



ร่วมกับ



National Research Alliance Dialogue on Corporate Governance 2016

Tuesday 15th November 2016

Sasin Hall, Sasin Graduate Institute of Business

Administration of Chulalongkorn University

เอกสารประกอบการประชุม

National Research Alliance Dialogue on
Corporate **G**overnance **2016**

บทนำ

ด้วยสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) มีภารกิจหลักในการพัฒนาและส่งเสริมให้เกิดการดำเนินธุรกิจตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งที่ผ่านมา IOD ได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนเป็นหลัก จนปัจจุบัน การกำกับดูแลกิจการในบริษัทจดทะเบียนไทยได้รับการยอมรับทั้งจากภายในและต่างประเทศว่ามีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม IOD ตระหนักถึงความสำคัญของการส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการในวงกว้างมากขึ้น จึงได้ร่วมกับมหาวิทยาลัยชั้นนำต่างๆ จัดการประชุมวิชาการว่าด้วยการกำกับดูแลกิจการ ประจำปี 2559 ซึ่งเป็นครั้งที่สามนับตั้งแต่ดำเนินโครงการมาเป็นประจำทุกปี และได้เปิดรับผลงานวิชาการและผลงานวิจัยที่มีเนื้อหาเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ/ธรรมาภิบาล (Corporate Governance) และจัดงานสัมมนาในหัวข้อ “National Research Alliance Dialogue on Corporate Governance 2016” เพื่อเป็นเวทีในการเผยแพร่ผลงานวิชาการและผลงานวิจัยทางด้าน การกำกับดูแลกิจการ/ธรรมาภิบาล และแลกเปลี่ยนเรียนรู้ผลงานคุณภาพของกรรมการ ผู้บริหาร นักวิชาการ นักวิจัย อาจารย์ นิสิต นักศึกษาและบุคคลทั่วไปที่สนใจ อีกทั้งเพื่อเป็นการกระตุ้นและสร้างแรงบันดาลใจให้เห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ

สารบัญ

กำหนดการ	6
เอกสารประกอบการนำเสนองานวิจัย	
Sufficiency Economy Philosophy and Firm Risks	8
<i>By Pattanaporn Chatjuthamard, Vacin Lawatanatrakul, Nick Pisalyaput, and Vasu Srivibha Sasin Graduate Institute of Business Administration of Chulalongkorn University</i>	
Organizational Citizenship Behavior and Intension to Search and Intention to Leave: A Comparative Study of Thai and Chinese Employees	24
<i>By Weidong Qu, Dhurakij Pundit University</i>	
การบริหารกำไร เชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์ ของกิจการที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย	40
<i>โดย วาสุกาญจน์ งามโฉม วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์</i>	
คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน	58
<i>โดย ดารารัตน์ สุขแก้ว วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์</i>	
ผลกระทบของลักษณะผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย	67
<i>โดย กรรณิการ์ นามวงศ์ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์</i>	
Estimating the effect of board independence on managerial ownership using a quasi-natural experiment	83
<i>By Kridsda Nimmanunta and Pornsit Jiraporn, NIDA Business School, National Institute of Development Administration</i>	

กำหนดการ

- 09.00-09.30 ลงทะเบียน
- 09.30-10.15 กล่าวเปิดประชุมพร้อมปาฐกถาพิเศษ หัวข้อ **อาจารย์ป่วย บุคคลต้นแบบ "ธรรมาภิบาล"**
โดย ดร. บัณฑิต นิจถาวร
กรรมการผู้อำนวยการ สถาบันกรรมการบริษัทไทย
- 10.15-12.00 การเสวนา **"ธรรมาภิบาลกับ 100 ปีชาตกาล ดร. ป่วย อึ้งภากรณ์"**
คณะผู้อภิปราย:
 - ดร. เตือนเด่น นิคมบริรักษ์
ผู้อำนวยการวิจัย ด้านการบริหารจัดการระบบเศรษฐกิจ สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (TDRI)
 - รศ. ดร. วรากรณ์ สามโกเศศ
อธิการบดีกิตติมศักดิ์ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
 - ดร. บัณฑูร เศรษฐศิโรตม์
ผู้อำนวยการ สถาบันธรรมรัฐเพื่อการพัฒนาสังคมและสิ่งแวดล้อม
 - คุณศิริชัย สาครรัตนกุล
กรรมการ บริษัท จุฬานาวี จำกัด (มหาชน)ดำเนินการเสวนา โดย รศ. ดร. นริศ ชัยสุตร
กรรมการสภามหาวิทยาลัยผู้ทรงคุณวุฒิ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- 12.00-13.00 พักรับประทานอาหารกลางวัน
- 13.00-13.15 Sufficiency Economy Philosophy and Firm Risks
โดย Vacin Lawatanatrakul
สถาบันบัณฑิตบริหารธุรกิจศศินทร์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- 13.15-16.00 การนำเสนอผลงานวิจัย
Session Chair: รศ.ดร. ธาตรี จันทระโคติภา คณะเศรษฐศาสตร์
- งานวิจัยที่ 1 Organizational Citizenship Behavior and Intension to Search and Intention to Leave: A Comparative Study of Thai and Chinese Employees
โดย Weidong Qu
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
- งานวิจัยที่ 2 การบริหารกำไร เชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์ ของกิจการที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของประเทศไทย
โดย นางสาววาสุภาภรณ์ งามโฉม
อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ
วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

กำหนดการ (ต่อ)

13.15-16.00	งานวิจัยที่ 3	คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล ในการลดปัญหาตัวแทน โดย นางดารารัตน์ สุขแก้ว อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
	งานวิจัยที่ 4	ผลกระทบของลักษณะผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผล ต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดย นางกรรณิการ์ นามวงศ์ อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
	งานวิจัยที่ 5	Estimating the effect of board independence on managerial ownership using a quasi-natural experiment โดย ดร. กฤษฎา นิมนานันท์ ผู้อำนวยการโครงการ Professional MBA คณะบริหารธุรกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์
16.00-16.30	พิธีมอบรางวัล	
16.30	ปิดงาน	



Sufficiency Economy Philosophy and Firm Risks

Pattanaporn Chatjuthamard, Vacin Lawatanatrakul, Nick Pisalyaput, and Vasu Srivibha

Sasin Graduate Institute of Business Administration of Chulalongkorn University

ABSTRACT

Using data from Thailand, we designed and created our Sufficiency Economy Philosophy score (SEP score) that measures the extent to which a firm is aligned with Sufficiency Economy Philosophy. We find that our SEP score has a negative relationship with firm-specific risk measured by the standard deviation of residuals from the market model. However we find no relationship between SEP score with neither market risk nor other measures of firms' performance. The findings support the notion that alignment with Sufficiency Economy Philosophy could reduce risk without sacrificing performance, it leads to sustainability, and that Sufficiency Economy Philosophy practices are well aligned with shareholders' interests.

We believe that following the popular Sufficiency Economy Philosophy will lead us to sustainability, yet, to the best of our knowledge, there is no research study to quantitatively support our beliefs. This is no surprise since Sufficiency Economy Principle, popularized by His Majesty King Bhumibol Adulyadej (King Rama IX of Thailand), is a new theory, a very distinctive Buddhist-inspired Thai response to the shock that occurred with the Asian Financial Crisis of 1997.

"...The definition of the term "Sufficiency Economy" cannot yet be found in any economics textbook. That is no surprise since it is a new theory — so new and innovative it has not been included in textbooks. Economic experts and those who are interested, however, can use it, modify it or apply its principles in an effort to improve the country's economy as well as that of the world..." H.M. The King's Address delivered on the Occasion of His Birthday Anniversary on 23 December 1999.

The overall concept of the Sufficiency Economy Philosophy may be condensed into 3 core components of moderation, reasonableness, and self-immunity (or self-resilience). The 3 core components must exist with the 2 necessary underlying conditions of knowledge and integrity (or moral) in order to achieve balanced growth and sustainability.

In this study, following its 3 core components and 2 necessary conditions, we design a measure called Sufficiency Economy Philosophy score (SEP score) to quantitatively measure the extent to which corporations are aligned with Sufficiency Economy Philosophy. Then we examine the relationships between SEP score and several risk measures. If Sufficiency Economy Philosophy leads to sustainability, it should help in risk reduction for firms who deploy the principle. We find a negative relationship between SEP score and a measure of firm-specific risk, which supports the notion that Sufficiency Economy Philosophy leads to sustainability.

When seeing that "moderation" is one of the philosophy's core components, some may question whether the philosophy is anti-business or anti-development. So, we examine the relationships between SEP score and several firm's performance measures. We find no evidence that deploying Sufficiency Economy Philosophy hurts firm's performance. The principles of Sufficiency Economy are not anti-development, but rather they are an injunction for doing business in a certain ethical respectful and moderate manner.

Despite the simplicity of the experiment and the smallness of its sample size due to time and budget limitations, this paper is intended to be a pilot version which call attention for further full-scale investigations into this pearl of Eastern wisdom, the Sufficiency Economy Philosophy.

Theory and background are discussed in Section I, while data and methodology are presented in Section II. Section III shows our results, and then we conclude in Section IV.

I. Theory and Institutional Background

Sufficiency Economy Philosophy

Sustainability always carries different meanings for different people. It is the concept that evolves over time and requires long term commitment for achieving its target. In the report "Our Common Future" by World Commission on Environment and Development (WCDE) in 1983, it originated the most often quoted definition of sustainable development as a development that "meets the needs of the present without compromising the ability of the future generations to meet their own needs."

According to International Institute for Sustainable Development, sustainable enterprise is defined as "For the business enterprise, sustainable development means adopting business strategies and activities that meet the needs of the enterprise and its stakeholders today while protecting, sustaining and enhancing the human and natural resources that will be needed in the future." It is imperative that responsible business maintains its economic strength and viability to sustain firms' value. Its objective is to provide value to society through wealth creation of its stakeholder.

However, the past global financial crisis explicitly demonstrated an imbalance between profitability and corporate citizenship. More profoundly, the reputation of traditional business practice, widely adopted by many managers, has proven an existence of fragile mindset and values, which come into visible as irresponsible business.

Sufficiency Economy Philosophy was introduced over the years - conspicuously during His Majesty the King Bhumibhol Adulyadej's annual addresses and exigently embodied in His Majesty's myriads of sustainable development projects, especially in neglected rural areas---above the backdrop of Thailand (in particular) and collective humanity (in general) progressing assuredly towards unsustainable social-economic-environmental future. A working group studied His Majesty's statements and constructed an official definition which is officially approved by His Majesty as follows;

The Sufficiency Economy is an approach to life and conduct which is applicable at every level from the individual through the family and community to the management and development of the nation. It promotes a middle path, especially in developing the economy to keep up with the world in the era of globalization. Sufficiency has three components: moderation; wisdom or insight; and the need for built-in resilience against the risks which arise from internal or external change. In addition, the application of theories in planning and implementation requires great care and good judgment at every stage. At the same time, all members of the nation — especially officials, intellectuals, and business people

— need to develop their commitment to the importance of knowledge, integrity, and honesty, and to conduct their lives with perseverance, toleration, wisdom, and insight, so that the country has the strength and balance to respond to the rapid and widespread changes in economy, society, environment, and culture in the outside world.

Sufficiency Economy Philosophy is inspired by Buddhism ideology, "Theravada Buddhism", which is predominant

religion in South East Asia region. Young (2010) explained that The Sufficiency Economy approach to business management seeks sustainable business profitability. It does not rely on government regulation of business to produce growth and profits. Businesses with robust market selfishness or exploitation strategy are not considered as a sustainable enterprise.

According to the definition, significant conditions of Sufficiency Economy Philosophy constitute five core factors 1) Moderation factor 2) Reasonableness factor 3) Self-Resilience factor 4) Knowledge factor and 5) Moral (or integrity) factor. Understanding the definition of Sufficiency Economy Philosophy factors is the conceptual imperative which guides the construction of assessment criteria corresponding with corporate governance. The definition and explanation for each category is summarized as follows;

Moderation: Kantabutra (2006) and Sachayansrisakul (2009) define moderation as “the middle way between want and extravagance, and between over-consumption and under- consumption. In business practice, moderation means efficient and effective use of resources in business operation with corresponding annual plan. It includes corporate planning and policy aligned with organization’s core competences.

Reasonableness: Sachayansrisakul (2009) provides the definition of reasonableness as a reasoning prior to making decision. Calkins (2006) and Pantasen (2006) affirms its principle not only emphasizes causes and effects in terms of making a decision, but also means being conscious and aware of what and why the decision is made (Calkins 2006 and Sachayansrisakul 2009). In business practice, reasonableness pertains to a prudent decision making with feasibilities and externalities study, including stakeholder engagement

and participation in corporate planning and decision making.

Resilience: Calkins (2006) refers resilience as a preparation for the protection of risk or unexpected shocks. Issarangkun and Pootrakool (2002) and Kantabutra (2007) explained that resilience is an ability to withstand shocks and to deal with internal and external environment. In business context, the concept applies to risk management policy and capacity enhancement for adaptability to internal and external change.

Knowledge: It is an improvement of human capital on individual level, and the promotion of the knowledge at social level (Calkins, 2006). Pruetipibultham (2010) expanded its definition to knowledge as an application of accurate knowledge, care and giving mutual assistance and collaboration. For business enterprise, establishment of knowledge management and its application in decision making process demonstrate the knowledge condition in practices.

Integrity: It refers to maintaining of ethics and moral uprightness. People uphold honesty and integrity while conducting their lives with harmlessness, perseverance, and, generosity (Issarangkun and Pootrakool 2002, Kantabutra 2007, and Pruetipibultham 2010). Pruetipibultham (2010) explained that the concept of Corporate Social Responsibility and Corporate Governance are expected as the morality of organization. In business context, it is an internally encouragement of morality with establishment of endorsement mechanism. Moral also refers to conducting responsible business with corporate social responsibility and governance.

According to the 11th National Economic and Social Development Plan of Thailand, business corporates

extensively apply Sufficiency Economy Philosophy in business operations as a consequence of Tom Yam Kung crisis in 1997. Lessons learned from the crisis encouraged large enterprises to adopt new business perspectives with respect to long-term profits and fairness to all stakeholders. These changes affected procedures in all aspects of business operations, including investment planning, production, human resource management, marketing, and risk management. (NESDB, 2011)

Corporate sustainability under the Sufficiency Economy Philosophy balances profit, sustainability, good governance, risk mitigation, and social responsibility while relating to Buddhism's middle-path teaching and Thailand's learning from the 1997 Asian Economic Crisis. It advances careful considerations of the business impact to all parties involved, as well as the community and the environment. Sufficiency Economy Principle performs as a necessary precondition for sustainable enterprises, as it is required to be embedded and embraced in an operation of the business enterprise. It is an underlying value for enterprise whose goals is becoming sustainable enterprise.

In addition, corporate sustainability under the Sufficiency Economy Philosophy promotes responsible business practice, where concerns of stakeholders and the public are incorporated in the strategic decision-making. Sufficiency Economy Philosophy guides business decision-making as an application of mindfulness to economic pursuits. Young (2010) showed that the three criteria — moderation, reasonableness, and risk resilience — and the two conditions — knowledge and integrity — combine to facilitate acquisition of robust mindfulness.

In this study, we assess the alignment with Sufficiency Economy Philosophy in an oversight of board of

directors. Assessment criteria are based on the definition of Sufficiency Economy Philosophy. It states that a successful and sustainable enterprise requires three essential constituents of decision making; moderation, reasonableness and self-resilience, together with two grounded foundations; knowledge and integrity. The assessment aims to explore an alignment between board oversight, including board committee and top management, and Sufficiency Economy Philosophy indicators.

To our knowledge, this is the first study to explicitly examine the association of these key criteria. In this study, we aim to develop a measure to assess the extent to which enterprises adopt the Sufficiency Economy Philosophy in the business operations.

Risks

In businesses, firms and their stakeholders face many kinds of risks. For example, inflation, fluctuations in interest and exchange rates, bad management, lawsuits, and labor troubles. From the point of view of shareholders, the total risk of their investment is the sum of the market risk and firm-specific risks.

The market risk or the systematic risk is the one that affects all investments or classes of investments. Interest rates, inflation, recession, and political instability are such popular examples. The market risk can be mitigated by being hedged. For example, firms can use interest-rate and exchange-rate derivatives to partially hedge for market risk.

Firm-specific risk or unsystematic risk is the type of uncertainty that comes with, and affects only specific companies. For example, news that is specific to a small number of stocks, such as a sudden strike by the employees of a company.

The Sharpe—Lintner Capital Asset Pricing Model (CAPM) suggests that firm-specific risk does not matter (and thus should not be priced) because it can be eliminated through diversification. However, Theoretical work by Merton (1987) predicts a positive relation between firm-specific risk and stock returns to the extent that investors do not fully diversify their portfolios due to market imperfections. The empirical results supporting Merton (1987) are such Malkiel and Xu (2002); Spiegel and Wang (2006); Chua, Goh, and Zhang (2008); and Fu (2009). Nevertheless, by changing estimation methods, Ang et al. (2006, 2009), on the other hand, find a negative relation, while Bali and Cakici (2008), do not find a significant one. Huang et al. (2010) investigate the contrasting results of the previous findings and suggest that when they control for the omitted variable bias (the return reversal), the results support Merton (1987), and thus firm-specific risk does matter. Although the empirical results so far are mixed and whether firm-specific risk is priced has been the subject of considerable attention in the finance literature, it is not in the main scope of this paper. Having said all that, should investors not be able to fully diversify firm-specific risk due to market imperfections, the importance of firm-specific risk to investors could be greater for an emerging market like Thailand, where it is even further away from perfect when compared to the US market.

II. Data and Methodology

SEP Score

To construct a measure of firm's alignment with Sufficiency Economy Philosophy (or our SEP score), we design a questionnaire consists of just yes/no questions. Each question is evaluated, for each firm, by 3 experts from Sasin Centre for Sustainability Management (SCSM). We use the majority's answer. Then we weighed sum all

the questions to get our SEP score, we then scale it to range from 0 to 100, where 100 means a firm is perfectly aligned with Sufficiency Economy Philosophy. The weight given to each question depends on its relevancy to the 5 core factors of Sufficiency Economy Philosophy. If a question is related to 1 of the 5 core factors, it is then given a weight of 1. If a question is related to 2 of the 5 core factors, it is then given a weight of 2, and so on...

All questions in our questionnaire are based on literature reviews and existing measurements used by previous scholars to assure reliability and validity. Directed by various sources and references, Sufficiency Economy Philosophy related questions are adapted from previous studies listed as follows;

- Corporate Governance Indicators (2013) by Thai Institute of Director
- Thai Industrial Standard 999
- Sufficiency Economy Leadership Practices (phase 1)
- Sufficiency Economy Business Standard

The sample firms used in this study comprises all companies listed on the SET 50 index in the Stock Exchange of Thailand (in 2012). The experts who evaluate firms in our sample can use any publicly and officially available data about the firms up until year 2012. The list of questions in our questionnaire is in the Appendix.

Risk Measures

Total Risk = Market Risk + Firm-specific Risks

For an investor holding stocks of a firm, the risk he/she faces from the day-to-day fluctuations in a stock's price comprises of 2 parts, market risk, and firm-specific risks.

Market risk (also known as "systematic risk" or "undiversifiable risk") is the uncertainty inherent to the entire market or entire market segment. It affects all

investments or classes of investments. Most market risk is either economic or political. Interest rates, recession and wars all represent sources of market risk because they affect the entire market and cannot be avoided through diversification. Market risk can be mitigated only by being hedged.

Firm-specific risk (also known as "unsystematic risk", "diversifiable risk", "idiosyncratic risk" or "residual risk") is the type of uncertainty that comes with the specific company or specific industry you invest in. Thus, it affects only specific companies, (because of such factors as bad management, lawsuits, and labor trouble etc.)

For each firm i , we run the regression to estimate the following model (CAPM), is the stock return (calculated by using dividend adjusted price) of firm i in period t , is the market return in period t (calculated from market index), and is the residual.

We use estimated as a measure of market risk of a firm. In other words, beta gives a sense of a stock's market risk compared to the greater market. We can think of beta as the tendency of a security's returns to respond to swings in the market. The market index to which a

stock return is being compared is affected by market-wide risks. So, since beta is estimated by comparing the volatility of a stock to the index, beta only takes into account the effects of market-wide risks on the stock. For example, if a stock's beta is 1.2, it's theoretically 20% more volatile than the market.

We use the standard deviation of the from the above estimation as our measure for firm-i- specific risk is the part of firm i 's stock return fluctuation that could not be explained by the market-wide fluctuation. Thus, the sources of this uncertainty are firm-specific.

To get all the risk measures, we estimate CAPM, using daily (or weekly) data from Jan 2008 to Dec 2012, and SET50 (, SET100, or SET) index return as a proxy for market return. However, for whatever time interval, or for whatever market index we used, our results are robust and the conclusion of the results does not change.

III. Results

Table 1 lists the variables used and reported in this section with the description about what they are and how we get them.

Table 1: Definitions of Variables

Variables	Definition
SEP	Our SEP score (0 to 100, which 100 means a firm is perfectly aligned with Sufficiency Economy Philosophy)
Beta_SET50_Day	Beta (representing market risk) estimated from CAPM, using daily (or weekly) data from Jan 2008 to Dec 2012, and SET50 (, SET100, or SET) index return as a proxy for market return.
Beta_SET100_Day	
Beta_SET_Day	
Beta_SET50_Week	
Beta_SET100_Week	
Beta_SET_Week	
FirmSpecificRisk_SET50_Day	Standard Deviation of Residuals (representing firm-specific risk) estimated from CAPM, using daily (or weekly) data from Jan 2008 to Dec 2012, and SET50 (, SET100, or SET) index return as a proxy for market return.
FirmSpecificRisk_SET100_Day	
FirmSpecificRisk_SET_Day	
FirmSpecificRisk_SET50_Week	
FirmSpecificRisk_SET100_Week	
FirmSpecificRisk_SET_Week	
TA	Total Asset in 2012.

Variables	Definition
Total Revenue	Total Revenue in 2012.
ROA	Operating Income/Total Asset, using 2012 data.
ROE	Operating Income/Total Equity, using 2012 data.
LeveredFCF/TA	Levered Free Cash Flow/Total Asset, using 2012 data. (Levered Free Cash Flow = (EBIT + Interest Expense) * (1-37.5%) + Depre and Amort Total + Other Amort + Capital Expenditure + Sale of Intangible Assets - Change in Net Working Capital)
UnleveredFCF/TA	Unlevered Free Cash Flow/Total Asset, using 2012 data. (Unlevered Free Cash Flow = (EBIT) * (1-37.5%) + Depre and Amort Total + Other Amort + Capital Expenditure + Sale of Intangible Assets - Change in Net Working Capital)
STD of ROA 5Y	Standard Deviation of ROA, using annual data from 2008 to 2012.
STD of ROE 5Y	Standard Deviation of ROE, using annual data from 2008 to 2012.
STD of LeveredFCF/TA 5Y	Standard Deviation of LeveredFCF/TA, using annual data from 2008 to 2012.
STD of UnleveredFCF/TA 5Y	Standard Deviation of UnleveredFCF/TA, using annual data from 2008 to 2012.
Book Value of Leverage	Total Debt/Total Asset, using 2012 data.
Market Value of Leverage	Total Debt/(Total Asset - Total Common Equities + Market Cap on 28 Dec 2012), using 2012 data.
TobinQ	(Total Asset - Total Common Equities + Market Cap on 28 Dec 2012)/Total Asset, using 2012 data.
Market to Book Ratio	Market Cap on 28 Dec 2012/ Total Common Equities, using 2012 data.
Net Profit Margin	Operating Income/Total Revenue, using 2012 data.
Revenue Growth 1Y	(Total Revenue in 2012 - Total Revenue in 2011)/Total Revenue in 2011
Revenue Growth 5Y	(Total Revenue in 2012 - Total Revenue in 2007)/Total Revenue in 2007
Fixed Capital to Sales Ratio	Net Property Plant and Equipment/Total Revenue, using 2012 data.

Table 2 shows the descriptive statistics of our SEP score and other variables with respect to our sample of SET50 non-financial firms in 2012.

Table 2: Descriptive Statistics

Variables	N	Mean	Median	STD Dev	Min	Max
SEP	41	63.01282	64.19933	8.472674	44.58833	81
Beta_SET50_Day	41	0.790742	0.743724	0.332067	0.316558	1.604469
Beta_SET100_Day	41	0.809446	0.772452	0.337994	0.321765	1.642563
Beta_SET_Day	41	0.909467	0.858489	0.368834	0.36073	1.790952
Beta_SET50_Week	41	0.859044	0.772639	0.356068	0.303212	1.813752
Beta_SET100_Week	41	0.874589	0.783577	0.359676	0.308973	1.838878
Beta_SET_Week	41	0.964898	0.864577	0.386105	0.339916	1.972067
FirmSpecificRisk_SET50_Day	41	0.019328	0.019035	0.004524	0.009358	0.031153
FirmSpecificRisk_SET100_Day	41	0.019281	0.018983	0.004464	0.009593	0.031028
FirmSpecificRisk_SET_Day	41	0.019248	0.018919	0.004411	0.009938	0.030946
FirmSpecificRisk_SET50_Week	41	0.042288	0.04132	0.010448	0.022014	0.072598
FirmSpecificRisk_SET100_Week	41	0.042133	0.041058	0.010282	0.022783	0.072252
FirmSpecificRisk_SET_Week	41	0.042054	0.040874	0.010148	0.023878	0.071928

Variables	N	Mean	Median	STD Dev	Min	Max
TA	41	156666.6	75861.78	267706.2	4877.46	1629511
Total Revenue	41	181269	55365.4	439074.4	3679.48	2793833
ROA	41	0.109472	0.082805	0.114065	-0.01212	0.574922
ROE	41	0.231661	0.192649	0.206233	-0.02287	1.060914
LeveredFCF/TA	41	0.030276	0.027445	0.119348	-0.32189	0.501089
UnleveredFCF/TA	41	0.037853	0.0353	0.118136	-0.3159	0.501114
STD of ROA 5Y	41	0.034265	0.02318	0.026465	0.006849	0.120354
STD of ROE 5Y	41	0.079895	0.051493	0.081343	0.016337	0.381981
STD of LeveredFCF/TA 5Y	41	0.07846	0.061147	0.06087	0.02058	0.314314
STD of UnleveredFCF/TA 5Y	41	0.078484	0.061931	0.060543	0.020002	0.312776
Book Value of Leverage	41	0.29858	0.314305	0.152995	0	0.575372
Market Value of Leverage	40	0.188129	0.217966	0.133881	0	0.559904
TobinQ	40	2.672747	1.672893	2.295065	0.931993	13.42979
Market to Book Ratio	40	4.674864	2.956238	4.090253	0.699932	17.5689
Net Profit Margin	41	0.145157	0.115979	0.125825	-0.00598	0.477186
Revenue Growth 1Y	41	0.174636	0.153193	0.203424	-0.3755	0.792664
Revenue Growth 5Y	40	0.985934	0.727583	1.225898	-0.17514	6.477375
Fixed Capital to Sales Ratio	41	0.710461	0.401592	0.809246	0.018056	2.916023

Now, we have our SEP score and our risk measures ready, we show the correlations between our SEP score and risk measures in Table 3. We also show correlations between SEP score and other firm characteristics.

In Table 3, we can see that all the measures for market risk do not have significant correlation (P-value < 10%) with our SEP score. However, all the measures for firm-specific risk do. They all have negative and significant correlations (all with P-values < 5%) with our SEP score. The more alignment with Sufficiency Economy Principles the firm has, the less firm-specific risk its shareholders face.

In Table 3, the other than the risk, net profit margin and size variables do not have significant correlations with SEP score. Firm's performance measures such as ROA, ROE, and revenue growth all show non-significant correlations with SEP score. This

supports the notion that Sufficiency Economy Philosophy is not an anti-development or anti-growth principle. Also note that Net Profit Margin has a positive correlation with our SEP score, despite the P-value of nearly 10%. It is not just that there is no evidence of Sufficiency Economy practices hurt firm's performance, but also there is a small clue that it may help improve firm's profitability.

