรรมจัดการกำไรผ่านกิจกรรมดำเนินงานหลักของบริษัท โดยพิจารณาจาก 3 ด้านหลัก 1. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash flow from operations) ผู้บริหารอาจเพิ่มยอดขายในช่วงเวลาสั้น ๆ ผ่านการลดราคาหรือให้ส่วนลดมากผิดปกติ เพื่อเร่งคำสั่งซื้อจากลูกค้า ส่งผลให้รายได้เพิ่มขึ้นในงวดปัจจุบัน แม้กระแสเงินสดจริงจะไม่ได้เพิ่มขึ้นตามไปด้วย วิธีนี้สามารถทำให้ผลกำไรในงบการเงินดูสูงขึ้นในช่วงเวลาหนึ่ง 2. ค่าใช้จ่ายในดุลพินิจของผู้บริหาร (Discretionary expense) เช่น ค่าใช้จ่ายด้านวิจัยและพัฒนา ค่าใช้จ่ายในการโฆษณา หรือค่าใช้จ่ายพนักงานฝึกอบรม ซึ่งผู้บริหารสามารถเลื่อนหรือลดค่าใช้จ่ายเหล่านี้ในช่วงที่ต้องการให้ผลกำไรสูงขึ้น ทำให้กำไรสุทธิในงวดบัญชีดูดีขึ้นโดยไม่ใชผลจากการปรับปรุงประสิทธิภาพของกิจการจริง 3. ต้นทุนการผลิต (Production cost) ผู้บริหารอาจตัดสินใจผลิตสินค้ามากขึ้นในช่วงสั้นปีเพื่อให้ต้นทุนต่อหน่วยลดลง เป็นการกระจายค่าใช้จ่ายคงที่ไปยังจำนวนหน่วยที่มากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนขายและเพิ่มกำไรในงบกำไรขาดทุน การจัดการกำไรในรูปแบบข้างต้นนี้แม้จะไม่ละเมิดมาตรฐานการรายงานทางการเงินโดยตรง แต่สามารถส่งผลกระทบต่อคุณภาพของกำไร และการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินในระยะยาว (Cohen, Dey, & Lys, 2008)

แนวคิด Entrenchment effect และ Alignment effect

แนวคิด Entrenchment effect และ Alignment effect นี้สามารถอธิบายถึงปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนและตัวการที่อาจส่งผลกระทบต่อจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจได้ในสองมุมมองที่ตรงข้ามกัน สำหรับปัญหาตัวแทนประเภทที่หนึ่ง ในมุมมองจาก Entrenchment effect คือ ผู้บริหารในฐานะตัวแทนมักจะคำนึงถึงประโยชน์ของตนเองโดยไม่คำนึงถึงประโยชน์อย่างสูงสุดของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการ จึงอาจจะใช้เครื่องมือการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจเพื่อสร้างประโยชน์ให้กับตนเองในระยะสั้น โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ระยะยาวของผู้ถือหุ้น ดังเช่นงานวิจัยของ Rahman et al. (2021) ซึ่งศึกษากลุ่มตัวอย่างในสหพันธรัฐมาเลเซียและผลการศึกษาก็ให้เห็นว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหารในระดับสูง มีแนวโน้มที่จะจัดการกำไรโดยปรับลดค่าใช้จ่ายที่สามารถเลือกได้

ในทางตรงข้ามจากมุมมองของ Alignment effect ได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยของ Akter, Wan Yusoff, and Abdul-Hamid (2024) ที่ศึกษาในกลุ่มตัวอย่างในสาธารณรัฐประชาชนบังกลาเทศ สาธารณรัฐอินเดีย และสาธารณรัฐอิสลามปากีสถาน พบว่าหากผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทมากขึ้นมีแนวโน้มช่วยลดพฤติกรรมจัดการกำไรอันเนื่องมาจากผลประโยชน์ที่เชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานในระยะยาวของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Piosik and Genge (2020) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในสาธารณรัฐโปแลนด์ และ Dong et al. (2020) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในสาธารณรัฐประชาชนจีน ผลการวิจัยทั้งสองชิ้นชี้ให้เห็นว่าผู้บริหารที่ถือหุ้นมากจะสนับสนุนการกำกับดูแลและตรวจสอบการดำเนินงานของตนเองมากขึ้น มีแนวโน้มหลีกเลี่ยงการจัดการกำไรเพื่อรักษาคุณภาพของรายงานทางการเงินและเพิ่มความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล

สำหรับปัญหาตัวแทนประเภทที่สองระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมในฐานะตัวแทนและผู้ถือหุ้นรายย่อยในฐานะตัวการ และจากมุมมองของ Entrenchment effect อธิบายได้ว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งอำนาจในการควบคุมส่วนเกินที่มาจากโครงสร้างการถือหุ้นแบบพีระมิดหรือโครงสร้างการถือหุ้นแบบไขว้ อาจสนับสนุนให้เกิดการจัดการกำไรเพื่อตอบสนองประโยชน์แห่งตน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chen, Weng, and Fan (2023) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในสาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน) ที่พบว่าในบริษัทครอบครัวที่มีสิทธิในการควบคุมในระดับสูงเกินปกติจะเป็นตัวกระตุ้นให้บริษัทครอบครัวดำเนินการจัดการกำไรซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างในประเทศไทย และพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก (มีนา ภัทรนาวิก, 2555; นันทิยา พรหมทอง และคณะ, 2023) ซึ่งอธิบายได้ว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีแนวโน้มจัดการกำไร โดยเฉพาะการจัดการกำไรผ่านกิจกรรมการขายเพื่อเพิ่มผลกำไร ในทางตรงกันข้ามจากมุมมอง Alignment effect ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมเป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นรายย่อยในการติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารได้อย่างใกล้ชิด จะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรและกระตุ้นให้ผู้บริหารมุ่งเน้นการรักษามูลค่าของกิจการในระยะยาว โดยงานวิจัยของ Kim and An (2018) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในสาธารณรัฐประชาชนจีนได้สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว ผลการศึกษาก็อธิบายไว้ว่าเมื่อช่องว่างระหว่างสิทธิในการควบคุมกับสิทธิในกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น บริษัทมีแนวโน้มลดการใช้การจัดการกำไร REM โดยเฉพาะในกลุ่มที่ผู้ถือหุ้นใหญ่มีสิทธิในกระแสเงินสดต่ำ ซึ่งอาจเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบในระยะยาวต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน

