

การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล  
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
THE ANALYSIS OF CAUSAL FACTORS INFLUENCING  
ON INFORMATION ASYMMETRY OF LISTED COMPANIES  
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ปฐมชัย กรเลิศ

PATHOMCHAI KORNLERT

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

ปีการศึกษา 2565

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

**THE ANALYSIS OF CAUSAL FACTORS INFLUENCING ON  
INFORMATION ASYMMETRY OF LISTED COMPANIES ON  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**

**PATHOMCHAI      KORNLERT**

**A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE  
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF  
DOCTOR OF PHILOSOPHY PROGRAM IN ACCOUNTANCY  
SCHOOL OF ACCOUNTANCY  
SRIPATUM UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2022  
COPPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY**

ชื่อหัวข้อวิทยานิพนธ์

การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อ  
ความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
THE ANALYSIS OF CAUSAL FACTORS  
INFLUENCING ON INFORMATION  
ASYMMETRY OF LISTED COMPANIES  
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

นักศึกษา

ปฐมชัย กรเลิศ รหัสประจำตัว 58560062

หลักสูตร

ปรัชญาคุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี


คณะ

บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม


อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

ดร.มนตรี ช่วยชู

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.ธารินี พงศ์สุพัฒน์)

.....กรรมการ

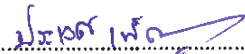
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สาระพัต)

.....กรรมการ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สิ้นจรูญศักดิ์)

.....กรรมการ

(ดร.มนตรี ช่วยชู)

.....กรรมการ

(ดร.ประเวศ เพ็ญวณิชกุล)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรปรัชญาคุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี

กณบดีคณะบัญชี

  
.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สิ้นจรูญศักดิ์)

วันที่ 2 เดือน ๕-๑๐-๖๕ พ.ศ. 25๖5



วิทยานิพนธ์เรื่อง	การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
คำสำคัญ	ความไม่สมมาตรของข้อมูล /การกำกับดูแลกิจการที่ดี/การจัดการกำไร/ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน/การจ่ายเงินปันผล
นักศึกษา	ปฐมชัย กรเลิศ
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์	ดร.มนตรี ช่างชู
หลักสูตร	ปรัชญาคุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา	2565

## บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ของการศึกษาเพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ออกแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล รูปแบบของงานวิจัยเป็นแบบเชิงปริมาณและแบบเชิงคุณภาพ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาครั้งนี้ คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลระหว่างปี 2558-2562 มีบริษัทจดทะเบียนที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ในการศึกษาครั้งนี้ มีจำนวนทั้งสิ้น 301 กิจการ การศึกษาใช้การวิเคราะห์อิทธิพล โดยใช้แบบจำลองสมการ โครงสร้างเชิงเส้น (Path Analysis) จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจัดการกำไร มีอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ในขณะที่การกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะครอบครัวหรือการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น

ในระดับที่มีอิทธิพล การจ่ายเงินปันผล และการจัดการกำไรจะมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่  
สมมาตรของข้อมูล ผลการวิจัยเชิงคุณภาพสอดคล้องกับการวิจัยเชิงปริมาณจึงนำมาพัฒนาเป็นแบบ  
ประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียใช้ประกอบกับการตัดสินใจ

**TITLE** THE ANALYSIS OF CAUSAL FACTORS INFLUENCING  
ON INFORMATION ASYMMETRY OF LISTED COMPANIES  
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

**KEYWORD** INFORMATION ASYMMETRY/ CORPORATE  
GOVERNANCE/ EARNINGS MANAGEMENT/ FINANCIAL  
REPORTING DISCLOSURE QUALITY/ DIVIDEND PAYMENT

**STUDENT** PATHOMCHAI KORNLERT

**ADVISOR** MONTREE CHUAYCHOO, PH.D.

**LEVEL OF STUDY** DOCTOR OF PHILOSOPHY PROGRAM IN ACCOUNTANCY

**FACULTY** SCHOOL OF ACCOUNTANCY SRIPATUM UNIVERSITY

**ACADEMIC YEAR** 2022

## **ABSTRACT**

This research study aims to analyze the influence and effect for the earning management, the financial reporting disclosure quality, corporate governance and the dividend payment have influence and effect to information asymmetry, influence to information asymmetry calculate by total trading volume of stock and study and analyze of factors influencing and effect on information asymmetry to develop an assessment model for the information asymmetry. The quantitative research and qualitative research method were employed in this study. The samples used in this research method were companies listed on the Stock Exchange of Thailand from 2015-2019. The research included 301 companies met the criteria. The study used a linear structural equation model for analyze the influence by path analysis. The study found that the corporate governance and earning management had direct effect and indirect effect to information asymmetry. Good corporate governance and financial reporting disclosure quality had negative and direct relationship to information asymmetry but good corporate governance had ownership structure with family ownership and ownership concentration who have

influence, dividend payment and earning management had positive and direct relationship to information asymmetry. The qualitative research results were consistent with the quantitative research that can be used to develop information asymmetry assessment for stakeholders used for decision making.