Table 3: Correlations with SEP Score

Variables	N	Correlations	P-values
Beta_SET50_Day	41	0.196	21.89%
Beta_SET100_Day	41	0.191	23.27%
Beta_SET_Day	41	0.188	23.86%
Beta_SET50_Week	41	0.133	40.65%
Beta_SET100_Week	41	0.127	42.90%
Beta_SET_Week	41	0.123	44.31%
FirmSpecificRisk_SET50_Day	41	-0.318	4.28%
FirmSpecificRisk_SET100_Day	41	-0.317	4.38%
FirmSpecificRisk_SET_Day	41	-0.313	4.65%
FirmSpecificRisk_SET50_Week	41	-0.314	4.52%
FirmSpecificRisk_SET100_Week	41	-0.313	4.60%

Variables	N	Correlatio	P-values
FirmSpecificRisk_SET_Week	41	-0.310	4.86%
TA	41	0.346	2.67%
Total Revenue	41	0.269	8.93%
ROA	41	0.082	61.03%
ROE	41	0.116	47.14%
LeveredFCF/TA	41	0.030	85.33%
UnleveredFCF/TA	41	0.036	82.08%
STD of ROA 5Y	41	0.302	15.46%
STD of ROE 5Y	41	0.121	45.11%
STD of LeveredFCF/TA 5Y	41	-0.091	57.35%
STD of UnleveredFCF/TA 5Y	41	-0.097	54.46%
Book Value of Leverage	41	0.045	78.15%
Market Value of Leverage	40	0.047	77.47%
TobinQ	40	-0.133	41.39%
Market to Book Ratio	40	-0.157	33.18%
Net Profit Margin	41	0.266	9.25%
Revenue Growth 1Y	41	0.025	87.53%
Revenue Growth 5Y	40	0.098	54.63%
Fixed Capital to Sales Ratio	41	0.119	45.73%

We then conduct another experiment, the two-group test, to check the robustness of the results shown in the previous table. We divide the sample of 41 non-financial firms into 2 groups, "High SEP" and "Low SEP",

Table 4: Test for Difference of Means

Variables	Mean of the High SEP Group (N=21)	Mean of the Low SEP Group (N=20)	High-Low	t-values	p-values
SEP	69.7508	55.9379	13.8129	9.12	0.01%
Beta_SET50_Day	0.8578	0.7203	0.1375	1.34	18.86%
Beta_SET100_Day	0.8765	0.739	0.1375	1.31	19.66%
Beta_SET_Day	0.9827	0.8325	0.1502	1.32	19.62%
Beta_SET50_Week	0.9117	0.8038	0.1078	0.97	33.87%
Beta_SET100_Week	0.9267	0.8199	0.1068	0.95	34.83%
Beta_SET_Week	1.0205	0.9065	0.1141	0.94	35.08%
FirmSpecificRisk_SET50_Day	0.0182	0.0205	-0.00234	-1.69	9.88%
FirmSpecificRisk_SET100_Day	0.0182	0.0205	-0.00231	-1.69	9.86%
FirmSpecificRisk_SET_Day	0.0181	0.0204	-0.00227	-1.68	10.06%
FirmSpecificRisk_SET50_Week	0.0396	0.0451	-0.00556	-1.75	8.84%

using the mean SEP score of the whole 41 firms as a threshold. Table 4 reports the mean-difference test of variables between the 2 groups. The results for the risk measures are still in the same direction as the previous correlation test. There is no significant difference in means of the market risk measures between the High SEP group and the Low SEP group. Although the results are weaker (with P-values close to 10%) than the previous correlation test, it still shows significant differences in means of the firm-specific risk measures between the 2 groups, with High SEP group having lower mean of firm-specific risk measure. Again, the more alignment with Sufficiency Economy Principles the firm has, the less firm-specific risk its shareholders face.

Rather than size and firm-specific risk measures, there is no other variable which is able to show a robust significant result through both correlation test and mean-difference test.

Variables	Mean of the High SEP Group (N=21)	Mean of the Low SEP Group (N=20)	High-Low	t-values	p-values
FirmSpecificRisk_SET100_Week	0.0394	0.045	-0.00551	-1.76	8.64%
FirmSpecificRisk_SET_Week	0.0394	0.0448	-0.00542	-1.75	8.76%
TA	237463	71830.1	165633	2.11	4.71%
Total Revenue	285495	71831.5	213664	1.63	11.92%
ROA	0.0995	0.1199	-0.0204	-0.57	57.34%
ROE	0.2241	0.2396	-0.0156	-0.24	81.25%
LeveredFCF/TA	0.0208	0.0402	-0.0194	-0.52	60.91%
UnleveredFCF/TA	0.0295	0.0466	-0.0171	-0.46	64.94%
STD of ROA 5Y	0.0385	0.0298	0.00862	1.04	30.28%
STD of ROE 5Y	0.0808	0.0789	0.00193	0.07	94.07%
STD of LeveredFCF/TA 5Y	0.0793	0.0776	0.00163	0.08	93.32%
STD of UnleveredFCF/TA 5Y	0.0788	0.0781	0.000721	0.04	96.97%
Book Value of Leverage	0.3381	0.2571	0.0809	1.71	9.96%
Market Value of Leverage	0.2183	0.1547 (N=19)	0.0636	1.53	13.54%
TobinQ	1.9816	3.4367 (N=19)	-1.4551	-2.02	5.46%
Market to Book Ratio	3.348	6.1414 (N=19)	-2.7933	-2.27	2.91%
Net Profit Margin	0.1633	0.1261	0.0372	0.95	34.99%
Revenue Growth 1Y	0.1629	0.187	-0.0241	-0.38	70.63%
Revenue Growth 5Y	1.2459	0.6986 (N=19)	0.5473	1.48	14.98%
Fixed Capital to Sales Ratio	0.8052	0.611	0.1942	0.76	44.94%

We run linear OLS regressions to further test our hypothesis that alignment with Sufficiency Economy Principles reduces firm-specific risks. Running regressions give us a chance to control for other factors that may affect firm-specific risks. We include a number of control variables drawn from the literature on firm-specific risks in our empirical design (Ferreira and Laux, 2007, Wei and Zhang, 2006). These include profitability (ROE), profits volatility (STD of ROE 5Y), leverage (Book Value of Leverage), market-to-book ratio, and size (TA). A description of each control variable is in Table 1.

Table 5 presents the regression results where the dependent variables are firm-specific risk measures, or to be specific, FirmSpecificRisk_SET_Day for Model 1 to 3, FirmSpecificRisk_SET50_Day for Model 4, FirmSpecificRisk_SET100_Day for Model 5,

FirmSpecificRisk_SET_Week for Model 6, FirmSpecificRisk_SET50_Week for Model 7, and FirmSpecificRisk_SET100_Week for Model 8 (see definitions in Table 1). The results are robust through the different uses of firm-specific risk measures.

Table 5, Model 1 reports the basic model in which the SEP score is the only regressor. The result is consistent with the findings in the previous tests which show a significant negative relation between alignment with Sufficiency Economy Principles and firm-specific risks. Model 2 presents a result in which all the regressors except the SEP score are controlled for. Firm size does play an important role in explaining firm-specific risks. The larger the firm, the less the risks. Model 3 to 8 include all the regressors. SEP score consistently gives us negative and significant (at the 10% level) coefficients.

It adds explanatory power to Model 2 where R-squared is 18%. When we add SEP score, it results in Model 3 in which R-squared is improved to 24%. Again, this supports the significant effect of Sufficiency Economy practices on risk reduction. The more alignment with Sufficiency Economy Principles, the less firm-specific risks.

Table 5: Regression Results

We present linear regression results which the dependent variable are firm-specific risk measures

	Model 1 (SET Day)	Model 2 (SET Day)	Model 3 (SET Day)	Model 4 (SET50 Day)	Model 5 (SET100 Day)	Model 6 (SET Week)	Model 7 (SET50 Week)	Model 8 (SET100 Week)
Intercept	0.0341 <(0.01)	0.0226 <(0.01)	0.0351 <(0.01)	0.0356 <(0.01)	0.0354 <(0.01)	0.0788 <(0.01)	0.0801 <(0.01)	0.0795 <(0.01)
SEP	-0.0002 (0.04)		-0.0002 (0.08)	-0.0002 (0.08)	-0.0002 (0.08)	-0.0005 (0.07)	-0.0005 (0.07)	-0.0005 (0.07)
TA		-3.75E-09 (0.03)	-3.63E-09 (0.03)	-3.76E-09 (0.03)	-3.70E-09 (0.03)	-7.66E-09 (0.05)	-8.07E-09 (0.04)	-7.91E-09 (0.04)
ROE		-0.0078 (0.28)	-0.0042 (0.56)	-0.0046 (0.54)	-0.0044 (0.54)	-0.0079 (0.64)	-0.0088 (0.60)	-0.0084 (0.62)
STD of ROE 5Y		0.0180 (0.18)	0.0200 (0.13)	0.0203 (0.12)	0.0202 (0.12)	0.0538 (0.07)	0.0545 (0.07)	0.0543 (0.07)
Book Value of Leverage		-0.0066 (0.36)	-0.0065 (0.35)	-0.0066 (0.35)	-0.0066 (0.34)	-0.0152 (0.34)	-0.0157 (0.33)	-0.0156 (0.33)
Market to Book Ratio		7.28E-05 (0.85)	-0.00012 (0.76)	-0.00012 (0.76)	-0.00012 (0.76)	-0.00041 (0.64)	-0.00041 (0.65)	-0.00041 (0.65)
R-squared	0.09	0.18	0.24	0.25	0.24	0.23	0.24	0.24
Num. Obs.	41	40	40	40	40	40	40	40

(FirmSpecificRisk_SET_Day for Model 1 to 3, and FirmSpecificRisk_SET50_Day, FirmSpecificRisk_SET100_Day, FirmSpecificRisk_SET_Week, FirmSpecificRisk_SET50_Week, FirmSpecificRisk_SET100_Week for Model 4 to 8 respectively). The regressions are cross-sectional across SET50 non-financial firms in 2012. Some Models have less number of observations due to the data availability problem. P-values are in parentheses.

IV. Conclusions

The results of this study support the notion that Sufficiency Economy practices as measured by our SEP score could reduce firm-specific risks, without sacrificing firm's performance. Thus investment in Sufficiency Economy practices could be considered as a worthy action for the interest of shareholders.

References

- Ang, A., R. J. Hodrick, Y. Xing, and X. Zhang, 2006, The Cross-Section of Volatility and Expected Returns, *Journal of Finance* 61, 259—99.
- Ang, A., R. J. Hodrick, Y. Xing, and X. Zhang, 2009, High Idiosyncratic Volatility and Low Returns: International and Further US Evidence, *Journal of Financial Economics* 91, 1—23.

- Bali, T. G., and N. Cakici, 2008, Idiosyncratic Volatility and the Cross-Section of Expected Returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43, 29—58.
- Calkins, P. (2006). The Sufficiency Economy at the Edges of Capitalism (online) Available at: <http://www.sufficiencyeconomy.org/old/en/files/25.pdf>
- Chua, C. T., J. Goh, and Z. Zhang, 2008, Expected Volatility, Unexpected Volatility, and the Cross- Section of Stock Returns, Working Paper, Singapore Management University.
- Ferreira, M. A., and P. A. Laux, 2007, Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow, *Journal of Finance* 62, 951—989.
- Fu, F., 2009, Idiosyncratic Risk and the Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics* 91, 24—37.
- Godfrey PC., 2005, The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective, *Academy of Management Review* 30(4), 777—798.
- Goyal, Amit, and Pedro Santa-Clara, 2003, Idiosyncratic risk matters!, *Journal of Finance* 58, 975—1008.
- Huang, W., Q. Liu, G. Rhee, and L. Zhang, 2010, Return Reversals, Idiosyncratic Risk, and Expected Returns, *Review of Financial Studies* 23, 147—68.
- Israngkul, C. and Pootrakool, K. (2008), Sustainable economic development through the Sufficiency Economy philosophy, Available at: <http://www.sufficiencyeconomy.org/en/files/3.pdf>
- Kantabutra, S. (2006). Relating vision-based leadership to sustainable business performance: A Thai perspective. *Leadership Review*, 6(Spring), 37-53.
- Levy, Haim, 1978, Equilibrium in an imperfect market: A constraint on the number of securities in the portfolio, *American Economic Review* 68, 643—658.
- Lintner, J., 1965, The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolio and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics* 47, 3—37.
- Mahakunajirakul, S. (2011), The Model of the Antecedents and Consequences of The Philosophy of Sufficiency Economy Upon SMEs, Chulalongkorn University
- Malkiel, B. G., and Y. Xu., 2002, Idiosyncratic Risk and Security Returns, Working Paper, University of Texas at Dallas.
- Merton, R. C., 1987, Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance* 42, 483—510.
- Nacaskul, P. (2015), Sufficiency Economy Philosophy: Conceptual Background & Introduction (May 21, 2015). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2625967>
- Pruetipibultham, O. (2010). "The sufficiency economy philosophy and strategic HRD: a sustainable development for Thailand", *Human Resource Development International*, 13(1), pp.99-110.
- Sachayansrisakul, Navarat. (2009). Sufficiency Economy: A Reasonable Approach for Thailand's Future. *NIDA Development Journal* 49, 2, pp. 1-22.

Sasin (2010), Corporate Sustainability under the Sufficiency Economy Philosophy, working paper, Sasin Graduate Institute of Business Administration of Chulalongkorn University, March 2010.

Simon FL., 1995, Global corporate philanthropy: a strategic framework, *International Marketing Review* 12(4), 20—37.

Spiegel, M., and X. Wang, 2006, Cross-Sectional Variation in Stock Returns: Liquidity and Idiosyncratic Risk, Working Paper, Yale University.

UNDP (2007), Thailand Human Development Report: Sufficiency Economy and Human Development, United Nations Development Programmed, Thailand, Keen Publishing (Thailand), Co., Ltd., Thailand.

Van Herpen HWI, Pennings JME, Meulenbergt MTG., 2003, Consumers' evaluation of socially responsible activities in retailing, Working paper, Maastricht University, Maastricht, The Netherlands.

Wei, Steven, and Chu Zhang, 2006, Why did individual stocks become more volatile? *Journal of Business* 79, 259—292.

Young, S. (2010), Sufficiency Economy Principles and Corporate Social Responsibility, *Sasin Journal of Management*.

Appendix

The following lists all the questions in our questionnaire for evaluating each firm in our sample for its alignment with Sufficiency Economy Philosophy. In parentheses mark the relevancy of a question to the core factors of Sufficiency Economy Philosophy. ME is the Moderation Factor, RE is the Reasonableness Factor, SE is the Resilience or Self-immunity Factor,

KC is Knowledge Factor, and MC is Integrity or Moral Factor.

1. Board of directors consists of both male and female (KC)
2. Directors pursued IOD training or other related training programs (KC)
3. A director (or more) pursued a seminar or training program(s) to enhance his/her knowledge in the assessment year (KC)
4. Orientation for new directors (KC)
5. Board of directors emphasis CG rules and provides a code of conduct for directors (MC)
6. Attendance of board members (MC)
7. Clear distinction between the roles duties and responsibilities of the board and management (ME) (MC)
8. Chairman independence (MC)
9. Board meeting frequency (ME) (MC)
10. System established to prevent the use of material insider information and inform all employee, managers, and board members (MC)
11. Insider trading cases or illegal cases involving directors and/or manager s in the past two years. (MC)
12. Attendance of board directors in AGM (MC)
13. Quality of notice to call shareholders' meeting in appointment of directors (KC)
14. Shareholders can elect board members individually (MC)

15. Qualifications of proposed Directors (ME) (RE)
16. Presentation of board remuneration to the shareholders (ME) (RE)
17. Shareholders have opportunity to ask and give opinion (RE) (SE)
18. Minority shareholders can propose new members of the board (RE)
19. Cumulative voting used to elect board members (RE)
20. Comments and opinions for this agenda are recorded (RE) (SE)
21. Company has comprehensive analysis for current competitive landscape and discloses the results (KC)
22. Company has feasibility study for future investment. (KC)
23. Financial performance is provided and comprehensively analyzed for further improvement. (KC) (RE)
24. Risks are considered for policy and strategy development. (KC) (SE)
25. Company has vision, mission, and long term plan. (ME) (RE)
26. Company emphasis on using current resources and core competencies efficiently (ME)
27. Company has policies or strategies to efficiently utilize local resources (ME)
28. Company policies and strategies are based on the results of situation analysis and explained rationally (RE)
29. Company created debt moderately and rationally (ME) (RE)
30. Company focuses not only on financial outcomes but also non —financial outcomes such as stakeholder satisfaction, stakeholder relationship, social impact, and environmental preservations, etc. (ME) (SE)
31. Company makes plans for development consequently (SE) (ME)
32. Company has mechanisms to encourage collaborations from employees to participate in strategy formulations (RE)
33. Company has mechanisms to encourage collaborations from shareholders to participate in strategy formulations (RE)
34. Company has mechanisms to encourage collaborations from other stakeholders to participate in strategy formulations (RE)
35. Company encourages innovation for organizational effectiveness (ME) (KC)
36. Company encourages local technology for organizational effectiveness (ME) (KC)
37. Company has established a risk management unit. (SE)
38. Company has mechanisms or policies to manage, prevent and monitor risks. (SE)
39. Company has diversified products. (SE)
40. "Contents of the company website with up-to-date information (SE)
41. "Multiple channels were used to provide access to information (SE)

42. Company has a unit that is responsible for encouraging and monitoring ethics and morality culture entire the organization (MC)

43. Company encouraged employee's ethics and moral behaviors (MC)

44. Company has a unit that is responsible for the well-being of internal stakeholders: employee and investors (SE) (MC)

45. Company has safety and welfare policy benefits of employees (SE) (MC)

46. Company has provident fund/retirement fund provided for its employees (MC)

47. Company has policies or strategies for shareholders engagement. (SE) (MC)

48. Company has a unit that is responsible for social responsibility activities or the well-being of external stakeholders (SE) (MC)

49. Company has policies or strategies for beneficial of local communities (SE) (MC)

50. Company has policies or strategies for customers engagement (SE) (MC)

51. Company has policies or strategies for suppliers and business partner

Engagement (SE) (MC)

52. Company has policies or strategies for creditor engagement (SE) (MC)

53. Company has policies or strategies for competitors engagement (SE) (MC)

54. Company has policy or strategies for communities or other stakeholders engagement (SE) (MC)

55. Company has policies or strategies for ecological preservations such as waste management and environmental protection. (SE) (MC)

56. Internal Audit Function (SE)

57. " Audit Committee report in the annual report is contained the following key items... (details upon request); (SE)

58. Annual board self-assessment (SE) (KC)


59. The results of self-assessment are used for improvement of direct or (KC) (ME) (RE)

60. Annual performance assessment of CEO/MD/President (SE) (KC)

61. Annual performance evaluation system (SE) (KC)

62. Bonus and incentives were based on personal evaluation (ME) (RE) (SE) (MC)

63. The results of performance appraisal are used for employee improvement (KC) (ME) (RE)



Organizational Citizenship Behavior and Intension to Search and Intention to Leave:
A Comparative Study of Thai and Chinese Employees

Weidong Qu

Dhurakij Pundit Univesrity

Abstract

This paper investigates the influence of Organizational Citizenship Behavior (OCB) on intention to search and intention to leave of participants from a Thai and a Chinese lighting companies. The result of regression exercises show that helping behavior only explains the amount of intention to search and there is no relationship between helping behavior and intention to leave. The negative relationship between helping behavior and intention to search suggests that helping behavior between individuals can improve employee retention then reduce the job search activity of employee in the organization. Although there is no significant relationship between helping behavior and intention to leave, the effect of helping behavior on intention to search can indirectly affect employee's intention to leave by reducing the frequency of job search activity which leads to leave the organization when employees get an acceptable or better offer.

Keywords: Organizational citizenship behavior, Intention to search, Intention to leave

1. Introduction

Organ (1988) defined Organizational Citizenship Behavior (OCB) as "individual behavior that is discretionary and that in the aggregate promotes the effective functioning of the organization". OCB received much academic attention since the occurrence of its concept (Deww Zhang, 2011). Katz (1964) stated that OCB is critical for effective functioning of organization since it can no longer rely on employee's in-role behavior only. In addition, Bolino and Turnley (2005) pointed out that "today the ideal worker is an employee who not only demonstrates high levels of task

performance (in-role behavior), but also engages in high levels of contextual performance or OCB as well".

Key dimensions of OCB are proposed by Organ (1990): altruism, courtesy, conscientiousness, sportsmanship and civic virtue. All of these aspects are critical to organizational performance for they reduce the need to devote scarce resources to purely maintain its rudimentary functions ; thus, freeing up resources for more productive purposes (Borman & Motowidlo, 1993; Organ, 1988); OCB also enhance coworker as well as managerial productivity (MacKenzie, Podsakoff, Fetter, 1991, 1993; Organ, 1988; Podsakoff & MacKenzie, 1994); 4) It is also an effective means of coordinating activities between team members and across work groups (Karambayya, 1989; Smith et al., 1983); 5) Organization with high OCB often succeed in attracting and retain the best people by making it a more attractive place to work (George & Bettenhausen, 1990; Organ, 1988); 6) increasing the stability of the organization's performance (Podsakoff, MacKenzie, Paine and Bachrach, 2000); and 7) enabling the organization to adapt more effectively to environmental changes (Podsakoff et al., 2000). Not only these theoretical assumptions have been pointed out, empirical research also demonstrated that OCB can increase production, improve quality of service and reduce customer complaints (Podsakoff et al., 2000). Consequence of OCB on employee turnover intention also has been proved and this causation is crucial.

The reason why state that OCB is important for employee retention is that human resources have been regarded as the most important resources for any business organization in 21st century. High turnover rate can result in unstable organizational performance. In

contrary, if a business organization plays high value on keeping its best employees with it in a long relationship, its employee will be more likely to engage in OCB, when OCB is widespread and valuable in any business organization, it will be an attractive place to work for each generation. Then employee turnover intention will be reduced accordingly.

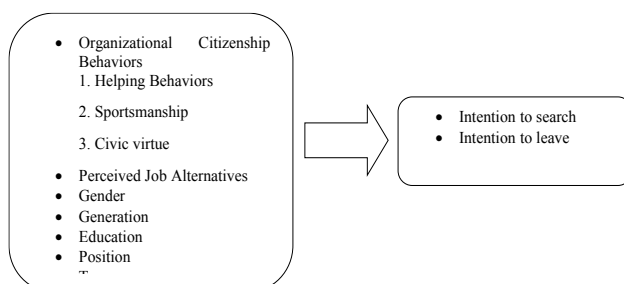
OCB research is recently new in ASEAN countries. Although it has been conducted in some countries, such as, Malaysia, Indonesia, and so on, more research is needed. Author attempts to conduct this study in two different countries which are Thailand and China. In addition to expect that this research can resolve problems that previous research left, also expect that can supply new findings from this study.

2. Objective of the study

Main objective of this study is to examine the extent to which the organizational citizenship behaviors contribute the variance of turnover intentions. In addition to this, this study will also examine the relationship between gender, generation, education, position, tenure and nationality and turnover intentions, respectively.

3. Conceptual Framework and Hypothesis

3.1 Conceptual Framework



Hypothesis 1: three scales of organizational citizenship behaviors which are helping behaviors, sportsmanship and civic virtue will negatively relate to intention to search and leave, respectively.

Hypothesis 2: gender will relate to intention to search and leave, respectively.

Hypothesis 3: generation will negatively relate to intention to search and leave, respectively.

Hypothesis 4: education will positively relate to intention to search and leave, respectively.

Hypothesis 5: position will negatively relate to intentions to search and leave, respectively.

Hypothesis 6: tenure will negatively relate to intention to search and leave, respectively.

Hypothesis 7: nationality will relate to intention to search and leave, respectively.

4. Literature Review

Organ (1988) defined OCB as "behavior (s) of a discretionary nature that are not part of the employee's formal role requirements, but nevertheless promote the effective functioning of the organization" (p.4). Although empirical researches on determinants of OCB have been largely conducted, relevant researches on consequences of OCB are relatively rare. Perhaps the first empirical research to attempt to explore the relationship between OCB and group or organizational effectiveness was conducted by Karambayya in 1990. Subsequent empirical researches have demonstrated that OCB does increase productivity, efficiency, and customer satisfaction, and reduce costs and rates of turnover (Podsakoff, Whiting, Podsakoff & Blume, 2009). Empirical researches on relationship between OCB and

employee retention have been conducted by many researchers, the relevant literature for research purposes has been reviewed as follows.

4.1 OCB and employee retention

Because the variables that are used in the withdrawal process, which are organizational commitment and job satisfaction, accounted for only a very small amount, approximately 5% (Hom and Griffeth, 1995; Griffeth, Hom and Gaertner, 2000), this situation provides a great opportunity for OCB to be of research interest as a way to study employee retention (Chen, 2005). The foundation of OCB can be described by social exchange theory and personal motivation described by Lavelle (2010) that goes beyond doing something in return for fair treatment by the employer. Social exchange is concerned with the processes that govern the transfer of social or psychological resources between exchange partners (Blau, 1964; Turner, 1987). Exchange partners in a business organization are usually employees and employers. Literature related to social exchange suggested that employees exchange OCB in return for fair treatment, support or care. Jacqueline, Shapiro, Kessler and Purcell (2004) suggested that individuals engage in OCB as a form of reciprocity based on organizational treatment. No matter what is the reason which OCB is performed, according to OCB's nature, OCB can be demonstrated in many ways, such as by providing help to colleagues in group or across groups who have work-related problems; encouraging those who discouraged with his/her accomplishments and professional development; touching base with others who may be affected by own actions before take action to do something; try to avoid creating work-related problems for other people in the organization;

tolerating unavoidable inconveniences and impositions caused by others without complaining; actively participating in organization's governance; monitoring organization's environment for threats and opportunities; looking out for organizations' best interests even at great personal cost. No matter which way OCB is demonstrated, it is certain that all of these citizenship behaviors are voluntary and performed freely without getting anything in return other than goodwill. It seems that these non-neutral citizenship behaviors are incompatible with the intention to leave or citizenship behaviors themselves reflect a willingness to stay with the organization. The causation between OCB and employee retention is therefore believed. Morrison (1994) linked the relationship between OCB and employee retention by stating that 'if an organization's human resource philosophy is one that places high value on retaining employees in a long-term relationship, employees will engage in more organizational citizenship behavior' (p. 503). Subsequently, Podsakoff et al. (2000) pointed out that when OCB is widespread, valued and sustained in an organization, the best employees tend to be retained. It appears that OCB and employee retention are somewhat supplemental each other in a way.

4.2 Forms of OCB and turnover intention

Chen, Hui and Seago (1998) pointed out that 'groups (or organizations) that have higher levels of OCB will have lower levels of turnover because interactions between employees who exhibit high levels of OCB are likely to foster group attractiveness and cohesiveness and subsequently to decrease voluntary turnover' (p. 928). Special impact of forms of OCB on employee retention has also been discussed below.

Helping behavior refers to voluntarily helping others with work-related problems and taking steps to prevent the occurrence of work-related problems with others in the organization (Cirka, 2005). Indeed, Podsakoff et al. (2000) also pointed out that helping behavior includes two parts: (1) the first part is helping others with work-related problems. This part can be demonstrated in many ways, such as, altruism (i.e. helping an absent employee to finish his/her work; helping others to accomplish a difficult task; instructing a new hire on how to use equipment; fetching materials that a colleague needs and cannot procure on his own and so on), peacemaking (actions that help to prevent, resolve or mitigate unconstructive interpersonal conflict) (Organ, 1988, 1990b, p. 96) and cheerleading (encourages others who are unhappy about his/her accomplishments or professional development); (2) the second part of helping behaviors focuses on Organ (1998, 1990b)'s the courtesy dimension of OCB in which steps are taken to prevent the occurrence of work-related problems with others in the organization, such as, touching base with others before taking action that may affect them; providing advance notice to those people who may need to know to the schedule. All of these helping behaviors may enhance the morale, group cohesiveness and feelings of belonging to a team, and then the better employees are retained in the organization (Organ et al., 2006).

Civic virtue represents an interest in, or commitment to, organization. Civic virtue can be expressed in various ways, such as, actively participating in organization's governance (e.g., express one's opinion about what strategy the organization ought to follow, etc); monitoring organization's environment for threats and opportunities (e.g., keep up with changes in the industry

that might affect the organization); and looking out for organization's best interests (e.g., locking doors, turning off all the lights when was the last one who left the office, etc). All of these behaviors reflect a person's recognition of being a part of a larger whole. Therefore, it seems that civic virtue is also incompatible with intention to leave. Indeed, high level of civic virtue reflects that individuals are sustainably interested in their own organization and are willing to stay with the current organization.

Sportsmanship has been defined by Organ (1990b) that "a willing to tolerate the inevitable inconveniences and impositions of work without complaining." In addition to public-spirited behaviors in which an employee does not complain about trivial matters, Organ et al (2006) argued that sportsmanship also reflects a willing to set a good example for others. This may be expressed by retaining a positive attitude when things not go their way; not to be offended when people do not follow their suggestions; sacrificing personal interest for the good of the group or the organization and so on. Coyne and Ong (2007) and Paillé and Grima (2011) suggested that sportsmanship reflects a desire to remain in the organization. In addition, Coleman and Borman (2000, p. 34) argued that sportsmanship reflects the willingness to 'stay with the organization despite hardships or difficult conditions'. So it seems to be incompatible with the intention to leave.

5. Methodology

5.1 Participants

The participants come from total two companies. The first company named L&E Manufacturing Co., Ltd and located in Bangkok. It is a Thai local manufacturer of

lighting product. Its parent company is a public limited company which named lighting and equipment. Another company from which the author collects data is a Chinese company. Its name is Ningbo Three Proof Lighting Technology Co., Ltd and located in Ningbo, Zhejiang province, China. This company's main product is waterproof lighting fittings. Considering that the feature and the size of sample, the author focus the population of this study on white-collar employees only and choose census as sampling technique. Thus the amount of population is equal to the amount of sample. Total participants for Thailand and China are 76 and 41 persons respectively.

5.2 Measures of OCB

For measurement of organizational citizenship behaviors and turnover intentions, there are total three scales for each, respectively. 9 items of question for helping behavior, 4 items of question for sportsmanship and 4 items of question for civic virtue are shown as below. Likewise, 3 items of question for perceived job alternatives, intention to search and intention to leave, respectively are listed here.

