



โครงสร้างการถือหุ้กับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี

โดย

นางสาวลอร้ตน์ จงฐิตินนท้

การค้ันคว้าอิสระน้เป็นส่วนหน้ึ่งของการศ้ึกษาตามหล้กสูตร

บัญชีมห้บัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

โครงสร้างการถือหุ้กับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี

โดย

นางสาวลอรร์ตน์ จงฐิตินนท์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



OWNERSHIP STRUCTURE AND VALUE RELEVANCE OF
ACCOUNTING INFORMATION

BY

MISS LAURAT JONGTHITINON



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING
INTEGRATIVE BUSINESS ACCOUNTING
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวลอร่ารัตน์ จงจิตินนท์

เรื่อง

โครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

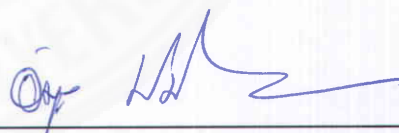
บัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ

13 พ.ค. 2559

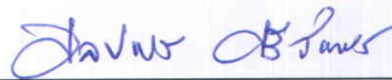
เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนาจ)

| | |
|---------------------------------|---|
| หัวข้อการค้นคว้าอิสระ | โครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี |
| ชื่อผู้เขียน | นางสาวลอรด์น จงฐิตินนท์ |
| ชื่อปริญญา | บัญชีมหาบัณฑิต |
| สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย | การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ |
| อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร |
| ปีการศึกษา | 2558 |

บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีและผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นต่อความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี โดยใช้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นเป็นตัวแทนของข้อมูลทางการบัญชีในการประเมินราคาหลักทรัพย์ สำหรับโครงสร้างการถือหุ้นที่ใช้ในการศึกษาถูกแบ่งออกเป็นโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวตามระดับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2548 – 2557 จำนวนทั้งสิ้น 3,097 ตัวอย่าง

ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ โดยที่มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ดีกว่ากำไรส่วนเกินต่อหุ้น นอกจากนี้หากพิจารณาความมีคุณค่าหรือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลทางการบัญชีตามโครงสร้างการถือหุ้นพบว่า ไม่ว่าจะ เป็นโครงสร้างการถือหุ้นแบบใดมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นล้วนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

คำสำคัญ: ความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี, ราคาหลักทรัพย์, โครงสร้างการถือหุ้น

| | |
|--------------------------------|---|
| Independent Study Title | OWNERSHIP STRUCTURE AND VALUE RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION |
| Author | Miss Laaurat Jongthitnon |
| Degree | Master of Accounting |
| Major Field/Faculty/University | Integrative Business Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University |
| Independent Study Advisor | Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D. |
| Academic Year | 2015 |

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the value relevance of accounting information and the impact of ownership structure on the value relevance of accounting information. Book value per share and residual earnings per share refer to accounting information that value the stock price. The proportion of free-float is used as the criterion to distinguish concentrated ownership firms from dispersed ownership firms, using data amounting to 3,097 firm-years for companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2005 to 2014.

The results show that book value per share and residual earnings per share are positively related to stock price. However, book value per share has greater explanatory power than residual earnings per share. Moreover, dispersed ownership firms provide more value relevant information than concentrated ownership firms.

Keywords: Value Relevance of Accounting Information, Stock Price,
Ownership Structure

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยชิ้นนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีเนื่องด้วยความอนุเคราะห์จากหลายฝ่าย ผู้วิจัยขอขอบคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร อาจารย์ที่ปรึกษาค้นคว้าอิสระ ที่ได้ให้คำแนะนำที่ดี รวมถึงแนวคิดที่เป็นประโยชน์สำหรับปรับปรุงงานวิจัยให้ดียิ่งขึ้น รวมไปถึงขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสริญ ที่ได้เกียรติมาร่วมเป็นกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ พร้อมทั้งให้คำแนะนำเพื่อปรับปรุงให้งานวิจัยมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน ที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ต่างๆ รวมถึงเพื่อนๆ ในหลักสูตรควบตรี-โท ทางการบัญชีและบริหารธุรกิจ (IBMP) รุ่นที่ 6 ที่คอยให้ความช่วยเหลือและกำลังใจตลอดการทำวิจัย และขอขอบคุณเจ้าหน้าที่หลักสูตรควบตรี-โท ทางการบัญชีและบริหารธุรกิจ (IBMP) สำหรับความช่วยเหลือด้านการติดต่อประสานงานเรื่องต่างๆ อย่างดีตลอดระยะเวลาในการทำวิจัยฉบับนี้

นางสาวลอร่าตัน จงจิตินนท์

สารบัญ

| | หน้า |
|--|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย | (1) |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ | (2) |
| กิตติกรรมประกาศ | (3) |
| สารบัญตาราง | (7) |
| บทที่ 1 บทนำ | 1 |
| 1.1 ที่มาและเหตุผลของงานวิจัย | 1 |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย | 3 |
| 1.3 ขอบเขตของงานวิจัย | 3 |
| 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย | 4 |
| บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 5 |
| 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง | 5 |
| 2.1.1 ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Principle – Agent Theory) | 5 |
| 2.1.2 ทฤษฎี Alignment Effect | 5 |
| 2.1.3 ทฤษฎี Entrenchment Effect | 6 |
| 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 6 |
| 2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี กับราคาหลักทรัพย์ | 6 |
| 2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ | 8 |

| | |
|--|----|
| 2.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีกับ โครงสร้างการถือหุ้น | 9 |
| 2.3 กรอบแนวคิดงานวิจัย | 12 |
| บทที่ 3 วิธีการวิจัย | 13 |
| 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง | 13 |
| 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล | 13 |
| 3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย | 14 |
| 3.4 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย | 16 |
| 3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable) | 16 |
| 3.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) | 16 |
| 3.4.3 ตัวแปรกำกับ (Moderator Variable) | 16 |
| 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐาน | 18 |
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล | 19 |
| 4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา | 19 |
| 4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) | 21 |
| 4.3 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) | 23 |
| 4.3.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) | 23 |
| 4.3.2 การวิเคราะห์การถดถอยของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด | 24 |
| 4.3.3 การวิเคราะห์การถดถอยตามโครงสร้างการถือหุ้น | 26 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ | 29 |
| 5.1 สรุปผลการวิจัย | 29 |
| 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย | 30 |
| 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต | 31 |

| | |
|-------------------------------|----|
| รายการอ้างอิง | 32 |
| ภาคผนวก | |
| การหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน | 35 |
| ประวัติผู้เขียน | 37 |



สารบัญตาราง

| ตารางที่ | หน้า |
|--|------|
| 4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสมมติฐานข้อแรก | 19 |
| 4.2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสมมติฐานข้อสอง | 20 |
| 4.3 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด | 21 |
| 4.4 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างแบ่งตามโครงสร้างการถือหุ้น | 21 |
| 4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) | 23 |
| 4.6 ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ | 24 |
| 4.7 การวิเคราะห์การถดถอยของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด | 24 |
| 4.8 การวิเคราะห์การถดถอยตามโครงสร้างการถือหุ้น | 26 |

บทที่ 1 บทนำ

1.1 ที่มาและเหตุผลของงานวิจัย

หนึ่งในลักษณะเชิงคุณภาพของงบการเงินคือ ความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Value Relevance) ซึ่งงบการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเมื่อข้อมูลทางบัญชีหรือตัวเลขที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินต้องเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ให้ผู้ใช้งบการเงิน โดยสามารถบอกเหตุการณ์ในอดีต รายงานสถานการณ์ปัจจุบัน และสะท้อนเหตุการณ์ในอนาคตได้ นอกจากนี้ต้องสามารถสะท้อนมูลค่าของหลักทรัพย์เพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนได้ ในอดีตมีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาถึงความมีคุณค่าหรือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลทางบัญชี โดยประยุกต์ใช้แบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) หาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชี (Earnings) และมูลค่าตามบัญชี (Book Value) กับราคาหลักทรัพย์ว่ากำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีในประเทศต่าง ๆ มีความสัมพันธ์ มีความสามารถในการอธิบาย (Explanatory Power) และมีความสามารถส่วนเพิ่มที่ใช้อธิบาย (Incremental Explanatory Power) ราคาหลักทรัพย์ได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งงานวิจัยเหล่านั้นชี้ให้เห็นว่า ข้อมูลทางการบัญชีมีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

นอกจากงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ใช้กำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแทนของข้อมูลทางบัญชีเพื่อหาความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์แล้ว ยังมีงานวิจัยส่วนน้อยบางส่วนที่นำเอากำไรส่วนเกิน (Residual Earnings) มาพิจารณาหาความสัมพันธ์กับราคาของหลักทรัพย์แทนกำไรสุทธิทางบัญชีอีกด้วย เนื่องจากตามงานวิจัยของ Frankel and Lee (1999) พบว่า กำไรส่วนเกินมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิทางบัญชี สอดคล้องกับ Graham and King (2000) ที่ทำการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน 6 ประเทศในเอเชียรวมทั้งประเทศไทย ได้ให้เหตุผลว่า สาเหตุที่เลือกใช้กำไรส่วนเกินแทนกำไรสุทธิทางบัญชีในการคำนวณหาความสัมพันธ์และเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กันเองสูง โดยในไทยพบความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองสูงถึง 0.81 เมื่อเทียบกับความสัมพันธ์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีที่มีความสัมพันธ์กันเพียง 0.34 นอกจากนี้งานวิจัยของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ที่ศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีโดยใช้ Edwards-Bell-Ohlson (EBO) Model กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า กำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบว่า มูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้