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ประสบความสำเร็จได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงจากท่านผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด และ ดร.มนตรี ช่วยชู ผู้อำนวยการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ที่กรุณาให้คำปรึกษาตลอดจนถึงข้อเสนอแนะและให้ความช่วยเหลือในการแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ที่เกิดขึ้นทำให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เกิดความสมบูรณ์ ซึ่งผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงในความเมตตาในครั้งนี้

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.ธารินี พงศ์สุพัฒน์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรรยาศักดิ์ คณบดีคณะบัญชีและคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ ดร.ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำที่มีคุณค่าอย่างยิ่งต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้สำเร็จลุล่วง

ขอขอบพระคุณ ดร.สุบิน ยุระรัช รองศาสตราจารย์ ดร.สุภมาส อังสุโชติ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สารพัด ที่กรุณาให้ความอนุเคราะห์ให้คำแนะนำเรื่องสถิติการวิจัยเป็นอย่างดีและให้คำปรึกษาในการใช้สถิติที่มีความเหมาะสม

ขอขอบคุณนักวิจัยและผู้ศึกษา ผู้ประพันธ์ตำรา วรรณกรรม เอกสาร บทความวิชาการต่างๆ ทั้งในประเทศและต่างประเทศที่เป็นข้อมูลให้ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้า และได้นำมาใช้อ้างอิงในการจัดทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้

ขอขอบคุณเพื่อนร่วมรุ่นที่รักที่เป็นดังพี่น้องที่ให้กำลังใจและช่วยเหลือกันในทุกเรื่องและทุกด้าน และสุดท้ายขอขอบพระคุณทุกกำลังใจจากบุคคลในครอบครัว ญาติมิตรและสหาย ที่ได้ให้กำลังใจอันเป็นสิ่งสำคัญยิ่งที่ทำให้ผู้วิจัยเกิดความมุ่งมั่นและทุ่มเทในการศึกษา ค้นคว้าและจัดทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้ให้เสร็จสมบูรณ์ ขอขอบพระคุณพระคุณอันยิ่งใหญ่จากคุณพ่อ ไสภณ กรเลิศ และคุณแม่ธาราภรณ์ ใจศรีมา ผู้มีพระคุณอันยิ่งใหญ่ คุณค่าของการสร้างสรรค์และเกิดองค์ความรู้อันได้มาจากการศึกษาและวิจัยในครั้งนี้ขอขอบเป็นเครื่องบูชาและตอบแทนพระคุณแก่ครูอาจารย์และผู้มีพระคุณทุกท่าน

ปฐมชัย กรเลิศ

ตุลาคม 2565



## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	III
กิตติกรรมประกาศ.....	V
สารบัญ.....	VI
สารบัญตาราง.....	IX
สารบัญภาพประกอบ.....	XVII
บทที่.....	หน้า
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	6
คำถามการวิจัย.....	9
สมมติฐานการวิจัย.....	9
ขอบเขตของการวิจัย.....	20
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	22
นิยามศัพท์.....	24
2 แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	27
แนวคิดและทฤษฎี.....	28
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	28
แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory).....	30
แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้บริหาร (Positive Accounting Theory).....	35
แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory).....	37
แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis).....	38

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	40
ความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	40
การจัดการกำไร.....	50
การกำกับดูแลกิจการที่ดี.....	70
คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน.....	103
การจ่ายเงินปันผล.....	122
 3 ระเบียบวิธีวิจัย.....	 132
การวิจัยเชิงปริมาณ.....	133
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	133
แบบแผนการวิจัยปริมาณ.....	134
ขั้นตอนดำเนินการวิจัยเชิงปริมาณ.....	134
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยเชิงปริมาณ.....	135
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	140
การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ.....	141
การวิจัยเชิงคุณภาพ.....	142
ผู้ให้ข้อมูลสำคัญ.....	143
เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษางานวิจัยเชิงคุณภาพ.....	145
การตรวจสอบข้อมูล.....	145
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	146
การสร้างบทสรุป และการพิสูจน์บทสรุป.....	146
การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	147
 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	 150
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าสถิติขั้นพื้นฐาน.....	151
ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของข้อมูลก่อนการวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้างผลการวิเคราะห์การแจกแจงของข้อมูลตามตัวแปรที่สังเกตได้.....	170
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยและสมมติฐาน.....	174

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
ผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	174
ผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัด โดยปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย.....	213
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองมาตรฐานการวิจัย.....	250
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ.....	273
การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของ งานวิจัย.....	281
<b>5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....</b>	<b>293</b>
สรุปผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน.....	295
สรุปผลการวิเคราะห์ทางสถิติพื้นฐานของข้อมูลก่อนทำการวิเคราะห์โมเดล.....	298
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	299
อภิปรายผลการวิจัย.....	303
ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	317
ข้อจำกัดการวิจัย.....	321
ข้อเสนอแนะในงานวิจัย.....	321
ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในคราวถัดไป.....	324
<b>บรรณานุกรม.....</b>	<b>323</b>
<b>ภาคผนวก.....</b>	<b>352</b>
ภาคผนวก ก แบบคำนวณดัชนีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน.....	353
ภาคผนวก ข แบบสัมภาษณ์เชิงลึกเพื่องานวิจัยเชิงคุณภาพ.....	357
ภาคผนวก ค โปรแกรมและคู่มือการใช้แบบประเมินความไม่สมมาตร ของข้อมูล.....	361
<b>ประวัติผู้วิจัย.....</b>	<b>369</b>