Organizational citizenship behaviors were measured by frequency of performing. The author established a five point Likert scale ranging from 1 (never perform), 2 (seldom perform), 3 (perform sometime), 4 (often perform) and 5 (always perform). As to the measurement of turnover intentions, it was measured by the level of agreement for intention of search and leave. The agreement level divided into 1 (not agree at all), 2 (not agree), 3 (indifferent), 4 (agree) and 5 (totally agree). For grouping the mean value of all items,

the author also established the interval as below. The grouping details are shown below:

Interval	Frequency	Agreement Level
4.51 — 5.00	Always	Totally agree
3.51 — 4.50	Often	Agree
2.51 — 3.50	Sometime	Indifferent
1.51 — 2.50	Seldom	Not agree
1.00 — 1.50	Never	Not agree at all

5.3 Empirical models

The first model employed is a linear regression model using intention to search and intention to leave as dependent variables. Independent variables include measures for organization citizenship behavior as well as demographic and work-related characteristics of participants.

In addition, probit model is used to analyze the data in this study. Probit model is a regression model used for the case that dependent variables are choice of only two values. Its general equation can be seen as below.

$$\Pr (Y = 1 | X) = \Phi(X^T\beta)$$

Where Pr denotes probability and Φ denotes the Cumulative Distribution Function (CDF) of the standard normal distribution. To perform the probit regression in this study, the author converted the continuous value from 1 to 5 to 0 and 1 by classifying value 1-3 as 0 which means intend to quit and 4-5 as 1 which means intend to retain.

6. Results

6.1 Results from regression estimates

Table 6.1 provides a summary of related variables. By and large, it can be seen that the results are consistent with the literature and hypotheses of this study. Details of the estimates are discussed below:

Hypothesis 1 predicts negative relationship between helping behavior and intent to search a new full time job. This hypothesis was supported by Thai sample ($\beta = -0.327$, $t\text{-value} = -2.980$, $p = 0.004$) and combined sample ($\beta = -0.212$, $t\text{-value} = -2.311$, $p = 0.023$); but not by Chinese sample ($\beta = -0.102$, $t\text{-value} = -0.624$, $p = 0.536$).

Hypothesis 2 predicts negative relationship between helping behavior and intent to leave the organization. This hypothesis was not supported by Thai sample, Chinese sample and combined sample (Thai sample, $\beta = -0.176$, $t\text{-value} = -1.536$, $p = 0.129$; Chinese sample, $\beta = -0.156$, $t\text{-value} = -0.947$, $p = 0.350$; combined sample, $\beta = -0.158$, $t\text{-value} = -1.688$, $p = 0.094$).

Hypothesis 3 predicts negative relationship between civic virtue and intent to search a new full time job. This hypothesis was supported by Thai sample ($\beta = -0.275$, $t\text{-value} = -2.462$, $p = 0.016$) and combined sample ($\beta = -0.202$, $t\text{-value} = -2.190$, $p = 0.031$); but not by Chinese sample ($\beta = -0.028$, $t\text{-value} = -0.169$, $p = 0.867$).

Hypothesis 4 predicts negative relationship between civic virtue and intent to leave the organization. This hypothesis was supported by Thai sample ($\beta = -0.287$, $t\text{-value} = -2.573$, $p = 0.012$) and combined sample ($\beta = -0.273$, $t\text{-value} = -3.006$, $p = 0.003$); but not by

Chinese sample ($\beta = -0.236$, $t\text{-value} = -1.459$, $p = 0.153$).

Hypothesis 5 predicts negative relationship between sportsmanship and intent to search a new full time job. This hypothesis was supported by Thai sample ($\beta = -0.269$, $t\text{-value} = -2.403$, $p = 0.019$), but not by Chinese sample and combined sample (Chinese sample, $\beta = 0.032$, $t\text{-value} = -0.192$, $p = 0.849$; combined sample, $\beta = -0.149$, $t\text{-value} = -1.593$, $p = 0.114$).

Hypothesis 6 predicts negative relationship between sportsmanship and intent to leave the organization. This hypothesis was not supported by both Thai sample and Chinese sample (Thai sample, $\beta = -0.215$, $t\text{-value} = -1.897$, $p = 0.062$; Chinese sample, $\beta = -0.139$, $t\text{-value} = -0.829$, $p = 0.413$); but supported by combined sample ($\beta = -0.186$, $t\text{-value} = -1.997$, $p = 0.048$).

Hypothesis 7 predicts positive relationship between perceived job alternatives and intent to search a new full time job. This hypothesis was supported by Thai sample ($\beta = 0.348$, $t\text{-value} = 3.197$, $p = 0.002$) and combined sample ($\beta = 0.347$, $t\text{-value} = 3.937$, $p = 0.000$), but not by Chinese sample ($\beta = 0.255$, $t\text{-value} = 1.601$, $p = 0.118$).

Hypothesis 8 predicts positive relationship between perceived job alternatives and intent to leave the organization. This hypothesis was supported by Thai sample, Chinese sample and combined sample (Thai sample, $\beta = 0.453$, $t\text{-value} = 4.376$, $p = 0.000$; Chinese sample, $\beta = 0.427$, $t\text{-value} = 2.834$, $p = 0.007$; combined sample, $\beta = 0.453$, $t\text{-value} = 5.375$, $p = 0.000$).

Hypothesis 9 predicts negative relationship between generation and intent to search a new full time job. This hypothesis was supported by Thai sample ($\beta = -$

0.315, t-value = - 2.853, p = 0.006) and combined sample (β = -.306, t-value = -3.416, p = 0.001); but not by Chinese sample (β = - 0.119, t-value = - 0.728, p = 0.471).

Hypothesis 10 predicts negative relationship between generation and intent to leave the organization. This hypothesis was supported by Thai sample (β = - 0.250, t-value = - 2.223, p = 0.029) and combined sample (β = - 0.244, t-value = - 2.668, p = 0.009); but not by Chinese sample (β = - 0.135, t-value = - 0.816, p = 0.420).

Hypothesis 11 predicts negative relationship between tenure and intent to search a new full time job. This hypothesis was not supported by both Thai sample and Chinese sample (Thai sample, β = - 0.218, t-value = - 1.918, p = 0.059; Chinese sample, β = - 0.179, t-value

= - 1.108, p = 0.275); but was supported by combined sample (β = - 0.296, t-value = - 3.297, p = 0.001).

Hypothesis 12 predicts negative relationship between tenure and intent to leave the organization. This hypothesis was not supported by Thai sample, Chinese sample and combined sample (Thai sample, β = - 0.135, t-value = - 1.168, p = 0.246; Chinese sample, β = - 0.150, t-value = - 0.908, p = 0.370; combined sample, β = - 0.174, t-value = - 1.865, p = 0.065).

Hypothesis 13 predicts relationship between nationality and intent to search a new full time job. This hypothesis was supported by combined sample (β = 0.318, t-value = 3.571, p = 0.001).

Hypothesis 14 predicts relationship between nationality and intent to leave the organization. This hypothesis was not supported by combined sample (β = 0.126, t-value = 1.341, p = 0.183).

Table 6.1 Linear Regression Analysis Results

Research Hypotheses	Thai (n = 76)			Chinese (n = 41)			Overall					
	β	t-value	p	β	t-value	p	β	t-value	p			
H1 Helping Behavior Search	-.327	-2.980	0.004	Supported	-.102	-.624	0.536	n.s.	-.212	-2.311	0.023	Supported
H2 Helping behavior Leave	-.176	-1.536	0.129	n.s.	-.156	-.947	0.350	n.s.	-.158	-1.688	0.094	n.s.
H3 Civic Virtue Search	-.275	-2.462	0.016	Supported	-.028	-.169	0.867	n.s.	-.202	-2.190	0.031	Supported
H4 Civic Virtue Leave	-.287	-2.573	0.012	Supported	-.236	-1.459	0.153	n.s.	-.273	-3.006	0.003	Supported
H5 Sportsmanship Search	-.269	-2.403	0.019	Supported	.032	-.192	0.849	n.s.	-.149	-1.593	0.114	n.s.
H6 Sportsmanship Leave	-.215	-1.897	0.062	n.s.	-.139	-.829	0.413	n.s.	-.186	-1.997	0.048	Supported
H7 PJA Search	.348	3.197	0.002	Supported	.255	1.601	0.118	n.s.	.347	3.937	0.000	Supported
H8 PJA Leave	.453	4.376	0.000	Supported	.427	2.834	0.007	Supported	.453	5.375	0.000	Supported
H9 Generation Search	-.315	-2.853	0.006	Supported	-.119	-.728	0.471	n.s.	-.306	-3.416	0.001	Supported
H10 Generation Leave	-.250	-2.223	0.029	Supported	-.135	-.816	0.420	n.s.	-.244	-2.668	0.009	Supported
H11 Tenure Search	-.218	-1.918	0.059	n.s.	-.179	-1.108	0.275	n.s.	-.296	-3.297	0.001	Supported
H12 Tenure Leave	-.135	-1.168	0.246	n.s.	-.150	-.908	0.370	n.s.	-.174	-1.865	0.065	n.s.
H13 Nationality Search									.318	3.571	0.001	Supported
H14 Nationality Leave									.126	1.341	0.183	n.s.

Note: PJA, perceived job alternatives; Search, intent to search; Leave, intent to leave; n.s., non-significant.

6.2 Results from probit estimates

To verify the turnover intention of participants that whether they intend to leave or not, probit regression was performed as statistical method in this study for analyzing the data in total three research models. The

first model includes total seven variables. In detail, the independent variables in the first model include generation, educational background, position, tenure, gender and nationality. The dependant variable is intention to leave. Details of the estimates are given in Table 6.2 below.

Table 6.2 Probit Regression Analysis Results

Probit Regression	Model 1	Model 2	Model 3
d_intention to leave	B (SE B)	B (SE B)	B (SE B)
Age	0.00171 (0.12871)	-0.04387 (0.15565)	-0.18085 (0.17410)
Age ²	-0.00032 (0.00173)	0.00028 (0.00211)	0.00198 (0.00231)
d_education	- 0.04704 (0.32152)	-0.23624 (0.39251)	-0.39856 (0.45768)
Position	-0.91332* (0.39468)	-1.304592** (0.47603)	-1.73637** (0.58339)
Tenure	0.76108* (0.37017)	0.88604* (0.42966)	1.04219* (0.48059)
Helping Behavior	/	/	0.68051 (0.57968)
Civic Virtue	/	/	0.15441 (0.42034)
Sportsmanship	/	/	-0.83231* (0.37442)
Perceived Job Alternatives	/	1.20452*** (0.31756)	1.54037*** (0.40642)
Gender	0.72227* (0.35510)	0.45065 (0.40372)	0.72268 (0.48587)
d_Chinese	0.49222 (0.36386)	0.25778 (0.43638)	0.21601 (0.47205)
R ²	0.1098	0.3389	0.4204

* p < 0.05; ** p < 0.007; *** p = 0.000

In the first model, only position, tenure and gender can explain the variance of intention to leave, while age ($\beta = 0.00171/- 0.00032$, t-value = 0.01/ - 0.18, p = 0.989/0.854), education ($\beta = - 0.04704$, t-value = - 0.15, p = 0.884) and nationality ($\beta = 0.49222$, t-value = 1.35, p = 0.176) don't have relationship with intension to leave. Further, while the relationship between the position and intention to leave is negative ($\beta = - 0.91332$, t-value = - 2.31, p = 0.021), the relationship between tenure and intention to leave is positive ($\beta = 0.76108$, t-value = 2.06, p = 0.04). The positive relationship between tenure and intention to leave is

somewhat unexpected. The possible reason is that when employees acquire more and more precious experience from working, they probably think that their value in the labor market will increase accordingly (higher job mobility). Then, it is possible that they will negotiate with their employer for better working conditions first, such as, increasing salary and more well-being and so on. If they can't get satisfying result from the current organization, they probably search for a new full time job outside the organization actively. After comparing between quit and retention, those experienced employees are more likely to choose a new workplace

which can provide them more attractive working conditions than those inexperienced employees.

The negative relationship between position and intention to leave suggests that supervisor has lower possibility to quit than subordinate. It's reasonable that supervisors are more likely to decide to stay with the organization for reciprocating the trust of organization that provided them with the management position for achieving their success and reputation and so on, while subordinates who lack of management experience are more likely to choose to quit from current organization for more attractive and better working conditions after acquiring more and more precious working experience from the current organization.

Although gender is shown that has a relationship with intention to leave ($\beta = 0.72227$, t -value = 2.03, $p = 0.042$) in model 1, however, this relationship has changed from significant to non-significant in model 2 ($\beta = 0.45065$, t -value = 1.12, $p = 0.264$) and 3 ($\beta = 0.72268$, t -value = 1.49, $p = 0.137$). It can be seen that the relationship between gender and intention to leave is unstable and inconclusive in this study. Unlike amount taken by position and tenure for variance of intention to leave, they are still significant in the model 2 ($\beta = -1.30459$, t -value = - 2.74, $p = 0.006$ for position; $\beta = 0.88604$, t -value = 2.06, $p = 0.039$ for tenure). The effect of gender has been replaced by a significant variable which is perceived job alternatives. Effect of position is more significant in model 2 ($p < .05$ in model 1; $p < .007$ in model 2), however, is still lower than perceived job alternatives. The relationship between perceived job alternatives and intention to leave ($\beta = 1.20452$, t -value = 3.79, $p = 0.000$) is the most significant relationship among all significant relationships. This finding is similar

with that of Mobley (1977) who found that perceived job alternatives affect intention to leave through intention to search. This study provided additional data suggesting that perceived job alternatives can affect intention to leave directly. Indeed, when employees find that their value in the labor market is increasing and/or the ease of finding a new full time job outside the current organization is high, they probably choose to leave the current organization to get better working conditions, without any special job search activity, especially in some special industry which has a lot of shortage. In model 2, the relationship between position and intention to leave is negative, while the relationship between tenure and intention to leave and the relationship between perceived job alternatives and intention to leave are positive. The data suggest that when employees perceived that the job outside the organization is easy to find and/or their value increased their job mobility in labor market, supervisor are more likely to choose retention, while experienced employees without management position probably take another job which outside the current organization to earn better working conditions.

In addition to total 7 variables in model 1, perceived job alternatives was added in model 2; for model 3, three scales of organizational citizenship behavior were added together with perceived job alternatives. The regression result finds that only sportsmanship is shown that has significant relationship with intention to leave ($\beta = -0.83231$, t -value = - 2.22, $p = 0.026$), while no relationship is found between helping behavior and intention to leave ($\beta = 0.68051$, t -value = 1.17, $p = 0.240$) and civic virtue and intention to leave ($\beta = 0.15441$, t -value = 0.37, $p = 0.713$). The negative relationship between sportsmanship and intention to

leave is consistent with the findings of Paillé (2012), Coyne and Ong (2007) and Paillé and Grima (2001). Using SEM model, Paillé (2012) found negative relationship between sportsmanship and intention to leave in 2 studies. (Study 1, $\beta = -0.194$, t-value = -4.636, $p = 0.000$; study 2, $\beta = -0.255$, t-value = -3.021, $p = 0.003$). Using regression, Paillé and Grima (2001) found that sportsmanship was related to both intention to leave the organization ($\beta = -.480$, $p < .000$) and intention to leave the current job ($\beta = -.299$, $p < .000$). Using regression, Coyne and Ong (2007) found that sportsmanship is the strongest predictor of intention to leave the organization. Sportsmanship can be regarded as an indicator of employee's tolerance ability for various working pressure, even censure and unfair treatment. When employees are willing to tolerate hardship and different conditions, it suggests that they will stay with the organization. Otherwise, they will leave the organization immediately once they don't want to tolerate any more. Regarding the non-significant relationships between helping behavior and intention to leave and civic virtue and intention to leave, it consists with the findings of Coyne and Ong (2007), Paillé (2012) and Paillé and Grima (2011). Coyne and Ong (2007) found that there is no significant relationship between helping behavior and turnover intentions and civic virtue and turnover intentions. Paillé (2012) found first that both helping and altruism are not related to intention to leave the organization in study 2 ($\beta = 0.050$ and -0.060 , respectively); and second that civic virtue is not related to intention to leave the organization in study 1 ($\beta = 0.018$). Paillé and Grima (2011) found that altruism is not related to both intention to leave the organization ($\beta = 0.042$) and intention to leave the current job ($\beta = 0.005$). For non-significant relationships between helping

behavior and intention to leave and between civic virtue and intention to leave, there are three possible reasons. The first one is that this study didn't include any effective mediating variable between helping behavior and intention to leave and between civic virtue and intention to leave. The second one is that participants in two studies may perceive helping behavior and civic virtue as a part of their formal job. The third one is features of sample (size and participants) which results in distinct results. Briefly, in model 3, the relationship between perceived job alternatives ($\beta = 1.54037$, t-value = 3.79, $p = 0.000$) and tenure ($\beta = 1.04219$, t-value = 2.17, $p = 0.030$) and intention to leave is positive, while the relationship between position and sportsmanship and intention to leave is negative ($\beta = -1.73637$, t-value = -2.98, $p = 0.003$). The finding suggests that when employees perceived that ease of find a new full time job outside the current organization is high, firstly, supervisor will primarily choose to stay with the organization; secondly, employees with high level of sportsmanship will also stay with the organization despite hardship or difficult conditions. However, experienced subordinate with low level of sportsmanship probably chooses to quit for obtaining more attractive working conditions and better work environment.

In short, position, tenure, sportsmanship and perceived job alternatives are the significant variables which were found that have significant relationships with intention to leave in this study, while there are no significant relationships found between age, education, helping behavior, civic virtue, gender and nationality and intention to leave. Although gender is significant in model 1, it is non-significant in another two. It suggests that the effect of gender was replaced. Unlike position and tenure, which always have significant relationship

with intention to leave in all models. Perceived job Alternatives is the best predictor of intention to leave. Regarding the extent to which organizational citizenship behaviors contribute to the variance of intention to leave the organization, some pattern (sportsmanship) seems like that can be generalized, some patterns (helping behavior and civic virtue) will up to content of participants and employment in that industry. To date, sportsmanship is the best predictor of intention to leave anyhow among dimensions of OCB, while the extent to which helping behavior and civic virtue contributes to variance of intention to leave is controversial. Unfortunately, this issue cannot be resolved by this study.

7. Conclusion

The main purpose of this research is to verify variables which have significant effect on the turnover intentions. Organizational citizenship behavior is an important part of these probable variables. In detail, there are total three scales of organizational citizenship behavior were measured in this research. The result of linear regression shows that helping behavior only explains the amount of intention to search and there is no relationship between helping behavior and intention to leave. The negative relationship between helping behavior and intention to search suggests that helping behavior between individuals can improve employee retention then reduce the job search activity of employee in the organization. Although there is no significant relationship between helping behavior and intention to leave, the effect of helping behavior on intention to search can indirectly affect employee's intention to leave by reducing the frequency of job search activity which leads to leave the organization when employees get an acceptable or better offer.

Civic virtue has negative relationship with both intention to search and intention to leave. The direct relationship between civic virtue and intention to leave suggests that civic virtue can improve employee retention by reducing their intention to leave the organization. Civic virtue is typical organizational citizenship behavior towards organization (OCB-O), which means that the greater level of employee exhibits civic virtue, the more they related to the organization. Therefore, it is reasonable that employees who deeply related to the organization and want to protect the organization even at individual cost have low intention to search a new job for leaving the current organization.

Sportsmanship is another variable which has negative relationship with both intention to search and intention to leave. Sportsmanship also is the organizational citizenship behavior towards the organization. The negative relationship between sportsmanship and intention to search and intention to leave suggests that tolerance to the various non-ideal situations from organization can help to reduce both job search activity and the intention to leave the current organization. Simply, if an employee don't want to tolerate any work stress and always complaining, they will choose to leave via frequent job search activity if there are available job alternatives.

In short, organizational citizenship behavior does have negative effect on turnover intention of employee, even though some scales seem to be weaker, while another seems to be stronger. It's noteworthy that there is no any relationship between organizational citizenship behavior and turnover intention in Chinese context. All available relationships mentioned between scales of organizational citizenship behavior and turnover

intentions of employee are founded in Thai context and combined data which include Thai sample and Chinese sample. This may be related to the working conditions and organizational culture which may not support the forming of organizational citizenship behavior in Chinese context.

Bibliography

Bolino, M.C. & Turnley, W.H. (2005). The Personal Costs of Citizenship Behavior: The Relationship between Individual Initiative and Role overload, Job Stress, and Work-Family Conflict. *Journal of Applied Psychology*, 90, 740-748.

Borman, W. C., & Motowidlo, S. J. (1993). Expanding the criterion domain to include elements of contextual performance. In N. Schmitt & W. C. Borman (Eds.), *Personnel selection in organizations* (pp. 71-98). San Francisco: Jossey-Bass.

Chen, X.-P. (2005), 'Organizational Citizenship Behavior: A Predictor of Employee Voluntary Turnover,' in *Handbook of Organizational Citizenship Behavior: A Review of 'Good Solder' Activity in Organizations*, ed. D.L. Turnipseed, New York: Nova Science, pp. 435—454.

Chen, X.-P., Hui, C., and Segó, D.J. (1998), 'The Role of Organizational Citizenship Behavior in Turnover: Conceptualization and Preliminary Tests of Key Hypotheses,' *Journal of Applied Psychology*, 83, 6, 922—931.

Cirka, C.C. (2005), 'When Actions Speak as Loudly as Words: Autonomy Support, Psychological Empowerment and Organizational Citizenship Behavior,' in *Handbook of Organizational Citizenship Behavior: A Review of*

'Good Solder' Activity in Organizations, ed. D.L. Turnipseed, New York: Nova Science, pp. 291—328.

Coleman, V.I., and Borman, W.C. (2000), 'Investigating the Underlying Structure of the Citizenship Performance Domain,' *Human Resource Management Review*, 10, 25—44.

Coyne, I., and Ong, T. (2007), 'Organizational Citizenship Behaviour and Turnover Intention: A Cross-Cultural Study,' *International Journal of Human Resource Management*, 18, 6, 1085—1097.

Dewu Zhang. (2011). *Organizational Citizenship Behavior*. PSYCH761 White paper (OCB) 4629332.

George, J. M., & Bettenhausen, K. (1990). Understanding prosocial behavior, sales performance, and turnover: A group-level analysis in a service context. *Journal of Applied Psychology*, 75, 698-709.

Griffeth, R., Hom, P., and Gaertner, S. (2000), 'A Meta-Analysis of Antecedents and Correlates of Employee Turnover: Update, Moderator Tests, and Research Implications for the Next Millennium,' *Journal of Management*, 26, 3, 463—488.

Hom, P., and Griffeth, R. (1995), *Employee Turnover*, Cincinnati, OH: South-Western.

Karambayya, R. (1989). *Contexts for organizational citizenship behavior: Do high performing and satisfying units have better 'citizens.'* York University Working Paper, North York, Ontario, Canada.

Katz, D. (1964). The motivational basis of organizational behavior. *Behavioural Science*, 9, 131—133.

- Mackenzie, S. B., Podsakoff, P. M., & Fetter, R. 1991. Organizational citizenship behavior and objective productivity as determinants of managerial evaluations of salespersons' performance. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50: 123—150.
- Organ, D. W. (1988). *Organizational citizenship behavior: The good soldier syndrome*. Lexington, MA: Lexington Books.
- Organ, D. W. 1990b. The subtle significance of job satisfaction. *Clinical Laboratory Management Review*, 4: 94—98.
- Organ, D.W., Podsakoff, P.M., and MacKenzie, S.B. (2006), *Organizational Citizenship Behavior: Its Nature, Antecedents, and Consequences*, Thousands Oaks, CA: Sage.
- Paillé, P. (2012). Organizational citizenship behaviour and employee retention: how important are turnover cognitions? *The International Journal of Human Resource Management*, 2012, 1—23, iFirst.
- Paillé, P., and Grima, F. (2011), 'Citizenship and Withdrawal in the Workplace: Relationship Between Organizational Citizenship Behaviour, Intention to Leave Current Job and Intention to Leave the Organization,' *Journal of Social Psychology*, 151, 4, 478—493.
- Podsakoff, N. P., Whiting, S. W., Podsakoff, P. M., & Blume, B. D. (2009). Individual- and organizational-level consequences of organizational citizenship behaviors: A meta-analysis. *Journal of Applied Psychology*, 94(1), 122-141. doi: 10.1037/a0013079
- Podsakoff, P., MacKenzie, S., Paine, J., and Bachrach, D. (2000), 'Organizational Citizenship Behaviors: A Critical Review of the Theoretical and Empirical Literature and Suggestions for Future Research,' *Journal of Management*, 26, 3, 513—563.
- Podsakoff, P. M., & MacKenzie, S. B. 1994. Organizational citizenship behaviors and sales unit effectiveness. *Journal of Marketing Research*, 3(1): 351—363.
- Smith, C.A., Organ, D.W., & Near, J.P. (1983). Organizational citizenship behavior: Its nature and antecedents. *Journal of Applied Psychology*, 68, 655-663.
- Turner, J. H. (1987). Social exchange theory: Future directions. In K. S. Cook (Ed.), *Social exchange theory* (223—246). Newbury Park: Sage.

Appendix

Table A1 Descriptive Statistics

1. Gender		Man		Woman				
Thai	44	57.9%		32	42.1%			
Chinese	20	48.8%		21	51.2%			
Overall	64	54.7%		53	45.3%			
2. Position		Supervisor		Subordinate				
Thai	29	38.2%		47	61.8%			
Chinese	16	39%		24	58.5%			
Overall	45	38.5%		71	60.7%			
3. Age		Less than 35		36-51		More than 52		
Thai	41	54%		27	35.5%		8 10.5%	
Chinese	30	73.2%		11	26.8%		0 0%	
Overall	71	60.7%		38	32.5%		8 6.8%	
4. Educational Background		Lower than Bachelor		Bachelor		Higher than Bachelor		
Thai	33	43.4%		40	52.6%		3 3.9%	
Chinese	17	41.5%		13	31.7%		8 19.5%	
Overall	50	42.7%		53	45.3%		11 9.4%	
5. Tenure		Less than 5 years		6-20 years		More than 21 years		
Thai	27	35.5%		37	48.7%		12 15.8%	
Chinese	30	73.2%		11	26.8%		0 0%	
Overall	57	48.7%		48	41%		12 10.3%	
6.1 Department for Thai		Purchasing & Accounting & Finance		IT & PC & Product		Lab & Warehouse & HR		Other
		17	22.4%	28	36.8%	21	27.6%	10 13.2%
6.2 Department for Chinese		Purchasing & Finance		R&D & Strategy		Marketing & Admin		Other
		10	24.4%	9	22.0%	17	41.5%	5 12.2%

Table A2 Questions employed

Helping Behavior
1. I willingly give of my time to help others who have work-related problems
2. I am willing to take time out of my own busy schedule to help with recruiting or training new people even though it is not required
3. I help others who have heavy work loads
4. I help others who have been absent
5. I take steps to try to prevent problems with other workers
6. I "touch base" with others before initiating actions that might affect them
7. I am mindful of how my behavior affects other people's jobs
8. I consider the impact of my actions on coworkers
9. I try to avoid creating problems for coworkers

Sportsmanship
1. I try to not waste time on complaining about trivial matters
2. I tend to make problems smaller than they are
3. I attempt to focus on the positive side of my situation rather than what was wrong with it
4. I never find fault with what the company is doing

Civic Virtue
1. I attend functions that are not required, but that help the company image
2. I read and keep up with organization announcements, memos, and so on
3. I keep abreast of changes in the organization
4. I attend training/information sessions that employees are encouraged but not required to attend

Perceived Job Alternatives
1. It is possible for me to find a better job than the one I have now
2. Acceptable jobs can always be found for me
3. There is no doubt in my mind that I can find a job that is at least as good as the one I now have

Intention to Search
1. I often seek information about other job possibilities
2. I often look at newspaper ads for new jobs
3. I sometimes follow up on job leads I have heard about

Intention to Leave
1. There is a good chance that I will leave this organization in the next year.
2. I frequently think about leaving this organization.
3. I will probably look for a new organization in the next year.

การบริหารกำไร เชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์ ของกิจการที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแล
กิจการที่ดีของประเทศไทย

Opportunistic or Beneficial Earnings Management of Good Corporate Governance
Score Enterprises from Thailand

วาสุกาญจน์ งามโฉม
Wasukarn Ngamchom

อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ
วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาปัจจัยด้านประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้น และค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร และ (2) ศึกษารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของกิจการที่มีผลคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับเลิศ ดีมากและดี เป็นการบริหารกำไรในเชิงฉกฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์

วิธีดำเนินการวิจัย คือ การวิจัยเชิงปริมาณใช้วิธีการวิเคราะห์โดยแบบจำลอง Panel Data Random Effects โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2552-2555 ข้อมูลที่ใช้รวมทั้งสิ้น 1,607 ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่า 1) สัดส่วนกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชีและจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัททำให้การบริหารกำไรเพิ่มขึ้น ในขณะที่สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชีทำให้การบริหารกำไรลดลงและ 2) การบริหารกำไรในประเทศไทยเป็นการบริหารกำไรในเชิงฉกฉวยโอกาส (Opportunistic Earnings Management) เนื่องจากรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ (Firm Value) นอกจากนี้ยังพบว่ากิจการที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับดีมากและดีเลิศ และการเจริญเติบโตของกิจการทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น โดยที่ความเสี่ยงทางการเงินทำให้มูลค่ากิจการลดลง

คำสำคัญ : คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี, การบริหารกำไร, การบริหารกำไรเชิงฉกฉวยโอกาส และการบริหารกำไรเชิงผลประโยชน์

ABSTRACT

This research aimed to (1) studying effectiveness factors of directors, shareholder's structure and executive compensation influencing earnings management, and (2) studying discretionary accruals of the Company at a score of excellent, good governance and good administration, between opportunistic and beneficial earnings management.