ดีกว่ากำไรส่วนเกิน แต่ทั้งนี้โมเดลที่ใช้ในการศึกษาของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) คำนึงถึงเพียงข้อมูลเชิงปริมาณ โดยไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพหรือปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์และความสามารถในการอธิบายของข้อมูลทางการบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

โครงสร้างการถือหุ้นเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่ทำให้คุณภาพของรายงานทางการเงินมีความแตกต่างกันไปตามทฤษฎีตัวการตัวแทน (Agency Theory) โดยไม่ว่าจะมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) หรือโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership) บริษัทมีโอกาสที่จะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างกลุ่มบุคคลที่ต่างกันไป ส่งผลกระทบต่อรายงานทางการเงินผิดไปจากความเป็นจริงและก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ใช้งบการเงิน ตามคำกล่าวของกรัณทรัตน์ บุญญวัฒน์และศักดิ์ดา มาฉวนพัฒน์ (2554) พบว่า ผู้บริหารในบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัว มักมีแรงจูงใจให้ทำการปรับแต่งตัวเลขทางการเงินเพื่อที่ตนจะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น โดยไม่สนใจผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น ในขณะที่ผู้ที่มีอำนาจควบคุมในโครงสร้างแบบกระจุกตัวมักสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จ เพื่อการแสวงหาผลประโยชน์ภายในกลุ่มของตน ซึ่งจะเห็นได้ว่า ทั้งโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกระจายตัวต่างมีโอกาสทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีคุณภาพต่ำลง

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีความต้องการศึกษาในลักษณะเดียวกับงานวิจัยของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ซึ่งยังมีผู้ใช้โมเดลกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีเพื่อแสดงความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์น้อยอยู่ โดยทำการวิจัยเพื่อสนับสนุนผลการศึกษาดังกล่าวของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ด้วยการเปลี่ยนระยะเวลาที่ทำการศึกษา นอกจากนี้ยังขยายขอบเขตการศึกษาไปยังปัจจัยเชิงคุณภาพอย่างโครงสร้างการถือหุ้นว่า มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์และความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีหรือไม่ อย่างไร และการศึกษาครั้งนี้ถือเป็นประเด็นที่สำคัญ เพราะ งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่นำเอามูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิทางบัญชีมาเป็นตัววัดมูลค่าหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้พิจารณาว่าข้อมูลทางบัญชีเหล่านั้นมีความสามารถในการอธิบายโมเดล (R^2 : Value Relevance) ที่แตกต่างกันไปในแต่ละโครงสร้างการถือหุ้นหรือไม่ จึงต้องใช้ความระมัดระวังในการตีความ นอกจากนี้ยังอาจแสดงถึงความไม่เหมาะสมของงานวิจัยในอดีตหลาย ๆ งานที่ทำการศึกษาความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลทางบัญชีเปรียบเทียบในประเทศต่าง ๆ โดยตั้งสมมติฐานให้บริษัทในแต่ละประเทศมีลักษณะเหมือนกันหมด ซึ่งในความเป็นจริงบริษัทในประเทศเดียวกันข้อมูลทางการบัญชีอาจมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจหรือคุณค่าแตกต่างกันไปตามโครงสร้างการถือหุ้นก็ได้

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1.2.1 ศึกษาและยืนยันความสัมพันธ์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

1.2.2 ศึกษาและยืนยันความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชี

1.2.3 ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทต่อความสัมพันธ์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

1.2.4 เปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีเมื่อโครงสร้างการถือหุ้นแตกต่างกัน

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาถึงความมีคุณค่าของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพื่อประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงิน โดยเน้นไปที่การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันว่า ส่งผลต่อความสัมพันธ์ของความสัมพันธ์ของกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2548 – 2557 จากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต เนื่องจากงบการเงินของบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีการจัดประเภทรายการที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และยกเว้นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน (Rehabilitation Company) เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีฐานะทางการเงินและผลดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด หรือฝ่าฝืน ละเลยการปฏิบัติตามข้อกำหนดอย่างร้ายแรง

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากงานวิจัย

1.4.1 ช่วยให้ผู้ลงทุนและผู้ใช้งบการเงินใช้ข้อมูลทางบัญชีประกอบการตัดสินใจลงทุนได้สมเหตุสมผลยิ่งขึ้น

1.4.2 เป็นแนวทางให้ผู้ออกมาตราฐานและผู้กำกับดูแลกิจการนำไปใช้กำหนดกฎเกณฑ์และการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินให้สามารถสะท้อนความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจมากยิ่งขึ้น

1.4.3 เป็นแนวทางให้ผู้วิจัยในอนาคตที่สนใจศึกษาในเรื่องนี้สามารถนำงานวิจัยชิ้นนี้ไปใช้อ้างอิงได้



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในการวิจัยเรื่องโครงสร้างการถือหุ้นและควมมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีที่ศึกษา ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้รวบรวมแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งเป็นหัวข้อตามลำดับดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีตัวการตัวแทน (Principle – Agent Theory)

เป็นทฤษฎีที่ถูกนำเสนอโดย Jensen and Meckling ในปี 1976 ซึ่งอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองกลุ่ม โดยมีการยกตัวอย่างให้เห็นชัดเจนของบุคคลสองฝ่ายในบริษัท คือ ผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนนั้นคือ ตัวการ (principle) มีฐานะเป็นเจ้าของบริษัท ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและได้รับผลประโยชน์สูงสุด เพื่อให้ตนมีผลตอบแทนสูงคุ้มค่ากับที่ลงทุนไปให้มากที่สุด แต่เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีจำนวนมากและอาจไม่มีความสามารถในการบริหาร มีเพียงแค่กำลังทรัพย์ จึงต้องมีการทำการแต่งตั้งตัวแทน (Agent) ซึ่งในที่นี้ก็คือ ผู้บริหารหรือคณะกรรมการบริษัทขึ้นมาทำหน้าที่ในการบริหารและจัดการดำเนินกิจการแทนผู้ถือหุ้น โดยความสัมพันธ์ของตัวแทนและตัวการนี้อาจนำมาซึ่งความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เนื่องจากตัวแทนอาจรู้สึกว่าได้ทำงานอย่างเต็มที่ให้บริษัทเติบโตแล้ว แต่ตนเองกลับได้รับค่าตอบแทนที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นและด้วยความที่ตัวแทนมีข้อมูลภายในของบริษัทมากกว่า จึงอาจนำข้อมูลเหล่านั้นมาสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเอง โดยไม่ได้คำนึงถึงหน้าที่ที่ต้องทำในการสร้างมูลค่าเพิ่มหรือประโยชน์สูงสุดให้เกิดแก่ตัวการ

2.1.2 ทฤษฎี Alignment Effect

สัจจวัฒน์ จันทร์หอมและศิลปพร ศรีจันเพชร (2555) ได้อธิบายแนวคิดนี้ว่า หากผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นอาจช่วยให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมซึ่งในขณะเดียวกันเป็นผู้บริหารด้วยกับผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทที่ตนเองถือหุ้นอยู่ ในขณะเดียวกันวศิน ทรรศนียศิลป์ (2557) กล่าวว่า หากผู้ที่มีอำนาจควบคุมไม่ได้เป็นผู้บริหารก็จะมีอำนาจในการควบคุมตรวจสอบผู้บริหารให้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นมากที่สุด ดังนั้นจะเห็นได้ว่าตามแนวคิดนี้ หากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงขึ้นจะทำให้ข้อมูลทางบัญชีมีคุณภาพที่ดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Warfield

และคณะ (1995) ที่ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มากขึ้นจะช่วยเพิ่มความสามารถในการให้ข้อมูลของกำไร และ Jung and Kwon (2002) ที่ว่า หากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นจะช่วยให้ข้อมูลกำไรมีประโยชน์มากขึ้น

2.1.3 ทฤษฎี Entrenchment Effect

แนวคิดนี้ตรงกันข้ามกับ Alignment Effect ซึ่งสัจจวัฒน์ จันทร์หอมและ ศิลพร ศรีจันเพชร (2555) ได้อธิบายแนวคิดนี้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารหรือผู้ที่มีอำนาจควบคุมที่มากขึ้นจะทำให้มีแนวโน้มที่จะใช้สิทธิเพื่อรักษาผลประโยชน์ของตนให้ได้มากที่สุด ไม่ว่าจะเป็นการโหวตให้ตนดำรงตำแหน่งผู้บริหารต่อไป จ่ายเงินเดือนสูงให้กับตนเอง ทำให้ไม่มีความโปร่งใสในกลไกการกำกับดูแลและการตรวจสอบ ไม่ยอมเปิดเผยข้อมูลไปยังบุคคลภายนอก ส่งผลให้คุณภาพของข้อมูลทางบัญชีต่ำลง สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตจำนวนมาก เช่น Dechow และคณะ (1996) พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการที่เป็นผู้บริหารสูงมีโอกาสตกแต่งกำไรสูงกว่า และ Fan and Wong (2002) พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของบริษัทในเอเชียตะวันออก 7 ประเทศ ได้แก่ ฮองกง อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ มาเลเซีย สิงคโปร์ ไต้หวัน และประเทศไทยทำให้ข้อมูลทางการบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจอยู่ในระดับที่ต่ำ