ตารางต่อไปนี้สรุปถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารร่วมด้วยการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน และการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจต่างประเทศและในประเทศดังนี้

ตารางที่ 1 สรุปถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องต่างประเทศและในประเทศ

ผู้วิจัย	ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ/ ตัวแปรควบคุม (sig/sign)	ตัวอย่าง/ ปีที่ศึกษา	วิธีการ วิเคราะห์ ข้อมูล	ทฤษฎี/แนวคิด	ผลการศึกษา
Akter, Wan Yusoff, and Abdul-Hamid (2024)	REM (TOTAL) Roychowdhury (2006)	MOWN (**/-)/ LEV (**/+), ROA (***/-), SIZE (***/+), AGE (X)	346 ตัวอย่าง/ ปี 2015-2019	Fixed effects	Agency theory/ Alignment effect	Negative
Dong et al. (2020)	REM (TOTAL) Roychowdhury (2006)	MOWN (**/-)/ ROA (***/-), SIZE (***/+), GROW (**/+)	7,143 ตัวอย่าง/ ปี 2003-2014	Fixed effects	Agency theory/ Alignment effect	Negative
Piosik and Genge (2020)	REM (TOTAL) Roychowdhury (2006)	MOWN (**/-)/ LEV (****/-)	1,053 ตัวอย่าง/ ปี 2008-2017	Fixed effects	Agency theory/ Alignment effect	Negative
Rahman et al. (2021)	REM (TEXPE) Roychowdhury (2006)	MOWN (***/+)/ LEV (**/+), SIZE (***/-), GROW (***/+), BIG4 (**/-)	1,393 ตัวอย่าง/ ปี 2006-2015	Multivariate analysis	Agency theory/ Entrenchment effect	Positive
Chen, Weng, and Fan (2023)	REM (PROD+ TEXPE) Roychowdhury (2006)	ECOWN (***/+)/ SIZE (***/+)	15,826 ตัวอย่าง/ ปี 1996-2017	Fixed effects	Agency theory/ Entrenchment effect	Positive
มินา ภัทรนาวิก (2555)	REM (TOTAL) Roychowdhury (2006)	ECOWN (***/+)/ LEV (***/-), SIZE (***/-), ROA (***/-)	577 ตัวอย่าง/ ปี 2551-2553	Cross- sectional regression analysis	Agency theory/ Entrenchment effect	Positive
Kim and An (2018)	REM (TOTAL) Roychowdhury (2006)	ECOWN (**/-)/ SIZE (***/+), ROA (***/-)	17,514 ตัวอย่าง/ ปี 2003-2015	fixed effects	Agency theory	Negative

หมายเหตุ: *, **, ***, ****, X มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05, 0.01, 0.001 และ ไม่มีความสัมพันธ์

ตัวแปรตาม REM (TOTAL) หมายถึง ผลรวมของ REM ด้านกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ผิดปกติ บวก ด้านต้นทุนการผลิตที่ผิดปกติ บวก ด้านค่าใช้จ่ายตามดุลพินิจที่ผิดปกติ REM (PROD+TEXPE) หมายถึง ผลรวมของ REM ด้านต้นทุนการผลิตที่ผิดปกติ บวก ด้านค่าใช้จ่ายตามดุลพินิจที่ผิดปกติ REM (TEXPE) หมายถึง REM ด้านค่าใช้จ่ายตามดุลพินิจที่ผิดปกติ

ตัวแปรอิสระ/ตัวแปรควบคุม MOWN หมายถึง การถือหุ้นโดยผู้บริหาร ECOWN หมายถึง การถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน / SIZE หมายถึง ขนาดของบริษัท LEV หมายถึง ความเสี่ยงทางการเงิน GROW หมายถึง อัตราการเติบโตของรายได้ BIG4 หมายถึง คุณภาพการตรวจสอบ ROA หมายถึง ประสิทธิภาพการดำเนินงาน AGE หมายถึง อายุของบริษัท

สมมติฐานงานวิจัย

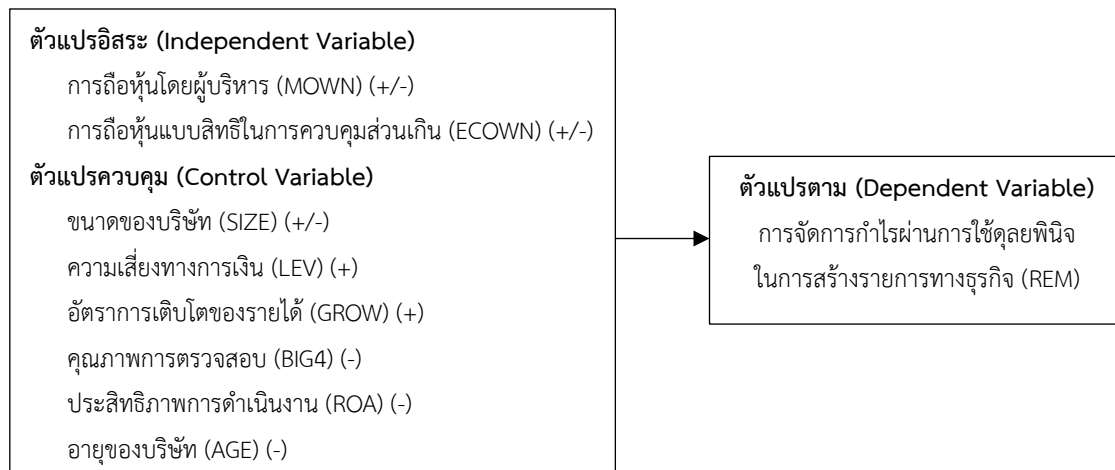
จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน และปัญหาตัวแทนประเภทที่หนึ่ง ซึ่งเกิดจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น และผู้บริหาร และปัญหาตัวแทนประเภทที่สอง ซึ่งเกิดจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย รวมถึงแนวคิด Entrenchment effect และ Alignment effect การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งทดสอบถึงผลกระทบจากการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินที่มีต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ เพื่อตอบคำถามงานวิจัยว่าโครงสร้างการถือหุ้นโดยผู้บริหารหรือโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่และหากมีความสัมพันธ์จะมีลักษณะเป็นไปตามแนวคิด Entrenchment effect หรือ Alignment effect โดยกำหนดสมมติฐานงานวิจัยดังนี้