Research methodology were quantitative method adopted by using the Panel Data Random Effects Model, the samples were listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 2009-2013 consisted of 1,607 firm-year observations.

The research findings were 1) proportion of directors with expertise in finance and accounting and number of board's meeting have positive impacts on level of earning management while more proportion of audit committee with expertise in finance and accounting helps reducing discretionary accruals, and 2) earnings management in Thailand was an opportunistic earnings management since a discretionary accruals has negative impacts on their firm values. Moreover, it was also found that the Corporate governance has been rated the best in its class, very good and excellent. And the growth of the business help increasing the firm value while Financial Risk causes the reduction in the firm value.

Keywords : Good Corporate Governance Score, Earnings Management, Opportunistic Earnings Management, Beneficial Earnings Management.

บทนำ

นับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ดำเนินการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนอย่างต่อเนื่อง เพื่อกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยและให้มีข้อมูลที่จะเป็นประโยชน์กับบริษัทจดทะเบียนและผู้ลงทุนได้เป็นอย่างดี โดยมีหลักเกณฑ์การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดพร้อมทั้งในแต่ละปีมีการประกาศรายชื่อบริษัทที่มีคะแนนในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ

การบริหารกำไร ถือเป็นปัญหาที่มีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในเรื่องของความเชื่อถือได้ของงบการเงินและส่งผลโดยตรงต่อผู้ใช้งบการเงิน โดยมีปัจจัย ที่เกี่ยวข้องของหลายปัจจัยด้วยกัน Jiraporn, Miller and Yoon, (2008) แสดงให้เห็นถึงวิธีการกระทำของผู้บริหารแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะคือ 1) การบริหารกำไรในเชิง

ฉก ฉวย โอกาส (Opportunistic Earnings management) หมายถึงพฤติกรรมที่ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะจัดการกับผลกำไรที่เกิดขึ้นจากลักษณะของสัญญา ค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจเพื่อให้บรรลุเป้าหมายกำไร จึงถือเป็นพฤติกรรมที่ผู้บริหารฉวยโอกาสในการปรับแต่งกำไรทางบัญชีเพื่อสร้างผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง ในทางกลับกัน 2) การบริหารกำไรในเชิงผลประโยชน์ (Beneficial or Efficient Earnings management) หมายถึง บริษัทที่มีการบริหารกำไรแต่ไม่นับเป็นพฤติกรรมการฉวยโอกาสของผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารต้องการส่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทออกไปยังบุคคลภายนอก เพื่อลดต้นทุนของหนี้สิน Trueman and Titman, (1988) และสะท้อนให้เห็นมูลค่าทางเศรษฐกิจที่แท้จริง ทำให้ผู้ลงทุนทราบราคาหุ้นที่ควรจะเป็นตามเกณฑ์คงค้าง Bartov et al. (2002) ยังพบว่า จุดประสงค์ของการบริหารกำไรด้วยวิธีการนี้จะช่วยให้เกิดประโยชน์แก่บริษัท เช่น การเพิ่มความน่าเชื่อถือของฝ่ายบริหารโดยการทำให้กำไรของบริษัทตรงตามความคาดหวังนักลงทุนหรือทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้น เนื่องจากมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

การศึกษาครั้งนี้ มุ่งที่จะศึกษาเพื่อให้ทราบว่ากิจการมีแนวโน้มในการที่จะบริหารกำไรหรือไม่และกิจการที่มีคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ดีมาก และระดับดีมีแรงจูงใจในการบริหารกำไรในเชิงฉกฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์หรือไม่

2. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การจัดทำบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) จะสามารถเปิดโอกาสให้เกิดการบริหารกำไรผ่านรายการคงค้างได้ หากมีการบริหารกำไรมาก คุณภาพของกำไรก็จะต่ำลง ในทางตรงกันข้ามการที่ไม่มีการบริหารกำไรก็ไม่ได้มีคำยืนยันได้ว่าคุณภาพกำไรจะสูงขึ้นเนื่องจากการที่กำไรจะมีคุณภาพสูงหรือต่ำนั้นจะขึ้นอยู่กับปัจจัยที่เกี่ยวข้องหลายปัจจัยด้วย (Lo, 2008)

การบริหารกำไร (Earnings Management) หมายถึง กระบวนการในการตัดสินใจใช้นโยบายการบัญชีหรือการปรับเปลี่ยนโครงสร้างทางการบัญชีด้วยวิธีการต่าง ๆ ของฝ่ายบริหาร เพื่อให้งบการเงินแสดงเป็นไปตามทิศทางที่ต้องการ อันจะส่งผลกระทบต่องบการเงินที่ไม่สามารถสะท้อนสถานะทางเศรษฐกิจที่แท้จริงของกิจการ หรือผู้บริหารจะบริหารกำไรเพื่อให้เกิดผลกระทบต่อรายงานทางการเงินที่น่าเสนอต่อบุคคลภายนอก

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีตัวแทนถูกพัฒนาขึ้นโดย Alchain and Demsts, (1972) และขยายขอบเขตของทฤษฎีโดย Jensen and Meckling (1976 : 305-310) โดยทฤษฎีตัวแทนมองว่ามนุษย์ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ซึ่งถือเป็นความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนเป็นความสัมพันธ์ตามสัญญา ตัวการมอบอำนาจการตัดสินใจให้กับตัวแทน โดยมีเป้าหมายให้ตัวแทนใช้อำนาจตัดสินใจแทนตัวการ และสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้ตัวการ ดังนั้นถ้าตัวแทนใช้อำนาจอื่นเพื่อวัตถุประสงค์อื่นก็จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น ต้นทุนที่เกิดขึ้นดังกล่าวเป็นต้นทุนการมีตัวแทน (Agency Cost)

ทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สิน (Stewardship Theory)

ทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สิน (Stewardship Theory) เป็นการอธิบายพฤติกรรมของมนุษย์ว่าผู้จัดการทรัพย์สินซึ่งหมายถึงคณะกรรมการบริษัทและฝ่ายจัดการ จะทำการดูแลทรัพย์สินอย่างเต็มที่ และสร้างมูลค่าก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อเมื่อเจ้าของทรัพย์สินได้มอบอำนาจหน้าที่และความเป็นอิสระในการตัดสินใจดำเนินนโยบายต่าง ๆ ให้แก่ตน ซึ่งข้อสมมติฐานสำคัญตามทฤษฎีนี้อยู่ที่คณะกรรมการบริษัทและฝ่ายจัดการมุ่งเน้นการทำงานเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรมากกว่าการทำเพื่อส่วนตัว แม้ว่าการตัดสินใจที่ถูกต้องตามหลักการจะทำให้เขาได้รับผลประโยชน์ก็ตาม โดยการบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรย่อมจะทำให้บุคคลเหล่านั้นบรรลุวัตถุประสงค์ส่วนตนเองตามไปด้วย ดังนั้นจึงเป็นความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารในการใช้ทรัพยากรของกิจการอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อก่อให้เกิดประสิทธิผลในการสร้างมูลค่าแก่กิจการ

สมมติฐานงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ปัจจัยที่จะมีผลต่อการบริหารกำไรของผู้บริหารแบ่งออกเป็น 4 กลุ่มปัจจัย คือ (1) ประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัท (2) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (3) ค่าตอบแทนผู้บริหาร และ (4) ตัวแปรควบคุม โดยแต่ละกลุ่มปัจจัยประกอบด้วยปัจจัยย่อยดังนี้

1. ประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัท

1.1 ขนาดคณะกรรมการบริษัท

การมีคณะกรรมการจำนวนมากย่อมสะท้อนให้เห็นถึงความหลากหลายทางความรู้ และความสามารถของคณะกรรมการหรือสะท้อนให้เห็นถึงการถ่วงดุลอำนาจซึ่งกันและกัน ซึ่งส่งผลให้การทำงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น Beasley et al., (1996)

1.2 สัดส่วนของกรรมการอิสระ

กลไกคณะกรรมการถือเป็นเครื่องมือที่สำคัญของกิจการในการกำกับดูแลและควบคุมการปฏิบัติงานของฝ่ายบริหาร เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ ดังนั้นกิจการจำเป็นต้องจัดให้มีองค์ประกอบของคณะกรรมการที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล Peasnell, Pope & Young, (2005)

1.3 การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

Core, Holtzhausen and Larcker, (1999) พบว่า หากเกิดการควบตำแหน่งประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดขององค์กรโดยบุคคลคนเดียวกันอาจส่งผลให้การตัดสินใจของผู้บริหารสูงสุดจะมีอิทธิพลเหนือการตัดสินใจของคณะกรรมการ Bliss, (2011) พบว่า เมื่อเกิดการควบตำแหน่งประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดขององค์กรจะส่งผลกระทบต่อความเป็นอิสระในการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ และ Klein, (2002) และ Sarkar and Sen, (2008) พบว่า การควบรวมตำแหน่งทำให้การบริหารก้าวสูงขึ้นไป เนื่องจากการควบรวมตำแหน่งจะทำให้โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการไม่เหมาะสม อย่างไรก็ตามแนวคิดของทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแลจัดการทรัพย์สิน (Stewardship Theory) เป็นแนวคิดที่สนับสนุนการควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด เนื่องจากคณะกรรมการและผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการได้ก็ต่อเมื่อผู้เป็นเจ้าของมอบอำนาจหน้าที่การตัดสินใจอย่างเป็นอิสระให้ผู้บริหาร การควบตำแหน่งจึงเป็นผลดีกับผลการดำเนินงานของกิจการ

1.4 สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงินและบัญชี

Xie Davidson and DaDalt, (2003) และ Park and Shin, (2004) พบว่า กรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินและบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่มีนัยสำคัญกับรายการ

คงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร เนื่องจากกรรมการที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชีสามารถจะปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพในการควบคุมการบริหารกำไร

1.5 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท

Zahra and Pearce, (1989) มีความเห็นว่า กระบวนการปฏิบัติงานของคณะกรรมการ การประชุมคณะกรรมการที่สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ Miller and Norburn, (1986) พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการอย่างต่อเนื่องมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของคณะกรรมการและสามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการได้ ในทางตรงกันข้าม Vafeas, (1999) พบว่า จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ แนวคิดของทฤษฎี Resource Dependency เป็นแนวคิดที่อธิบายความถี่ของการประชุมคณะกรรมการกับการบริหารกำไรว่า ในการกำกับดูแลกิจการที่ดี จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการถือเป็นตัวชี้วัดหนึ่งที่จะแสดงถึงการเอาใจใส่ต่อการปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการ

1.6 สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ

บทบาทที่สำคัญของคณะกรรมการตรวจสอบ คือ เป็นการสร้างเชื่อมั่นในการเกิดคุณภาพของรายงานทางการเงิน Lin & Hwang, (2010) ดังนั้น คณะกรรมการตรวจสอบจึงปฏิบัติงานด้วยความเป็นอิสระ ไม่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหาร Bedard Chtourou & Courteau, (2004) โดยเฉพาะกิจการที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวทำให้กิจการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ คณะกรรมการตรวจสอบจึงแสดงบทบาทและถ่วงดุลเพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในกิจการ โดยเฉพาะการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยซึ่งไม่สามารถปกป้องผลประโยชน์ของตนได้ ตามแนวคิดของ Fama, (1980) และ Fama and Jensen, (1983) กรรมการจากภายนอกจะช่วยลดปัญหาตัวแทนที่เกิดขึ้นในกิจการ จะทำให้ผู้บริหารลดแรงจูงใจในการบริหารกำไร เนื่องจากคณะกรรมการตรวจสอบเป็นกรรมการจากภายนอกที่สามารถปฏิบัติหน้าที่ตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารโดยอิสระ

1.7 สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงินและบัญชี

คณะกรรมการตรวจสอบมีหน้าที่สอบทานรายงานทางการเงินที่จัดทำขึ้นโดยฝ่ายบริหาร การสอบทานนั้นจะมี

วัตถุประสงค์เพื่อให้รายงานทางการเงินมีความถูกต้องและเปิดเผยข้อมูลอย่างครบถ้วน หากรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจได้ (Carcello Hermanson and Neal, (2002), Klien, (2002), Sharma Naiker and Lee, (2009) Lin and Hwang, (2010) และ Sommer, (1991) แสดงให้เห็นว่า ในการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ คณะกรรมการตรวจสอบควรเป็นบุคคลที่มีความประสพการณ์และมีความเชี่ยวชาญทางด้านเทคนิคในเชิงวิชาชีพ เช่นเดียวกับ Kalbers and Fogarty, (1993) ระบุว่า คณะกรรมการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพควรประกอบด้วยบุคลากรที่มีความประสพการณ์และมีความเชี่ยวชาญทางด้านเทคนิคในเชิงวิชาชีพ

1.8 จำนวนครั้งในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ

คณะกรรมการบริษัทจะมอบหมายหน้าที่การสอบทานรายงานทางการเงินให้กับคณะกรรมการตรวจสอบ ทั้งนี้ Carecello Hermanson and Neal, (2002) Klien, (2002) และ Sharma Naiker and Lee, (2009) อภิปรายว่า คณะกรรมการตรวจสอบต้องปฏิบัติตามภารกิจอื่นตามที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการ Lin and Hwang, (2010) ให้ความเห็นว่า คณะกรรมการตรวจสอบต้องจัดสรรเวลาให้มีความเพียงพอสำหรับการปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย Menon and Williams, (1994) สนับสนุนว่า การที่กิจการจัดให้เห็นถึงจำนวนครั้งในการประชุมของไม่เหมาะสมจะเป็นตัวบ่งชี้ถึงการขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบมีผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินของกิจการ

2. โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Shareholders Structure)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว จะมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยรายและผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ทำให้ใช้สิทธิเข้าควบคุมกิจการหรือเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม (Controlling Shareholders) ในขณะที่ผู้ถือหุ้นรายอื่นมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และไม่มีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้นกิจการที่มีโครงสร้างลักษณะนี้จะถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม La Porta, Lopez de Silanes and Shleifer and Vishny, (1999) Claessens Djankov, and Lang, (2002), Faccio and Land (2002), Lemon, (2003) และ Dyck and Zingales, (2004)

2.1 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่

อัตราการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่วัดจากสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักมีแรงจูงใจที่จะส่งผลกระทบต่อการบริหาร จากการทบทวนวรรณกรรมสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์กับการบริหารกำไร จากการศึกษารายงานของ Velury et al., (2006), Firth et al. (2007), และ Jirapom, et al.(2006) พบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับรายการคงค้างซึ่งใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร

2.2 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ

Campbell, (2002) พบว่า สัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติจะมีแรงผลักดันในการที่จะสามารถตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้ ทั้งนี้จากงานวิจัยในอดีตพบว่า การถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารจากการศึกษาของ Firth et al., (2007), Jirapom, et al.(2006) พบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร

2.3 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นสถาบัน

ผู้ถือหุ้นสถาบัน มีบทบาทสำคัญในการเป็นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากกระบวนการภายนอกกิจการ ซึ่งการศึกษาของ Jung and Kwon, (2002) ศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของกับคุณภาพของข้อมูลกำไร พบว่าข้อมูลกำไรมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นเมื่อมีผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันอยู่ในสัดส่วนที่สูงขึ้น เนื่องจากการถือหุ้นของสถาบันจะมีกลไกการกำกับดูแลการบริหารงานของผู้บริหาร

3. ค่าตอบแทนผู้บริหาร (CEO Compensation)

3.1 สิทธิในการซื้อหุ้น (Stock Option)

สิทธิในการซื้อหุ้นเป็นกลยุทธ์ในการพยายามสร้างความรู้สึกมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของ ขององค์กร จากแนวคิดการจัดสรรหลักทรัพย์จดทะเบียนส่วนหนึ่งขายให้แก่กรรมการและพนักงานของกิจการเองหรือเรียกว่า Employee Stock Option Plan : ESOP จากการศึกษาของ Sesil & Kroumova, (2005) การให้ ESOP แก่พนักงาน จะสามารถนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิผลของผลการดำเนินงานของบริษัทได้ ทั้งนี้ การให้สิทธิซื้อหุ้น จึง

ถือได้ว่าเป็นการจ่ายค่าตอบแทนทางอ้อมที่ไม่ใช่ลักษณะที่เป็นตัวเงิน

3.2 ค่าตอบแทนผู้บริหาร (Compensation)

การจ่ายเงินค่าตอบแทนผู้บริหารแก่ผู้บริหารจะต้องมีความระมัดระวังอย่างรอบคอบเพื่อให้เกิดความเหมาะสม

ระเบียบวิธีวิจัย

-การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่ใช้คือ (1) ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) แบบ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียน ปี ค.ศ. 2009-2013 รวม 5 ปี ทั้งหมด 1,607 บริษัท

-แบบจำลอง

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ตัวแปรตาม คือ การบริหารกำไรของบริษัท โดยพิจารณาจากการบริหารกำไรผ่านรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) โดยการคำนวณจากตัวแบบจำลองของ Modified Jones Model ของ Dechow, Sloan and Sweeney (1995) ซึ่งเป็นแนวคิดเรื่องระดับรายการคงค้างรับจ้างที่ที่เกิดจากดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร และตัวแบบจำลองของ Yoon (Yoon, Miller and Jiraporn, 2006) ซึ่งได้รับการพัฒนาต่อจาก Modified Jones Model เพื่อให้สอดคล้องกับหลักการบัญชีที่เปลี่ยนแปลงในปัจจุบัน โดยมีขั้นตอนการคำนวณดังนี้

3.1 ระดับของการบริหารกำไรที่วัดจากตัวแบบจำลองของ Modified Jones Model (Dechow, Sloan and Sweeney, 1995) ซึ่งพิจารณาจากระดับของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ด้วยสมการดังต่อไปนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accruals) ตามสมการที่ 1-1

$$TA_{it} = \text{Net Income}_{it} - \text{OCF}_{it} \quad (1-1)$$

โดย

TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

Net Income_{it} = กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน
ของ บริษัท i ณ ปีที่ t

OCF_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน
ของ บริษัท i ณ ปีที่ t

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ (1-2) โดยการใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least squares (OLS) regressions และหารด้วยสินทรัพย์รวมของปีที่ผ่านมา ทั้งนี้เพื่อลดการเกิดปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedastic)

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{(\Delta REV_{it})}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1-2)$$

โดย

TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

A_{it-1} = สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ $t-1$

ΔREV_{it} = การเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

PPE_{it} = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ณ ปีที่ t

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ i

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน (error term)

ขั้นตอนที่ 3 นำค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (1-2) มาคำนวณหารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (NDCA) ตามสมการที่ (1-3) ดังนี้

$$NDCA_{it} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \quad (1-3)$$

โดย

$NDCA_{it}$ = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร i ณ ปีที่ t

ΔREV_{it} = การเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔREC_{it} = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

PPE_{it} = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ก่อนหักค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ณ ปีที่ t

A_{it-1} = สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ $t-1$

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ i

จากตัวแบบ Modified Jones Model (1995)

นำลูกหนี้การค้าจากการขายเข้ามาหักออกจากยอดรายได้จากการขายก่อนที่จะทำการคำนวณรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของ

ฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals : DCA) เนื่องจากรายได้จากการขายเชื่อจะมีโอกาสที่ทำให้ผู้บริหารจะใช้ดุลยพินิจในการตกแต่งกำไรเพื่อรับรู้รายได้จากการขายเชื่อมากกว่ารายได้จากการขายสด แล้วนำมาหารด้วยยอดรวมของสินทรัพย์ปีก่อนเพื่อลดผลกระทบจากการที่ค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีความคงที่ในแต่ละตัวแปร

ขั้นตอนที่ 4 คำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) ในสมการที่ (1-4) โดยค่า TA_{it} มาจากสมการที่ (1-1) และค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDCA) มาจากสมการที่ (1-3) ดังนี้

$$DCA_{it} = \left(\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} \right) - NDCA_{it} \quad (1-4)$$

โดยที่

DCA_{it} = รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

A_{it-1} = สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ $t-1$

$NDCA_{it}$ = รายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร i ณ ปีที่ t

ขั้นตอนที่ 5 คำนวณค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยการนำค่าสัมบูรณ์รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) ทั้งหมดมารวมกัน เนื่องจากค่าของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร มีทั้งค่าบวก (+) และค่าลบ (-) เพื่อเป็นการป้องกันการหักกลบกัน (Offset) ผู้วิจัยจึงใช้ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$AbsDCA_{it} = |DCA_{it}| \quad (1-5)$$

โดยที่ $AbsDCA_{it}$ = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

เมื่อได้ค่าตัวเลขของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารแล้วนำมาทดสอบหาความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม ดังนั้นจึงเขียนแบบจำลองเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้น และค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีผลต่อการบริหารกำไรได้ (ตามสมการที่ 1-6) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Earnings Management} = & \beta_0 + \beta_1 (\text{BOAR_NUM}_{it}) + \beta_2 (\text{BOAR_IND})_{it} + \beta_3 (\text{CEO_DUA})_{it} + \beta_4 (\text{BOAR_EXP})_{it} + \beta_5 (\text{BOAR_FRE})_{it} + \beta_6 (\text{AUDI_BOA})_{it} + \beta_7 (\text{AUDI_EXP})_{it} + \beta_8 (\text{AUDI_FRE})_{it} + \beta_9 (\text{OWNE_CON})_{it} + \beta_{10} (\text{OWNE_FOR})_{it} + \beta_{11} (\text{OWNE_INS})_{it} + \beta_{12} (\text{STOC_ION})_{it} + \beta_{13} (\text{COMP_ION})_{it} + \beta_{14} (\text{ROA})_{it} + \beta_{15} (\text{LEVE})_{it} + \beta_{16} (\text{SIZE})_{it} + \beta_{17} (\text{Big4})_{it} + \beta_{18} (\text{MBV})_{it} + \beta_{19} (\text{YEAR})_{it} + \sum_j^7 (\beta_j \text{INDU}) + \epsilon_{it} \quad (1-6) \end{aligned}$$

โดยที่

EM_{it} = ค่าสัมบูรณ์ (Absolute) ของรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Modified Jones Model

β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย (Constant)

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรที่ i ในสมการ

$BOAR_NUM$ = ขนาดคณะกรรมการบริษัท

$BOAR_IND$ = สัดส่วนของคณะกรรมการที่เป็นอิสระ

CEO_DUA = การควมตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด

$BOAR_EXP$ = สัดส่วนกรรมการบริษัทที่มีความรู้ความชำนาญทางการเงินและบัญชี

$BOAR_FRE$ = จำนวนครั้งการประชุมของคณะกรรมการบริษัท

$AUDI_BOA$ = สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ

$AUDI_EXP$ = สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงินและบัญชี

$AUDI_FRE$ = จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบ

$OWNE_CON$ = สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่

$OWNE_FOR$ = สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ

$OWNE_INS$ = สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นสถาบัน

$STOC_ION$ = การให้สิทธิซื้อหุ้น (Stock option)

$COMP_ION$ = ค่าตอบแทนผู้บริหาร

ROA = ผลการดำเนินงานวัดจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์

$LEVE$ = ความเสี่ยงทางการเงินวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

$SIZE$ = ขนาดของกิจการวัดจากยอดสินทรัพย์รวม

$Big\ 4$ = (0,1) แทนค่าเป็น 1 เมื่อสำนักงานสอบบัญชีในกลุ่ม Big 4 (Big 4)

MBV = การเจริญเติบโตของบริษัทวัดจากราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้น

$YEAR$ = ปีที่ใช้ในการศึกษา

INDU = ตัวแปรเทียม (Dummy) ของกลุ่มอุตสาหกรรม

E_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

3.2 ระดับของการบริหารกำไรที่วัดจากตัวแบบจำลองของ Yoon (Yoon, Miller and Jiraporn, 2006) ซึ่งพิจารณาจากระดับของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ด้วยสมการดังต่อไปนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณรายการคงค้างรวม (Total Accruals) ตามสมการที่ 2-1

$$TA_{it} = \text{Net Income}_{it} - \text{OCF}_{it} \quad (2-1)$$

โดยที่

TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

Net Income_{it} = กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน i ณ ปีที่ t

OCF_{it} = กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท i ณ ปีที่ t

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ (2-2) โดยการใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least squares (OLS) regressions และหารด้วยรายได้รวมของปีปัจจุบัน ทั้งนี้เพื่อลดการเกิดปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedastic)

$$\frac{TA_{it}}{REV_{it}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{REV_{it}} \right] + \beta_2 \left[\frac{(\Delta EXP_{it} - \Delta AP_{it})}{REV_{it}} \right] + \beta_3 \left[\frac{(\text{DEP}_{it} + \text{PEN}_{it})}{REV_{it}} \right] \quad (2-2)$$

โดยที่ TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย (Constant)

REV_{it} = รายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔREV_{it} = การเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔAR_{it} = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔEXP_{it} = ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุนของบริษัท i ณ ปีที่ t หักด้วยผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุนของบริษัท i ในปี $t-1$)

ΔAP_{it} = การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

DEP_{it} = ค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ณ ปีที่ t

PEN_{it} = ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานของบริษัท i ณ ปีที่ t

E_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

ขั้นตอนที่ 3 นำค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ (2-2) มาคำนวณหารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (NDCA) ตามสมการที่ (2-3) ดังนี้

$$NDCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{REV_{it}} \right] + \beta_2 \left[\frac{(\Delta EXP_{it} - \Delta AP_{it})}{REV_{it}} \right] + \beta_3 \left[\frac{(\text{DEP}_{it} + \text{PEN}_{it})}{REV_{it}} \right] \quad (2-3)$$

โดยที่

$NDCA_{it}$ = รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจของบริษัท i ณ ปีที่ t

β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย

REV = รายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔREV_{it} = การเปลี่ยนแปลงของรายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔAR_{it} = การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔEXP_{it} = ผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (ไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุนของบริษัท i ณ ปีที่ t หักด้วยผลรวมของต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นต้นทุนของบริษัท i ในปี $t-1$)

ΔAP_{it} = การเปลี่ยนแปลงของเจ้าหนี้การค้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

DEP_{it} = ค่าเสื่อมราคาของบริษัท i ณ ปีที่ t

PEN_{it} = ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานของบริษัท i ณ ปีที่ t

ขั้นตอนที่ 4 คำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (DCA) ในสมการที่ (2-4) โดยค่า TA_{it} มาจากสมการที่ (2-1) และค่าของรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDCA) มาจากสมการที่ (2-3) ดังนี้

$$DCA_{it} = \frac{TA_{it}}{REV_{it}} - NDCA_{it} \quad (2-4)$$

โดยที่ DCA_{it} = รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจ ของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

TA_{it} = รายการคงค้างทั้งหมดของบริษัท i ณ ปีที่ t

REV_{it} = รายได้จากการขายและบริการของบริษัท i ณ ปีที่ t

$NDCAI_{it}$ = รายการคงค้างจากการดำเนินธุรกิจของบริษัท i ณ ปีที่ t

ขั้นตอนที่ 5 คำนวณผลรวมค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยการนำค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals) ทั้งหมดมารวมกัน เนื่องจากค่าของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร มีทั้งค่าบวก (+) และค่าลบ (-) เพื่อเป็นการป้องกันการหักลบกัน (Offset) ผู้วิจัยจึงใช้ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$AbsDCA_{it} = |DCA_{it}| \quad (2-5)$$

โดยที่ $AbsDCA_{it}$ = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

เมื่อได้ค่าตัวเลขของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารแล้วนำมาทดสอบหาความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม ดังนั้นจึงเขียนแบบจำลองเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ประสิทธิผลของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้น และคำตอบแทนผู้บริหารที่มีผลต่อการบริหารกำไร (ตามสมการที่ 2-6) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Earnings Management} = & \beta_0 + \beta_1(\text{BOAR_NUM}_{it}) + \beta_2(\text{BOAR_IND})_{it} + \beta_3(\text{CEO_DUA})_{it} + \beta_4(\text{BOAR_EXP})_{it} + \beta_5(\text{BOAR_FRE})_{it} + \beta_6(\text{AUDI_BOA})_{it} + \beta_7(\text{AUDI_EXP})_{it} + \beta_8(\text{AUDI_FRE})_{it} + \beta_9(\text{OWNE_CON})_{it} + \beta_{10}(\text{OWNE_FOR})_{it} + \beta_{11}(\text{OWNE_INS})_{it} + \beta_{12}(\text{STOC_ION})_{it} + \beta_{13}(\text{COMP_ION})_{it} + \beta_{14}(\text{ROA})_{it} + \beta_{15}(\text{LEVE})_{it} + \beta_{16}(\text{SIZE})_{it} + \beta_{17}(\text{Big } 4)_{it} + \beta_{18}(\text{MBV})_{it} + \beta_{19}(\text{YEAR})_{it} + \sum_j^7(\beta_j) + \epsilon_{it} \quad (2-6) \end{aligned}$$