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคา

หลักทรัพย์

งบการเงินประกอบด้วยตัวเลขข้อมูลทางบัญชีจำนวนมาก ซึ่งข้อมูลเหล่านี้ล้วนแสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินโดยรวมของบริษัท ซึ่งหากตัวเลขทางบัญชีที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินไม่มีความสัมพันธ์เกี่ยวข้องกับมูลค่าของบริษัท หรือมูลค่าหลักทรัพย์ งบการเงินนั้นย่อมไร้คุณค่า และประโยชน์ใด ๆ เพราะ ไม่สามารถนำมาใช้เป็นข้อมูลเพื่อการตัดสินใจได้ จึงมีงานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับความสมเหตุสมผลและความเชื่อถือได้ของข้อมูลในงบการเงินเพื่อนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจ

งานวิจัยของ Collings และคณะ (1997) พบว่า ทั้งกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถร่วมในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาได้ตลอดช่วง 41 ปี (1953-1993) นอกจากนี้ยังพบว่า ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงของกำไรสุทธิทางบัญชีถูกแทนที่ด้วยมูลค่าตามบัญชีที่สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้มากขึ้น โดยความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ร่วมของกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมากขึ้น

ในช่วงปีล่าสุดที่ทำการศึกษาก็ด้วย คือ ในช่วง 10 ปีแรกที่ทำการศึกษา (1953-1962) มีค่า Adjusted R2 เฉลี่ยอยู่ที่ 0.50 และเพิ่มขึ้นเป็น 0.69 ในช่วง 10 ปีท้ายที่ทำการศึกษา (1984-1993)

Pathirawasm (2010) ศึกษาความมีคุณค่าของกำไรสุทธิทางบัญชี มูลค่าตามบัญชี และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ใน CSE ตลาดหลักทรัพย์ของศรีลังกา พบว่า ตัวแปรทั้งสามมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ โดยตัวแปรที่มีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากที่สุดคือ กำไรต่อหุ้น รองลงมาคือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นตามลำดับ

ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์ (2554) พบว่า มูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิทางบัญชีมีความสัมพันธ์ต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน โดยให้เหตุผลว่า ผู้ลงทุนให้ความสำคัญกับมูลค่าตามบัญชี เนื่องจากเมื่อมีการชำระบัญชีตอนเลิกกิจการผู้ลงทุนจะได้รับเงินทุนต่อหุ้นคืนเท่ากับมูลค่าตามบัญชี นอกจากนี้ผู้ลงทุนยังให้ความสำคัญกับกำไรสุทธิทางบัญชีเนื่องจากมองว่าเป็นผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับในการลงทุน เพราะ กำไรสุทธิทางบัญชีจะสะท้อนถึงกระแสเงินสดหรือเงินปันผลในอนาคตที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับ

King และ Langli (1998) ที่ทำการศึกษารายบริษัทของกลุ่มประเทศในยุโรป คือ เยอรมัน นอร์เวย์ และสหราชอาณาจักรในระยะเวลา 15 ปี (1982-1996) พบว่า ทั้งมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามพบความสามารถในการอธิบายร่วมของทั้งสองตัวแปรโดยประมาณอยู่ที่ 70% 60% และ 40% ในประเทศสหราชอาณาจักร นอร์เวย์ และเยอรมันตามลำดับ ซึ่งความสามารถร่วมในการอธิบายที่แตกต่างกันนี้ขึ้นอยู่กับระบบบัญชีที่แตกต่างกันในสามประเทศ โดยมูลค่าตามบัญชีสามารถอธิบายได้ดีกว่ากำไรสุทธิทางบัญชีในเยอรมันและนอร์เวย์ แต่สำหรับสหราชอาณาจักรแล้วกำไรสุทธิทางบัญชีสามารถอธิบายได้ดีกว่า

จะเห็นได้ว่า มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งงานวิจัยเหล่านี้พบว่า ทั้งกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีล้วนแล้วแต่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ แต่ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกำไรสุทธิทางบัญชีกับมูลค่าตามบัญชีมีมากน้อยแตกต่างกันไปตามประเทศที่ทำการศึกษา เนื่องจากระเบียบ กฎเกณฑ์ และระบบบัญชีที่มีความแตกต่างกันในแต่ละประเทศ

2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยจำนวนมากศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีกับราคาหลักทรัพย์ แต่ตามงานวิจัยของ Graham and King (2000) ได้ให้เหตุผลว่า เนื่องจากกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กันเองค่อนข้างสูง ดังนั้น การใช้กำไรส่วนเกินที่คาดเดาจากความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีได้น้อยกว่า หรือมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีต่ำกว่า แทนที่กำไรสุทธิทางบัญชีจึงอาจให้ผลการวิจัยที่ดีกว่า นอกจากนี้งานวิจัยของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ได้อ้างอิงงานวิจัยของ Frankel and Lee (1999) ที่ว่า กำไรส่วนเกินมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิอีกด้วย

Graham and King (2000) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าตามบัญชีและกำไรส่วนเกินเปรียบเทียบทั้ง 6 ประเทศในเอเชีย ได้แก่ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ ไต้หวัน รวมทั้งประเทศไทยด้วย ซึ่งในแต่ละประเทศมีแนวทางการปฏิบัติทางบัญชี โดยเฉพาะในเรื่องของความระมัดระวัง (Conservative) ที่แตกต่างกันไป โดยพบว่า มูลค่าทางบัญชีและกำไรส่วนเกินของทั้ง 6 ประเทศมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ สำหรับในส่วนของประเทศไทย Graham and King (2000) ทำการศึกษาในช่วงปี 1991-1995 พบว่า ในช่วงที่ทำการศึกษาความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่ำกว่ากำไรส่วนเกินเพียงเล็กน้อย (R^2 ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่ากับ 26.5% และ R^2 กำไรส่วนเกินต่อหุ้นเท่ากับ 26.7%) และความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของกำไรส่วนเกินมีแนวโน้มสูงขึ้น ในขณะที่ความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีมีแนวโน้มลดลงในแต่ละปีที่ทำการศึกษา ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ที่ทำการศึกษาในช่วงปี 2546-2550 ที่พบว่า มูลค่าตามบัญชีและกำไรส่วนเกินต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ แต่มูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ในช่วงที่ทำการศึกษาได้ดีกว่ากำไรส่วนเกินค่อนข้างมาก (R^2 ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเท่ากับ 22.6% และ R^2 กำไรส่วนเกินต่อหุ้นเท่ากับ 4.3%)

ดังนั้น สำหรับงานวิจัยชิ้นนี้จะทำการศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีโดยใช้ตัวแปรกำไรส่วนเกินที่ไม่ค่อยมีผู้ใช้ในการวิจัยแทนกำไรสุทธิซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่ใช้กัน และผู้วิจัยขอตั้งสมมติฐานงานวิจัยเพื่อยืนยันผลการศึกษาของภาวิณี (2552) ดังนี้

H1: มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรส่วนเกินต่อหุ้น

2.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชีกับโครงสร้างการถือ หุ้น

โครงสร้างการถือหุ้น (Ownership Structure) แบ่งออกเป็น 2 ลักษณะตามการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น คือ โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) และโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership)

กรัณทรรัตน์ บุญญวัฒน์และศักดา มาฉนวนพัฒน์ (2554) ได้กล่าวว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership) มักพบในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและอังกฤษ โดยแต่ละบริษัทจะมีผู้ถือหุ้นจำนวนมากราย ซึ่งแต่ละรายถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยมากในบริษัท ทำให้ต้องตั้งผู้บริหารที่มีความสามารถเข้ามาเป็นตัวแทนในการบริหารส่งผลให้เกิดความคล่องตัว และเนื่องด้วยผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีส่วนได้ส่วนเสียน้อยจึงมักละเลยการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ผู้บริหารมีอำนาจเต็มที่ในการบริหารงาน จะเห็นได้ว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวนี้แยกความเป็นเจ้าของ และอำนาจควบคุมออกจากกันอย่างชัดเจน ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจต่ำที่จะบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ แต่หากบริษัทมีกลไกหรือวิธีการจัดการปัญหาที่ดี เช่น ให้ผู้บริหารร่วมถือหุ้น จ่ายค่าตอบแทนพิเศษให้ผู้บริหารโดยผูกติดกับผลการดำเนินงาน ย่อมช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์นี้ได้ แต่อย่างไรก็ตามไม่สามารถกำจัดความขัดแย้งให้หมดไปได้ เนื่องจากหากใช้วิธีการดังกล่าว อาจทำให้ผู้บริหารมีสายตาที่สั้นมองแต่ผลประโยชน์ในระยะสั้นที่ตนจะได้รับ และเลือกใช้วิธีการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีทำให้คุณภาพของข้อมูลทางบัญชีต่ำลงได้