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า	
2.1	สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	67
2.2	สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	91
2.3	สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร.....	96
2.4	สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน.....	101
2.5	สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	109
2.6	สรุปงานตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	121
2.7	สรุปตัวแปรและความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	125
2.8	สรุปตัวแปรและความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล.....	130
3.1	แสดงจำนวนกิจการแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แยกตามจำนวนปีที่นำมาเป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์..	134
3.2	แสดงรายชื่อของผู้ให้ข้อมูลเชิงคุณภาพโดยการสัมภาษณ์เชิงลึก.....	144
4.1	แสดงจำนวนกิจการและร้อยละของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	151

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า	
4.2	แสดงสัญลักษณ์ทางสถิติและความหมายของสัญลักษณ์ค่าสถิติ และตัวแปร.....	153
4.3	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่ม ตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือ หุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามรายปี.....	155
4.4	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของ การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้าง ผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามรายปี.....	156
4.5	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่ม ตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วน การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามรายปี.....	156
4.6	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ แยกตามรายปี.....	157
4.7	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยก ตามรายปี.....	157
4.8	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทาง การเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามรายปี.....	158
4.9	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัด โดย Dividend Payout Ratio แยกตามรายปี.....	158
4.10	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัด โดย Dividend Yield แยกตามรายปี.....	159
4.11	ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัด โดย Yoon Model แยกตามรายปี.....	159

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.12 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามรายปี.....	160
4.13 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return) แยกตามรายปี.....	160
4.14 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume) แยกตามรายปี.....	161
4.15 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามอุตสาหกรรม.....	162
4.16 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามอุตสาหกรรม.....	163
4.17 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามอุตสาหกรรม.....	163
4.18 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแยกตามอุตสาหกรรม.....	164
4.19 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามอุตสาหกรรม.....	165
4.20 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	165

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.21 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	166
4.22 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	167
4.23 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	167
4.24 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	168
4.25 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดย อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	169
4.26 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดย อัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม.....	169
4.27 แสดงผลการวิเคราะห์การทดสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรที่ใช้ข้อมูล จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	171
4.28 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ค่า สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยใช้แบบ Pearson' Product- Moment.....	173
4.29 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของ โมเดล ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน โมเดลที่ 1.....	174
4.30 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพล และส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน โมเดลที่ 1.....	177

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.31 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1.....	180
4.32 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	183
4.33 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	186
4.34 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	189
4.35 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3.....	192
4.36 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3.....	195
4.37 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3.....	198
4.38 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4.....	201



## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.39 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4.....	204
4.40 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4.....	207
4.41 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1.....	213
4.42 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1	216
4.43 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	219
4.44 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	222
4.45 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	225

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.46 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2.....	228
4.47 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3.....	231
4.48 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3.....	234
4.49 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3.....	237
4.50 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4.....	240
4.51 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4.....	243

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า	
4.52	แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในโมเดลที่ 4.....	246
4.53	ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	264

## สารบัญภาพประกอบ

ภาพประกอบที่	หน้า
1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	8
2.1 แสดงการคาดการณ์เกี่ยวกับสภาพแวดล้อมของข้อมูลและการเกิดความไม่สมมาตรในแต่ละประเภทตลาด.....	42
2.2 ภาพความสัมพันธ์การจัดการกำไรที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	55
2.3 ภาพความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	88
2.4 ภาพความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อการจัดการกำไรส่งผ่านไปยังความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	93
2.5 ภาพความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	98
2.6 ภาพความสัมพันธ์คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	107
2.7 ภาพความสัมพันธ์การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	118
2.8 ภาพความสัมพันธ์การจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	123
2.9 ภาพความสัมพันธ์การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจ่ายเงินปันผลและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล.....	128
4.1 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 1.....	176

## สารบัญภาพประกอบ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า
4.2 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของ โมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 2.....	185
4.3 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของ โมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 3..	194
4.4 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของ โมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 4..	203
4.5 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของ โมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ที่วัด โดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 1.....	215
4.6 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดล ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัด โดย ปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 2.....	224
4.7 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดล ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัด โดย ปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 3.....	233
4.8 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดล ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัด โดย ปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 4.....	242

## สารบัญภาพประกอบ (ต่อ)

ภาพประกอบที่	หน้า
4.9 แสดงเส้นความสัมพันธ์ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตร ของข้อมูล.....	252