3.3 ตัวแปรตามที่ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้ในงานวิจัยนี้คือ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานทางการตลาด งานวิจัยฉบับนี้คำนวณค่า Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung & Pruitt (1994) เนื่องจากการคำนวณตามแนวทางดังกล่าว ได้รับการยอมรับว่ามีความถูกต้องตรงตามหลักทฤษฎี

สูตรการคำนวณตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ คำนวณดังนี้

Tobin's Q = มูลค่าตลาดทั้งหมดของบริษัทหารด้วย มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (3-1)

2) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาการบริหารกำไรเชิงฉวยโอกาสหรือเป็นเชิงผลประโยชน์

เพื่อศึกษารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นการบริหารกำไรในเชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์ โดยการนำค่าสัมบูรณ์ (Absolute) ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Abs DCA) เปรียบเทียบกับ ผลการดำเนินงาน (Tobin's Q) ตามสมการดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EM_{it-1}^{MJ} + \beta_2 CG3_{it} + \beta_3 CG4_{it} + \beta_4 CG5_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEVE_{it} + \beta_7 MBV_{it} + \epsilon_{it} \quad (4-1) \end{aligned}$$

โดยที่

β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย (Constant)

β_1 = ค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรที่ 1 ในสมการ

EM_{it}^{MJ} = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Abs DCA) ตามตัวแบบ Modified Jones

$CG3_{it}$ = บริษัทที่มีคะแนนระดับดี

$CG4_{it}$ = บริษัทที่มีคะแนนระดับดีมาก

$CG5_{it}$ = บริษัทที่มีคะแนนระดับดีเลิศ

$SIZE_{it}$ = ขนาดของกิจการ

$LEVE_{it}$ = ความเสี่ยงทางการเงิน

MBV_{it} = การเจริญเติบโตของบริษัท

ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EM_{it-1}^Y + \beta_2 CG3_{it} + \beta_3 CG4_{it} + \beta_4 CG5_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEVE_{it} + \beta_7 MBV_{it} + \epsilon_{it} \quad (4-2) \end{aligned}$$

โดยที่

β_0 = ค่าคงที่ของสมการถดถอย (Constant)

- β_i = ค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรที่ i ในสมการ
- G3it = บริษัทที่มีคะแนนระดับดี
- CG4it = บริษัทที่มีคะแนนระดับดีมาก
- CG5it = บริษัทที่มีคะแนนระดับดีเลิศ
- SIZEit = ขนาดของกิจการ
- LEVEit = ความเสี่ยงทางการเงิน
- MBVit = การเจริญเติบโตของบริษัท
- E_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน
- $EM_{it}^{\Delta Y}$ = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Abs DCA) ตามตัวแบบ Yoon

ผลการศึกษา

ผลการประมาณค่าด้วยวิธี Panel Random Effect Model แสดงดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 : ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร กรณีภาพรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

	ผลที่คาดหวัง)Expected Sign(Modified Jones Model Panel Random Effect)1(Yoon Model Panel Random Effect)2(
Board Effectiveness			
BOAR_NUM	-/+	-0.0002	-0.0014
BOAR_IND	-	-0.0003	-0.0001
CEO_DUA	+	-0.0044	0.0049
BOAR_EXP	-	0.0003 *	0.0006 **
BOAR_FRE	-/+	0.0014 **	0.0027 ***
AUDI_BOA	-	0.0002	-0.0000
AUDI_EXP	-	-0.0000	-0.0003 *
AUDI_FRE	-	0.0006	0.0004
Shareholders Structure			
OWNE_CON	+	-0.0000	0.0003
OWNE_FOR	-	0.0001	0.0003
OWNE_INS	-	-0.0001	-0.0004 *
CEO Compensation			
STOC_ION	-	-0.0009	-0.0033
COMP_ION	-	0.0014	-0.0105 ***
Control Variables			
ROA		0.0013 ***	0.0004
LEVE		0.0005 ***	0.0001
SIZE		-0.0062 ***	0.0016
BIG4		-0.0007	0.0028
MBV		-0.0020 *	-0.0023
d2010		-0.0053	-0.0109 *

	ผลที่คาดหวัง)Expected Sign(Modified Jones Model Panel Random Effect)1(Yoon Model Panel Random Effect)2(
d2011		-0.0040	-0.0094
d2012		0.0020	-0.0020
d2013		0.0011	0.0074
ind1		-0.0074	0.0001
ind2		-0.0142	-0.0011
ind3		0.0121	0.0150
ind4		-0.0147	0.00231
ind5		0.0088	0.0909 ***
ind6		-0.0224 ***	0.0095
ind7		.	.
Constant		0.1390 ***	0.1760 **
N		1607	1607
N_g		361	361
chi2		114.4	121.3
r2_o		0.102	0.144

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

จากผลการศึกษาดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยนำค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals : DCA) จากทั้ง 2 ตัวแบบคือ 1) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Modified Jones (DCA : Modified Jones Model) และ 2) รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Yoon (DCA : Yoon Model) และกิจการที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับดี ดีมาก และดีเลิศ โดยการหาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Firm Value) ทั้งนี้ ควบคุมความแตกต่างของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการด้วยตัวแปร 3 ตัวแปร ประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงิน (LEVE) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBV) เพื่อเป็นการพิสูจน์การบริหารกำไรว่าเป็นการบริหารกำไรในเชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์ ดังนี้

1.1 ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Discretionary Accruals : DCA) จากทั้ง 2 ตัวแบบคือ 1) รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบ Modified Jones (DCA : Modified Jones Model) และ 2) รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบ Yoon (DCA : Yoon Model) เปรียบเทียบกับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ที่คำนวณตามวิธีการ Tobin's Q

ตารางที่ 2 ผลการศึกษาการบริหารกำไรในเชิงการฉวยโอกาส หรือเป็นผลประโยชน์ (Opportunistic or Beneficial Earnings Management)

	J4(2- Tobin'Q	J4(3- Tobin'Q
y_dca_a_y1	-0.168 ***	
y_dca_a_y2		-0.191 ***
cg_3	0.0081	0.0086
cg_4	0.0321 ***	0.0273 ***
cg_5	0.0524 ***	0.0432 ***
LEVE	-0.0031 ***	-0.0031 ***
SIZE	-0.0013	- 0.0005
MBV	0.3970 ***	0.3980 ***
Constant	0.768 ***	0.756 ***
N	1607	1607
N_g	361	361
N_t	5	5
N_miss	0	0
chi2	20931.1	19653.6
df	8	8

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

ผลการวิจัยโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ กลุ่มของประสิทธิผลคณะกรรมการบริษัท พบว่า สัดส่วนกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี (BOAR_EXP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Modified Jones และตัวแบบ Yoon อย่างมีนัยสำคัญซึ่งไม่เป็นตามทฤษฎีตัวแทน

จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท (BOAR_FRE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Modified Jones และตัวแบบ Yoon อย่างมีนัยสำคัญซึ่งสอดคล้องทฤษฎีตัวแทน

สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี (AUDI_FRE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Yoon อย่างมีนัยสำคัญซึ่งสอดคล้องทฤษฎีตัวแทน

กลุ่มของโครงสร้างผู้ถือหุ้น พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (OWNE_INS) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามตัวแบบ Yoon อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและไม่พบความสัมพันธ์ของ

สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบ Modified Jones

กลุ่มของค่าตอบแทนผู้บริหาร พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหาร (COMP_IION) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบ Yoon อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และไม่พบความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ตามตัวแบบ Modified Jones

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่า ประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ จากผลการศึกษาสามารถอภิปรายดังนี้

1.1 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎี Resource Dependency และ ผลการศึกษาของ Banderlipe, (2009) แสดงให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร สาเหตุอันเนื่องมาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจัดขนาดหรือมีจำนวนของคณะกรรมการที่มีความเหมาะสมกับขนาดของกิจการ ทำให้กรรมการแต่ละคนเข้าใจในบทบาทหน้าที่ของตนเป็นอย่างดี และนำความรู้ ความสามารถ ประสบการณ์ที่มีมาช่วยในการทำงานเป็นทีม มีความละเอียดรอบคอบ จนสามารถสะท้อนให้เห็นถึงการถ่วงดุลอำนาจซึ่งกันและกันส่งผลให้การดำเนินงานมีประสิทธิภาพมากขึ้น

1.2 สัดส่วนของกรรมการอิสระ จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระ มีผลกระทบในทางลบต่อรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนและผลการศึกษาของ Fama, (1980) Fama and Jensen, (1983) Beasley, (1996) Klein, (2002) Osma and Noguera, (2002) Xie et al., (2003) Peasnell et al., (2004) และ Jiraporn, et al.(2006) จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า กรรมการอิสระถือเป็นกลไกหนึ่ง ที่จะทำหน้าที่ในการควบคุมและการตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายบริหารให้สามารถบรรลุตามนโยบายของกิจการ รวมถึงการลด

พฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามผลการศึกษาสอดคล้องกับPark and Shin, (2004) Bradbury, Mak and Tan, (2006) Rahman and Ali, (2006) Sarkar, Sarkar and Sen, (2008) และBanderipe, (2009) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

1.3 การควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการควบตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งผล การศึกษาจึงไม่สอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน และผล การศึกษาของ Dechow Sloan and Sweeney, (1996) Klein, (2002) Sarkar, Sarkar and Sen, (2008) พบว่า การควบรวม ตำแหน่งทำให้มีการบริหารกำไรเพิ่มมากขึ้น และผลการศึกษาไม่สามารถอธิบายได้ด้วยแนวคิดของทฤษฎีความเป็นผู้ควบคุมดูแล จักการทรัพย์สิน (Stewardship Theory) ที่สนับสนุนการควบ ตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด เนื่องจาก คณะกรรมการและผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ ได้ก็ต่อเมื่อผู้เป็นเจ้าของมอบอำนาจหน้าที่การตัดสินใจอย่างเป็น อิสระให้กับผู้บริหาร จึงทำให้การควบตำแหน่งจะทำให้เป็นผลดี กับผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตามผลการศึกษา สอดคล้องกับ (Bradbury Mak and Tan, 2006) (Rahman and Alit, 2006) และ (Xie Davidson and DaDalt, 2003) ที่ไม่พบ ความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการควบตำแหน่งระหว่าง ประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร

1.4 สัดส่วนของกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชี จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบ ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันของสัดส่วนกรรมการบริษัทที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงินและบัญชีกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งผลการศึกษาไม่สามารถ อธิบายด้วยทฤษฎีตัวแทน และไม่สอดคล้องกับ Park and Shin, (2004) Lin and Hwang, (2010) แสดงให้เห็นว่ากรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่มี นัยสำคัญกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาอธิบายได้ว่า คณะกรรมการอาจถูกครอบงำจากผู้ถือ หุ้น ที่มีอำนาจควบคุมกิจการ Khanthavit, Polsiri and Wiwattanakantang, (2003)

1.5 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท จากผล การศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ของจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการบริษัท กับรายการ คงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ตามตัวแบบที่ 1 และระดับ นัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ตามตัวแบบที่ 2 สามารถอธิบายได้ด้วย ทฤษฎี Resource Dependency และไม่สอดคล้องกับผล การศึกษาของ Xie Davidson and DaDalt, (2003) Sarkar, Sarkar and Sen, (2008)และJackling & Johl,(2009)ที่พบจำนวน ครั้งการประชุมคณะกรรมการบริษัทมีอิทธิพลในตรงกันข้ามต่อ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างไรก็ตามผล การศึกษาสอดคล้องกับ Vafeas,(1995) พบว่า จำนวนครั้งของ การประชุมคณะกรรมการมีผลกระทบในทางลบต่อผลการ ดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นผลการศึกษาจึงอธิบายได้ว่า หาก คณะกรรมการมีความถี่ของการประชุมมากขึ้น อาจจะทำให้ คณะกรรมการบริษัทมีเวลาจำนวนน้อยในการติดตามผลการ ปฏิบัติงานของผู้บริหารได้อย่างเต็มที่ หรือ บริษัทกำลังอยู่ในภาวะ ไม่ปกติที่จะทำให้เกิดต้องมีจำนวนครั้งของการประชุมจำนวนมาก

1.6 สัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัว แบบ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วน คณะกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจ ของฝ่ายบริหาร ผลการศึกษาไม่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎี ตัวแทน และไม่สอดคล้องกับ Piot and Janin, (2007) ที่พบว่า การมีกรรมการตรวจสอบอยู่ในคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ใน ทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่าย บริหาร แต่การศึกษาสอดคล้องกับ Fama, (1980) Fama and Jensen, (1983) Xie Davidso and DaDalt, (2003) Peasnell Pope and Young, (2005) Lin Li and Yang, (2006) ที่ไม่พบ ความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างการมีกรรมการตรวจสอบกับ รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กั ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารและ จากผล การศึกษาแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนคณะกรรมการตรวจสอบ ไม่มี อิทธิพลต่อการบริหารกำไร

1.7 สัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญ ทางด้านการเงิน และบัญชี จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ มี ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามของสัดส่วนของกรรมการ ตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางด้านการเงิน และบัญชีกับ รายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยไม่มีนัยสำคัญ ทางสถิติ ในตัวแบบที่ 1 ซึ่งสอดคล้องกับไม่สามารถอธิบายได้ ด้วยทฤษฎีตัวแทนและผลการศึกษา สอดคล้องกับ Rahman and

Ali, (2006) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงิน และบัญชี อย่างไรก็ตามผลการศึกษพบว่าสัดส่วนของกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงิน และบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยมีนัยสำคัญทางสถิติ ในตัวแบบที่ โดยผลการศึกษสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทนและสอดคล้องกับ Xie Davidson and DaDalt, (2003) Bedard Chtourou and Courteau, (2004) Park and Shin, (2004) จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่มีความรู้ ความชำนาญทางการเงินและบัญชีย่อมส่งผลต่อการสอบทานรายงานทางการเงินทำให้ลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลรวมทั้งลดปัญหาตัวแทนในกิจการ และช่วยส่งเสริมให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

1.8 จำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบจากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ ไม่พบความสัมพันธ์ของจำนวนครั้งของการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาจึงไม่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน ทั้งนี้มีความสอดคล้องกับการศึกษาของ Jackling & Johl, (2009) Lin Li and Yang, (2006) และ ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bedard and Courteau, (2001) Xie, Davidson and DaDalt, (2003) Jiraporn, et al.,(2006) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการตรวจสอบต้องปฏิบัติตามภารกิจอื่นตามที่ได้รับมอบหมายจากคณะกรรมการบริษัท เช่น การสอบทานระบบควบคุมภายในและการตรวจสอบภายใน เป็นต้น Lin and Hwang, 2010 ให้ความเห็นว่าคณะกรรมการตรวจสอบต้องจัดสรรเวลาให้มีความเพียงพอสำหรับการปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย หากคณะกรรมการตรวจสอบปฏิบัติหน้าที่อย่างจริงจังจะสามารถทำให้เกิดความเชื่อมั่นในคุณภาพของรายงานทางการเงิน ในทางตรงข้าม Menon and Williams, (1994) สนับสนุน กรณีที่กิจการจัดให้เห็นถึงจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบไม่เหมาะสมจะเป็นตัวบ่งชี้ถึงการขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแล

2. โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไร จากการศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ จากผลการศึกษาสามารถอธิบายดังนี้

2.1 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ จากผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นราย

ใหญ่ ไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและ ไม่สอดคล้องผลการการศึกษาของ Velury et al., (2006) Firth et al., (2007) และ Jiraporn, et al.,(2006) จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า จำนวนบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีสัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมากกว่าร้อยละ 50 แสดงว่าโดยส่วนใหญ่แล้วบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนน้อยรายและมีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก ซึ่งโครงสร้างลักษณะนี้จะถูกควบคุมผู้มีอำนาจควบคุม จนทำให้เกิดปัญหาตัวแทนในลักษณะของการขัดแย้งผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนภายนอกกับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ

2.2 สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ ไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษาไม่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน ทั้งนี้ผลการศึกษาสอดคล้องกับFirth et al., (2007) และ Jiraporn, et al.,(2006) จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าซึ่งการเข้ามาถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติ เกิดขึ้นโดยมองว่าบริษัทมีความโปร่งใสต่อการบริหารงาน เมื่อนักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนจะก่อให้เกิดกระบวนการถ่ายทอดเทคโนโลยีและองค์ความรู้ใหม่ ๆ จึงทำให้เกิดการแลกเปลี่ยน การถ่ายทอดความรู้ระหว่างกันและมีการกำกับดูแลตรวจสอบผู้บริหารได้เป็นอย่างดี

2.3 สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันจากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน ไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามตัวแบบที่ 1 ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Sakar, Sarkar and Sen, (2008) แต่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการบริหารกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ตามตัวแบบที่ 2 ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chung, Firth and Kim, (2002) Velury et al., (2006) Teshima and Shuto, (2008) และ Ali Shah et al., (2009) จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นสถาบันมีความกระตือรือร้นในการติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของกิจการทำให้กิจการจำเป็นต้องรายงานกำไรที่มีคุณภาพที่จะแสดงถึงความโปร่งใสในการทำงาน และสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถของนักลงทุนที่เป็นสถาบัน ในทางตรงกันข้าม Bradbury, Mak and Tan, 2006 พบว่า การมีสัดส่วนการ

ถือหุ้นที่สูงจากนักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายการคงค้างโดยใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร ซึ่งผลการวิจัยนี้สรุปได้ว่านักลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญที่คอยสอดส่องการปฏิบัติงานของผู้บริหารในการบริหารกำไร และมีส่วนช่วยในการป้องกันและขัดขวางพฤติกรรมกรรมการบริหารกำไรของผู้บริหารได้

3. คำตอบแทนผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ จากการศึกษาเพื่อตอบคำถามการวิจัยว่า คำตอบแทนผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการบริหารกำไรหรือไม่ จากผลการศึกษาสามารถอภิปรายดังนี้

3.1 การให้สิทธิซื้อหุ้น จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบว่าการให้สิทธิซื้อหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากผลการศึกษาไม่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน และแสดงให้เห็นว่า การให้สิทธิซื้อหุ้น ถือเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งในการจูงใจให้ผู้บริหารทำงานให้แก่บริษัทอย่างเต็มที่ และทำให้ลดปัญหาเรื่องผลประโยชน์ทับซ้อนที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นได้ และพบว่า การจ่ายคำตอบแทนด้วยหุ้นทำให้อัตราการลาออกของผู้บริหารระดับสูงลดลง Blasi, Kruse and Conte, (1996)

3.2 คำตอบแทนผู้บริหาร จากผลการศึกษาทั้ง 2 ตัวแบบ พบว่าคำตอบแทนผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามตัวแบบตัวแบบที่ 1 ทั้งนี้ พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามของคำตอบแทนผู้บริหารกับรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ตามตัวแบบที่ 2 สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน แต่ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Bergstresser et al., (2006). Meek, Rao and Skousen, (2007) และ Shuto, and A. (2007) ทั้งนี้ จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการวางระบบการจ่ายคำตอบแทนและการให้รางวัลที่ดี ย่อมเพิ่มความมกระตือรือร้น ความตั้งใจให้กับผู้ปฏิบัติงาน จึงสามารถลดปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวแทนได้ Bryan Hwang & Lilien, (2000) ดังนั้นคำตอบแทนผู้บริหารจึงแสดงบทบาทที่สำคัญการจดวงผลประโยชน์ของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นกับกรรมการและฝ่ายบริหารให้ทุ่มเท ความรู้ความสามารถของตนเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น Jensen & Meckling, (1976) ดังนั้น คำตอบแทนผู้บริหารด้วยจึงเป็นความเชื่อมั่นว่า เมื่อผู้บริหารมีคำตอบแทนสูง จะมีแนวโน้มในการบริหารกำไรต่ำเนื่องจากผู้บริหารมีความตั้งใจในการทำงาน มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินธุรกิจ

4. รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหารเป็นการบริหารกำไรในเชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์กิจการที่มีคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการระดับดีเลิศ ดีมาก และระดับดีมีแรงจูงใจในการบริหารกำไรในเชิงฉวยโอกาสหรือเป็นผลประโยชน์พบว่า

4.1 การบริหารกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน และงานวิจัยของ Jirapom, et al.(2006) Bowen, Rajgopal and Venkatachalam, (2008) Siregar and Utama, (2008) แต่ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Teoh,Welch and Wong, (1998a) Teoh, Welch and Wong, (1998b) Limpaphayom and Ngamwutikul, (2004) ทั้งนี้สามารถอธิบายพฤติกรรม การบริหารกำไรจากทฤษฎีตัวแทนซึ่งหมายถึงการบริหารกำไรในเชิงฉวยโอกาส (Opportunistic Earningment) โดยที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจ ไปสู่อรรถประโยชน์สูงสุดในการบิดเบือนกำไรเพื่อประโยชน์ของตนเอง

จากการวิจัยครั้งนี้สามารถสรุปว่า การบริหารกำไรในประเทศไทยเป็นการบริหารกำไรในเชิงฉวยโอกาส (Opportunistic Earningment) เนื่องจากรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กัดุลยพินิจของฝ่ายบริหารมีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ (Firm Value) นอกจากนี้ยังพบว่ากิจการที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับดีมาก ดีเลิศ และการเจริญเติบโตของกิจการทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินทำให้มูลค่ากิจการลดลง

เอกสารอ้างอิง

Alareeni, B., & Aljuaidi, O. (2014). The Modified Jones and Yoon Models in Detecting Earnings Management in Palestine Exchange (PEX). International Journal of Innovation and Applied Studies, 9(4), 1472.


Alchain and H, Demstz, Production, Information Costs and Economic Organization American Economic Review (December 1972), pp. 777-795.

Ali Shah, Syed Zulfiqar and Butt, Safdar A. and Hassan, Aarshad, Corporate Governance and Earnings Management an Empirical Evidence Form Pakistani Listed

- Companies (2009). *European Journal of Scientific Research*, Vol. 26, No. 4, pp. 624-638, 2009.
- Bryan, S., Hwang, L., and Lilien, S. (2000). CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix and Economic Determinants. *Journal of Business*, 73: 661-93.
- Bandelipe II, (2009) M.R.S. the impact of selected corporate governance variables in mitigating earnings management in the Philippines. *DLSU Business and Economics Review* (19) 17-27.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J.S.L. (2001). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Financial Economics*, 30, 421-452.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 7, 443-465.
- Bedard, J., Chtourou, S.M., & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23, 13-35.
- Bergstresser, D., and Philippon, T. (2006). CEO Incentives and Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.
- Bliss, M. A. (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. *Accounting & Finance*, 51(2), 361-380.
- Blasi, J., Conte, M., & Kruse, D. (1996). Employee stock ownership and corporate performance among public companies. *Industrial & Labor Relations Review*, 50(1), 60-79.
- Bowen, R. M., Rajgopal, S. and Venkatachalam, M. (2008), *Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance*. *Contemporary Accounting Research*, 25: 351—405. doi: 10.1506/car.25.2.3
- Bradbury, M.E., Mak, Y.T., & Tan, S.M. (2006). Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review*, 18, 48-68.
- Campbell R. Harvey, Karl V. Lins, Andrew H. Roper, The effect of capital structure when expected agency costs are extreme, *Journal of Financial Economics*, Volume 74, Issue 1, October 2004, Pages 3-30, ISSN 0304-405X, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.003>.
- Carcello, J. V., Hermanson, D.R., & Neal, T.L. (2002). Disclosures in audit committee charters and reports. *Accounting Horizons*, 16, 291-304.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70—74. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3665623>
- Claessens, S., Djankov, S., Joseph P. H. Fan, & Larry H. P. Lang. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741—2771. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/3094542>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193—225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/248303>
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600. Evidence from a voluntary governance system. *Accounting Horizons*, 23, 245-263.

- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1837292>
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China. *Journal of accounting and public policy*, 26(4), 463-496.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 492-509.
- Jiraporn P., G. A. Miller, S. S. Yoon & Y.S. Kim (2008). Is earnings management opportunisti or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis* 17, (3): 622-634.
- Jenkins, D., & Kane, G. U. Velury. (2006). Earnings quality decline and the effect of industry specialist auditors: an analysis of the late 1990s. *Journal of Accounting Public Policy*, 25, 71-90.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jung, K., & Kwon, S. Y. (2002). Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting*, 37(3), 301-325.
- Kalbers, L. P., & Fogarty, T. J. (1993). Audit committee effectiveness: An empirical investigation of the contribution of power. *Auditing*, 12(1), 24. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/216730893?accountid=32067>
- Khanthavit, A., Polsiri, P., & Wiwattankantang, Y. (2003). Did families lose or gain control after the East Asian financial crisis? In J. Fan, M. Hanazaki, & J. Teranishi. *Designing financial system in East Asia and Japan*. London: Routledge.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of directors' characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of overnment. *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 222-279.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The journal of finance*, 58(4), 1445-1468.
- Limpaphayom, P., & Ngamwutikul, A. (2004). Ownership structure and post-issue operating performance of firms conducting seasoned equity offerings in Thailand. *Journal of Economics and Finance*, 28(3), 307-332.
- Lin, J.W., & Hwang, M.I. (2010). Audit quality quality, corporance governance, and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Auditing*, 14, 57-77.
- Lin, Li, and Yang The effect of audit committee performance on earnings quality. *Managerial Auditing Journal* 2006 21:9, 921-933
- Lo, K (2008), Earning management and earning quality. *Journal of Accounting and Economic*, 45,350-357.

- Meek, G.K., Rao, R. P. and Skousen, C.J. 2007 "Evidence on factors affecting the relationship between CEO stock option compensation and earnings management" *Review of Accounting and Finance* 6: 304-323.
- Menon, K., & Williams, J.O. (1994). The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13, 121-139.
- Miller, P., & Norburn, D. (1986). Directors in strategic crisis. *Advances in strategic management*, 4, 95-110.
- Osmar, B.G., and Noguera, B.g. 2007. The effect of board composition and its Monitoring committees on earnings management: evidence from Spain. *Journal Compilation* (15): 1413-1428.
- Park, Y.W., & Shin, H.-H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10, 431-457.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1311-1346.
- Piot and Janin. External Auditors, Audit Committees and Earnings Management in France, *European Accounting Review* Vol. 16, Iss. 2, 200
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1—2, 2000, Pages 3-27, ISSN 0304-405X, [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).
- Rahman, R.A., & Ali, F.H.M. (2006). Board audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21, 783-804.
- Sarkar, J., Sarkar, S., & Sen, K. (2008). Board of directors and opportunistic earnings management: Evidence from India. *Journal of Accounting & Finance*, 23, 517-551.
- Sesil, J. C., & Kroumova, M. K. (2005). The Impact of Broad-Based Stock Options on Firm Performance: Does Firm Size Matter? Available at SSRN 717081.
- Sharma, V., Naiker, V., & Lee, B. (2009). Determinants of audit committee meeting frequency: Evidence from a voluntary governance system. *Accounting Horizons*, 23, 245-263.
- Siregar, S.V. and Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 43, 1-27.
- Shuto, A. (2007). Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(1), 1-26.
- Sommer, A.A. (1991). Auditing audit committees: An educational opportunity for auditors *Accounting Horizons*, 5, 91-93.
- Subramanyam, K.R., 1996, The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting Economics*, this issue.
- Teoh, S.H., Welch, I. and Wong, T.J. (1998a). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Teoh, S.H., Welch, I. and Wong, T.J. (1998b). Earnings management and the long-run market performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.



Teshima, N., & Shuto, A. (2008). Managerial ownership and earnings management: Theory and empirical evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 19, 107-132.

Trueman, Brett and Sheridan Titman. 1998 An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 29, 3 (Supplement): 127-139.

Uma Velury, David S. Jenkins, Institutional ownership and the quality of earnings, *Journal of Business Research*, Volume 59, Issue 9, September 2006, Pages 1043-1051, ISSN0148-2963, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2006.05.001>.

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.

Xie, B., Davidson, W.N., & DaDait, P.J. (2003). Earnings management and corporate governance: The role of the board and audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.

Yoon, S. S., Miller, G., & Jiraporn, P. (2006). Earnings management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 17(2), 85-109.

Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.

คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบาย
เงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน

Corporate Governance Scoring and Signaling on Dividend Policy
in lowering agency problem

ดาร์รัตน์ สุขแก้ว
Dararat Sukkaew

อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ
วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับการตัดสินใจและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน โดยเก็บข้อมูลแบบ Panel data ระหว่างปี ค.ศ. 2009-2013 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ใช้ประมาณค่าโดยวิธี ordered probit และ multivariate probit ผลการวิจัยพบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ กระแสเงินสดอิสระการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และภาระหนี้สินมีผลอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน

คำสำคัญ : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการการส่งสัญญาณ, นโยบายเงินปันผล

ABSTRACT

This research examines corporate governance scoring and signaling related to dividend payment decision on dividend policy in lowering agency problem .The data was collected using Panel data during 2013-2009 of listed companies except financial sector. The data was estimate using probit approach and multivariate probit models . The results indicate that corporate governance scoring, free cash flow, previous dividend policy, profitability, firm size, and leverage ratio are significant factors in determining decision and trend to change dividend policy .As a result, this study confirms that good corporate governance help lowering agency problem.