H1: การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H2: การถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ จำเป็นต้องควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร ดังนั้นการศึกษานี้จึงกำหนดตัวแปรควบคุมที่สำคัญได้แก่ ขนาดของบริษัท, ความเสี่ยงทางการเงิน, อัตราการเติบโตของรายได้, คุณภาพการตรวจสอบ ความสามารถในการดำเนินงาน อายุทางบริษัท รวมถึงควบคุมข้อมูลปีและอุตสาหกรรม โดยตัวแปรควบคุมเหล่านี้ได้จากการทบทวนงานวิจัยในอดีตที่พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มักมีระบบควบคุมภายในที่เข้มแข็ง จึงมีแนวโน้มจัดการกำไรน้อยลง (Dong et al., 2020; Piosik & Genge, 2020) แต่ในทางตรงข้าม ผลการศึกษาของ Akter, Wan Yusoff, and Abdul-Hamid (2024) อธิบายไว้ว่าบริษัทขนาดใหญ่มักพบแรงกดดันด้านผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นและนักลงทุน จึงอาจมีแรงจูงใจและมีความสามารถในการจัดการกำไรมากขึ้น ส่วนบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูง อาจมีต้นทุนการดำเนินงานได้ง่าย ทำให้ผู้บริหารอาจต้องจัดการกำไรเพื่อเสริมภาพลักษณ์ทางการเงินและรักษาข้อผูกพันทางการเงิน (Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Dong et al., 2020) อีกทั้งบริษัทที่มีการเติบโตของรายได้สูง มักเผชิญกับแรงกดดันให้รักษาหรือเพิ่มผลประโยชน์อย่างต่อเนื่อง แรงกดดันนี้อาจกระตุ้นให้ผู้บริหารจัดการกำไร เพื่อปรับเปลี่ยนกิจกรรมทางธุรกิจ เช่น การเพิ่มยอดขายหรือการลดต้นทุนชั่วคราว เพื่อบรรลุเป้าหมายรายได้ (Dong et al., 2020) กิจกรรมที่ใช้สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ หรือ BIG4 ในการตรวจสอบบัญชีจะมีระดับการจัดการกำไรที่น้อยกว่าซึ่งสะท้อนถึงความเชื่อมั่น เนื่องจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่จะมีการตรวจสอบที่เข้มข้นและมีประสิทธิภาพสูงกว่าสำนักงานขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Dong et al. (2020) นอกจากนี้ความสามารถในการดำเนินงานจะบ่งบอกถึงความสามารถของกิจการในการนำสินทรัพย์ที่มีไปใช้ประโยชน์ในดำเนินการของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น บริษัทที่มีความสามารถในการดำเนินงานสูงจึงมีแนวโน้มที่จะลดการจัดการกำไร (Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Dong et al., 2020) สุดท้ายบริษัทที่มีอายุยาวนานมักมีแนวโน้มจัดการกำไรน้อยกว่าเนื่องจากมีชื่อเสียงมั่นคง ระบบควบคุมดี และมีแรงจูงใจในการรักษาความน่าเชื่อถือระยะยาว (Debnath, Chowdhury, & Khan, 2021)

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดงานวิจัย

4. วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง

ในการศึกษาครั้งนี้ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ระหว่างปี พ.ศ. 2564 ถึง 2566 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทในกลุ่มนี้มีโครงสร้างทางการเงินและข้อจำกัดดูแลเฉพาะที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อันอาจส่งผลกระทบต่อความถูกต้องของผลการวิเคราะห์ รวมทั้งสิ้น 1,334 ตัวอย่าง จาก 467 บริษัท ต่อไปนี้เป็นตารางการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแสดง

ตารางที่ 2 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาดังแต่ปี พ.ศ. 2564 ถึง พ.ศ. 2566

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวนบริษัท		
	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565	พ.ศ. 2566
หมวดอุตสาหกรรม			
อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร	57	64	67
อุตสาหกรรมทรัพยากร	61	63	63
อุตสาหกรรมเทคโนโลยี	41	43	45
อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	161	164	167
อุตสาหกรรมบริการ	122	123	132
อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	96	98	100
สินค้าอุปโภคบริโภค	41	43	45
ธุรกิจการเงิน	71	71	71
จำนวนบริษัททั้งหมด	650	669	690

ตารางที่ 2 (ต่อ)

กลุ่มตัวอย่าง หมวดอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท		
	พ.ศ. 2564	พ.ศ. 2565	พ.ศ. 2566
จำนวนบริษัททั้งหมด	650	669	690
หัก: บริษัทในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และทรัสต์เพื่อการลงทุน	(128)	(128)	(128)
หัก: บริษัทที่ถูกเพิกถอนและอยู่ระหว่างเพิกถอน	(9)	(9)	(9)
หัก: บริษัทที่มีวันปิดรอบบัญชีไม่ใช่ 31 ธ.ค.	(30)	(30)	(30)
หัก: บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(62)	(56)	(56)
สรุปกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	421	446	467

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาคำครั้งนี้เป็นรูปแบบของงานวิจัยเชิงประจักษ์ โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะชนหลายแหล่ง แจกแจงดังนี้ ข้อมูลทางการเงินที่ใช้คำนวณการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายเงินในการสร้างรายการทางธุรกิจ คำนวณตามตามตัวแบบ Roychowdhury (2006) ส่วนข้อมูลตัวแปรควบคุมประเภทอัตราส่วนทางการเงิน ข้อมูลสำนักงานตรวจสอบบัญชี และอายุของบริษัท เก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Refinitiv และ Set Smart สำหรับข้อมูลรายชื่อของผู้ถือหุ้นเพื่อคำนวณสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร นำมาจากเอกสารแนบรายละเอียดเกี่ยวกับกรรมการและสุดท้ายข้อมูลสัดส่วนการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน นำมาจากรายชื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่แสดงในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One report)

การจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายเงินในการสร้างรายการทางธุรกิจ แสดงเป็นขั้นตอนได้ดังนี้

ขั้นที่ 1 วัดการจัดการกำไรผ่านกระแสเงินสดจากการดำเนินงานด้วยสมการ

$$(CFO_{i,t})/(TA_{i,t-1}) = \beta_1 1/(TA_{i,t-1}) + \beta_2 (Sales_{i,t})/(TA_{i,t-1}) + \beta_3 (\Delta Sales_{i,t})/(TA_{i,t+1}) + \varepsilon_{i,t}$$

ขั้นที่ 2 วัดการจัดการกำไรผ่านค่าใช้จ่ายในดุลพินิจของผู้บริหารด้วยสมการ

$$(TEXPE_{i,t})/(TA_{i,t-1}) = \beta_1 1/(TA_{i,t-1}) + \beta_2 (Sales_{i,t})/(TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

ขั้นที่ 3 วัดการจัดการกำไรผ่านต้นทุนการผลิตด้วยสมการ

$$(PRODUCT_{i,t})/(TA_{i,t-1}) = \beta_1 1/(TA_{i,t-1}) + \beta_2 (Sales_{i,t})/(TA_{i,t-1}) + \beta_3 (\Delta Sales_{i,t})/(TA_{i,t-1}) + \beta_4 (\Delta Sales_{i,t-1})/(TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

ขั้นที่ 4 วัดการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายเงินในการสร้างรายการค้าทางธุรกิจรวม

$$REM_{it} = ACFO_{it}(-1) + APC_{it} + ATEXPE_{it}(-1)$$

โดยกำหนดดังนี้

$CFO_{i,t}$ = กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ปีที่ t

$TEXPE_{i,t}$ = ผลรวมของค่าใช้จ่ายในการขายและค่าใช้จ่ายในการบริหาร ของบริษัท i ปีที่ t

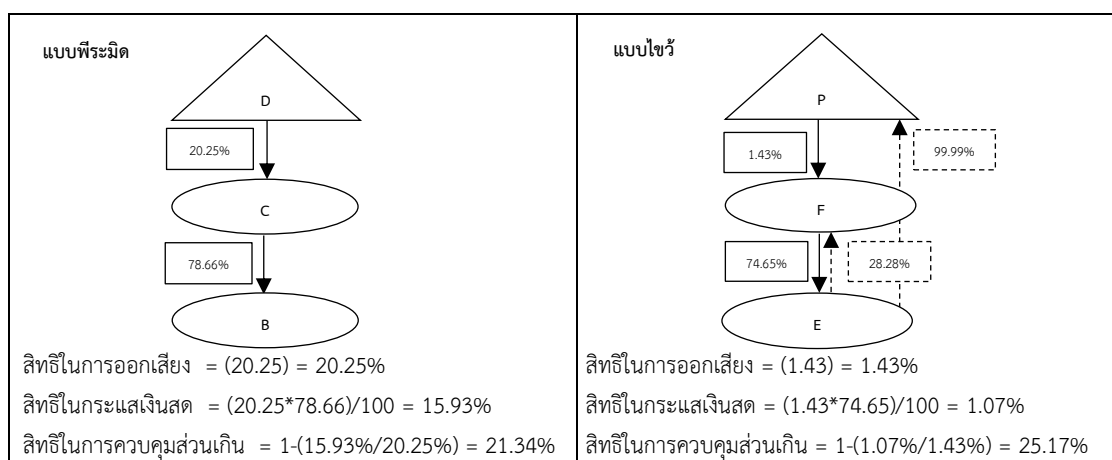
$PRODUCT_{i,t}$ = ผลรวมของต้นทุนขายสินค้าและการเปลี่ยนแปลงในสินค้าคงเหลือของบริษัท i ปีที่ t

$TA_{i,t-1}$ = สินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ t-1

$Sales_{i,t}$ = ยอดขายของบริษัท i ปีที่ t

- $\Delta Sales_{i,t}$ = การเปลี่ยนแปลงของยอดขายของปีปัจจุบัน (ยอดขายปีที่ t หักด้วยยอดขายปีที่ $t-1$) ของบริษัท i ปีที่ t
- $\Delta Sales_{i,t-1}$ = การเปลี่ยนแปลงของยอดขายปีก่อน (ยอดขายปีที่ $t-1$ หักด้วยยอดขายปีที่ $t-2$)
- $\varepsilon_{i,t}$ (ขั้นที่ 1) = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual) ใช้เป็นตัวแทนของระดับกระแสเงินสดเกินปกติ (Abnormal cash flow) ของบริษัท i ปีที่ t
- $\varepsilon_{i,t}$ (ขั้นที่ 2) = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual) ใช้เป็นตัวแทนของระดับของรายการค่าใช้จ่ายที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจเกินปกติ (Abnormal discretionary expenses) ของบริษัท i ปีที่ t
- $\varepsilon_{i,t}$ (ขั้นที่ 3) = ค่าความคลาดเคลื่อน (Residual) ใช้เป็นตัวแทนของระดับของต้นทุนการผลิตเกินปกติ (Abnormal production costs) ของบริษัท i ปีที่ t
- REM_{it} = การจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) นำค่าความผิดปกติของค่าความคลาดเคลื่อนของทั้ง 3 ด้านรวมกัน
- $ACFO_{it}(-1)$ = ค่าความผิดปกติของค่าความคลาดเคลื่อน $\varepsilon_{i,t}$ (ขั้นที่ 1) คูณ -1
- APC_{it} = ค่าความผิดปกติของค่าความคลาดเคลื่อน $\varepsilon_{i,t}$ (ขั้นที่ 3)
- $ATEXPE_{it}(-1)$ = ค่าความผิดปกติของค่าความคลาดเคลื่อน $\varepsilon_{i,t}$ (ขั้นที่ 2) คูณ -1

สำหรับการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน หรือในอีกความหมายคือ ความแตกต่างระหว่าง “สิทธิในการออกเสียง” และ “สิทธิในกระแสเงินสด” ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อันเกิดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบพีระมิดและโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบไขว้ ซึ่งจะสะท้อนถึงช่องว่างด้านอำนาจและผลประโยชน์ จะต้องเริ่มต้นโดยการค้นหาผู้ถือหุ้นอันดับสูงสุด ตามแนวคิดเรื่องความเป็นเจ้าของสูงสุด (Ultimate ownership) ตามนิยามของ La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999) ซึ่งหมายถึง บุคคลหรือหน่วยงานที่มีอำนาจควบคุมกิจการ แม้ไม่ได้ถือหุ้นโดยตรงทั้งหมด แต่สามารถควบคุมผ่านการถือหุ้นทางอ้อมผ่านบริษัทลูกหรือเครือข่ายนิติบุคคลอื่น ๆ ทั้งนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยรายชื่อผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกิน 10% ซึ่งในการศึกษานี้จะถือว่าเป็น “ผู้ถือหุ้นชั้นกลาง” (มีนารัทธนาวีก, 2555; Jiamsagul & Tanasombat, 2019) ดังนั้นในขั้นแรกผู้วิจัยต้องเลือกผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนสูงสุดเพียงรายเดียวหรือกลุ่มเดียวจากผู้ถือหุ้นชั้นกลาง และติดตามลำดับโครงสร้างการถือหุ้นต่อไปจนสามารถระบุผู้ถือหุ้นสูงสุด ซึ่งหมายถึงผู้ที่ไม่ได้ถูกถือหุ้นโดยบุคคลหรือนิติบุคคลอื่นอีกต่อไปในสายโครงสร้างนั้น แสดงตัวอย่างดังภาพที่ 3



ภาพที่ 3 การถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร การถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจและเนื่องด้วยข้อมูลมีลักษณะเป็น ข้อมูลรวมภาคตัดขวาง หรือข้อมูลที่มีลักษณะเป็นทั้งภาคตัดขวางและอนุกรมเวลา งานวิจัยนี้จึงได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS regression) ซึ่งมีเพิ่มตัวแปรควบคุม 8 ตัว ได้แก่ ตัวแปรควบคุมปี 2 ตัวและตัวควบคุมอุตสาหกรรม 6 ตัว แบบจำลองจึงนำเสนอ ดังนี้

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MOWN_{i,t} + \beta_2 ECOWN_{i,t} + \beta_3 Lg_SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 BIG4_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 Lg_AGE_{i,t} + \beta_{9-10} YEAR_{i,t} + \beta_{11-16} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

โดยกำหนดดังนี้

- $REM_{i,t}$ = การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัท i ณ เวลา t วัดจากการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (ขั้นที่ 4)
- $MOWN_{i,t}$ = ร้อยละของจำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยคณะกรรมการบริหาร
- $ECOWN_{i,t}$ = ร้อยละของสิทธิส่วนเกิน = (สิทธิในการออกเสียง - สิทธิในกระแสเงินสด) ÷ สิทธิในการออกเสียง
- $Lg_SIZE_{i,t}$ = ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
- $LEV_{i,t}$ = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
- $GROW_{i,t}$ = (รายได้รวมปีปัจจุบัน - รายได้รวมปีก่อน) ÷ รายได้รวมปีก่อน × 100
- $BIG4_{i,t}$ = ตัวแปรหุ่น (1,0) กำหนดให้ 1 = สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) ในขณะที่ 0 = สำนักงานสอบบัญชีที่ไม่ใช่สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่
- $ROA_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
- $Lg_AGE_{i,t}$ = ค่าลอการิทึมธรรมชาติของอายุบริษัทตั้งแต่ปีที่ก่อตั้งถึงปีปัจจุบัน
- $YEAR_{i,t}$ = กำหนดให้ ปี 2564 เป็นปีฐาน (ระยะเวลา 3 ปี พ.ศ. 2564-2566)
- $IND_{i,t}$ = กำหนดให้ประเภทอุตสาหกรรมบริการเป็นฐาน (ทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม)

การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ STATA ในการวิเคราะห์ข้อมูล โดยเริ่มจากการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน โดยสร้างแบบจำลองการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง และทดสอบสมมติฐานทางสถิติ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

5. ผลการวิจัย

การวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานเชิงพรรณนา

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยพื้นฐานเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ค่าสถิติ	ตัวแปรที่ใช้ศึกษา								
	REM	MOWN	ECOWN	Lg_SIZE	LEV	GROW	BIG4	ROA	Lg_AGE
$\bar{X}$	-0.00067	0.204	0.126	15.863	0.434	0.178	0.662	5.789	3.441
SD	0.278	0.208	0.247	1.581	0.213	0.847	0.473	9.415	0.518
MIN	-1.740	0.000	0.000	12.320	0.000	-0.980	0.000	-49.520	0.690
MAX	1.540	0.981	0.955	21.960	1.060	19.920	1.000	64.170	4.990

จากตารางที่ 3 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง พบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MOWN) มีค่าต่ำสุดที่ 0.000 แสดงให้เห็นว่าในบางบริษัทผู้บริหารไม่มีการถือหุ้นเลย ขณะที่บางบริษัทมีค่าสูงสุดถึง 0.981 แสดงถึงความแตกต่างอย่างมากในระดับความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร ซึ่งอาจส่งผลต่อพฤติกรรมกรรมการจัดการกำไร และเมื่อพิจารณาถึงการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน (ECOWN) มีค่าเฉลี่ยที่ 0.126 โดยทั่วไปผู้ถือหุ้นใหญ่มีอำนาจในการออกเสียงมากกว่าสิทธิในผลตอบแทนทางเศรษฐกิจ ซึ่งมักเกิดจากโครงสร้างแบบพีระมิดหรือการถือหุ้นไขว้ โดยบางบริษัทมีค่าดังกล่าวสูงถึง 0.955 แสดงถึงสิทธิในการควบคุมสูงกว่าสิทธิในกระแสเงินสดอย่างมาก