ในส่วนของโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) กรัณทรรัตน์ บุญญวัฒน์และศักดา มาฉนวนพัฒน์ (2554) ได้กล่าวว่า มักพบในแถบเอเชียและยุโรปบางประเทศ รวมทั้งประเทศไทยด้วย โดยมีผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือหลายรายมีจำนวนหุ้นหรือสิทธิออกเสียงที่มีสาระสำคัญ เรียกว่า ผู้ที่มีอำนาจควบคุมกิจการ (Controlling Shareholders) โดยผู้ที่มีอำนาจควบคุมจะเข้ามามีบทบาทในการบริหารและกำหนดนโยบาย เนื่องจากมีส่วนได้เสียกับกิจการมากผู้ที่มีอำนาจควบคุมเหล่านี้จึงให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการอย่างใกล้ชิด เพื่อรักษาผลประโยชน์ของตนที่ควรจะได้รับ ดังนั้น ตามทฤษฎีตัวแทนตัวการ ผู้ที่มีอำนาจควบคุมที่มีผลประโยชน์สอดคล้องกับบริษัทจึงมีแรงจูงใจทางด้านบวกที่จะยกระดับรายงานทางการเงินให้มีคุณภาพสูงขึ้น สอดคล้องกับ Alignment Effect

ถ้ามองอีกในมุมหนึ่ง สำหรับบริษัทที่มีโครงสร้างแบบกระจุกตัว ผู้ที่มีอำนาจควบคุมสามารถทราบข้อมูลภายในของกิจการได้ด้วยตนเองอยู่แล้ว เพราะ ในบางครั้งกลับได้เป็นผู้บริหารเสียเอง ทำให้ผู้ที่มีอำนาจควบคุมมีความจำเป็นที่ต้องใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินน้อย

กว่าผู้ใช้งบการเงินทั่วไป ประกอบกับผู้ที่มิอำนาจควบคุมมีส่วนในการจัดทำและมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกวิธีการทางบัญชีและนำเสนอข้อมูลในรายงานทางการเงินเองด้วย ทำให้ผู้มีอำนาจควบคุมอาจมีแรงจูงใจในการบิดเบือนข้อมูลทางการเงิน เพื่อแสวงหาผลประโยชน์ของตนและเอาเปรียบผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ทำให้คุณภาพของรายงานทางการเงินแย่งลง สอดคล้องกับ Entrenchment Effect

โดยมีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างการถือหุ้นกับคุณภาพของกำไร แล้วได้ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Alignment Effect เช่น Alves (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นกับการจัดการกำไรโดยใช้ตัวแทนเป็นรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) ในบริษัทที่ไม่ใช่บริษัททางการเงินของประเทศโปรตุเกสระหว่างปี 2002-2007 พบว่า การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการกระจุกตัวของโครงสร้างการถือหุ้น นั่นหมายความว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวช่วยให้คุณภาพของกำไรเพิ่มขึ้น โดยลดระดับของการจัดการกำไรลงได้ สอดคล้องกับ Jung and Kwon (2002) ที่ว่า หากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นจะช่วยให้ข้อมูลกำไรมีประโยชน์มากขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยของ Ali และคณะ (2008) ยังกล่าวว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวช่วยลดพฤติกรรม การตกแต่งกำไรของผู้บริหาร

อย่างไรก็ตามโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวอาจอยู่ภายใต้ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะใช้สิทธิในการควบคุมเพื่อสร้างผลประโยชน์ส่วนตัว จนบางครั้งเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย ในความเป็นจริงผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสามารถทำตามความต้องการของตนเอง โดยเข้าแทรกแซงการบริหารงานของบริษัท และสนับสนุนให้ผู้บริหารทำการตกแต่งกำไรเพื่อสร้างประโยชน์ส่วนตน ด้วยความที่ผู้บริหารกลัวผลกระทบเชิงลบต่อตนเองหากผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต้องการ ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจเพิ่มมากขึ้นในการทำการตกแต่งกำไร เป็นไปตาม Entrenchment Effect ตัวอย่างงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เช่น Kim and Yoon (2008) กล่าวว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดการกำไร สอดคล้องกับ Hashim & Devi (2008) พบว่า ในกรณีที่บริษัทมีกำไรในปัจจุบันต่ำกว่าเป้าหมายและต่ำกว่ากำไรปีก่อนหน้า ทำให้เกิดความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Block Ownership) กับการจัดการกำไร ซึ่งสอดคล้องกับคำกล่าวของ Abdullah and Nasir (2004) ที่ว่า ผู้บริหารที่มาจากบริษัทที่ยังมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมากเท่าไร ยังมีแนวโน้มที่จะทำการจัดการกำไร เนื่องจากมีแรงจูงใจในการแสดงผลกำไรที่สูงให้เป็นไปตามความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ดังนั้น งานวิจัย

ของ Hashim & Devi (2008) แสดงถึงโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวทำให้คุณภาพของรายงานทางการเงินของบริษัทในมาเลเซียต่ำลง

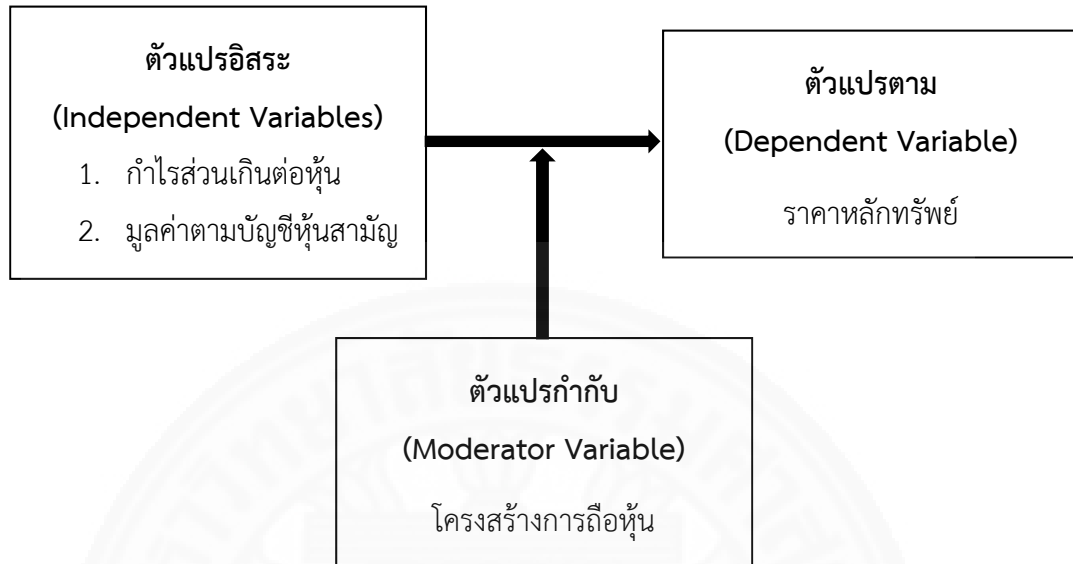
จะเห็นได้ว่า งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่เน้นการศึกษาเฉพาะความสัมพันธ์ของโครงสร้างการถือหุ้นกับคุณภาพของกำไร โดยใช้การตกแต่งกำไรซึ่งพิจารณาจากรายการคงค้างจากดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นตัวแปรที่แสดงถึงคุณภาพของกำไร หากข้อมูลกำไรมีคุณภาพต่ำ ย่อมหมายความว่า สามารถนำข้อมูลมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจได้ไม่ดีเท่าที่ควรจะเป็น เพราะไม่ได้สะท้อนถึงกำไรที่แท้จริง แสดงให้เห็นว่า ข้อมูลกำไรเหล่านั้นมีคุณค่าต่ำลง ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาโดยเชื่อมโยงระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางบัญชี โดยพิจารณาจากความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ (Adjusted R²) ของมูลค่าตามบัญชีและกำไรส่วนเกิน เนื่องจากงานวิจัยส่วนใหญ่มักใช้ตัววัดผลการดำเนินงานอย่างกำไรสุทธิทางบัญชีหรือมูลค่าตามบัญชีมาประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามโมเดลของ Ohlson (1995) แต่ไม่ได้คำนึงถึงว่า กำไรสุทธิทางบัญชีหรือมูลค่าตามบัญชีเหล่านั้นมีคุณค่าหรือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจแตกต่างกันไปตามโครงสร้างการถือหุ้นหรือไม่ ถ้าโครงสร้างการถือหุ้นที่กำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ต่ำ อาจจะไม่เหมาะสมที่จะนำโมเดลนี้มาใช้ในการประเมินราคาหลักทรัพย์ก็เป็นได้

งานวิจัยในต่างประเทศเพียงบางส่วนเท่านั้นที่ศึกษาถึงความสามารถในการอธิบายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันไปตามโครงสร้างการถือหุ้น คือ งานวิจัยของ Pathirawasan (2013) ที่ทำการศึกษาในประเทศศรีลังกา พบว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิทางบัญชี โดยบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวทั้งมูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิทางบัญชีสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Bae and Jeong (2007) พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวใน Chaebol (กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่ทรงอิทธิพลทางการค้าและการลงทุนในประเทศเกาหลีใต้) คุณภาพหรือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าทางบัญชีมีแนวโน้มต่ำกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว

ผู้วิจัยจึงขอตั้งสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างการถือหุ้น ดังนี้

H2: บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว กำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

2.3 กรอบแนวคิดงานวิจัย



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี 2548 – 2557 รวม 10 ปี ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต เนื่องจากงบการเงินของบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีการจัดประเภทรายการที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างจะไม่รวมบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน (Rehabilitation Company) เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีฐานะทางการเงินและผลดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด หรือฝ่าฝืน ละเลยการปฏิบัติตามข้อกำหนดอย่างร้ายแรง

กลุ่มตัวอย่างจะรวมเฉพาะบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม ทำให้สามารถเปรียบเทียบผลวิจัยได้ และเพื่อลดผลกระทบจากเหตุการณ์ที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในบริษัทที่มีวันสิ้นสุกรอบระยะเวลาบัญชีที่แตกต่างกัน นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างต้องมีข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครบทุกตัว

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยใช้ข้อมูลทุติยภูมิเก็บรวบรวมข้อมูลชื่อบริษัทจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) โดย

1. เก็บรวบรวมข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จาก SETSMART ซึ่งเก็บสถิติเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 – 2557 โดยจะเลือกเอาราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนมีนาคม เนื่องจากข้อมูลภายในงบการเงินเป็นที่รับทราบของผู้ถือหุ้นแล้ว ถึงแม้ว่า ตามคู่มือการนำส่งงบการเงินของบริษัทมหาชนจำกัดจะต้องเสนอและอนุมัติต่อที่ประชุมใหญ่ภายใน 4 เดือนนับแต่วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (ซึ่งในที่นี้กำหนดให้เลือกเฉพาะบริษัทที่มีวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ณ 31 ธันวาคม) จะต้องเลือกราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนเมษายน แต่ตามงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ใช้ราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนมีนาคม คาดว่าน่าจะเป็นเพราะบริษัทส่วนใหญ่มีการรายงานข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว

2. รวบรวมข้อมูลกำไรสุทธิทางบัญชีต่อหุ้นเพื่อนำมาคำนวณกำไรส่วนเกินต่อหุ้น รวมทั้งมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจากงบการเงินรวมใน SETSMART แต่ทั้งนี้จะเก็บข้อมูลเฉพาะปีที่บริษัทมีมูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 0 เนื่องจากหากส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่า 0 อาจแสดงถึงความเสี่ยงต่อการล้มละลายของบริษัท ทำให้ข้อมูลทางการบัญชีอาจไม่มีความน่าเชื่อถือ

3. รวบรวมระดับการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) จาก SETSMART โดยข้อมูลที่จะนำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างจะต้องมีเปอร์เซ็นต์การถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่น้อยกว่า 15 เปอร์เซ็นต์เป็นไปตามเกณฑ์ขั้นต่ำที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

3.3 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวกับความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ (Value Relevance) โดยการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและตัวแปรทางด้านบัญชี สามารถอธิบายผ่านสมการดังนี้

$$MVE = f(AI)$$

โดย MVE คือ มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น
AI คือ ข้อมูลทางการบัญชี

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ได้ประยุกต์นำโมเดลของ Ohlson (1995) เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลทางการบัญชีที่ประกอบด้วยกำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชี โดยตัวแบบนี้ถูกนำไปใช้ในหลายงานวิจัยไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Collins และคณะ (1997), King and Langli (1998), Bao and Chow (1999) และ Pathirawasam (2010) โดยโมเดลประยุกต์ของ Ohlson ที่ใช้กันมีดังนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดย P_{it} คือ ราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้นของบริษัท i ณ สิ้นเดือนมี.ค.
ถัดจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ t

$BVPS_{it}$ คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ t

EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i สำหรับปีที่ t

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนที่เกิดจากตัวแปรอื่นของบริษัท i
ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ t

งานวิจัยของภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ได้นำโมเดลข้างต้นมาใช้โดยเปลี่ยนจากกำไรต่อหุ้นเป็นกำไรส่วนเกินต่อหุ้น เนื่องจาก Frankel and Lee (1999) พบว่า กำไรส่วนเกินสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ากำไรสุทธิทางบัญชี และ Graham and King (2000) ได้ให้เหตุผลว่า กำไรสุทธิทางบัญชีและมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์กันเองค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชี ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำโมเดลดังกล่าวมาใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้ดังนี้

$$P_{it} = b_0 + b_1 BVPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$P_{it} = c_0 + c_1 REPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = d_0 + d_1 BVPS_{it} + d_2 REPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

โดย P_{it} คือ ราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้นของบริษัท i ณ สิ้นเดือนมี.ค.
ถัดจากวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ t

$BVPS_{it}$ คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ t

EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i สำหรับปีที่ t

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนที่เกิดจากตัวแปรอื่นของบริษัท i
ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ t

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.4.1 ตัวแปรตาม: ราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้น

ราคาหลักทรัพย์ต่อหุ้นใช้ ณ สิ้นเดือนมีนาคม เนื่องจากข้อมูลภายในงบการเงินเป็นที่รับทราบของผู้ถือหุ้นแล้ว ถึงแม้ว่า ตามคู่มือการนำเสนอข้อมูลการเงินของบริษัทมหาชนจำกัดจะต้องเสนอและอนุมัติต่อที่ประชุมใหญ่ภายใน 4 เดือนนับแต่วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (ซึ่งในที่นี้กำหนดให้เลือกเฉพาะบริษัทที่มีวันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี ณ 31 ธันวาคม) จะต้องเลือกราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนเมษายน แต่ตามงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ใช้ราคาหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนมีนาคม คาดว่าน่าจะเป็นเพราะบริษัทส่วนใหญ่มีการรายงานข้อมูลต่อผู้ถือหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าวเรียบร้อยแล้ว

3.4.2 ตัวแปรอิสระ

3.4.2.1 มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

3.4.2.2 ส่วนเกินกำไรต่อหุ้น

โดยกำไรส่วนเกินเท่ากับกำไรสุทธิส่วนที่เกินจากผลตอบแทนจากการลงทุนของมูลค่าตามบัญชี ณ วันต้นงวด ซึ่งคำนวณโดย

$$REPS_t = EPS_t - (r * BVPS_{t-1})$$

โดย $REPS_t$ คือ กำไรส่วนเกินต่อหุ้น สำหรับปีที่ t

EPS_t คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น สำหรับปีที่ t

r คือ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

$BVPS_{t-1}$ คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีปีที่ $t-1$

โดยในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้กำหนดให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเท่ากับ 10% ซึ่งสามารถดูวิธีการหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนได้ในภาคผนวก ก

3.4.3 ตัวแปรกำกับ: โครงสร้างการถือหุ้น

แบ่งออกเป็น 2 กลุ่มคือ โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวโดยใช้ค่า % Free Float เป็นตัวแบ่งโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว ทั้งนี้ค่า % Free Float ของบริษัทที่อยู่ระหว่างเดซิเดต์ที่ 0-1 จะถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว และค่า % Free Float ของบริษัทที่อยู่ระหว่างเดซิเดต์ที่ 9-10 จะถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว

ตามที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ให้คำนิยามของ % การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (% Free Float) ของหุ้นในแต่ละบริษัทจดทะเบียนว่า เป็นข้อมูลที่แสดงถึงจำนวนหุ้นที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงเพื่อการซื้อขายได้ปกติ โดยมีหลักการว่า Free Float เป็นหุ้นที่ไม่ได้ถือโดยนักลงทุนกลุ่ม Strategic Shareholder และไม่ได้เป็นหุ้นที่ซื้อคืน โดยที่ Strategic Shareholder คือ ผู้ลงทุนที่ถือหุ้นเพื่อการมีส่วนร่วมในการบริหารหรือเพื่อเชิงกลยุทธ์ทางธุรกิจ ซึ่งได้แก่กลุ่มผู้ถือหุ้น ดังต่อไปนี้

1. รัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และหน่วยงานของรัฐ
2. กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร 4 ระดับแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมารวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้องและบุคคลที่มีความสัมพันธ์
3. ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นมากกว่า 5% โดยนับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ยกเว้นผู้ถือหุ้นกลุ่มดังต่อไปนี้คือ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม และกองทุนที่ออกแบบมีภาระผูกพัน

4. ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม

5. ผู้ถือหุ้นที่มีข้อตกลงในการห้ามขายหุ้นภายในเวลาที่กำหนด

ซึ่งค่า Free Float ประมาณการจากข้อมูลปิดสมุดทะเบียนในการประชุมประจำปีผู้ถือหุ้นครั้งล่าสุดของแต่ละบริษัทในแต่ละปี และปรับปรุงค่าประมาณการ Free Float ในช่วงหลังปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้น ในกรณีสำคัญ ๆ ที่เกิดขึ้นระหว่างปี