Keywords : Corporate Governance Scoring, Signaling, Dividend Policy

บทนำ

การกำกับดูแลกิจการเป็นเครื่องมือในการบริหารงานให้มีความโปร่งใสและสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียในการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร (Nam and Nam, 2004) นับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมา สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(IOD) โดยการสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.ได้ทำการสำรวจและรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน เป็นการกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่องและจริงจัง

โดยผู้มีส่วนได้เสียได้นำผลการประเมินไปเป็นข้อมูลตัดสินใจในด้านต่าง ๆ สอดคล้องกับทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ว่าการมีข้อมูลที่ไม่สมดุลกันระหว่าง Insider (ผู้จัดการและผู้บริหาร) กับ Outsider (ผู้ถือหุ้น) เป็นช่องว่างระหว่างบุคคลภายในกับบุคคลภายนอกทำให้มีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน Lintner (1956) ได้เสนอว่า กิจการมีแนวโน้มที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลเมื่อผู้จัดการเชื่อว่าผลประโยชน์จะเพิ่มขึ้นได้อย่างถาวรในระยะยาว ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลย่อมเป็นการส่งผ่านข้อมูลเกี่ยวกับการคาดการณ์ของผู้บริหารในเรื่องผลประโยชน์ เมื่อกิจการเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ย่อมเป็นการส่งสัญญาณที่เป็นบวกให้กับนักลงทุนว่า ผู้บริหารคาดว่ากิจการจะสามารถจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้นได้ในอนาคต และแสดงถึงราคาหุ้นในตลาดที่มีแนวโน้มสูงขึ้น(Suwanna, 2012) และหากลดการจ่ายเงินปันผลย่อมเป็นสัญญาณว่า ผลประกอบการของกิจการไม่ดี แต่อย่างไรก็ตามการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นอาจจะเป็นสัญญาณที่บอกว่ากิจการไม่มีโครงการที่ดีในการลงทุน ดังนั้นเพื่อให้เข้าใจความหมายของสัญญาณจากการเพิ่มหรือลดเงินปันผล เราจะต้องวิเคราะห์ถึงชนิดของข่าวสารที่เงินปันผลสื่อออกมาจากนี้การจ่ายเงินปันผลยังเป็นวิธีหนึ่งที่จะลดปัญหาตัวแทน ในการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจว่าผู้จัดการจะสามารถนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ในทางที่เป็นประโยชน์เพื่อผู้ถือหุ้น(Jensen & Meckling, 1976) ผู้จัดการที่เห็นแก่ประโยชน์ของตัวเองอาจจะนำเงินไปใช้ในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ หรือไปลงทุนในโครงการที่เป็น Negative NPV ดังนั้นเพื่อลดปัญหากิจการควรจะนำกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน (Esterbrook, 1984 ; Jensen, 1986)

รวมถึงตามทฤษฎี The Life — Cycle Theory การจ่ายเงินปันผลอาจขึ้นอยู่กับวงจรชีวิตของกิจการที่กล่าวว่ารหัสขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมี Free Cash Flow สูงย่อมแสดงถึงการก่อตั้งมาเป็นเวลานาน ดังนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ (Fama & French, 2001) รวมถึง บริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์มากกว่าหรือใหญ่กว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า (Ramli, 2010)

การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งที่การทดสอบเกี่ยวกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลที่จะส่งสัญญาณ (Signaling) ข้อมูลของกิจการ และการลดปัญหาตัวแทน จากการที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) การใช้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และวงจรชีวิตของกิจการ

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การส่งสัญญาณโดยใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล

การส่งสัญญาณโดยการจ่ายเงินปันผลกับผลการดำเนินงานของกิจการ Scott, Petty & Keown (1999) กล่าวว่าอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของกิจการ ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวทาง ในที่นี้จะกล่าวในส่วนทางด้านบัญชี คือความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจาก ROA พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเพราะไม่ต้องเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคตจึงนำมาจ่ายเงินปันผล (Jensen Solbery & Zoun, 1992) พบว่า ROA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลในอนาคต (Harada & Nguyen, 2005 ; Ramli, 2010) นอกจากนี้การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาสามารถเป็นการส่งสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปได้ (Suwanna, 2012) รวมทั้งสัญญาณการก่อหนี้จะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลเพราะต้องกันเงินไว้ชำระหนี้ก่อนงานวิจัยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ (Kouki & Guizani, 2009; Guizani, 2012)

โดยสามารถกำหนดสมมติฐานเกี่ยวกับผลการดำเนินงานภาระหนี้กับการจ่ายเงินปันผลได้ดังนี้

H1 : ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

H2 : การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

H3 : อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

การลดปัญหาตัวแทนโดยใช้นโยบายจ่ายเงินปันผล กับการกำกับดูแลกิจการ

จากวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 ทำให้มีการให้ความสำคัญต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพราะมีผู้มีส่วนได้เสียคาดหวังที่จะมีข้อมูลที่โปร่งใสตรวจสอบได้จากบริษัทในตลาด และในปี พ.ศ. 2542 ได้ก่อตั้งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการ ส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ให้มีประสิทธิภาพทัดเทียมกับมาตรฐานสากล เพื่อสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น และทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างมั่นคงถาวร โดยมีการจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies-CGR) โดยเริ่มครั้งแรกในปี 2544 ซึ่งมีการจัดกลุ่มคะแนนและประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนตั้งแต่ 70 คะแนนขึ้นไปต่อสาธารณชน เพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งเมื่อบริษัทสามารถจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแล้วย่อมส่งผลต่อการดำเนินงานด้านอื่น ๆ เช่น การศึกษาของ Gruszczynski (2006) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานในประเทศโปแลนด์ พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกับ Brown and Caylor (2004)

นอกจากนี้การบริหารงานที่มีการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและฝ่ายจัดการทำให้เกิดปัญหาตามมาซึ่งเรียกว่า ปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน (Agency Problem) ในการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) Jensen & Meckling (1976) นโยบายการจ่ายเงินปันผลถูกนำมาช่วยในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เพราะเป็นการลดกระแสเงินสด (Free Cash Flow) ของกิจการที่อยู่ในอำนาจการบริหารของฝ่ายจัดการลง เพื่อป้องกันไม่ให้นำเงินไปใช้ในกิจกรรมที่ไม่เป็นประโยชน์ทำให้เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่ต้องเสียต้นทุนในการตรวจสอบการบริหารงานมากนัก (Jensen, 1986) โดยสามารถกำหนดสมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสด และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการได้ดังนี้

H4 : กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

H5 : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

นโยบายการจ่ายเงินปันผลตามวงจรชีวิตของกิจการ

ตามทฤษฎี The Life —Cycle Theory บริษัทขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมี Free cash flow สูงย่อมแสดงถึงการก่อตั้งมาเป็นเวลานานดังนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ (Fama & French, 2001) เพราะบริษัทขนาดเล็กเพิ่งเริ่มดำเนินการ ผลการดำเนินงานอาจยังไม่มีการกำไร และมีโอกาสที่จะขยายการลงทุนมากกว่าบริษัทใหญ่ จึงจำเป็นต้องใช้เงินทุนมาก ทำให้การจ่ายเงินปันผลน้อยเช่นเดียวกับบริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์มากกว่าหรือใหญ่กว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Ramli, 2010) โดยสามารถกำหนดสมมติฐานเกี่ยวกับขนาด และอายุของกิจการได้ดังนี้

H6 : ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

H7 : อายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

การเก็บรวบรวมข้อมูล

รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ (Panel Data) จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2552-2556 ส่วนผลการดำเนินงานจากฐานข้อมูลของ SETSMART โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,924 กลุ่มตัวอย่างไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนจำนวน 220 กลุ่มตัวอย่าง และกลุ่มการบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลผิดปกติที่เกิน 100 จำนวน 127 กลุ่มตัวอย่างคงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 1,577 กลุ่มตัวอย่าง

แบบจำลอง

แบบจำลองในงานวิจัยนี้เป็นแบบจำลอง Ordered Probit และ Multivariate Probit ที่กำหนดให้ตัวแปรอิสระ มีค่าดังต่อไปนี้

กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลมีค่าเท่ากับ 0

กิจการที่จ่ายเงินปันผลน้อยกว่าปีที่ผ่านมามีค่าเป็น 1

กิจการที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีที่ผ่านมามีค่าเท่ากับ 2

กิจการที่จ่ายเงินปันผลมากกว่าปีที่ผ่านมามีค่า

เท่ากับ 3 ซึ่งเป็นการวัดค่าแบบระดับอันดับ

(Ordinal Level) และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (linear regression model) ซึ่งในงานวิจัยนี้

ใช้วิธีประมาณค่า Ordered Probit ในการวิเคราะห์ระดับการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ตัวแปรแฝง (I) เป็นเส้นตรงดังนี้

$$I = X\beta + u$$

โดยสามารถกำหนดแบบจำลอง Ordered Probit ดังนี้

$$\begin{aligned} -\infty < \Pr(Y = 0) &\leq \frac{1}{1 + e^{-(I+\tau_1)}} \\ \frac{1}{1 + e^{-(I+\tau_1)}} < \Pr(Y = 1) &\leq \frac{1}{1 + e^{-(I+\tau_1+\tau_2)}} \\ \frac{1}{1 + e^{-(I+\tau_1+\tau_2)}} < \Pr(Y = 2) &\leq \frac{1}{1 + e^{-(I+\tau_1+\tau_2+\tau_3)}} \\ \frac{1}{1 + e^{-(I+\tau_1+\tau_2+\tau_3)}} < \Pr(Y = 3) &\leq \infty \end{aligned}$$

เมื่อ $\Pr(Y=i)$ is probability that $Y=i$ and $i=0, 1, 2, 3$ and τ_i is threshold i that separate order i .

ใช้การประมาณค่าแบบ maximum likelihood

โดยเงื่อนไขในการ robustness check ใช้แบบจำลอง

Multivariate Probit ดังต่อไปนี้

$$y_1^* = \beta_1'x_1 + \varepsilon_1$$

$$y_2^* = \beta_2'x_2 + \varepsilon_2$$

where: $y_1 = 1$ if pay dividend $y_1^* > 0$, 0 otherwise

$y_2 = 1$ if pay increase $y_2^* > 0$, 0 otherwise

$$E[\varepsilon_1 | x_1, x_2] = E[\varepsilon_2 | x_1, x_2] = 0$$

$$Var[\varepsilon_1 | x_1, x_2] = Var[\varepsilon_2 | x_1, x_2] = 1$$

$$Cov[\varepsilon_1, \varepsilon_2 | x_1, x_2] = \rho$$

ตารางที่ 1 การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่า	งานวิจัยในอดีต
ตัวแปรตาม		
อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)	เงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้น	Farinha (2003), Adjaoud and Ben-Amar (2010)
ตัวแปรอิสระ		
ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT)	กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม	Ramli (2010), Harada and Nguyen (2005), Fama and French (2001),
การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D_lag1)	วัดโดย)0,1) แทนค่า บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา 1 = บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา 0 =	Lintner (1956), Suwanna (2012)
อัตราส่วนหนี้สิน (LEV)	หนี้สินรวม ณ วันสิ้นปี หารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี	Guizani (2012), Shama (2011), Gugler and Yurtoglu (2003)
กระแสเงินสดอิสระ (FCF)	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม	Baba (2009), Adjaoud & Ben-Amar (2010), Thanatawee (2013)
คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)	วัดโดย)0,1) แทนค่า บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 = 1 บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 =0 บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 4 = 1 บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 4 =0 บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 5 = 1 บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 5 =0 บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ระดับ 3 ขึ้นไป = 1 บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการตั้งแต่ระดับ 3 ขึ้นไป =0	Gruzacqynski (2006), Brown and Cayor (2004)
ขนาดของกิจการ (SIZE)	วัดจากลอการิทึมของยอดสินทรัพย์รวม	Ramli (2010), Gugler and Yurtoglu (2003), Fama and French (2001)
อายุของกิจการ (AGE)	วัดจากจำนวนปีวันจัดตั้งบริษัทจนถึงปีที่ทำการศึกษา	Fama and French (2001), Amderson and Reeb (2003), Harada and Nguyen (2005)

ตารางที่ 2 ผลการประมาณค่าวิธี Ordered Probit และ Multivariate Probit

	Ordered Probit				Multivariate Probit			
	(1)		(2)		(3)		Decision	
SIZE	0.0611	**	0.0707	***	0.1150	***	0.1380	***
LEV	-0.0045	***	-0.0044	***	-0.0118	***	-0.0114	***
PROFIT	0.0477	***	0.0478	***	0.1040	***	0.1040	***
FCF	0.0007		0.0006		0.0126	**	0.0122	**
D_lag1	0.9100	***	0.9170	***	1.6250	***	1.6590	***
Year 2010	0.9100	***	0.9110	***	0.7170	***	0.7080	***
Year 2011	0.7690	***	0.7640	***	0.5320	***	0.5160	***
Year 2012	0.8380	***	0.8370	***	0.5730	***	0.5650	***
Year 2013	0.6880	***	0.6930	***	0.3930	**	0.3960	***
CG_3	0.2870	***			0.2930	**		
CG_4	0.2870	***			0.4480	***		
CG_5	0.4190	***			0.7180	***		
CG_h			0.3000	***			0.3960	***
AGE	0.0029		0.0027					
Constant					-3.2840	***	-3.6630	***

	Multivariate Probit			
	(5)		Trend	
SIZE			0.1760	****
LEV			-0.0107	***
ROA			0.0263	***
FCF			0.0238	***
AGE			0.0001	
Constant			-1.6950	***

	atrho21		cut1		cut2		cut3	
	Constant		Constant		Constant		Constant	
Constant		0.0076		0.0065				
Constant	2.1060	***	2.2510	***				
Constant	3.6470	***	3.7890	***				
Constant	3.6830	***	3.8250	***				

	sigma2_u	
Constant		
Constant	0.0781	0.0760

N	1577	1577	1577	1577
N_g	377	377		
ll	-1427.0	-1427.8	-1120.6	-1123.0
Chi2	502.8	502.7	648.1	649.2

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

จากตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่า โดยวิธี Ordered Probit และ Multivariate Probit เพื่อหาการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผล ในการอธิบายตามทฤษฎีสัญญาและผลการลดปัญหาตัวแทนโดยการประมาณค่าโดยวิธี Ordered Probit เพื่อหาการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล นั้น พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) ที่วัดจาก ROA การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D_lag1) และ คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่วนอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย แต่กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และอายุของกิจการ (AGE) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้

ส่วนการแสดงผลการวิเคราะห์ในการประมาณค่าโดยวิธี Multivariate Probit เพื่อหาการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) ที่วัดจาก ROA กระแสเงินสดอิสระ (FCF) การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D_lag1) และคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย แต่อายุของกิจการ (AGE) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ ส่วนการหาแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) ที่วัดจาก ROA และกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยแต่อายุของกิจการ (AGE) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้

สรุปผลการศึกษา

การจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลของกิจการ โดยพิจารณาจากความสามารถในการทำกำไร ที่วัดจาก ROA เนื่องจากเงินปันผลคือการส่งสัญญาณของความคาดหวังของบริษัทในอนาคต Lintner (1956) ได้ศึกษาศึกษาพฤติกรรมของบริษัทในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่าบริษัท

ส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการรักษาระดับเงินปันผลให้คงที่ และพยายามจะไม่เปลี่ยนแปลงเพราะเชื่อว่านักลงทุนพร้อมที่จะตัดสินใจลงทุนหากบริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ส่งผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเท่านั้น นอกจากนี้ขนาดของกิจการส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (Ramli, 2010) แต่อายุของกิจการไม่สามารถสรุปได้ ส่วนในเรื่องอัตราส่วนหนี้สิน สัญญาการก่อหนี้ส่งสัญญาณต่อการจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงเพราะต้องกันเงินไว้ชำระหนี้ก่อน (Guizani, 2012; Gugler & Yurtoglu, 2003) นอกจากนี้การที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระและนำไปจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นการลดปัญหาตัวแทนได้ทางหนึ่ง (Esterbrook, 1984 ; Jensen, 1986) โดยพิจารณาจากการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผล ของกิจการ ในขณะที่คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่มีการแยกระดับคะแนน และรวมระดับคะแนนส่งผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ซึ่งสามารถเป็นข้อมูลการตัดสินใจของนักลงทุนได้


ข้อเสนอแนะ สำหรับผู้บริหาร เพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่จะส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของกิจการ สำหรับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนเพื่อประกอบในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์โดยเฉพาะการลงทุนระยะยาวที่ต้องการเงินปันผลสามารถพิจารณาจากการจ่ายเงินปันผลในอดีตควบคู่กับผลการดำเนินงานปัจจุบัน รวมถึงคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ส่วนหน่วยงานกำกับดูแลนำไปพัฒนากฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการต่อไป

เอกสารอ้างอิง

Adjaoud, F., Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37, 648-667.

Anderson, R., Reeb, D.(2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 3, 1301-1328.

- Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 163-174.
- Brown, L.D. and Caylor, M.L., (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Working paper, Georgia State University. Available form: <http://www.ssrn.com>.
- Esterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *Am. Econ. Rev.*, 74, 650-659.
- Fama, E., French, K.(2001). Disappearing dividends : changing firm characteristics or Lower propensity to pay. *J. Financ. Econ.*, 60, 3-43.
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial Entrenchment hypothesis : an empirical analysis. *J. Bus. Finance Account.*, 30, 1173-1209.
- Gugler, K., Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European economic Review*, 47, 731-758.
- Guizani, M. (2012). Ownership control discrepancy and dividend policy : Evidence from Tunisia. *International Business Research*, 5(1), 127-139.
- Gruszczynski Marek (2006). Financial Distress of Companies in Poland. *Warsaw School of Economic*, 10(1-04).
- Harada, K., Nguyen, P. (2005). Dividend change context and signaling efficiency in Japan. *Pacific Basin finance Journal*, 13, 504-522.
- Jensen, G., Solbery, D., Zoun, T. (1992). Simultaneous Determination of Insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 27, 73-82.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Finance. Econ.*, 3, 305-360.
- Kouki, M., Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from The Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Nam, S. and Nam, I.C., (2004). "Corporate Governance in Asia : Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand and Malaysia", Paper presented at Review of governance in Asia seminar, 10 Nov 2003, Tokyo, Japan. Available from:<http://www.adbi.org>.
- Ramli, N. M. (2010). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Malaysian companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(1), 170-180.
- Scott, D. F., Jr., Martin, J. D., Petty, J. W., and Keown, A. J. (1999). *Basic Financial Management*. New Jersey : Prentice Hall International.



Sharma, V. (2011) Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate finance*, 17, 1001-1015.

Suwanna, T. (2012). Impacts of Dividend Announcement on Stock Return. *Procedia-Social And Behavioral Sciences*, 40, 721-725.

Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy : Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5 (1), 121-132.

ผลกระทบของลักษณะผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อการจ่าย
ค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

กรรณิการ์ นามวงศ์

kannika namwong

อาจารย์ประจำคณะบริหารธุรกิจ

วิทยาลัยนวัตกรรมการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง (1) การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับทฤษฎีความคาดหวัง ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์และทฤษฎีแรงจูงใจ (2) การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะผู้บริหารและผลการดำเนินงาน ตามทฤษฎีความคาดหวัง และทฤษฎีแรงจูงใจ (3) การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและการกำกับดูแลกิจการ (4) การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและผลการดำเนินงานและลักษณะของกิจการ

วิธีดำเนินการวิจัย คือ การวิจัยเชิงปริมาณ ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้แบบจำลอง Panel Data Random Effects กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2552-2556 ที่มีข้อมูลครบถ้วน ยกเว้น บริษัทที่อยู่ในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย ระหว่างปี 2552-2556 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษารวมทั้งสิ้น 1,660 ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่า 1) มีการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารที่เป็นเพศชายมากกว่าผู้บริหารที่เป็นเพศหญิง นอกจากนี้หากสัดส่วนของกรรมการอิสระ และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีจำนวนมากการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารจะน้อยตามไปด้วย และถ้าผลการดำเนินงานของกิจการดีบริษัทได้จ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารสูง 2) บริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดเป็นเพศชาย และคณะผู้บริหารที่เป็นเพศชายและกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี พบว่าการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารสูง และบริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดของกิจการเป็นเพศชายที่มีระดับการศึกษาตั้งแต่ปริญญาโทขึ้นไป การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารก็สูงด้วย 3) บริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดของกิจการเป็นเพศชายและมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่จำนวนมาก พบว่ามีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารน้อย ส่วนบริษัทที่มีคณะผู้บริหารที่เป็นเพศชาย และมีกรรมการอิสระจำนวนมาก การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารจะน้อยเช่นกัน 4) บริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายและมีผลการดำเนินงานดี กิจการมีขนาดใหญ่ การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารจะสูง เช่นเดียวกับบริษัทที่มีคณะผู้บริหารที่เป็นเพศชายและมีผลการดำเนินงานดีและกิจการมีขนาดใหญ่ และกิจการมีอายุมากการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารก็สูงด้วย
คำสำคัญ: ค่าตอบแทนผู้บริหาร ลักษณะผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการ ผลการดำเนินงาน

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันการดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมีการแข่งขันกันสูงธุรกิจส่วนใหญ่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นเพื่อนำหุ้นของบริษัทออกจำหน่ายแก่ประชาชนทั่วไปซึ่งเป็นการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำ และเป็นการกระจายความเป็นเจ้าของแก่ประชาชนทั่วไป โดยที่เจ้าของเหล่านั้นไม่มีสิทธิที่จะเข้ามาบริหารกิจการโดยตรง แต่ผู้ถือหุ้นเหล่านั้นมีสิทธิออกเสียงเลือกผู้แทนเข้ามาทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์แทนตนเอง และเป็นผู้กำหนดกลยุทธ์ต่าง ๆ ของกิจการ เพื่อให้การดำเนินธุรกิจเป็นไปตามวัตถุประสงค์ของบริษัท โดยได้รับมอบอำนาจจากเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นให้เป็นตัวแทนบริหารจัดการแทนผู้ถือหุ้น เนื่องจากเจ้าของไม่สามารถบริหารจัดการองค์กรได้เอง ทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้นจากการบริหารกิจการของผู้บริหาร หรือตัวแทน ซึ่งเกิดจากความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์ การบริหารกิจการของตัวแทนทำไปเพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (อภิชาติ ไตรุ่ง และศิลปพร ศรีจันเพชร ,2553) ปัญหาการรับรู้ข้อมูลไม่เท่ากันระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และปัญหาผู้บริหารขาดจริยธรรม เพื่อควบคุมการบริหารงานของผู้บริหาร (กฤษณา กัมปนาท และชาญชัย ตั้งเรณรัตน์ ,2551) แต่การควบคุมการบริหารงานของผู้บริหารทำได้ยากและมีต้นทุนในการควบคุมที่สูง หากใช้นโยบายการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหารมาเป็นตัวควบคุมผู้บริหารจะทำให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ และยังช่วยลดต้นทุนการควบคุมการปฏิบัติงานของผู้บริหาร (ฝ่ายพัฒนารวมภิบาลเพื่อตลาดทุน, 2555)

ค่าตอบแทนผู้บริหารมีส่วนสะท้อนถึงผลการดำเนินงาน ลักษณะของผู้บริหารที่มีความสามารถในการบริหารจัดการองค์กร และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ย่อมส่งผลต่อการลงทุนของผู้ถือหุ้น (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) เพราะจะทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่ดี และเพื่อเป็นการประกอบการตัดสินใจด้านการลงทุนในตลาดทุน

วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย

การศึกษาวิจัยเรื่อง ผลกระทบของลักษณะผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานที่มีผลต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับทฤษฎีความคาดหวัง ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ และทฤษฎีแรงจูงใจ
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและผลการดำเนินงานตามทฤษฎีความคาดหวังและทฤษฎีแรงจูงใจ
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและการกำกับดูแลกิจการ
4. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและผลการดำเนินงานและลักษณะของกิจการ

นิยามศัพท์เฉพาะ

ค่าตอบแทนผู้บริหาร หมายถึง ผลรวมของเงินเดือนและโบนัสที่จ่ายให้แก่ผู้บริหารทุกราย

ผู้บริหาร หมายถึง กรรมการผู้จัดการและผู้จัดการตำแหน่งระดับบริหารสี่รายแรกนับต่อจากกรรมการผู้จัดการลงมา ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2555)

ค่าตอบแทน หมายถึง เงินเดือน และโบนัส ที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้บริหาร)ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2555)

ผู้บริหารสูงสุด หมายถึง ประธานเจ้าหน้าที่บริหารหรือ กรรมการผู้จัดการ หรือ กรรมการผู้อำนวยการ หรือผู้ที่มีบทบาทหน้าที่เทียบเท่า เป็นผู้บริหารที่อยู่อันดับแรกของ ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2555)

กรรมการอิสระ หมายถึง กรรมการที่เป็นอิสระจากคณะกรรมการทั้งหมด และไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการ (ฝ่ายพัฒนาธรรมาภิบาลเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2555)

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีความคาดหวัง (Expectancy Theory)

เป็นทฤษฎีที่มาจากแนวความคิดของ Vroom (1964) เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการจูงใจผู้บริหารในการทำงานให้มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นโดยต้องเข้าใจกระบวนการรับรู้ ความคิดของบุคคล การที่ผู้บริหารจะทำงานเพิ่มขึ้น ผู้บริหารจะคิดว่าเขาจะได้ผลตอบแทนอะไรจากผลงานที่เพิ่มขึ้น ผู้บริหารแต่ละ

บุคคลมีความแตกต่างกัน (Lunenburg, 2011) (Niederle & Vesterlund, 2008) ผู้บริหารที่เป็นเพศชายจะมองว่าตนเองมีความสามารถในการตัดสินใจบริหารจัดการจะมีความคาดหวังเรื่องค่าตอบแทนสูง และผู้บริหารที่มีการศึกษาสูงจะมีความคาดหวังที่จะได้รับค่าตอบแทนที่แตกต่างกับผู้บริหารที่มีการศึกษาน้อยกว่าผู้บริหารที่มีการศึกษาสูงจะคิดว่าตนเองมีความสามารถมากกว่าผู้บริหารที่มีการศึกษาน้อยกว่า จากความแตกต่างกันนั้นสามารถใช้การจูงใจให้บุคคลดึงความสามารถของตนออกมาได้ด้วยรางวัล เป็นค่าตอบแทน (Cheung et al., 2005) ผู้บริหารที่เป็นเพศชายจะมีการตัดสินใจด้านการบริหารได้ดีกว่าผู้บริหารที่เป็นเพศหญิง (Lam et al., 2013; Bell (2005; Khan and Vieito, 2013) ส่วน Bugeja et al. (2012) พบว่าเพศของ CEO ไม่มีผลต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

Crumley (2008) ได้ศึกษาผู้บริหาร ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าการศึกษามีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกา ส่วน Jalbert et al. (2011) พบว่า การศึกษาของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

2. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

เป็นทฤษฎีที่มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่กล่าวถึงบุคคลสองฝ่าย คือ ตัวการ (เจ้าของ) และ ตัวแทน (ผู้บริหาร) จากการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้ามาบริหารกิจการเองได้ จึงมอบอำนาจการควบคุมกิจการแก่ตัวแทน (ผู้บริหาร) เข้ามาทำหน้าที่บริหารจัดการแทนตนเอง เพื่อสร้างผลประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น โดยที่ผู้บริหารเป็นผู้ที่รู้ข้อมูลมากกว่าผู้ถือหุ้นและบุคคลอื่น ๆ ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างตัวแทน (Agent) และตัวการ (Principal) ผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากการที่รู้ข้อมูลมากกว่าผู้ถือหุ้น เพื่อประโยชน์ของตนเองมากกว่าประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทำให้เกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interests) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับตัวแทนขึ้น และเกิดปัญหาด้านจริยธรรม(Moral Hazard) ของผู้บริหารไม่ปฏิบัติตามที่อย่างมีประสิทธิภาพตามสัญญาที่ได้ตกลงกันไว้โดยผู้ถือหุ้นไม่สามารถตรวจสอบได้ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ไว้วางใจในตัวผู้บริหารในการบริหารงานเพื่อประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น (ศิลปพร ศรีจันทร์เพชร, 2551) และการตรวจสอบผู้บริหารทำได้ยากเพราะมีเรื่องของต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ที่ใช้ใน

การตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารที่สูงและจากการที่ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดของกิจการเป็นคนเดียวกันทำให้เกิดปัญหาการควมอำนาจอในกิจการไม่เป็นผลดีกับผู้ถือหุ้น (Murphy, 1999)

การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นการทำให้กิจการมีความโปร่งใสน่าเชื่อถือของนักลงทุนทำให้ทั้งสองฝ่ายทราบข้อมูลเท่าเทียมกันและยกระดับการกำกับดูแลกิจการ (McColgan, 2001; Anderson et al., 2007; Veprauskaite and Adams, 2013) Fama and Jensen (1983) มีความเห็นว่าประธานกรรมการของบริษัทกับผู้บริหารไม่ควรเป็นคนเดียวกัน ทำให้ส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานได้เพราะประธานกรรมการมีหน้าที่เป็นผู้ควบคุมการตรวจสอบคณะกรรมการ และถ้าผู้บริหารเป็นคนเดียวกันกับประธานกรรมการจะส่งผลให้จ่ายค่าตอบแทนให้แก่ตนเองที่มากด้วย