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's correlation coefficient)

ตัวแปร	REM	MOWN	ECOWN	Lg_SIZE	LEV	GROW	BIG4	ROA	Lg_AGE
REM	1.000								
MOWN	-0.141***	1.000							
ECOWN	-0.049*	-0.357***	1.000						
Lg_SIZE	0.064**	-0.183***	0.128***	1.000					
LEV	0.217***	-0.033	-0.057**	0.421***	1.000				
GROW	0.055**	-0.035	0.025	0.015	0.043	1.000			
BIG4	-0.114***	-0.054**	0.146***	0.385***	0.180***	0.016	1.000		
ROA	-0.478***	0.135***	0.015	0.134***	-0.190***	0.114***	0.133***	1.000	
Lg_AGE	-0.024	-0.165***	-0.028	-0.068***	-0.063**	-0.053	-0.149***	-0.048	1.000

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ทุกคู่ อยู่ในช่วงระหว่าง -0.478 ถึง 0.421 และไม่มีคู่ตัวแปรใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.8 จึงสามารถสรุปได้ว่า ไม่พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรในแบบจำลองในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Gujarati & Porter, 2009)

การทดสอบสมมติฐาน

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS regression) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินกับการจัดการกำไร ผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS regression)

Variables	Coefficient	Robust Std. Err.	VIF
MOWN	-0.074**	0.033	1.290
ECOWN	-0.044*	0.026	1.240
Lg_SIZE	0.160***	0.005	1.670
LEV	0.064*	0.038	1.430
GROW	0.036***	0.008	1.040
BIG4	-0.051***	0.015	1.300
ROA	-0.014***	0.001	1.190

ตารางที่ 5 (ต่อ)

Variables	Coefficient	Robust Std. Err.	VIF
Lg_AGE	-0.002	0.012	1.140
YEAR	Control	Control	Control
IND	Control	Control	Control
Adjusted R-squared	0.365300		
Durbin-Watson	2.033031		

หมายเหตุ: *, **, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้แบบจำลองการถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS regression) โดยมีการควบคุมตัวแปรตามด้วย ปี 2565-2566 (YEAR) และอุตสาหกรรม จำนวน 7 อุตสาหกรรม (IND) ผลการทดสอบ Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 2.033 ซึ่งอยู่ใกล้เคียงค่ากลาง (≈ 2) แสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation ของค่าคงเหลือในแบบจำลองโดยรวม นอกจากนี้ ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทั้งหมดอยู่ในระดับต่ำกว่า 2 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณแบบรวมภาคตัดขวาง (Pooled OLS regression) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MOWN) และการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน (ECOWN) กับการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายฟิโนจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2564 – 2566 พบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (MOWN) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร REM อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($\beta = -0.074$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H1 สะท้อนให้เห็นว่า เมื่อผู้บริหารมีส่วนการถือหุ้นในบริษัทสูงขึ้น พฤติกรรมการจัดการกำไรจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ผลลัพธ์นี้สนับสนุนแนวคิด Alignment effect ซึ่งอธิบายว่าผู้บริหารที่มีส่วนได้เสียในบริษัทจะมีแรงจูงใจในการตัดสินใจเพื่อสร้างมูลค่าในระยะยาว ช่วยลดความขัดแย้งในปัญหาตัวแทนประเภทที่หนึ่ง สำหรับการถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน (ECOWN) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร REM และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ($\beta = -0.044$) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน H2 บ่งชี้ว่า เมื่อระดับความแตกต่างระหว่างสิทธิในการออกเสียงและสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น การจัดการกำไรจะมีแนวโน้มลดลง สอดคล้องกับแนวคิด Alignment effect ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งมีสิทธิควบคุมสูงสามารถช่วยตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัท และยับยั้งพฤติกรรมแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตนได้

นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่าตัวแปรควบคุมหลายตัวมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายฟิโนจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) อย่างมีนัยสำคัญ โดยขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับ 0.01 ($\beta = 0.160$) สะท้อนว่าองค์กรขนาดใหญ่มีแนวโน้มจัดการกำไรสูงขึ้นเพื่อตอบสนองความคาดหวังของตลาด (Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Chen, Weng, & Fan, 2023; Dong et al., 2020; Kim & An, 2018) ขณะที่ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับ 0.10 ($\beta = 0.064$) บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สูงมักจัดการกำไรเพื่อเลี่ยงการละเมิดข้อกำหนดในสัญญากู้ยืมตามทฤษฎีการบัญชีเชิงบวก (Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Rahman et al., 2021) เช่นเดียวกับการเติบโตของรายได้ (GROW) ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับ 0.01 ($\beta = 0.036$) เพื่อรักษาเป้าหมายการเติบโตในระยะสั้น (Dong et al., 2020; Rahman et al., 2021) ในทางกลับกัน คุณภาพการสอบบัญชี (BIG4) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ระดับ 0.01 ($\beta = -0.051$ และ -0.014 ตามลำดับ) แสดงให้เห็นว่าการตรวจสอบโดยสำนักงานบัญชีขนาดใหญ่และความมั่นคงทางการเงินของบริษัท เป็นปัจจัย

สำคัญที่ช่วยยับยั้งและลดแรงกดดันในการจัดการกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ (มินา ภัทรนาวิก, 2555; Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Dong et al., 2020; Kim & An, 2018)

6. สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

งานวิจัยเชิงประจักษ์นี้วิเคราะห์ผลกระทบของการถือหุ้นโดยผู้บริหารและสิทธิการควบคุมส่วนเกินต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) ของบริษัทจดทะเบียนในไทยช่วงปี พ.ศ. 2564 – 2566 จำนวนรวม 1,334 ตัวอย่าง จาก 467 บริษัท เพื่อทดสอบแนวคิด Entrenchment และ Alignment ในการบรรเทาปัญหาตัวแทนประเภทที่หนึ่งและสอง การศึกษาใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณในรูปแบบรวมภาคตัดขวาง Pooled OLS พร้อม Robust standard error เพื่อควบคุมปัญหา Heteroscedasticity โดยครอบคลุมตัวแปรควบคุมด้านคุณลักษณะกิจการ อุตสาหกรรม และปี เพื่อให้ผลการวิจัยมีความน่าเชื่อถือตามหลักสถิติ

ผลการศึกษาพบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 0.05 สะท้อนว่า เมื่อผู้บริหารมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของในกิจการสูงขึ้น พฤติกรรมการจัดการกำไรมีแนวโน้มลดลง ผู้บริหารดังกล่าวจะมุ่งเน้นการสร้างมูลค่าให้กับองค์กรในระยะยาวซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิด Alignment effect ซึ่งหมายถึงการบริหารงานที่ความสอดคล้องระหว่างเป้าหมายของผู้บริหารและเป้าหมายของผู้ถือหุ้น หรืออาจกล่าวโดยสรุปว่าเมื่อผู้บริหารมีส่วนได้เสียโดยตรงในกิจการ ผู้บริหารย่อมจะมีแรงจูงใจในการตัดสินใจที่คำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทในระยะยาวมากกว่าการแสวงหาผลตอบแทนระยะสั้น พฤติกรรมเช่นนี้ช่วยลดความขัดแย้งของปัญหาตัวแทนประเภทที่หนึ่ง หรือ Agency problem type I ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนว่าการมีส่วนร่วมของผู้บริหารในฐานะเจ้าของมีผลต่อการยกระดับคุณภาพการรายงานทางการเงินและลดแรงจูงใจในการบิดเบือนกำไร (Akter, Wan Yusoff, & Abdul-Hamid, 2024; Dong et al., 2020; Piosik & Genge, 2020)

การถือหุ้นแบบมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในระดับ 0.10 สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อผู้ถือหุ้นของบริษัทมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกินที่ขยายช่องว่างระหว่างสิทธิในการควบคุมกับสิทธิในกระแสเงินสด ผู้ถือหุ้นของบริษัทดังกล่าวจะช่วยส่งเสริมการบริหารที่เน้นสร้างมูลค่าในระยะยาว แนวโน้มดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิด Alignment effect ซึ่งชี้ว่าความสอดคล้องระหว่างอำนาจในการควบคุมและสิทธิในกระแสเงินสดสามารถลดความขัดแย้งเชิงตัวแทน (Agency conflict) และส่งเสริมการกำกับดูแลที่เอื้อต่อประโยชน์ของกิจการโดยรวมในระยะยาว ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kim and An (2018) ที่พบว่าผู้ถือหุ้นใหญ่หลีกเลี่ยงการใช้การจัดการกำไรเพื่อไม่ให้กระทบต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต

โดยสรุปผลการวิจัยนี้ตอบคำถามงานวิจัยในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยว่า โครงสร้างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบสิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีความสัมพันธ์ในลักษณะเป็นไปตามแนวคิด Alignment effect

กล่าวได้ว่าผลการศึกษานี้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ชิ้นหนึ่งเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในส่วนสิทธิการถือหุ้นของ OECD (OECD Principles of corporate governance) ซึ่งกล่าวถึงความเท่าเทียมกันของผู้ถือหุ้นไว้ว่า ให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นอย่างโปร่งใส โดยเฉพาะการระบุ เจ้าของที่แท้จริง (Ultimate shareholders) และ ความแตกต่างระหว่างสิทธิในการควบคุมกับสิทธิในกระแสเงินสด เพื่อให้นักลงทุนสามารถประเมินอำนาจการควบคุมและความ

เสี่ยงได้อย่างชัดเจน งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการมีสิทธิอำนาจควบคุมส่วนสามารถลดการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อีกทั้งถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของงานวิจัยที่เกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการบัญชีเชิงบวก และ แนวคิด Entrenchment effect และ Alignment effect

7. ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษาที่พบว่า การถือหุ้นโดยผู้บริหาร และ การถือหุ้นแบบมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน มีความสัมพันธ์กับพฤติกรรมจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจึงมีข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่ควรได้รับการพิจารณา ดังนี้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานกำกับดูแล ควรกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นอย่างโปร่งใสมากยิ่งขึ้น โดยเฉพาะการเปิดเผยความเป็นเจ้าของที่แท้จริง (Ultimate ownership) และ รายละเอียดความแตกต่างระหว่าง สิทธิในการออกเสียงกับสิทธิในกระแสเงินสด ในกรณีที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ซับซ้อน เช่น การถือหุ้นแบบพหุระดับหรือการถือหุ้นไขว้ เพื่อให้นักลงทุนสามารถประเมินความเสี่ยงได้อย่างรอบด้าน

บริษัทจดทะเบียน ควรส่งเสริมให้ผู้บริหารมีการถือหุ้นในระดับที่เหมาะสม ผ่านมาตรการจูงใจที่เชื่อมโยงผลตอบแทนของผู้บริหารเข้ากับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างแรงจูงใจในการบริหารกิจการอย่างโปร่งใส และลดโอกาสในการจัดการกำไร พร้อมกันนี้ควรมีการกำหนดขอบเขตการควบคุมไม่ให้ผู้บริหารมีอำนาจสูงเกินไปจนส่งผลกระทบต่อการทำงานของคณะกรรมการ

บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการตรวจสอบภายในให้สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการและอาจพิจารณาใช้บริการจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) ซึ่งมีความเชี่ยวชาญและมาตรฐานวิชาชีพสูง เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน และลดโอกาสในการเกิดพฤติกรรมจัดการกำไร

ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

แม้ว่างานวิจัยนี้จะให้ข้อค้นพบที่มีคุณค่าเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจัดการกำไร แต่ยังมีข้อจำกัดบางประการที่ควรพิจารณาในการต่อยอดงานวิจัยในอนาคต ดังนี้