จะเห็นได้ว่า Strategic Shareholder หรือผู้ลงทุนที่ถือหุ้นเพื่อการมีส่วนร่วมในการบริหารหรือเพื่อเชิงกลยุทธ์ของธุรกิจตามนิยามของ ก.ล.ต. สามารถสะท้อนถึงผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมที่จะเข้ามามีบทบาทในการบริหารหรือกำหนดนโยบายตามโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวได้ ซึ่งตามงานวิจัยของวศิน ทรรคนิยมศิลป์ (2557) ได้อ้างอิงถึงงานวิจัยของ Suntaree (2009) ที่ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศยุโรปถึงผลกระทบของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นต่อความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของข้อมูลทางการบัญชี โดยพบว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวทำให้กำไรต่อหุ้นอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้น้อยลง โดยใช้ค่า 1 - %Free Float เป็นตัวแทนของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงานหรือผู้ที่มีอำนาจควบคุมนั่นเอง

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและการทดสอบสมมติฐาน

1. การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรต่าง ๆ ที่เก็บรวบรวมได้ โดยแสดงค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อพิจารณาว่า ตัวแปรต่าง ๆ มีความสัมพันธ์กันหรือไม่ จากนั้นจึงใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ ทิศทาง และผลกระทบหรือค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นที่มีต่อตัวแปรตาม และค่าสัมประสิทธิ์ของการตัดสินใจ (Coefficient of Determination: R^2) เพื่อดูความสามารถในการอธิบายราคาของหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด และกลุ่มตัวอย่างที่ถูกแบ่งเป็นโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและกระจายตัวเพื่อนำมาเปรียบเทียบ

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะอธิบายถึงวิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย ดังนี้

4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ตามฐานข้อมูล SETSMART มีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2548 ถึง 2557 รวมทั้งสิ้น 4,688 ตัวอย่าง งานวิจัยชิ้นนี้ได้ตัดกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,591 ตัวอย่างออก เนื่องจากไม่เป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนด ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสมมติฐานข้อแรกจำนวนทั้งสิ้น 3,097 ตัวอย่าง โดยมีรายละเอียดแสดงตามตารางที่ 4.1 ดังนี้

ตารางที่ 4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสมมติฐานข้อแรก

| คำอธิบาย | จำนวน |
|--|-------|
| บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2548 ถึง 2557 | 4,688 |
| หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน | (519) |
| หัก บริษัทที่ไม่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด ณ วันที่ 31 ธันวาคม | (225) |
| หัก บริษัทในกลุ่มที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนและมีค่า Free Float ไม่ถึงเกณฑ์ที่กำหนด | (225) |
| หัก กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการศึกษา | (480) |
| กลุ่มตัวอย่างคงเหลือ | 3,239 |
| หัก กลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ผิดปกติ (Outliers) | (142) |
| กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา | 3,097 |

สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลที่ผิดปกติ (Outliers) คือ ข้อมูลของตัวแปรที่ใช้การศึกษาที่มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดร้อยละ 1 เพื่อให้ข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นมีลักษณะเข้าใกล้การแจกแจงแบบปกติมากที่สุด และเมื่อนำกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานข้อแรกที่เป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนดตลอดทั้ง 10 ปี มาแบ่งกลุ่มตามระดับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) โดยเลือกเฉพาะบริษัทที่มีระดับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยอยู่ระหว่างเดซิล์ที่ 0-1 และเดซิล์ที่ 9-10 ในแต่ละปีมาจัดกลุ่มเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวและบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวตามลำดับ ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างตามโครงสร้างการถือหุ้นกลุ่มละ 315 ตัวอย่าง เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานข้อที่สองโดยมีรายละเอียดแสดงตามตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาสมมติฐานข้อที่สอง

| ปี | จำนวนกลุ่มตัวอย่างแบ่งตาม % Free Float | |
|------|--|---|
| | เดซิล์ที่ 0-1 (โครงสร้างแบบกระจุกตัว) | เดซิล์ที่ 9-10 (โครงสร้างแบบกระจายตัว) |
| 2548 | 26 | 26 |
| 2549 | 29 | 29 |
| 2550 | 32 | 32 |
| 2551 | 31 | 31 |
| 2552 | 32 | 32 |
| 2553 | 32 | 32 |
| 2554 | 33 | 33 |
| 2555 | 33 | 33 |
| 2556 | 33 | 33 |
| 2557 | 34 | 34 |
| รวม | 315 | 315 |

4.2 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

| Variables | Mean | Min | Max | S.D. |
|-----------|--------|--------|---------|--------|
| P | 21.018 | 0.210 | 416.000 | 39.026 |
| BVPS | 14.701 | 0.120 | 193.800 | 23.785 |
| REPS | 0.126 | -9.116 | 16.420 | 2.196 |
| FF | 40.376 | 15.000 | 100.000 | 16.558 |

จากตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาพบว่า ราคาปิดของหลักทรัพย์ (P) ณ สิ้นเดือนมีนาคม ซึ่งเป็นตัวแปรตามมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 21.018 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.21 บาทต่อหุ้น ค่าสูงสุดเท่ากับ 416 บาทต่อหุ้น และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 39.026 บาทต่อหุ้น ในขณะที่ตัวแปรอิสระ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.701 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.120, 193.8 และ 23.785 ตามลำดับ ส่วนกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.126 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ -9.116, 16.420 และ 2.196 ตามลำดับ นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษามีระดับการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อยเฉลี่ยอยู่ที่ 40.376% โดยบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีระดับการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำสุด สูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 15, 100 และ 16.558 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างแบ่งตามโครงสร้างการถือหุ้น

| Structure | Concentrated Ownership | | | | Dispersed Ownership | | | |
|-----------|------------------------|-------|--------|-------|---------------------|-------|--------|-------|
| | Mean | Min | Max | S.D. | Mean | Min | Max | S.D. |
| P | 34.57 | 0.84 | 396.00 | 55.96 | 12.44 | 0.22 | 416.00 | 40.76 |
| BVPS | 29.90 | 0.15 | 251.23 | 40.42 | 6.93 | 0.12 | 126.25 | 15.84 |
| REPS | -0.09 | -8.92 | 17.74 | 3.13 | 0.22 | -6.04 | 16.42 | 2.13 |
| FF | 18.17 | 15.00 | 23.56 | 2.21 | 73.97 | 61.81 | 100.00 | 9.32 |

จากตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวพบว่า ราคาปิดของหลักทรัพย์ (P) ณ สิ้นเดือนมีนาคม ซึ่งเป็นตัวแปรตามมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 34.57 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.84, 396 และ 55.96 ตามลำดับ ในขณะที่ตัวแปรอิสระ มูลตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 29.90 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.15, 251.23 และ 40.42 ตามลำดับ ส่วนกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.09 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ -8.92, 17.74 และ 3.13 ตามลำดับ นอกจากนี้บริษัทในกลุ่มตัวอย่างนี้มีระดับการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อยเฉลี่ยอยู่ที่ 18.17% โดยมีระดับการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำสุด สูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 15, 23.56 และ 2.21 ตามลำดับ

ส่วนบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวพบว่า ราคาปิดของหลักทรัพย์ (P) ณ สิ้นเดือนมีนาคม ซึ่งเป็นตัวแปรตามมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.44 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.22, 416 และ 40.76 ตามลำดับ ในขณะที่ตัวแปรอิสระ มูลตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.93 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.12, 126.25 และ 15.84 ตามลำดับ ส่วนกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.22 บาทต่อหุ้น โดยมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ -6.04, 16.42 และ 2.13 ตามลำดับ นอกจากนี้บริษัทในกลุ่มตัวอย่างนี้มีระดับการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อยเฉลี่ยอยู่ที่ 73.97% โดยมีระดับการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำสุด สูงสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 61.81, 100 และ 9.32 ตามลำดับ

4.3 การวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

4.3.1 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ในเบื้องต้นจะวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) ในการวิเคราะห์ ซึ่งได้ผลลัพธ์ตามตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)

| Variables | P | BVPS | REPS |
|-----------|----------|----------|------|
| P | 1 | | |
| BVPS | 0.721*** | 1 | |
| REPS | 0.569*** | 0.228*** | 1 |

*** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

จากตารางที่ 4.5 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ ทั้งมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) และกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) ล้วนแล้วแต่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กล่าวคือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) และกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเองพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีความสัมพันธ์อยู่ที่ 0.228 ซึ่งถือว่าน้อยมากเมื่อเปรียบเทียบกับความสัมพันธ์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ที่มีความสัมพันธ์สูงถึง 0.800 (ไม่ได้แสดงผลการวิเคราะห์ในตาราง) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Graham and King (2000) และ ภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) ที่ได้นำกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) มาใช้แทนกำไรต่อหุ้น (EPS) เนื่องจากตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันสูงอาจส่งผลกระทบต่อผลการวิเคราะห์ผลของสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)

นอกจากนี้เพื่อให้มั่นใจว่าตัวแปรอิสระทั้งสองตัวไม่ก่อให้เกิดปัญหาที่ตัวแปรเกิดความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) จึงได้ทำการทดสอบโดยใช้ค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งผลการทดสอบเป็นไปตามตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ

| Variables | Collinearity Statistics | |
|-----------|-------------------------|-------|
| | Tolerance | VIF |
| BVPS | 0.948 | 1.055 |
| REPS | 0.948 | 1.055 |