Bertrand and Mullainathan (2001) พบว่าบริษัทที่มีการตั้งกรรมการอิสระเฉลี่ยร้อยละสามสิบของกรรมการทั้งหมดในการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร (Mehran, 1995; Dalton et al., 2003) Conyon & He (2011) พบว่ากรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Guest (2009)

3. ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory)

เป็นทฤษฎีที่มาจากแนวความคิดของ Davis et al. (1997) ที่แตกต่างไปจากทฤษฎีตัวแทนซึ่งการเป็นการมุ่งใจให้ผู้บริหารปฏิบัติงานเพื่อรางวัลเป็นผลตอบแทน Jensen & Meckling (1976) มีแนวคิดว่าการให้รางวัลข้อจำกัด การให้รางวัลในการมุ่งใจที่ไม่มากเพียงพอในการทำให้ผู้บริหารปฏิบัติตามจึงเกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ แต่ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ มีแนวคิดที่ผู้บริหารมีหน้าที่ด้านความรับผิดชอบบริหารกิจการต้องปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพโดยเป็นผู้มีทัศนคติที่ดีต่อองค์กรมากกว่าสร้างผลประโยชน์ส่วนตัว (McConville, 2006) Conyon & He (2011) พบว่า การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ Gallego & Larrain (2012) พบว่าผู้บริหารที่มีสมาชิกครอบครัวเป็นผู้ถือหุ้นส่งผลในทางลบต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

Amoako-Adu et al. (2011) ได้ศึกษาการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารและการควบคุมโดยผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

และสมาชิกครอบครัวผู้บริหารเป็นผู้ถือหุ้นจากกลุ่มตัวอย่างในตลาดหลักทรัพย์ของโตรอนโต ประเทศแคนาดา พบว่า มีผลในเชิงลบต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร สอดคล้องกับ Cheung et al. (2005)

4. ทฤษฎีแรงจูงใจ (Motivation Theory)

ทฤษฎีแรงจูงใจ หรือ ทฤษฎีสองปัจจัย ของ Herzberg (1968) เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงปัจจัยสองประเภทที่มีผลต่อการจูงใจผู้บริหาร คือ ปัจจัยจูงใจ (Motivates Factors) เป็นปัจจัยจูงใจให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีความสุข ทำให้เกิดความภักดีต่อองค์กรมากขึ้น เรียกว่าปัจจัยภายใน (Intrinsic factor) ส่วนปัจจัยสุขอนามัย (Hygiene Factors) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการจูงใจให้ผู้บริหารให้ปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ จัดเป็นปัจจัยภายนอก (Extrinsic Factor) ได้แก่เงินเดือนและโบนัส การที่ผู้บริหารได้รับเงินเดือนค่าจ้างไม่เหมาะสม โดยได้รับเงินเดือน ที่น้อยเกินไปก็จะทำให้ผู้บริหารไม่พึงพอใจกับเงินเดือนที่ได้รับ แต่ถ้าได้รับเงินเดือนสูงเกินไปก็จะไม่กระตุ้นให้ผู้บริหารทำงานให้ดีขึ้นกว่าเดิม (Jones-Bassett & Lloyd, 2004) Veprauskaite & Adams (2013) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน โดยใช้ ROA, ROE และ Tobin's Q วัดผลการดำเนินงาน พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ สอดคล้องกับ McClelland (1976) และ Kaplan & Minton (1994); Jiang & Habib (2009) และ Lunenburg (2011)

ส่วนในประเทศไทย พัชรินทร์ ภัทรวานิชานนท์ (2552) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ ROA ROE และ ROI วัดผลการดำเนินงาน พบว่าผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ ROE มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร สอดคล้องกับอัญชลี ทศนวงศ์ (2553) และบุญทวี แก้วคำสอน (2552)

5. ทฤษฎีวงจรชีวิตของธุรกิจ (Life cycle Theory)

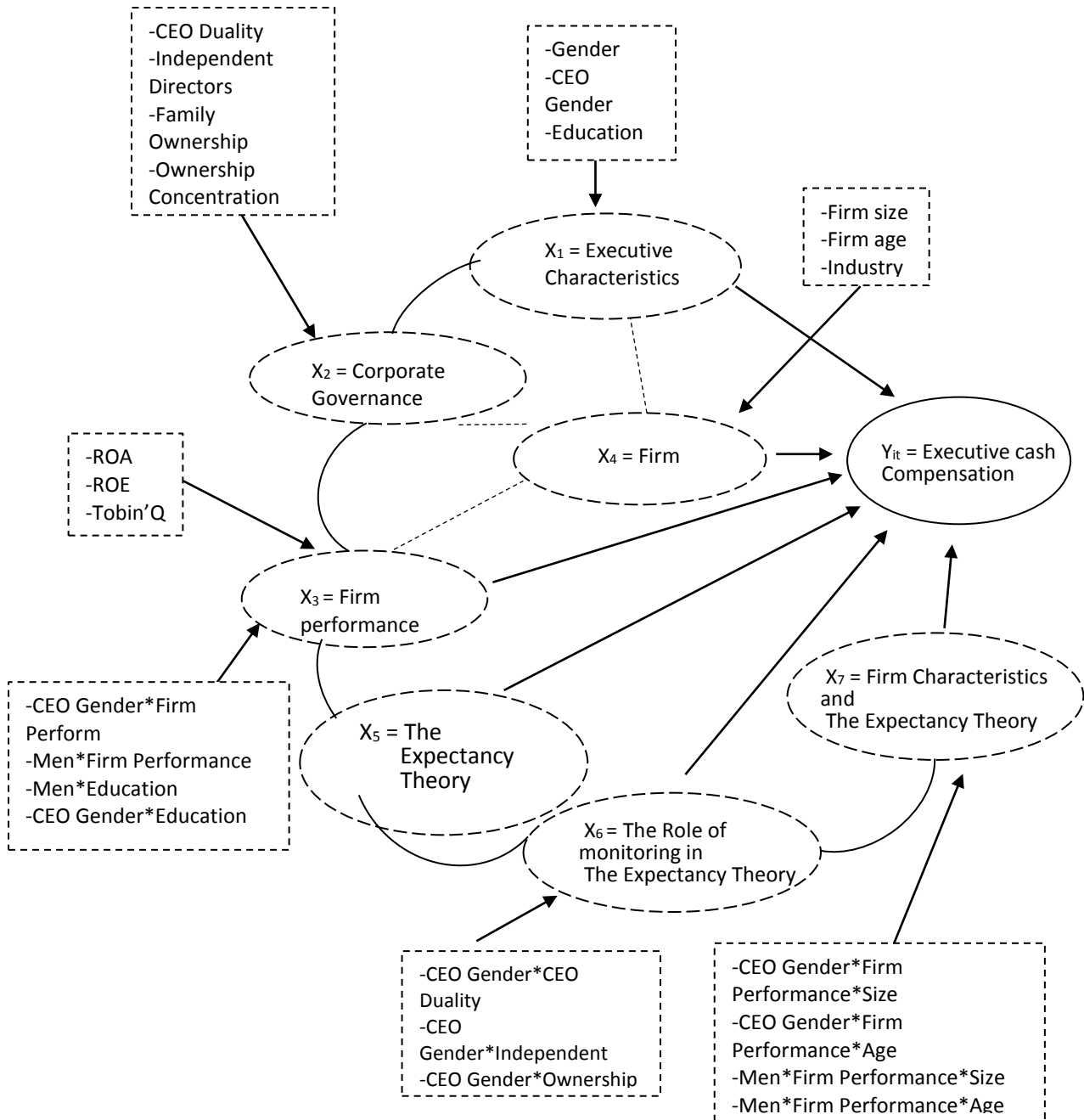
เป็นทฤษฎีที่อธิบายวงจรชีวิตของธุรกิจตามแนวคิดของ Downs (1967) และ Greiner (1972) ซึ่งแบ่งออกเป็นห้าขั้นตอนด้วยกัน ขั้นตอนแรกคือ เริ่มตั้งธุรกิจ ขั้นตอนที่สองเป็นช่วงที่ธุรกิจมีการขยายตัวในช่วงนี้มีการลงทุนเพิ่มและมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ต่าง ๆ ขั้นตอนที่สาม เป็นช่วงที่ธุรกิจ

เจริญเติบโตเต็มที่ในช่วงนี้ผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนที่สูง เพราะกิจการมีการขยายตัวจากธุรกิจเป็นกิจการขนาดใหญ่ขึ้นมี ภาระที่ต้องรับผิดชอบมากขึ้นและกิจการมีความสามารถในการ จ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารมากกว่าช่วงที่ธุรกิจเริ่มตั้งขึ้นใหม่ หรือช่วงกำลังพัฒนา ขั้นตอนที่ดี ธุรกิจเริ่มอ้อมตัว ช่วงนี้ธุรกิจ

อาจมีคู่แข่งมากขึ้น ขั้นตอนที่ทำ เป็นช่วงที่ธุรกิจเริ่มตกต่ำ ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถจ่ายค่าตอบแทนได้มากกว่า กิจการขนาดเล็กและกิจการที่เริ่มตั้งขึ้นใหม่ (Baird & Meshoulam, 1988; Cheung et al. (2005); Jiang & Habib (2009); Khan & Vieito (2013) และ Nourayi et al (2012)

กรอบแนวคิดในงานวิจัย

จากทฤษฎีและการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดเป็นกรอบแนวคิดได้ดังนี้



โดยสามารถนำมากำหนดเป็นตัวแบบจำลอง (Model) ได้ดังนี้

$$Y_{it} = f(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7)$$

วิธีการดำเนินการวิจัย

จากแบบจำลอง

$$Y_{it} = X_{it}\beta + u_i + \varepsilon_{it}$$

การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตารางที่ 1 การกำหนดชื่อย่อ การวัดค่าตัวแปร และค่าคาดหวังของตัวแปร

Variables	Abbreviation	Description	Expected Dependent
<u>Dependent Variables</u> ค่าตอบแทนผู้บริหาร	Ln Cash Bonus (Y_{it})	วัดจากค่า Natural Logarithm เงินเดือน และโบนัสของคณะผู้บริหารที่เป็นเงินสด	
<u>Independent Variables</u> 1. Gender	Men (x_{11it})	ร้อยละของผู้บริหารที่เป็นเพศชาย	+
2. CEO Gender	Gender (x_{12it})	กรรมการผู้จัดการที่เป็นเพศชายเท่ากับ 1 กรรมการผู้จัดการที่เป็นเพศหญิงเท่ากับ 0 (Dummy variable)	+
3. Education	Bachelors Masters (x_{13it})	ร้อยละของระดับการศึกษาที่ผู้บริหารสำเร็จการศึกษา ระดับปริญญาตรีหรือต่ำกว่า และระดับปริญญาโท หรือสูงกว่า	+
4. CEO Duality	Duality (x_{21it})	กรรมการผู้จัดการที่เป็นประธานกรรมการคนเดียวกัน = 1 กรรมการผู้จัดการที่ไม่เป็นประธานกรรมการ = 0 (Dummy variable)	+
5. Independent Directors	Independent (x_{22it})	สัดส่วนของกรรมการอิสระของบริหารด้วยกรรมการทั้งหมด	-
6. Family Ownership	Family5 Family20 (x_{23it})	สัดส่วนสมาชิกในครอบครัวผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นใน อัตราร้อยละ 5 หรือมากกว่าเท่ากับ 1 และอื่นๆ เท่ากับ 0 ร้อยละ 20 หรือมากกว่าเท่ากับ 1 และอื่นๆ เท่ากับ 0 (Dummy variable)	-

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลในปี 2552–2556 ยกเว้นกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

Variables	Abbreviation	Description	Expected Dependent
7.Ownership Concentration	Owner (x_{24it})	สัดส่วนการถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของกิจการโดยคิด เป็นอัตราร้อยละของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว	-
8. ROA	(ROA_{31it})	กำไรสุทธิ หารด้วยจำนวนสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี	+
9. ROE	(ROE_{32it})	กำไรสุทธิ หารด้วยจำนวนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปี	+
10. Tobin'Q	Tobin'Q (x_{33it})	มูลค่าทางการตลาดของผู้ถือหุ้นบวกด้วยมูลค่าหนี้สิน ตามบัญชีหารด้วยมูลค่าสินทรัพย์รวมตามบัญชี	+
11 .CEO Gender* Firm Performance	Gender*firm ($x_{51.1it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณผลการ ดำเนินงาน ณ วันสิ้นปี (ROA,ROE,Tobin'Q)	+
12 .Men*Firm Performance	Men*firm ($x_{51.2it}$)	สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายคุณผลการดำเนินงาน ณ วันสิ้นปี (ROA,ROE,Tobin'Q)	+
13. Men* Education	Men*Education ($x_{51.3it}$)	สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายคุณด้วยระดับการศึกษา ของผู้บริหาร (ปริญญาตรี หรือต่ำกว่าปริญญาโทหรือสูง กว่า)	+
14. CEO Gender * Education	Gender Education ($x_{51.4it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณด้วยระดับ การศึกษาของผู้บริหาร (ปริญญาตรี หรือต่ำกว่า, ปริญญาโทหรือสูงกว่า)	+
15. CEO Gender*duality	Gender*duality ($x_{52.1it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณกับผู้บริหาร สูงสุดของกิจการที่ควบตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท	+
16. CEO Gender *Independent	Gender*Indep ($x_{52.2it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณสัดส่วนของ กรรมการอิสระ	-
.17 CEO Gender *Ownership	Gender*Owner ($x_{52.3it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณสัดส่วนผู้ถือ หุ้นรายใหญ่ของกิจการ	-
18. Men* Independent	Men*Indep ($x_{52.4it}$)	สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายคุณสัดส่วนกรรมการอิสระ	-
19. Men *Ownership	Men*Owner ($x_{52.5it}$)	สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายคุณสัดส่วนผู้ถือหุ้นราย ใหญ่ของกิจการ	-
.20CEO Gender * Firm Performance *Size	Gender*Firm* Size ($x_{53.1it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณผลการ ดำเนินงาน (ROA, ROE,Tobin'Q) ขนาดของกิจการ	+

Variables	Abbreviation	Description	Expected Dependent
.21CEO Gender * Firm Performance *Age	Gender*Firm* Age ($x_{53.2it}$)	ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายคุณผลการดำเนินงาน (ROA, ROE,Tobin'Q) คุณอายุของกิจการ	+
.22Men *Firm Performance *Size	Men*Firm* Size ($x_{53.3it}$)	สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายคุณผลการดำเนินงาน (ROA, ROE,Tobin'Q)คุณขนาดของกิจการ	+
23 .Men *Firm Performance *Age	Men*Firm* Age ($x_{53.4it}$)	สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายคุณกับผลการดำเนินงาน (ROA, ROE,Tobin'Q) คุณอายุของกิจการ	+
<u>Control Variables</u> 1.Firm Size	Ln SIZE (x_{41it})	วัดจากค่า Natural Logarithm ของมูลค่าสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี	+
2.Firm Age	AGE (x_{42it})	วัดจากจำนวนปีที่เข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจนถึงปีที่ศึกษา	+
3.Industry	IND (x_{43it})	ประเภทอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	+

ผลการผลการวิจัยแบบ Panel Random Effect

ตารางที่ 6 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effect

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Men	0.00249***	0.00249***	0.00244***		0.00259***	
Women				-0.00286***		-0.00317***
CEO Gender	0.150**	0.149**	0.149**	0.149**	0.146**	0.144**
Bachelors	0.000619		0.000577		0.000665	
Masters		-0.000553		-0.000505		-0.000599
Duality	0.0528	0.0528	0.0491	0.0508	0.0525	0.0544
Independent	-0.00320*	-0.00321*	-0.00324*	-0.00330*	-0.00326*	-0.00336*
Family5	-0.0291	-0.0296			-0.0288	
Family20			-0.0790	-0.0890		-0.109
Owner	-0.00239*	-0.00239*	-0.00231*	-0.00230*	-0.00278**	-0.00276**
ROA	0.00294***	0.00294***				
ROE			0.000793**	0.000794**		
TobinQ					0.0277***	0.0292***
Ln(Size)	0.173***	0.173***	0.174***	0.174***	0.190***	0.191***
AGE	0.0132***	0.0132***	0.0131***	0.0131***	0.0119***	0.0118***

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
AGRO	0.127	0.127	0.117	0.116	0.108	0.107
CONSUMER	-0.260	-0.260	-0.280	-0.277	-0.272	-0.267
RESOURCE	0.169	0.170	0.157	0.157	0.0861	0.0851
TECH	0.219	0.218	0.204	0.203	0.142	0.143
SERVICES	0.0337	0.0340	0.0152	0.0191	-0.0360	-0.0336
INDUSTRAIL	-0.134	-0.134	-0.157	-0.157	-0.189	-0.194
PROPERTY	0.356	0.356	0.339	0.336	0.229	0.223
Constant	12.75***	12.82***	12.76***	13.07***	12.46***	12.77***
N	1660	1660	1660	1660	1660	1660
จำนวนบริษัท	348	348	348	348	348	348
Chi-squares test	202.6***	202.4***	200.5***	203.4***	206.9***	210.7***
Overall R-squares	0.289	0.289	0.287	0.287	0.291	0.290

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ตารางแสดงผลการวิเคราะห์แบบ Panel Random Effect ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 1660 Firm years ลักษณะผู้บริหาร ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศชายและสัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ส่วนระดับการศึกษาของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการ ผู้บริหารสูงสุดของกิจการและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร สัดส่วนของกรรมการอิสระและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นมี

ความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร สัดส่วนของสมาชิกครอบครัวเป็นผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ส่วนผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วย ROA, ROE และ Tobin'Q มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ขนาดของกิจการ และอายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ส่วนประเภทอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

ตารางที่ 14 การวิเคราะห์ผลกระทบร่วมของลักษณะผู้บริหารและผลการดำเนินงาน

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)
CEO	0.00821***							
Gender*ROA								
CEO		0.00383***						
Gender*ROE								
CEO			0.00338					
Gender*Tobin'Q								
Men*ROA				0.0000916				

Men*ROE					0.000039			
					3***			
Men*Tobin'Q						0.0000607		

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)
Men*Bachelor							0.0000769	
							**	
Men*Master								-
								0.0000720
								**
CEO							-	
Gender*Bachelor							0.00609***	
CEO								0.00753***
Gender*Master								
Constant	10.45***	10.51***	10.44***	10.39***	10.47***	10.51***	10.07***	10.69***
N	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660
F	46.59	46.69	46.78	46.32	46.16	46.65	42.90	43.10
r2	0.338	0.339	0.339	0.337	0.336	0.339	0.344	0.345

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ตารางแสดงการวิเคราะห์ผลกระทบร่วม (Interaction Effect) A Gender gap and the Expectancy Theory ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2552-2556 จำนวน 1,660 Firm years ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศชายและผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ ROE มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารที่เป็นเพศชายและผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ ROE มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารที่เป็นเพศชาย และจบการศึกษาระดับปริญญาตรีหรือต่ำกว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ส่วนผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายและจบการศึกษาระดับปริญญาโทหรือสูงกว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

ตารางที่ 15 การวิเคราะห์ผลกระทบร่วมของลักษณะผู้บริหารและการกำกับดูแลกิจการ

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
CEO Gender*Duality	0.0557	0.0528	0.0460	
CEO Gender*Independent				-0.00238
CEO Gender*Ownership				-0.00847**
Men*Independent				-0.000182**
Men*Ownership				0.000172***
Constant	10.07***	10.03***	10.69***	9.819***
N	1660	1660	1660	1660
F	42.90	43.17	43.10	39.80
r2	0.344	0.345	0.345	0.329

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ตารางแสดงการวิเคราะห์ผลกระทบท่วม (Interaction Effect) The Role of monitoring in the Expectancy Theory ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2552-2556 จำนวน 1,660 Firm years ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศชาย และควบตำแหน่งประธานกรรมการคนเดียวกันไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศชายและสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศชายและ

สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารที่เป็นเพศชายและสัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารที่เป็นเพศชายและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

ตารางที่ 16 การวิเคราะห์ผลกระทบท่วมของลักษณะผู้บริหารและผลการดำเนินงานและลักษณะของกิจการ

Variables	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)	Model (9)	Model (10)	Model (11)
CEO Gender*ROA*Size	0.000318**										
CEO Gender*ROE*Size		0.000177**									
CEO Gender*TobinQ*Size			0.00240								
CEO Gender*ROA*Age				0.000366***							
CEO Gender*ROE*Age					0.000177**						
CEO Gender*TobinQ*Age						0.00140*					
Men*ROA*Size							0.00000432***				
Men*ROE*Size								0.00000183***			
Men*TobinQ*Size									-		
Men*ROA*Age									0.0000256**		
Men*ROE*Age										0.00000412***	
Men*TobinQ*Age											-
Constant	10.46***	10.55***	10.67***	10.49***	10.53***	10.59***	10.46***	10.50***	10.44***	10.43***	10.45***
N	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660	1660
F	40.57	46.70	40.36	46.05	46.03	46.91	46.36	46.19	40.42	45.87	40.60
r2	0.342	0.339	0.341	0.336	0.336	0.340	0.337	0.336	0.341	0.335	0.342

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ตารางแสดงการวิเคราะห์ผลกระทบท่วม (Interaction Effect) The Expectancy theory and Firm characteristics ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2552-

2556 จำนวน 1,660 Firm years ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศชายและผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ ROE และขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผล

การดำเนินงานที่วัดด้วย ROA, ROE, Tobin'Q และอายุของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายและผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA, ROE และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA, ROE มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ส่วนผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin'Q มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร สัดส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายและอายุกิจการและผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ Tobin'Q มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

สรุปผลการศึกษาวิจัย

จากวัตถุประสงค์การศึกษาและผลการศึกษสามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับทัศนคติความคาดหวัง ทัศนคติตัวแทนทัศนคติผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ และทัศนคติแรงจูงใจ ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้

ลักษณะของผู้บริหาร กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร จากการที่ผู้บริหารที่เป็นเพศชายมีการบริหารจัดการได้ดีกว่าผู้บริหารที่เป็นเพศหญิง (Xiao et al., 2013) และระดับการศึกษาของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์ในการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร (Jalbert et al., 2011) ตามทัศนคติความคาดหวังจากตัวแปรที่กำหนด

2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะผู้บริหารผลการดำเนินงานตามทัศนคติความคาดหวังและทัศนคติแรงจูงใจ ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ดังนี้ (interactive term)

ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชาย และผู้บริหารที่เป็นเพศชายกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งเป็นไปตามทัศนคติความคาดหวัง (Expectancy Theory) ของ Vroom (1964) และทัศนคติแรงจูงใจของ (Motivation Theory)

ของ Herzberg (1968) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Valenti et al. (2011) และ Jiang and Habib (2009)

ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายระดับการศึกษาปริญญาโท หรือสูงกว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งเป็นไปตามทัศนคติความคาดหวังและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Adams (2007) ส่วนการศึกษาผู้บริหารที่เป็นเพศชายไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jalbert et al. (2011) และ Gallego & Larrain (2012) ที่การศึกษาไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและการกำกับดูแลกิจการ (interactive term)

ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายและควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร แสดงว่าการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารไม่ได้ขึ้นอยู่กับการควบคุมตำแหน่งของ CEO ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย Valenti et al. (2011) และ Cao et al. (2011) การควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทของผู้บริหารไม่พบความสัมพันธ์

ส่วนผู้บริหารสูงสุด (CEO) ของกิจการที่เป็นเพศชายและสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Vieito (2013) และผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายกับสัดส่วนการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Conyon & He (2011)

ส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายกับสัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Vieito (2013) และ Conyon & He (2011) ส่วนผู้บริหารที่เป็นเพศชายและสัดส่วนการถือหุ้นแบบกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cheung et al. (2005)

4. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารกับลักษณะของผู้บริหารและผลการดำเนินงานและลักษณะของกิจการ (interactive term)

ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ ROE และขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ส่วนผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin'Q ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Vieito (2013) และ Chua et al (2005)

ผู้บริหารสูงสุดของกิจการที่เป็นเพศชายกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA, ROE และ Tobin'Q และอายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Vieito (2013) และ Nourayi et al (2012) ผู้บริหารสูงสุด (CEO) ของกิจการที่เป็นเพศชายและผลการดำเนินงานดีบริษัทมีอายุกิจการที่มากจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร

ผู้บริหารที่เป็นเพศชายกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA, ROE และ Tobin'Q และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Vieito (2013) ส่วนผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin'Q มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cheung et al (2005)

ผู้บริหารที่เป็นเพศชายและผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROA และ Tobin'Q และอายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Vieito (2013) และ Nourayi et al. (2012) ซึ่งผลการวิจัยการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ส่วนผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ROE ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang et al. (2013)

ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต

ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมกลุ่มตัวอย่างประสบการณ์ผู้บริหารสูงสุดของกิจการ อายุการทำงานของผู้บริหารสูงสุด การเปลี่ยนการวัดค่าตัวแปรเกี่ยวกับกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีในส่วนอื่น ๆ มากกว่าคณะกรรมการอิสระ รวมทั้งขยายจำนวนปีที่เก็บข้อมูลเพิ่มขึ้น

บรรณานุกรม

- กฤษณา กัมปนาท และชาญชัย ตั้งเรือนรัตน์ .(2551). การตกแต่งกำไรกับสัดส่วนการถือหุ้น. *วารสารวิชาชีพบัญชี* 4) ,10 ,(66-78.
- บุญทวี แก้วคำสอน. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการปฏิบัติงานและการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาค้นคว้าอิสระ, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ฝ่ายพัฒนาธรรมภิบาลเพื่อตลาดทุน .(2555) .*ข้อมูลค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*, .41-1
- พัชรินทร์ ภัทรวานิชานนท์. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับผลตอบแทนของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, การศึกษาด้วยตนเอง บัณฑิตมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พรชนก วิถีธรรม. (2554). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น, งานนิพนธ์, หลักสูตร บัณฑิตมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล, วารสารบริหารธุรกิจ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ปีที่ 31 ฉบับที่ 120 (ตุลาคม-ธันวาคม).
- ศิลปพร ศรีจันเพชร .(2555). หลักสำคัญของการกำกับดูแลกิจการ, *วารสารวิชาชีพบัญชี* ,35 ,(133), 1-4.

- อัญชลี ทศนวงศ์. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วน
กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบค่าตอบแทน
ของผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ, งานนิพนธ์,
หลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชาการบัญชี
มหาวิทยาลัยบูรพา.
- อภิชาติ ไตรรุ่ง และศิลปพร ศรีจันทพร (2553). ความสัมพันธ์
ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทน
กรรมการ ,วารสารวิชาชีพบัญชี ,6,(17), 72-85.
- Adams, S. M., Gupta, A., Haughton, D. M., & Leeth, J.
D. (2007). Gender differences in CEO
compensation: evidence from the USA,
Women in Management Review, 22, 208-224.
- Amoako-Adu, B., Baulkaran, V., & Smith, B.F. (2011).
Executive compensation in firms with
concentrated control: The impact of dual
class structure and family management,
Journal of Corporate Finance, 17, 1580-1594.
- Anderson, D., Melanson, S., and Maly, J. (2007). The
evolution of corporate governance: power
redistribution brings boards to life, *Corporate
Governance: An international Review*, 15, 781-
797.
- Baird, L., & Meshoulam, I. (1988). Managing two fits of
strategic human resource management,
Academy of Management Review, 13, 116-
128.
- Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. (2003). Executive
Compensation as an Agency Problem, *Journal
of Economic Perspectives*, 17, (3), 71-92.
- Becker, G.S. (2004). Deadweight Costs and the Size of
Government, *International Review of
Economics Education*, 3, 55-62.
- Bell, L.A. (2005). Women-led firms and the gender gap
in top executive jobs, *Institute for the Study of
Labor*, 1689, 1-40.
- Bertrand, M., Mullainathan, S., (2001). Are CEOs
rewarded for luck? The ones without principals
are, *Quarterly Journal of Economics*, 116, (3),
901-929.
- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership
structure: Separating the CEO and Chairman
of the Board, *Journal of Corporate Finance* 3,
189-220.
- Bugeja, M., Matolcsy, Z.P., & Spiropoulos, H. (2012) Is
there a gender gap in CEO compensation?,
Journal of Corporate Finance, 18, 849-859.
- Cao, J., Pan X., & Tian, G. (2011). Disproportional
ownership structure and pay-performance
relationship: Evidence from China's listed firms,
Journal of Corporate Finance, 17, 541-554.
- Cheung, Y., Stouraitis, A., & Wong, A.W.S. (2005).
Owership concentration and executive
compensation in closely held firms: Evidence
from Hong Kong, *Journal of Empirical Finance*,
12, 511-532.
- Cichello, M.S. (2005). The impact of firm size on pay-
performance sensitivities, *Journal of Corporate
Finance*, 11, 609-627.
- Conyon, M.J. & He, L. (2011). Executive compensation
and corporate governance in China, *Journal
of Corporate Finance*, 17, 1158-1175.
- Crumley, R. G. (2008). A Study of the Relationship
Between Firm Performance and CEO
Compensation in the U.S. Commercial
Banking, *The Journal of Applied Management
and Entrepreneurship*, 13, 26-46.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Certo, S.T. and Roengpitya, R.
(2003). Meta-analysis of financial performance
and equity: fusion or confusion, *Academy of
Management Journal*, 46, 13-26.
- Davis, J.H., Schoorman, D.F., & Donaldson, L. (1997).
The distinctiveness of agency theory and
stewardship theory, *The Academy of
Management Review*, 22, 20-47.
- Downs, A. (1967). The life cycle of bureaus. In Downs
Anthony, *Inside Bureaucracy*. San Francisco:

- Little, Brown, & Co. and Rand Corporation*, 11, 296-309.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Gallego, F., & Larrain, B. (2012). CEO compensation and sarge shareholders: Evidence from emerging markets, *Journal of Comparative Economics*, 40, 621-642.
- Greiner, L. (1972). Evolution and revolution as organization grow. *Harvard Business Review*, July-August, 50, 37-46.
- Guest, P.M. (2009). The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK, *The European Journal of Finance*, 15, 385-404
- Herzberg, F. (1968). One more time: How do you motivate employees? *Harvard Business Review*, 46, 53-62.
- Jalbert, T., Furumo, K. & Jalbert, M. (2011). Does Educational Background Affect CEO Compensation and Firm Performance?, *The Journal of Applied Business Research*, 27, 15-40.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiang, H., Habib, A. (2009). The impact of different types of ownership concentration on annual report voluntary disclosures in New Zealand, *Pacific Accounting Review Journal*, 21,104-131.
- Jiang, H., Habib, A., & Smallman, C. (2009). The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand, *Pracific Accounting Review Journal*, 21, 104-131.
- Jones-Bassett, N., & Lloyd, G.C. (2004). Does Herzberg's motivation theory have staying power?, *Journal of Management Development*, 24, 929-943.
- Kaplan, S.N., & Minton, B.A. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implication for managers, *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.
- Khan, W.A., & Vieito, J.P. (2013). Ceo gender and firm performance, *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66.
- Lam, K.C.K., McGuinness, P.B. & Vieito, J.P. (2013). CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese-listed enterprises, *Pacific-Basin Finance Journal*, 21, 1136-1159.
- Lunenburg, F.C. (2011). Expectancy Theory of Motivation: Motivating by Altering Expectations, *International Journal of Management, Business, and Administration*, 15, 1-6.
- McClelland, D.C. (1976). *The achieving society*, New York, NY: Irvington Publishers.
- McColgan, P. (2001). *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*.
- McConnell, C.R., & Brue, S.L. (2005). *Economics: Principles, Problems, and Policies*, (16th ed.) New York: McGraw-Hill Irwin. 220-256.
- McConvill, J. (2006). Executive Compensation and Corporate Governance: Rising Above the "Pay-for-Performance" Principle, *American Business Law Journal*, 43, 413-438.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance, *Journal of Financial Economics*, 38, (2), 163-184.
- Murphy, K.J. (1999). *Executive Compensation*, in *Axhenfelter, O. and Card (Eds)*, Handbook of Labor Economics, Edition 1, Vol. 3, Chaper 38, 2485-2563.

- Niederle, M. & Vesterlund, L. (2008) Gender Differences in Competition, *Negotiation Journal*, 10, 447-463.
- Nourayi, M.M., Kalbers, L., & Daroca, F.P. (2012) The Impact of Corporate Governance and the Sarbanes-Oxley Act on CEO Compensation, *The Journal of Applied Business Research*, 28, 463-479.
- Riachi, I., & Schwienbacher, A. (2013). Securitization of corporate assets and executive compensation, *Journal of Corporate Finance*, 21, 235-251.
- Sampson-Akpuru, M. (2008). Does an Ivy League Education Amount to Higher CEO Pay?, *Lethbridge Undergraduate Research Journal*, 3, 1-9.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 15-29.
- Valenti, A.M., Luce, R. & Mayfield, C. (2011). The effects of firm performance on corporate governance, *Management Research Review*, 34, 266-283.
- Veprauskaite, E. & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?, *The British Accounting Review*, 45, 229-241.
- Vroom, V.H. (1964). *Work and motivation*. New York, Wiley.
- Wang, H.C., Venezia, C.C., Lou, Y. (2013). Determinants of Chief Executive Officer Compensation, *The International Journal of Business and Finance Research*, 7, 29-42.
- Wu, C. (2013). Family ties, board compensation and firm performance, *Journal of Multinational Financial Management*, 23, 255-271.
- Xiao, Z., He, R., Lin, Z., & Elkins, E., (2013). CEO compensation in China Accounting performance, corporate governance, and the gender gap, *Nankai Business Review International*, 4, 309-329.
- Young, C., & Tsai, L., (2008). The sensitivity of compensation to social capital: Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family business groups, *Journal of Business Research*, 61, 363-374



Estimating the effect of board independence on managerial ownership using
a quasi-natural experiment

Kridsda Nimmanunta and Ponsit Jiraporn

NIDA Business School, National Institute of Development Administration

Abstract

Grounded in agency theory, this paper investigates the effect of board independence on managerial ownership. We exploit the passage of the Sarbanes-Oxley Act as an exogenous regulatory shock that raises board independence. Our difference-in-difference (DID) estimates show that board independence leads to significantly higher managerial ownership. In particular, firms forced to raise board independence exhibit managerial ownership that is 26.35% higher, relative to firms not required to raise board independence. Thus, board independence and managerial equity ownership constitute governance mechanisms that act as complements, rather than substitutes. Our empirical strategy relies on a quasi-natural experiment and is far more likely to show a causal effect than what has been documented in the literature. Finally, our instrumental-variable analysis further reinforces our conclusion.

JEL Classification: G30, G32, G34

Keywords: board independence, independent directors, managerial ownership, corporate governance, agency theory

Part of this research was carried out while Pornsit Jiraporn served as Visiting Scholar at NIDA Business School, the National Institute of Development Administration (NIDA), in Bangkok, Thailand.

I. Introduction

The issue of corporate governance has gained a great deal of attention lately. Governance failures have often been blamed for triggering the most recent financial crisis. A number of recent corporate scandals are also often cited as a result of ineffective governance that

fails to protect shareholders. Governance mechanisms are diverse and often interact with one another (Agrawal and Knoeber, 1996). In order to understand how governance mechanisms work, it is crucial to understand how they interact with one another. In this study, we focus on two of the most critical governance mechanisms, i.e. board independence and managerial ownership. Independent directors tend to be more objective and less beholden to the CEO. Therefore, board independence is often cited as crucial mechanism that rigorously monitors managers and alleviates the agency conflict between managers and shareholders. Managerial ownership is also an important governance device. Managers holding large ownership stakes in the firm are less likely to expropriate from shareholders (Jensen and Meckling, 1976). These two important governance mechanisms are well-known and have been studied extensively in the literature.

Our study, however, is the first to investigate how board independence and managerial ownership interact with each other using a quasi-natural experiment. One serious challenge that has plagued empirical research in corporate governance is the issue of endogeneity. Our study is substantially less vulnerable to endogeneity because our empirical strategy relies on an exogenous regulatory shock imposed from outside the firm. In particular, we exploit as an exogenous shock the passage of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX) that forced certain firms to raise their board independence. Our empirical strategy allows us to examine how managerial ownership changes in response to an exogenous shock to board independence. This research method has been employed in a number of recent studies (Engel, Hayes, and Wang, 2007; Leuz, Triantis, and Wang, 2008; Piotroski and Srinivasan, 2008;

Chhaochhaoria and Grinstein, 2009; Guthrie, Sokolowsky, and Wan, 2012; Kamar, Karaca-Mandic, and Talley, 2009; Linck, Netter, and Yang, 2009; Guo and Masulis, 2014; Guo, Lach, and Mobbs, 2015, Jiraporn et al. (2016; Jiraporn, Jumreornvong, Jiraporn, and Singh, 2016). Nevertheless, our study is the first to apply this approach to managerial ownership.

Based on agency theory, we advance two hypotheses that potentially explain the effect of board independence on managerial ownership. First, board independence represents a strong governance mechanism that reduces the agency conflict. As a result, an independent board is more likely to act in the best interests of shareholders, and advocate other effective governance mechanisms. Because managerial ownership helps align the interests of shareholders and managers, managerial ownership is regarded as a governance mechanism that alleviates agency problems. An independent board likely encourages managers to hold large equity stakes in the firm. This hypothesis predicts that board independence leads to higher managerial ownership. We refer to this hypothesis as the outcome hypothesis as larger managerial ownership in an outcome of having an independent board.

The opposing hypothesis is the substitution hypothesis. This argument is based on the notion that governance mechanisms interact and substitute for one another. Both board independence and managerial ownership help mitigate agency problems. In firms where one of these mechanisms is strong, it is less necessary for the other to be as strong. Thus, in firms with strong board independence, managers are subject to more stringent monitoring and are less likely to exploit shareholders.

Because the agency conflict is already less severe in these firms, it is less necessary for managers to hold large ownership stakes. In other words, board independence substitutes for managerial ownership. This view predicts that board independence leads to lower managerial ownership.

Based on a sample of nearly 10,000 observations across 15 years, our difference-in-difference (DID) estimates show that board independence leads to significantly larger managerial ownership. In other words, board independence and managerial ownership are complements, not substitutes. This finding is less susceptible to reverse causality as we rely on an exogenous regulatory shock. We also execute a fixed-effects regression, which controls for unobservable characteristics that remain constant over time. Thus, our conclusion is also less vulnerable to the omitted-variable bias. In terms of economic magnitude, firms forced to raise board independence exhibit managerial ownership that is 26.35% higher, relative to firms not required to raise board independence. Therefore, board independence and managerial ownership represent important governance mechanisms that act as complements rather than substitutes. We execute a number of robustness checks including random-effects regressions as well as placebo tests and obtain consistent results.

To further ensure the robustness of our results, we also execute an instrumental-variable analysis. Knyazeva, Knyazeva, and Masulis (2013) show that firms located in close proximity tend to have a similar degree of board independence because they share the same local pool of qualified individuals. Exploiting this insight, we employ as our instrumental variable the average degree of

board independence for firms in the same 3-digit zip code. Zip codes are assigned to maximize mail delivery efficiency and are unlikely related to corporate outcomes or policies. Zip code assignments are thus plausibly exogenous (Jiraporn et al., 2014; Chintrakarn et al., 2015). Exploiting the variation in the degrees of board independence across the zip codes, we estimate the effect of board independence on managerial ownership. Our instrumental-variable analysis strongly confirms that a higher degree of board independence leads to significantly lower managerial ownership.

Our study contributes to the literature in several ways. First, we contribute to the literature in corporate governance by examining two of the most important governance mechanisms and how they interact. Second, a large volume of research has investigated ownership structure. However, prior studies have been plagued by endogeneity. We apply an empirical strategy that is far less susceptible to endogeneity. Third, our results contribute to the debate on board composition and board independence and how they influence corporate outcomes. Finally, we contribute to a relatively recent area of the literature that exploits natural experiments to show causality. Although the enactment of the Sarbanes-Oxley Act has been employed as an exogenous regulatory shock in prior studies, our paper is the first to apply it to managerial ownership.

II. The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the new exchange listing requirements

In 2002, two separate events forced certain firms to change the composition of their board. First, the Sarbanes-Oxley Act was enacted, intended to raise

director accountability in the protection of shareholders. Second, to help improve board oversight, the NYSE as well as the NASDAQ issued new listing requirements mandating that all listed firms have a majority of independent directors on their board. For firms with less than a majority of independent directors on the board, this acted as an exogenous shock to their internal governance. Several recent studies exploit this exogenous shock as a natural experiment to examine the impact of board independence on other internal governance mechanisms, such as director characteristics, director costs, CEO compensation, CEO turnover, and CEO power (Engel, Hayes, and Wang, 2007; Leuz, Triantis, and Wang, 2008; Piotroski and Srinivasan, 2008; Chhaochaoria and Grinstein, 2009; Guthrie, Sokolowsky, and Wan, 2012; Kamar, Karaca-Mandic, and Talley, 2009; Linck, Netter, and Yang, 2009; Guo and Masulis, 2014; Guo, Lach, and Mobbs, 2015; Jiraporn et al., 2016).

III. Sample formation and data description

a. Sample formation

The data on board characteristics including board independence are from the Institutional Shareholder Services (ISS) database. Board independence is defined as the proportion of independent directors on the board. The data on managerial ownership is from the EXECUCOMP database. We define managerial ownership as the percentage equity ownership of the top-five executives in the firm. The reason we employ this definition is because the EXECUCOMP database reports data on executive compensation and other variables for the top-five executives. This definition of managerial ownership has been used in prior research such as Dattar, Iskandar-Datta, and Raman (2005). The

data on firm characteristics are from COMPUSTAT. The final sample consists of 9,286 observations from 1996 to 2010.

We also include a number of control variables that are likely related to managerial ownership in the literature. In particular, we include firm size (log of sales), leverage (total debt/total assets), free cash flow ((EBITDA-capital expenditures)/total assets), firm value (Tobin's q), profitability (EBITDA/total assets), dividend payouts (dividends/total assets), firm growth (sale growth), firm age. In addition, to control for variation across industries, we include industry dummies based on the first two digits of SIC. Finally, to capture variation over time, we include year dummies.

b. Empirical Model

To implement a difference-in-difference (DID) estimation, we create two binary variables. One binary variable is equal to one after 2002, and zero otherwise, because SOX was passed in 2002. We refer to this variable as "Post-SOX". The other binary variable is equal to one for firms that did not have a majority of independent directors on the board in 2001, and zero otherwise. We label this variable "Non-compliant". Firms that are non-compliant are forced to raise their board independence to be in compliance with SOX. We also include an interaction term between these two binary variables. The coefficient of the interaction term captures the difference in differences and is the focus of our study. This approach has been used in a number of recent studies because it is based on a natural quasi-experiment and is thus far more likely to show a causal effect. We estimate the following empirical model:

Managerial Ownership (%)

$$= \beta_0 + \beta_1(\text{Post-SOX}) + \beta_2(\text{Non-compliant}) + \beta_3(\text{Post-SOX} \times \text{Non-compliant}) + \text{Controls}$$

c. Summary statistics

Table 1 shows the summary statistics. The average percentage of independent directors for the whole sample is 72.942%. The average board size is 10.515 directors. We also show the descriptive statistics for various firm characteristics, such as sales, leverage, the EBITDA ratio, dividend payouts, R&D, sales growth.

IV. Results

a. Difference-in-difference estimation

Table 2 shows the results of the regression analysis. The dependent variable is the percentage of managerial ownership. In Model 1, the interaction term between Post-SOX and Non-compliant shows a positive and significant coefficient. Thus, firms forced to raise board independence exhibit significantly higher managerial ownership than those not required to raise board independence. Thus, the evidence is in favor of the outcome hypothesis.

It can be argued that the difference managerial ownership between the two groups may have existed before the passage of SOX. If this is the case, our results may not reflect the effect of an exogenous shock to board independence. To explore this possibility, we compare managerial ownership between the compliant and non-compliant firms before 2002. There is no significant difference between the two in terms of managerial ownership. So, the difference we document cannot be attributed to any difference that existed earlier.

It is conceivable that the positive effect of board independence on managerial ownership may be spurious and is simply driven by certain unobservable characteristics that are omitted in the model. To alleviate this omitted-variable bias, we execute a fixed-effects analysis, which captures only the variation over time within firms, therefore controlling for any unobservables that remain constant over time. Model 2 shows the fixed-effects result. Again, the coefficient of the interaction term is positive and significant. Even when we consider only the variation within firms over time, we find that board independence leads to significantly higher managerial ownership. Please note that the R^2 in Model 2 is high, 67.1%. So, our model explains most of the variation in managerial ownership.

We estimate the economic magnitude as follows. The coefficient for Post-SOX in Model 2 is -1.548. So, after the passage of SOX, managerial ownership within firms declines. Nevertheless, for the non-compliant firms, the decline is much smaller than that for compliant firms. The coefficient of the interaction term is 0.408. Therefore, the drop in managerial ownership for the non-compliant firms is 26.36% ($=0.408/1.548$) lower than that for the compliant firms. As a robustness check, we perform a random-effects regression in Model 3. The result remains consistent, reinforcing the outcome hypothesis. Board independence leads to higher managerial ownership.

The endogeneity problem between managerial ownership and board independence has been well-known and notoriously difficult to solve in the literature as these two governance mechanisms can influence each other at the same time as well as can be influenced by a third unobservable variable that may be omitted in the model. Unlike the results in most prior

research, our results are more likely to show causality as we exploit an exogenous regulatory shock imposed from outside the firm. This empirical strategy has been employed in many recent studies and seems to be well-accepted in the literature (Engel, Hayes, and Wang, 2007; Leuz, Triantis, and Wang, 2008; Piotroski and Srinivasan, 2008; Chhaochaoria and Grinstein, 2009; Guthrie, Sokolowsky, and Wan, 2012; Kamar, Karaca-Mandic, and Talley, 2009; Linck, Netter, and Yang, 2009; Guo and Masulis, 2014; Guo, Lach, and Mobbs, 2015; Jiraporn et al., 2016).

Furthermore, we execute a number of robustness checks. First, we run placebo tests. For instance, we use 2005 as a placebo year (when, in fact, SOX was enacted in 2002) and define Post-SOX as those years after 2005. Using this placebo definition for Post-SOX produces an insignificant result. Second, we sort firms alphabetically and assign those in the top quartile as the placebo treatment group (instead of the actual treatment group, which represents the non-compliant firms). The analysis using this definition for placebo treatment yields an insignificant result. Because we find the effect of board independence on managerial ownership where and when it is expected to be found, our conclusion is unlikely due to chance.

Third, for fear that the results may be driven largely by those firms close to the 50% cut-off point for board independence, we re-define our treated firms as those going from below 40% to above 60% in terms of board independence. Using this more stringent definition, we still obtain consistent results. Finally, some firms have observations that are entirely in the pre-SOX or post-SOX periods. We run a robustness test including only those firms with observations both before and after the

passage of SOX. This method is more robust as it concentrates on those firms that straddle the passage of SOX. The results remain similar. Given the results of the above robustness tests, our findings appear to be quite robust.

b. Instrumental-variable analysis

To further ensure the robustness of our results, we execute an instrumental-variable analysis. This approach is advantageous in several ways. It alleviates measurement errors, the omitted-variable bias, as well as possible reverse causality. The results of the instrument-variable analysis are shown in Table 3. The standard errors are clustered at the firm level. First, to minimize reverse causality, we employ as our instrument the percentage of independent directors in the earliest year for each firm. Because the percentage of independent directors in the earliest year could not have resulted from any managerial ownership in any of the subsequent years, reverse causality is highly unlikely. In Model 1, which is the first-stage regression, we regress the percentage of independent directors on the percentage of independent directors in the earliest year. As expected, the coefficient of the percentage of independent directors in the earliest year is positive and highly significant. Model 2 is the second-stage regression, we regress managerial ownership on the percentage of independent directors instrumented from the first stage. The result in Model 2 shows that stronger board independence leads to lower managerial ownership.

We also use an alternative instrumental variable. Knyazeva, Knyazeva, and Masulis (2013) argue that firms tend to recruit directors from geographically-proximate areas. Therefore, firms located close to one another

tend to share the same supply of local directors. They show strong empirical evidence that firms in close proximity tend to have similar degree of board independence. We exploit this insight and use as our instrumental variable the average percentage of independence directors of firms located in the same 3-digit zip code. Zip codes are assigned to maximize efficiency in mail delivery and therefore should not be related to firm policies or outcomes. Zip code assignments are thus plausibly exogenous (Jiraporn et al., 2014; Chintrakarn et al., 2015). Essentially, we exploit the variation in the degrees of board independence across the zip codes and estimate the effect of board independence on managerial ownership.

The regression results are shown in Model 3 and 4. Model 3 is the first-stage regression. As expected, the coefficient of the average percentage of independent directors in the same 3-digit zip code is positive and significant. Model 4 is the second-stage regression. The instrumented percentage of independent directors shows a significantly negative coefficient, again, suggesting that stronger board independence brings about significantly lower managerial ownership. Finally, we employ both of the instrumental variables discussed above in order to execute the test of over-identifying restrictions. Model 5 is the first-stage regression, where we include as our instruments both the percentage of independent directors in the earliest year as well as the average percentage of independent directors in the same 3-digit zip code. Then, Model 6 is the second-stage regression. Again, the result shows that stronger board independence significantly lowers managerial ownership. Please note that the p-value of Sargan's statistic is 0.879 in Model 6. Thus, our instrumental variables are acceptable.

V. Concluding remarks

Board independence and managerial ownership are two important governance mechanisms that have been widely explored in the literature as well as accepted in practice. It has been notoriously difficult, however, to investigate how one of these mechanisms influences the other because of endogeneity. Our study employs a quasi-natural experiment based on an exogenous regulatory shock to circumvent endogeneity. Based on agency theory, we develop two competing hypotheses with respect to the effect of board independence on managerial ownership, i.e. the outcome and the substitution hypotheses. Our difference-in-difference estimates show that firms forced to raise board independence show a much higher level of managerial ownership relative to those not required to raise board independence. Our fixed-effects analysis, which controls for time-invariant unobservable characteristics, also confirms the results. Finally, our instrumental-variable analysis further reinforces our conclusion.

We contribute to the literature by investigating two crucial governance mechanisms using an empirical strategy far more likely to show a causal effect than what has been done in the literature. Although this empirical method has been used in a number of prior studies, ours is the first to apply it to managerial ownership. Our results are useful, not only to academics, but also to corporate practitioners as they design governance systems for firms.

References

Agrawal, A. and C.R. Knoeber, 1996, Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and

shareholders, *Journal of Financial and Quantitative analysis* 31, 377-397.

Chintrakarn, P., P. Jiraporn, S. Tong, and P.

Chatjuthamard, 2015, Estimating the effect of entrenched boards on firm value using geographic identification, *Finance Research Letters* 12, 109-116.

Chhaochharia, V. and Y. Grinstein, 2009, CEO compensation and board structure, *Journal of Finance* 64, 231-261.

Jiraporn, P., N. Jiraporn, A. Boeprasert, and K. Chang, 2014, Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification, *Financial Management* 43, 505-531.

Jiraporn, P., Jumreornvong, Jiraporn, N., and S. Singh, 2016, How do independent directors view powerful CEOs? Evidence from a quasi-natural experiment, *Finance Research Letters* 16, 268-274.

Knyazeva, A., D. Knyazeva, and R. Masulis, 2013, The supply of corporate directors and board independence, *Review of Financial Studies* 26, 1561-1605.

Guthrie, K., J. Sokolowsky, and K. Wan, 2012, CEO compensation and board structure revisited, *Journal of Finance* 67, 1149-1168.

Engel, E., R. Hayes, and X. Wang, 2007, The Sarbanes-Oxley Act and firms' going private decisions, *Journal of Accounting and Economics* 44, 116-145.

- Guo, L., P. Lach, and S. Mobbs, 2015, Tradeoffs between internal and external governance: Evidence from exogenous regulatory shocks, *Financial Management*, Spring, 81-114.
- Guo, L. and R. Masulis, 2014, Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers, Working paper, University of New South Wales.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kamar, E., P. Karaca-Mandic, and E. Talley, 2009, Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A cross-country analysis, *Journal of Law, Economics, and Organizations* 25, 107-133.
- Leuz, C., A. Triantis, and T. Wang, 2008, Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations, *Journal of Accounting and Economics* 45, 181-208.
- Linck, J., J. Netter, and T. Yang, 2009, The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors, *Review of Financial Studies* 22, 3287-3328.
- Piotroski, J. and S. Srinivasan, 2008, Regulation and bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the flow of international listings, *Journal of Accounting Research* 46, 383-425.

Table 1: Summary Statistics

We define managerial ownership as the percentage equity ownership of the top-five executives in the firm.

Variable	Mean	Std. Dev.	Median	25th	75th
% Independent Directors	72.942	15.006	75.000	63.636	85.714
Board Size	10.516	2.551	10.000	9.000	12.000
% Managerial Ownership	1.437	3.637	0.000	0.000	1.230
Sales	7741	21466	2012.000	765.000	6157.000
Total Debt/Total Assets	0.210	0.166	0.200	0.063	0.318
Free Cash Flow/Total Assets	0.094	0.077	0.088	0.047	0.134
EBITDA/Total Assets	0.139	0.094	0.132	0.086	0.187
Tobin's q	1.995	1.394	1.565	1.190	2.279
Dividend/Total Assets	0.013	0.025	0.006	0.000	0.019
R&D/Total Assets	0.026	0.048	0.000	0.000	0.032
Sale Growth	1.102	0.262	1.079	0.999	1.172
Firm Age	28.694	16.929	24.000	14.000	45.000

Table 2: Estimating the effect of board independence on managerial ownership using a quasi-natural experiment

We define managerial ownership as the percentage equity ownership of the top-five executives in the firm.

	(1)	(2)	(3)
	OLS	Fixed-effects	Random-effects
	Managerial Ownership	Managerial Ownership	Managerial Ownership
Non-compliant X Post-SOX	0.329** (2.112)	0.408** (2.025)	0.342* (1.667)
Non-compliant	-0.636*** (-6.221)		-0.270 (-0.816)
Post-SOX	1.104*** (20.583)	-1.548*** (-13.914)	0.321*** (3.470)
Ln(Board Size)	-0.826*** (-4.303)	0.065 (0.292)	-0.257 (-1.206)
Ln(Sales)	-0.338*** (-10.833)	0.070 (0.670)	-0.129** (-2.020)
Total Debt/Total Assets	-0.936*** (-3.589)	0.593* (1.761)	-0.162 (-0.512)
Free Cash Flow/Total Assets	2.015** (1.982)	1.667*** (2.717)	2.626*** (4.215)
EBITDA/Total Assets	-1.496 (-1.563)	-3.101*** (-4.863)	-3.002*** (-4.871)
Tobin's q	-0.152*** (-4.405)	-0.127*** (-3.953)	-0.221*** (-7.010)
Dividends/Total Assets	4.027* (1.920)	3.545** (2.163)	5.844*** (3.597)
R&D/Total Assets	0.717 (0.687)	3.364** (2.357)	4.016*** (3.131)
Sales Growth	-0.367*** (-2.962)	-0.131 (-1.222)	-0.294*** (-2.706)
Firm Age	-0.011*** (-4.091)	0.319*** (23.454)	0.044*** (6.889)
Constant	4.359*** (7.875)	-6.725*** (-8.467)	1.507 (0.592)
Industry Dummies	Yes	No	Yes
Firm fixed-effects	No	Yes	No
Observations	9,286	9,286	9,286
R-squared	0.128	0.671	

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Table 3: Instrumental-variable analysis

We define managerial ownership as the percentage equity ownership of the top-five executives in the firm.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	First Stage	Second Stage	First Stage	Second Stage	First Stage	Second Stage
	% of Independent Directors	Managerial Ownership	% of Independent Directors	Managerial Ownership	% of Independent Directors	Managerial Ownership
% of Independent Director (Earliest year)	0.513*** (35.100)				0.483*** (31.493)	
Average % of Independent Directors in the Same Zip Code			0.103*** (9.822)		0.066*** (8.797)	
% of Independent Directors (Instrumented)		-0.035*** (-8.743)		-0.040** (-2.558)		-0.035*** (-8.743)
Log(Sales)	1.703*** (11.008)	-0.416*** (-15.880)	1.598*** (7.500)	-0.416*** (-11.185)	1.732*** (10.790)	-0.416*** (-15.880)
Total Debt/Total Assets	2.434* (1.785)	-0.601** (-2.465)	4.283** (2.117)	-0.881*** (-3.202)	2.613* (1.802)	-0.601** (-2.465)
Free Cash Flow/Total Assets	6.264** (2.234)	0.804 (1.126)	3.941 (1.010)	1.014 (1.312)	4.362 (1.505)	0.804 (1.126)
EBITDA/Total Assets	0.665 (0.235)	-0.995 (-1.600)	-2.636 (-0.658)	-1.261* (-1.868)	0.702 (0.240)	-0.995 (-1.600)
Tobin's q	-0.421*** (-2.851)	-0.032 (-1.030)	-0.256 (-1.236)	-0.028 (-0.806)	-0.322** (-2.195)	-0.032 (-1.030)
Dividends/Total Assets	13.353 (1.446)	-1.531 (-0.944)	6.268 (0.522)	-1.102 (-0.616)	14.011 (1.468)	-1.531 (-0.944)
Constant	14.240*** (3.596)	4.740*** (4.630)	48.807*** (19.250)	5.476*** (3.502)	13.953*** (7.016)	4.740*** (4.630)
Year Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	9,286	9,286	7,949	7,949	7,949	7,949
R-squared	0.521	0.243	0.233	0.246	0.512	0.243
Shea's Partial R ²	0.388		0.030		0.383	
Sargan's Statistic (p-value)						0.879

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



A series of horizontal dotted lines for writing, spanning the width of the page.



Thai Institute of Directors Association

CMA Building2, 2/9 Moo 4 (Northpark Project), Vibhavadi-Ransit Road,
Thung SongHong, Laksi, Bangkok 10210, Thailand

Phone: (66)2955 1155

Fax: (66) 2955 1156-7

www.thai-iod.com