การศึกษานี้อิงข้อมูลทุติยภูมิในช่วงระยะเวลาเพียง 3 ปี (พ.ศ. 2564–2566) ซึ่งอาจไม่สามารถสะท้อนผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจหรือกฎหมายที่มีต่อพฤติกรรมจัดการกำไรในระยะยาวได้ ควรพิจารณาขยายช่วงระยะเวลาในการศึกษาที่ยาวนานขึ้น เพื่อเพิ่มความแม่นยำของผลการวิเคราะห์ และสามารถตรวจสอบแนวโน้มของพฤติกรรมจัดการกำไรในระยะยาว รวมถึงผลกระทบจากปัจจัยภายนอก เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ หรือการเปลี่ยนแปลงทางนโยบายด้านการกำกับดูแลกิจการ

เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้มุ่งศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นใน 2 รูปแบบ ได้แก่ การถือหุ้นโดยผู้บริหาร และ การถือหุ้นแบบมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน จึงยังไม่ได้ครอบคลุมถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นในรูปแบบอื่นที่มีบทบาทสำคัญในบริษัทจดทะเบียนไทย เช่น นักลงทุนต่างชาติ นักลงทุนสถาบัน หรือหน่วยงานของรัฐ ซึ่งอาจมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมจัดการกำไรที่แตกต่างออกไป ทั้งนี้ ความหลากหลายของกลุ่มผู้ถือหุ้นในลักษณะดังกล่าวอาจสะท้อนแรงจูงใจในการกำกับดูแล การตรวจสอบภายในที่ต่างกัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อระดับของการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจในทิศทางที่ไม่เหมือนกับโครงสร้างการถือหุ้นโดยผู้บริหารหรือการถือหุ้นแบบมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจสำหรับการศึกษาเพิ่มเติมในอนาคต

8. เอกสารอ้างอิง

- กนกวรรณ ลิ้มพิณไพบูลย์. (2557). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจการควบคุมส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และต้นทุนเงินทุนของบริษัท (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:140370
- กฤษฎ์เลิศ สัมพันธรักษ์ และ ชานนทร์ บันเทิงहरษา. (2562). มองโครงสร้างภาคธุรกิจไทยผ่านข้อมูลผู้ถือหุ้น. สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์. สืบค้นเมื่อ 10 มีนาคม 2568, จาก <https://www.pier.or.th/abridged/2019/20/>
- นันทิยา พรหมทอง, ภัทรสิริ ทิพย์ธณมณี, และ วรวิทย์ กุลตังวัฒนา. (2566). ปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยคำอธิบายและการวิเคราะห์ของฝ่ายจัดการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารศิลปศาสตร์และวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์*, 10(2), 121-130. <https://so14.tci-thaijo.org/index.php/jlams/article/view/871>
- มินา ภัทรนาวิก. (2555). ความเป็นเจ้าของชั้นสูงสุดของบริษัทครอบครัวและการจัดการกำไรที่แท้จริง: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีดุสิตบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
<https://doi.org/10.58837/CHULA.THE.2012.559>
- สินินารถ ระพิสุวรรณ. (2561). คุณสมบัติของคณะกรรมการบริษัทและการตกแต่งกำไรผ่านการสร้างรายการ ทางธุรกิจกรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:163116
- องค์การกระจายเสียงและแพร่ภาพสาธารณะแห่งประเทศไทย. (2567). ถอดมหากาพย์คดีโกงหุ้น STARK บทเรียน "เขย่า" ตลาดหุ้นไทย. สืบค้นเมื่อ 14 มีนาคม 2568, จาก <https://www.thaipbs.or.th/news/content/346891>
- Akter, A., Wan Yusoff, W. F., & Abdul-Hamid, M. A. (2024). The moderating role of board diversity on the relationship between ownership structure and real earnings management. *Asian journal of accounting research*, 9(2), 98-115. <https://doi.org/10.1108/AJAR-10-2022-0307>
- Chen, C. L., Weng, P. Y., & Fan, H. S. (2023). Exploring the role of excess control rights on real earnings management in family-controlled firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 50, 100526. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2023.100526>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), 757-787. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
- Debnath, N. C., Chowdhury, S. P., & Khan, S. (2021). Ownership structure and real earnings management: An empirical study on emerging economy. *Corporate Ownership & Control*, 18(2), 74-89. <https://doi.org/10.22495/cocv18i2art6>

- Dong, N., Wang, F., Zhang, J., & Zhou, J. (2020). Ownership structure and real earnings management: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 106733. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106733>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Jensen, C., & Meckling, 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)
- Jiamsagul, S., & Tanasombat, S. (2019). The divergence of ownership structure and audit fee: The Case Of Set 100 Thailand. *International Journal of Management and Applied Science*, 5(3), 1-6. https://ijmas.iraj.in/paper_detail.php?paper_id=15252&name=The_Divergence_of_Ownership_Structure_and_Audit_Fee:_The_Case_of_Set_100_Thailand
- Kim, S. H., & An, Y. (2018). The effect of ownership-control disparity on the Chinese firm's real activity earnings management. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 482-499. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2018-0003>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Murni, S., Rahmawati, R., Widagdo, A. K., Sudaryono, E. A., & Setiawan, D. (2023). Effect of family control on earnings management: The role of leverage. *Risks*, 11(2), 28. <https://doi.org/10.3390/risks11020028>
- Piosik, A., & Genge, E. (2020). The influence of a company's ownership structure on upward Real earnings management. *Sustainability*, 12(1), 152. <https://doi.org/10.3390/su12010152>
- Rahman, R. A., Suffian, M. T. M., Ghani, E. K., Said, J., & Ahmad, I. (2021). Managerial ownership and real earnings management: A study on interaction effect of religiosity. *Journal of Management Information and Decision Sciences*, 24(S6), 1-10. <https://www.abacademies.org/articles/managerial-ownership-and-real-earnings-management-a-study-on-interaction-effect-of-religiosity-13450.html>
- Roy, P., Abdullah, S. N., & Alfian, E. (2024). CEO power on earnings management and the role of earnings targets: A proposed research framework. *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 17(1), 1-25. <https://ojie.um.edu.my/index.php/AJAP/article/view/56084>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. London: Prentice-Hall.