Dependent Variable: P

ผลการทดสอบตามตารางที่ 4.5 พบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวไม่เข้าใกล้ 0 และไม่มีตัวแปรใดที่มีค่า VIF เกิน 3 ดังนั้น จึงไม่เกิดปัญหาตัวแปรที่เกิดความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) ระหว่างตัวแปรอิสระ

4.3.2 การวิเคราะห์การถดถอยของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (Regression Analysis)

ตารางที่ 4.7 การวิเคราะห์การถดถอยของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

| | No. | (Constant) | BVPS | REPS | Adjusted R ² |
|----------------------|-------|----------------------|---------------------|----------------------|-------------------------|
| Model 1 ^a | 3,097 | 3.621*** (0.000) | 1.183*** (0.000) | | 0.520 |
| Model 2 ^b | 3,097 | 19.740*** (0.000) | | 10.111*** (0.000) | 0.324 |
| Model 3 ^c | 3,097 | 5.008*** (0.000) | 1.024*** (0.000) | 7.585*** (0.000) | 0.693 |

*** Correlation is significant at the 0.01 level, Dependent Variable: P

a Model 1: $P_{it} = b_0 + b_1BVPS_{it} + \varepsilon_{it}$ b Model 2: $P_{it} = c_0 + c_1REPS_{it} + \varepsilon_{it}$ c Model 3: $P_{it} = d_0 + d_1BVPS_{it} + d_2REPS_{it} + \varepsilon_{it}$

จากตารางที่ 4.7 ได้ทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย (Simple Linear Regression) กับตัวแบบที่ 1 โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 3,097 ตัวอย่างพบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ทั้งนี้มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงถึง 52.00% ในขณะที่เมื่อทำการวิเคราะห์ตัวแบบที่ 2 พบว่า ถ้าไรส่วนเกินต่อหุ้น (REPS) มีความสัมพันธ์

เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ (P) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 เช่นเดียวกัน แต่กำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์เพียง 32.40% ซึ่งน้อยกว่าความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นอยู่ 19.60% สอดคล้องกับงานวิจัยของ ภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร (2552) และเป็นการสนับสนุนสมมติฐาน H1 ที่ว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่ากำไรส่วนเกินต่อหุ้น

นอกจากนี้เมื่อทำการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) กับตัวแบบที่ 3 พบว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีความสามารถร่วมในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงถึง 69.30% ทั้งนี้ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น กล่าวคือ การเพิ่มมูลค่าตามบัญชีเข้าไปในตัวแบบรวมที่ 3 ทำให้ตัวแบบมีความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้เพิ่มขึ้นเท่ากับ 36.90% ($69.30\% - 32.40\%$) ในขณะที่กำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ส่วนเพิ่มเพียง 17.30% ($69.30\% - 52.00\%$)

4.3.3 การวิเคราะห์การถดถอยตามโครงสร้างการถือหุ้น (Regression Analysis)

ตารางที่ 4.8 การวิเคราะห์การถดถอยตามโครงสร้างการถือหุ้น

| | Concentrated Ownership | | | | | Dispersed Ownership | | | | |
|----------------------|------------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| | N | (Constant) | BVPS | REPS | Adj. R ² | N | (Constant) | BVPS | REPS | Adj. R ² |
| Model 1 ^a | 315 | 0.616 (0.784) | 1.135*** (0.000) | | 0.671 | 315 | -3.271*** (0.006) | 2.265*** (0.000) | | 0.774 |
| Model 2 ^b | 315 | 35.378*** (0.000) | | 8.942*** (0.000) | 0.248 | 315 | 8.938*** (0.000) | | 16.079*** (0.000) | 0.706 |
| Model 3 ^c | 315 | 4.387** (0.024) | 1.026*** (0.000) | 5.639*** (0.000) | 0.764 | 315 | 0.439 (0.644) | 1.470*** (0.000) | 8.303*** (0.000) | 0.867 |

***, **, * Correlation is significant at the 0.01, 0.05, 0.1 level respectively, Dependent Variable: P

a Model 1: $P_{it} = b_0 + b_1BVPS_{it} + \varepsilon_{it}$

b Model 2: $P_{it} = c_0 + c_1REPS_{it} + \varepsilon_{it}$

c Model 3: $P_{it} = d_0 + d_1BVPS_{it} + d_2REPS_{it} + \varepsilon_{it}$

จากตารางที่ 4.8 ซึ่งทำการวิเคราะห์การถดถอยของราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นเปรียบเทียบกันในสองกลุ่มตัวอย่างระหว่างบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) และบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership) โดยมีกลุ่มตัวอย่างกลุ่มละ 315 ตัวอย่าง เมื่อพิจารณาความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีตามโครงสร้างการถือหุ้นพบว่า โดยภาพรวมแล้วข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวมีคุณค่าหรือเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจมากกว่า โดยสามารถสะท้อนราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่า เห็นได้จากค่า Adjusted R^2 ของตัวแบบที่ 1-3 ในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวล้วนมีค่ามากกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

เมื่อวิเคราะห์การถดถอยตามตัวแบบที่ 1 พบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นทั้งสองแบบ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่ค่า Adjusted R^2 ของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวอยู่ที่ 0.774 ในขณะที่บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.671 นั่นคือ สำหรับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว 10.30% และเมื่อวิเคราะห์การถดถอยตามตัวแบบที่ 2 พบว่า กำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นทั้งสองแบบ แต่ค่า Adjusted R^2 ของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวอยู่ที่ 0.706 ซึ่งมากกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่มีค่า Adjusted R^2 เพียง 0.248 อยู่ 0.458 นั่นคือ บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว กำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวถึง 45.80%

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาตัวแบบที่ 3 ยังให้ผลเป็นไปในแบบเดียวกับตัวแบบที่ 1 และ 2 อีกด้วย กล่าวคือ บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถรวมในการอธิบายราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวอยู่ 10.30% (86.70% - 76.40%) ซึ่งที่กล่าวมาทั้งหมดล้วนเป็นการสนับสนุนสมมติฐาน H2 ที่ว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว กำไรส่วนเกินและมูลค่าตามบัญชีมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผลการศึกษานี้เป็นหลักฐานชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีคุณภาพของข้อมูลมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นต่ำกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว อาจสะท้อนได้ถึงการกำกับดูแลกิจการที่แยกว่าของโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ทำให้ข้อมูลทางการบัญชีมีคุณค่าหรือเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจน้อยกว่า

ท้ายที่สุดพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นทั้งสองแบบมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น
ต่างมีคุณค่าหรือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจมากกว่ากำไรส่วนเกินต่อหุ้นซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน
H1 อีกด้วย



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ในส่วนนี้จะนำเสนอผลสรุปของการศึกษาเรื่อง โครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี พร้อมทั้งอภิปรายผลที่อาจเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงินและผู้ออกมาตราฐานหรือกำกับดูแลกิจการ นอกจากนี้ยังกล่าวถึงข้อจำกัดของงานวิจัย และข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคตตามลำดับ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2548 – 2557 โดยเก็บข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 3,097 ตัวอย่างสำหรับการทดสอบความมีคุณค่าหรือความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของข้อมูลทางการบัญชี และมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 630 ตัวอย่างสำหรับการทดสอบผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นต่อความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี โดยกลุ่มตัวอย่างถูกจัดเป็นกลุ่มที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) และโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership) อย่างละ 315 ตัวอย่างตามระดับการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float)

ในการศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีนั้น ผู้วิจัยได้เลือกใช้ตัวแปรอิสระคือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book Value per Share) และกำไรส่วนเกินต่อหุ้น (Residual Earnings per Share) เพื่อพิจารณาว่าข้อมูลทางการบัญชีเหล่านี้มีคุณค่าและความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจมากน้อยเพียงใด ซึ่งมีตัวแปรตามคือ ราคาหลักทรัพย์ (Price) โดยใช้แบบจำลองของ Ohlson ในการพิจารณาความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีจากค่า Adjusted R^2 ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอย และทำการเปรียบเทียบค่าที่ได้ในกรณีที่บริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันไป

ผลจากการวิเคราะห์ความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2548 – 2557 พบว่า ทั้งมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมูลค่า

ตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นต่างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดี แต่ความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นนั้นสูงกว่ากำไรส่วนเกินต่อหุ้น

ส่วนผลจากการวิเคราะห์โครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2548 – 2557 นั้นพบว่าไม่ว่าบริษัทจะมีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวหรือโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว ข้อมูลทางการบัญชีอย่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นต่างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งข้อมูลทางการบัญชีของโครงสร้างการถือหุ้นทั้งสองลักษณะต่างมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ทั้งสิ้น แต่โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์มากกว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

ผลที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ สามารถเป็นแนวทางให้ผู้ใช้งบการเงิน ไม่ว่าจะเป็นผู้ลงทุน นักวิเคราะห์งบ หรือเจ้าหน้าที่เข้าใจถึงประโยชน์หรือความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชีมากยิ่งขึ้น และนำผลที่ได้จากการศึกษาไปใช้ในพิจารณาประกอบการตัดสินใจลงทุนต่าง ๆ ในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันไป นอกจากนี้ยังอาจเป็นแนวทางให้ผู้ออกมาตราฐานหรือผู้กำกับดูแลกิจการนำไปใช้อ้างอิงเพื่อประโยชน์ในการพัฒนามาตรฐาน ออกกฎเกณฑ์ รวมทั้งกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกัน เพื่อให้ข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทเหล่านั้นสามารถสะท้อนถึงความมีคุณค่าและความเกี่ยวข้องกับความคิดเห็นได้ดีที่สุด

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

5.2.1 งานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้ทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต เนื่องจากงบการเงินของบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีการจัดประเภทรายการที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป ทำให้ผลการศึกษาที่ได้นี้ไม่สามารถนำไปใช้เป็นผลสรุปสำหรับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมดังกล่าวได้

5.2.2 งานวิจัยชิ้นนี้ได้กำหนดให้ใช้ค่าเฉลี่ยที่ดีที่สุดของอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในการคำนวณกำไรส่วนเกินต่อหุ้น โดยใช้อัตราที่เท่ากันในทุกปีและทุกบริษัทที่ทำการศึกษา ซึ่งในความเป็นจริงแล้วอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในแต่ละปีและแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษาอาจมีความแตกต่างกันออกไป

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

5.3.1 ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในเรื่องของโครงสร้างผู้ถือหุ้น กับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี เพื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษากับงานวิจัยชิ้นนี้ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ว่าเป็นในแนวทางเดียวกันหรือไม่ แตกต่างกันด้วยสาเหตุใด เพื่อใช้เป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงิน รวมทั้งผู้กำกับดูแลต่าง ๆ

5.3.2 เนื่องจากงานวิจัยชิ้นนี้มุ่งเน้นไปที่ข้อมูลทางการบัญชีเฉพาะมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และกำไรส่วนเกินต่อหุ้นที่แตกต่างกันไปตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว งานวิจัยในอนาคตอาจทำการศึกษาโดยใช้วิธีแบ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างออกไป เช่น โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัว นอกจากนี้ยังสามารถทำการศึกษาโดยเพิ่มตัวแปรข้อมูลทางการบัญชีอื่นที่คาดว่าจะส่งผลต่อการประเมินราคาหลักทรัพย์ เช่น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อให้ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษามีความสามารถในการอธิบายได้ดียิ่งขึ้น

5.3.3 การศึกษาในอนาคตอาจเพิ่มปัจจัยควบคุมอื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นและกำไรส่วนเกินต่อหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ลงในตัวแบบที่ใช้ทำการศึกษา เช่น ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโตของบริษัท สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ เป็นต้น เพื่อให้ผลการศึกษามีชัดเจนมากยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

บทความวารสาร

- กรัณขรัตน์ บุญญวัฒน์, และศักดิ์ดา มาถนอวัฒน์. (2554). โครงสร้างการถือหุ้นและคุณภาพของรายงานทางการเงิน. *วารสารนักบริหาร*, 31(2), 152-158.
- ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. (2554). การศึกษามูลค่าทางบัญชีและกำไรทางบัญชีในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัย*, 70-78.
- สัจจวัฒน์ จันทร์หอม, และศิลปพร ศรีจันทะพร. (2555). คุณภาพกำไรของบริษัทครอบครัวไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 21, 78-88.

วิทยานิพนธ์

- ภาวิณี ศักดิ์บุรณาเพชร. (2552). การศึกษาความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี โดยใช้ Edwards-Bell-Ohlson (EBO) Model. (การศึกษาด้วยตนเองปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, ภาควิชาบัญชี.
- วศิน ทรรคนิยมศิลป์. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะของคณะกรรมการ และโครงสร้างการถือหุ้นกับความมีคุณค่าของข้อมูลทางการบัญชี: กรณีศึกษาประเทศไทย. (การศึกษาด้วยตนเองปริญญาโทมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, ภาควิชาบัญชี.

Articles

- Abdullah, S.N. and Nasir, N.M. (2004). Accrual management and the independence of the board of directors and audit committees. *IJUM Journal of Economics and Management*, 12(1), 49-80.

- Ali, S.M., Salleh, N.M., & Hassan, M.S. (2008). Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: the size effect. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(2), 89-116.
- Alves, S. (2012). Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 6(1), 57-73.
- Bae, K.H., & Jeong, S.W. (2007). The value-relevance of earnings and book value, ownership structure, and business group affiliation: Evidence from Korean Business Groups. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(5), 740-766.
- Bao, B. H., & Chow, L. (1999). The usefulness of earnings and book values for equity valuation in emerging capital markets: evidence from listed companies in the People's Republic of China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10, 85-104.
- Collins, D.W., Maydew, E.L., & Weiss, S.I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1), 39-67.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Fan, J. and T. J. Wong. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting & Economics*, 33, 401-425.
- Frankel, R., & Lee, C. M. C. (1999). Accounting diversity and international valuation. Working paper. University of Michigan and Cornell University.
- Graham, R., & King, R. (2000). Accounting practices and the market valuation of accounting numbers: Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, and Thailand. *The International Journal of Accounting*, 35(4), 445-470.

- Hashim, H.A., & Devi, S.S. (2008). Board Independence, CEO Duality and Accrual Management: Malaysian Evidence. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(1), 27-46.
- Jung, K., & Kwon, S. Y. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(3), 301-325.
- Kim, H.J., & Yoon, S.S. (2008). The impact of corporate governance on earnings management in Korea. *Malaysian Accounting Review*, 7(1), 43-59.
- King, R.D., & Langli, J.C. (1998). Accounting diversity and firm valuation. *International Journal of Accounting*, 33(4), 529-567.
- Ohlson, J.A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Pathirawasam, C. (2010). Value relevance of accounting information: evidence from Sri-Lanka. *International Journal of Research in Commerce & Management*, 8(1), 13-20.
- Pathirawasam, C. (2013). The value relevance of earnings and book value: The importance of ownership concentration and firm size. *Journal of competitiveness*, 5(2), 98-107.
- Warfield, T., Wild, J. and Wild, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61-91.

Thesis

- Suntaree Patpanichchot. (2009). *The effect of accounting standards versus institutional features on value relevance of accounting information: European Union setting*. DBA Dissertation, Chulalongkorn University, Thammasat University, and National Institute of Development Administration.

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

การหาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

ผู้วิจัยได้กำหนดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเพื่อใช้ในการคำนวณกำไรส่วนเกินต่อหุ้น โดยการนำข้อมูลตัวแปรจากกลุ่มตัวอย่างที่เก็บรวบรวมได้ทั้งหมดมาทำการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation) เปรียบเทียบระหว่างกำไรส่วนเกินต่อหุ้นเมื่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหรือ $r = 5\%$, 10% , 11% , 12% , 13% , 14% และ 15% ตามลำดับ พบว่า เมื่อ $r = 10\%$, 11% , 12% และ 13% กำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นน้อยอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับความสัมพันธ์ของกำไรต่อหุ้นและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่มีความสัมพันธ์สูงถึง $.798$ (ไม่ได้แสดงผลการวิเคราะห์ในตาราง)

Correlations

| Variables | P | BVPS | REPS 5% | REPS 10% | REPS 11% | REPS 12% | REPS 13% | REPS 14% | REPS 15% |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| P | 1 | .746** .000 | .770** .000 | .601** .000 | .550** .000 | .494** .000 | .434** .000 | .371** .000 | .307** .000 |
| BVPS | .746** .000 | 1 | .634** .000 | .328** .000 | .250** .000 | .169** .000 | .086** .000 | .003 .858 | -.078** .000 |

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

เมื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยเปรียบเทียบกำไรส่วนเกินต่อหุ้น เมื่อ $r = 10\%$, 11% , 12% และ 13% พบว่า กำไรส่วนเกินต่อหุ้น เมื่อ $r = 10\%$, 11% , 12% และ 13% มีความสามารถร่วมกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ใกล้เคียงกัน แต่เมื่อ $r = 10\%$ กำไรส่วนเกินต่อหุ้นมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด (ดูได้จากตารางหน้าถัดไป) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงใช้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (r) เท่ากับ 10% ในการคำนวณหากำไรส่วนเกินต่อหุ้นในทุกตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

Regression Analysis

| | | Adjusted R ² | | | |
|----------------------|-------|-------------------------|----------|----------|----------|
| | N | REPS 10% | REPS 11% | REPS 12% | REPS 13% |
| Model 2 ^a | 3,239 | 0.361 | 0.302 | 0.243 | 0.188 |
| Model 3 ^b | 3,239 | 0.698 | 0.696 | 0.695 | 0.693 |

a Model 2: $P_{it} = c_0 + c_1REPS_{it} + \varepsilon_{it}$

b Model 3: $P_{it} = d_0 + d_1BVPS_{it} + d_2REPS_{it} + \varepsilon_{it}$



ประวัติผู้เขียน

| | |
|----------------|---|
| ชื่อ | นางสาวลออรัตน์ จงจตุตินนท์ |
| วันเดือนปีเกิด | 31 กรกฎาคม 2534 |
| วุฒิการศึกษา | ปีการศึกษา 2557: บัณฑิตบัณฑิต (การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ |