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ตลาดทุนเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญระหว่างผู้มีเงินทุนและผู้ต้องการเงินทุนซึ่งเป็นช่องทางหนึ่งในการลงทุนในปัจจุบัน โดยผู้ลงทุนคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุน ไม่ว่าจะเป็นเงินปันผล ราคาตลาดของหุ้น (กำไรจากการขายหุ้น) และผลตอบแทนอื่นจากการถือหุ้น ล้วนแต่เป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนทุกระดับคาดหวังจากการลงทุนทั้งสิ้น ตลาดทุนนับเป็นสิ่งที่ระดมทุนทั้งในระยะสั้นและยาวของผู้มีเงินออมที่มีทรัพยากรทางการเงินเหลืออยู่และแสวงหาความมั่งคั่งจากเงินออมที่มีอยู่ และผู้ต้องการเงินทุนที่ต้องการเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในการประกอบการหรือลงทุนให้กิจการสามารถดำเนินต่อไปได้และการสร้างผลตอบแทนให้แก่เงินทุนดังกล่าว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545, หน้า 3; Eduardus, 2003 p. 13) ตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายเงินลงทุน และทำหน้าที่ส่งเสริมให้เกิดการลงทุน และยังสนับสนุนสร้างให้ประชาชนได้ร่วมลงทุน และคุ้มครองผลประโยชน์ให้แก่ผู้ลงทุน และยังมีภารกิจหลัก คือ การรับจดทะเบียนหลักทรัพย์และการกำกับดูแลกิจการที่ดีการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน ที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ และกำกับดูแลบริษัทสมาชิกส่วนที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และทำหน้าที่ดูแลตลอดจนถึงการเผยแพร่ข้อมูล และส่งเสริมให้ความรู้แก่ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559, หน้า 1) เนื่องจากประเทศไทยมีตลาดหลักทรัพย์เป็นแหล่งระดมทุนขนาดใหญ่ บริษัทขนาดใหญ่ที่ต้องการหาเงินทุนก็จะพยายามเข้ามาในระบบของตลาดทุนดังกล่าว และมีผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ดังกล่าวเข้ามาพิจารณาในการลงทุนที่เกิดขึ้น

นักลงทุนต้องการนำเงินลงทุนที่มีอยู่ไปลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนการลงทุนต้องอาศัยข้อมูลที่มีความสำคัญและมีความจำเป็นต่อการลงทุนแยกตามประเภทเงินลงทุนผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์สามารถใช้ข้อมูลที่กิจการได้เผยแพร่ข่าวสารเกี่ยวกับกิจการที่สนใจ ผู้ถือหุ้นจะค้นคว้าหาข้อมูลที่เป็นต่อการตัดสินใจข้อมูลบางประเภทมีความอ่อนไหวและสร้างความได้เปรียบแก่กัน

ได้ระหว่างผู้ถือหุ้นภายในและผู้ถือหุ้นภายนอกกิจการ ข้อมูลที่ได้รับมีจำนวนไม่เท่าเทียมกันผู้ถือหุ้นภายในกิจการจะได้รับข้อมูลที่จำเป็นภายในหรือรู้ข่าวสารก่อนผู้ถือหุ้นภายนอก ซึ่งจะสร้างความได้เปรียบและเสียเปรียบให้เกิดขึ้น เรียกว่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (Akerlof et. al., 1970) ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะได้รับการเผยแพร่จากกิจการผ่านการบริหารและการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร เนื่องจากการดำเนินกิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ผู้เป็นเจ้าของเงินทุนหรือผู้ลงทุน ไม่สามารถมาดำเนินกิจการดังกล่าวได้ด้วยตนเอง กิจการต้องอาศัยตัวแทนเข้ามาดำเนินการและบริหารงานในกิจการแทนเจ้าของเงินทุนเป็นที่มาของการใช้ตัวแทน (Agency) ในการดำเนินการในกิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์ทางธุรกิจแทนเจ้าของเงินทุน เนื่องจากผู้เป็นเจ้าของเงินทุนไม่สามารถที่จะเข้ามาดูแลกิจการได้ด้วยตนเอง จึงเป็นเหตุจำเป็นต้องมีตัวแทนซึ่งเป็นผู้บริหารกิจการที่มีความเกี่ยวข้องกับเงินทุนกิจการหรืออาจเป็นผู้ที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับเงินทุนของกิจการเข้ามาดำรงตำแหน่งในกิจการและดำเนินการตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยเจ้าของเงินทุนเป็นตัวการในการวางแผนหรือกำหนดกลยุทธ์ในการดำเนินกิจการ สั่งการให้ตัวแทนซึ่งเป็นผู้บริหารดำเนินการแทนเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551, หน้า 1-6; Jensen and Meckling, 1976, p. 307) แต่ในบางมุมตัวผู้บริหารเองไม่สามารถกระทำกรให้บรรลุวัตถุประสงค์ หรือตอบสนองต่อความต้องการของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของเงินทุนได้ และปัญหาดังกล่าวเป็นปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวแทน (Agency Problem) การเกิดขึ้นของปัญหาดังกล่าวสร้างผลเสียหายให้แก่กิจการและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุนที่ควรจะได้รับ เนื่องจากไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวังไว้ในทางตรงกันข้ามหากผู้บริหารได้ดำเนินการบรรลุตามวัตถุประสงค์ขององค์กรก็จะสร้างความสัมพันธ์อันดีระหว่างตัวการและตัวแทน (McColgan, 2001) ผู้ลงทุนนอกจากจะประสบปัญหาดังกล่าวแล้วยังต้องอาจเผชิญกับการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันจากกิจการที่ลงทุน เนื่องจากเจ้าของเงินทุนไม่ได้เข้าไปดำเนินกิจการในกิจการโดยตรง สารสนเทศจึงเป็นสิ่งสำคัญและมีค่าต่อกิจการสารสนเทศบางอย่างมีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุนในกิจการและมีผลต่อปริมาณการซื้อขายเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ที่อาจจะส่งผลให้ปริมาณการซื้อขายเงินลงทุนเพิ่มสูงขึ้นหรือลดลง ความไม่สมมาตรของข้อมูลหรือการรับรู้ข้อมูลไม่เท่าเทียมกันอาจจะทำให้ประสิทธิภาพตลาดทุนต้องล้มเหลว เนื่องจากผู้ลงทุนบางกลุ่มได้รับข้อมูลข่าวสารที่จำเป็นไม่ครบถ้วนหรือน้อยกว่าส่วนผู้ได้รับข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับกิจการมากกว่าก็จะสร้างความได้เปรียบ หากสารสนเทศดังกล่าวมีผลต่อการตัดสินใจในการลงทุน หรือมีผลต่อประสิทธิภาพของตลาดทุนก็จะส่งผลกระทบต่อผู้ได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน (Sweeting & Tao, 2016, pp. 1-42)



การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเข้ามามีความสำคัญต่อผู้ลงทุน เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะสร้างประสิทธิภาพเพื่อให้เกิดความโปร่งใสของการดำเนินกิจการ และเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ อีกทั้งยังช่วยลดความขัดแย้งของปัญหาระหว่างตัวการกับตัวแทนลงได้ และกิจการก็จะสามารถแสดงสารสนเทศด้วยความโปร่งใส เนื่องจากได้รับการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยหน่วยงานที่มีความสำคัญในการกำหนดหลักเกณฑ์หรือมาตรฐานในการดำเนินงานของกิจการให้เกิดความโปร่งใส ตลอดจนโอกาสที่กิจการจะแสดงข้อมูลหรือปกปิดข้อมูลที่มีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ลง (คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์, 2558, หน้า 1-15; Kanagaretnam et al., 2007, pp. 497-522; Chen et al., 2007, pp. 1-39) เนื่องจากบางครั้งผู้บริหารอาจส่งสัญญาณเกี่ยวกับสถานะของบริษัทให้แก่ ผู้ถือหุ้นหรือผู้เป็นเจ้าของเงินทุน ได้รับรู้เกี่ยวกับสารสนเทศที่สำคัญ ในการตัดสินใจหรือมีความสำคัญที่เกี่ยวข้องต่อการดำเนินกิจการตามวัตถุประสงค์ขององค์กร โดยผ่านการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ซึ่งจะเป็นการส่งสัญญาณเตือนให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของเงินทุน ได้ใช้ในการประกอบการพิจารณาในเรื่องสำคัญดังกล่าว (Purwanti and Kurniawan, 2013, pp. 98-107) การเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศดังกล่าวอาจจะทำการเปิดเผยในรายงานประจำปี ในงบการเงินประจำปีของบริษัทหรืออาจจะผ่านข้อมูลข่าวสารต่างๆ ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน รวมถึงข้อมูลสารสนเทศทางการบัญชีเป็นแหล่งข้อมูลที่สำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนที่นำมาใช้งานประกอบการตัดสินใจ คุณภาพของการเปิดเผยในรายงานทางการเงินเกี่ยวกับสารสนเทศทางบัญชีและข้อมูลตามรายงานทางการเงินก็มีความเกี่ยวข้องที่เกิดจากผลการบริหารจัดการ ข้อมูลการลงทุนหรือรายได้ต่างๆ ในระบบบัญชีก็เป็นสารสนเทศที่สำคัญในการบริหารจัดการงานของกิจการแสดงผลการดำเนินงานของกิจการ อีกทั้งยังมีผลต่อการวัดความมีประสิทธิภาพของกิจการ (Marciukaityte & Szewczyk, 2011, pp. 91-114) ตลาดหลักทรัพย์จึงดำเนินการควบคุมกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เปิดเผยข้อมูลสารสนเทศที่สำคัญและอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เพื่อให้แสดงข้อมูลสารสนเทศที่มีประโยชน์มากยิ่งขึ้นสำหรับผู้ลงทุนที่จะใช้ข้อมูลดังกล่าวประกอบการตัดสินใจและสามารถระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้

ความไม่สมมาตรของข้อมูลในตลาดการเงินสามารถก่อปัญหาให้เกิดขึ้นได้นอกเหนือจากการจัดการที่เอื้อประโยชน์ให้บุคคลภายในองค์กรยังส่งผลกระทบต่อที่บุคคลบางกลุ่มได้รับข้อมูลข่าวสารที่สำคัญกว่าบุคคลภายนอกเช่น นโยบายหรือการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) ก็มีความเกี่ยวข้องกับความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งความเกี่ยวข้องดังกล่าวสามารถอธิบายได้ว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นการรับผลประโยชน์โดยตรงของคณะกรรมการ เนื่องจากในอดีตมักจะมีการใช้ข้อมูลสารสนเทศที่เอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองสร้างความมั่งคั่ง และผลตอบแทนที่

มากกว่าผู้ลงทุนภายนอก นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นการใช้ประโยชน์โดยการลดต้นทุนในการบริหารจัดการ การจ่ายเงินปันผลก็จะช่วยให้กิจการสามารถอยู่ในตลาดทุนได้ ซึ่งทำให้เกิดการติดตามผลการบริหารจัดการในระดับที่ต่ำ และการใช้ประโยชน์ในการบริหารความเสี่ยงในการบริหารจัดการและการสร้างความแตกต่างของระดับผู้ลงทุน เนื่องจากกิจการก็จะสามารถดำเนินการได้โดยทำการจ่ายเงินปันผลไป เพื่อที่จะเพิ่มเงินทุนในตลาดทุนด้วยการจ่ายผลประโยชน์เพื่อชักจูงให้ผู้ลงทุนสนใจมาลงทุนมากขึ้น (Easterbrook, 1984, p. 653) ซึ่งผู้ลงทุนภายนอกอาจจะไม่ได้รับรู้ถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง หรือสารสนเทศที่สำคัญที่มีผลต่อการลงทุน จะเห็นได้ว่าการจ่ายเงินปันผลก็เป็นส่วนหนึ่งในการก่อให้เกิดการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ระบบสารสนเทศทางการบัญชีและการบันทึกบัญชีมีการจัดทำตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปโดยใช้เกณฑ์ดำเนินงานต่อเนื่อง และมีการรับรู้รายการบางรายการเป็นไปตามเกณฑ์คงค้างโดยรับรู้รายการทันทีที่เกิดรายการขึ้นตามเกณฑ์คงค้างดังกล่าวอาจจะเปิดโอกาสให้ผู้บริหารได้ใช้รายการที่อยู่ในดุลยพินิจเพื่อปรับแต่งตัวเลขทางการบัญชีให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการ (Healy and Wahlen, 1999, pp. 365-383) ซึ่งจะเป็นผลทำให้บุคคลภายนอกไม่สามารถรับรู้ถึงข้อมูลทางการเงินที่แท้จริงและสร้างอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลทำให้บุคคลภายนอกไม่สามารถรับรู้ได้ว่าการจัดการกำไรขึ้นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจดังกล่าวมีการบิดเบือน บุคคลผู้ใช้สารสนเทศหรือใช้ผลงานตามรายงานทางการเงินของบริษัทก็จะได้รับสารสนเทศที่ไม่สะท้อนความเป็นจริง หากผู้บริหารของกิจการทำการปรับแต่งตัวเลข ข้อมูลที่ถูกเผยแพร่ต่อสาธารณะจะส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียที่เป็นผู้ใช้ข้อมูลภายนอกกิจการเนื่องจากข้อมูลเป็นสิ่งที่สำคัญต่อการตัดสินใจในการลงทุน

งานวิจัยในอดีตมีการศึกษาอิทธิพลและความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีปัจจัยที่มีอิทธิพลและเกี่ยวข้องประกอบไปด้วย การจัดการกำไร โดยผ่านการใช้ดุลยพินิจผ่านรายการคงค้าง การเลื่อนการรับรู้รายได้และค่าใช้จ่ายต่างรอบระยะเวลาบัญชีและอื่นๆ ปัจจัยเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่สะท้อนถึงคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ตีรวมไปถึงการจ่ายเงินปันผลที่แสดงถึงอิทธิพลและความสัมพันธ์ในทิศทางต่างๆ กัน เป็นการสะท้อนให้เห็นว่าปัจจัยดังกล่าวมีอิทธิพลและยังส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่บริษัทได้ทำการสื่อสารส่งไปยังผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง ผู้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลสารสนเทศ และบางปัจจัยยังส่งผลกระทบต่อความโปร่งใสของข้อมูล จากผลข้างต้นจึงนำมาเป็นเหตุให้ผู้วิจัยนำมาศึกษาวิจัยถึงปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งแท้จริงแล้วยังมีปัจจัยที่สะท้อนการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล และมีอิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อมระหว่างกันอันเนื่องมาจากการกำกับดูแลกิจการ

ที่ดี คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การจัดการกำไรที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างเพื่อบิดเบือนตัวเลขที่แท้จริงซึ่งทำให้ผู้ลงทุนภายนอกไม่ทราบเนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูล การจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นตลาดที่เป็นแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่ในประเทศไทย และมีผู้ลงทุนจำนวนมาก การศึกษาทำให้ทราบถึงสาเหตุและอิทธิพลที่เชื่อมโยงระหว่างกันที่มีต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลซึ่งเป็นข้อมูลที่ช่วยในการวิเคราะห์และประกอบการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสียและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องอื่นที่ต้องการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่เผยแพร่ในการประเมินความน่าเชื่อถือและความสมมาตรของข้อมูลเพื่อให้เกิดความมั่นใจในการใช้ข้อมูลที่มีความยุติธรรมและเท่าเทียมกันของผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอกองค์กร รวมทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแลในการวางแผน ควบคุมดูแล และพัฒนาการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารเพื่อสร้างคุณภาพให้เกิดขึ้นแก่นักลงทุนในตลาดทุน

#### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

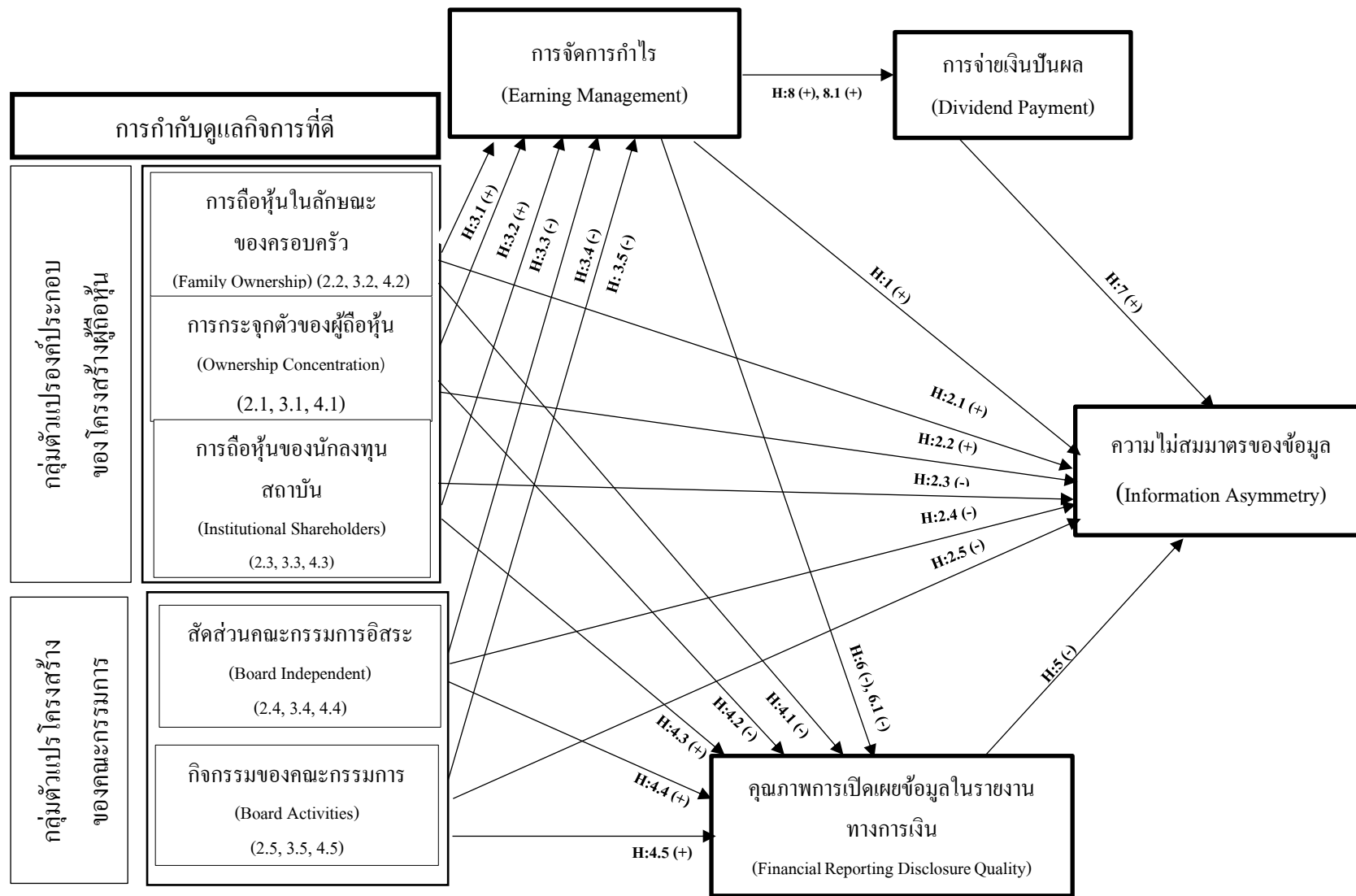
1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไร ที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ ที่ดีที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
5. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์
6. เพื่อนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสำหรับผู้มีส่วนได้เสียใช้ประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ

### กรอบแนวคิดในการวิจัย

การพัฒนากรอบแนวคิดดังกล่าวได้พัฒนาและศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่มีมาตั้งแต่ปี 1976 (Jensen & Mocking, 1976, pp.305-360) ที่ได้ศึกษามุมมองบ่อเกิดของความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนของกิจการ อันเนื่องมาจากวัตถุประสงค์หรือผลประโยชน์ไม่ตรงกันการดำเนินงานที่เอื้อประโยชน์ส่วนบุคคลหรือผู้มีส่วนได้เสียเฉพาะกลุ่ม การศึกษาทฤษฎีเกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้บริหาร (Positive Accounting Theory) ที่เป็นแนวโน้มและเป็นแรงจูงใจ และเป็นเหตุผลที่ผู้บริหารเกิดพฤติกรรมที่เอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองเป็นการส่งผลต่อการบิดเบือนข้อเท็จจริงอันเป็นต้นตอของปัญหาที่สำคัญที่เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล จากการศึกษาของ Watt & Zimmerman (1986, pp. 431-460) การตอบสนองของผู้บริหารในฐานะตัวแทนของกิจการที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ การแสดงผลงานหรือการรายงานข้อมูลแก่ผู้มีส่วนได้เสียตามแนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ในมุมมองการสร้างความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนกับผู้มีส่วนได้เสีย และได้ศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงกฎระเบียบและข้อกำหนดที่นำไปสู่การศึกษาเกี่ยวกับแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) เพื่อศึกษาลักษณะของข้อมูลของบริษัทที่ใช้ในการวิเคราะห์ตามกรอบแนวคิด ประกอบกับการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูล อันเป็นสถานการณ์ที่เกิดความแตกต่างของการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของกิจการระหว่างผู้มีส่วนได้เสียที่สร้างความได้เปรียบกับการใช้ประโยชน์ของการรับรู้ข้อมูลที่มีความแตกต่างกันดังกล่าว เช่นการรับรู้ข้อมูลภายใน การรับรู้ข้อมูลที่ช้ากว่าหรือเร็วกว่าที่สามารถสร้างความได้เปรียบระหว่างผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่ม (Nuryaman, 2014, pp. 42-49) โดยอาจขึ้นกับสองมุมมองคือการเลือกปกปิดหรือซ่อนเร้นข้อมูล (Adverse Selection) ที่ทำให้ผู้จัดการหรือผู้มีส่วนได้เสียภายในได้รับรู้ข้อมูลที่ดีกว่าผู้มีส่วนได้เสียภายนอก ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีส่วนสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสียแต่ผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่มไม่ได้รับข้อมูลดังกล่าวจากผู้บริหารกิจการอันเป็นบ่อเกิดความผิดทางศีลธรรม (Moral Hazard) เป็นการกระทำที่ไม่สุจริตต่อผู้มีส่วนได้เสียหรือการเลือกปฏิบัติและเอื้อประโยชน์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่ม ซึ่งผู้บริหารได้กระทำเกินภาระหน้าที่นอกเหนือจากอำนาจการเป็นตัวแทน (Scotts, 2003, p. 15) ซึ่งเป็นสิ่งที่ก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล การจัดการกำไร (Earning Management) เป็นการกระทำที่ผู้บริหารได้ใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไรผ่านการบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้างอาจจะเป็นการกระทำเพื่อปกปิดผลตอบแทนหรือผลการดำเนินงานที่แท้จริงที่เกิดขึ้นตามสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและของข้อมูลที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร (Dai et al., 2013, pp. 187-209) ความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นผลทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของการรับรู้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับกิจการ หากกิจการดำรงตามหลักการกำกับดูแล

กิจการที่ดีจะช่วยทำให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับข้อมูลที่เปิดเผยด้วยความถูกต้อง และเกิดความโปร่งใส การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง และขจัดความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการกับตัวแทนซึ่งผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่มอาจจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินงานตามนโยบายของกิจการ หากคณะกรรมการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีส่วนร่วมในการบริหารกิจการได้รับข้อมูลที่มากกว่าหรือสำคัญจากการปฏิบัติหน้าที่ (Ajina et al., 2013, pp. 660-675) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินจะแสดงถึงความโปร่งใสในการให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบ ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลจึงมีความสัมพันธ์ต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นหรือตามโครงสร้างของคณะกรรมการจะมีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ซึ่งมีความสำคัญและมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้เสีย (Beasley, 1996, pp. 443-466; McMullen, 1996, pp.87-103) และการสังเกตความไม่สมมาตรของข้อมูลผ่านมุมมองของนโยบายการจ่ายเงินปันผลประจำปี พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความไม่สมมาตรของข้อมูล เป็นการแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารจะใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อนำกระแสเงินสดออกจากกิจการ และเพื่อแสดงให้เห็นถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่ได้รับผลตอบแทนเพื่อปกปิดการกระทำจากความผิดพลาดหรือการแสดงกำไรที่ไม่เป็นจริง หรือพบในทิศทางตรงกันข้ามก็จะพบว่า กิจการมีนโยบายจ่ายเงินปันผลนั้นอาจจะเป็นผลเนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผลจากกำไร สืบเนื่องมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลและกำไรจะต้องทำเป็นเอกสารหลักฐานจึงทำให้มีการประกาศข้อมูลและทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเปลี่ยนแปลงไป

ผู้วิจัยจึงนำปัจจัยดังกล่าวที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอันได้แก่ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลประจำปี มาเป็นตัวแปรที่ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้



ภาพประกอบที่ 1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### คำถามการวิจัย

1. ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไร (Earning Management) มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หรือไม่อย่างไร
2. ปัจจัยเชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หรือไม่อย่างไร
3. ปัจจัยเชิงสาเหตุของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Disclosure Quality) มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หรือไม่อย่างไร
4. ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หรือไม่อย่างไร

### สมมติฐานการวิจัย

ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการไม่ได้มีส่วนเข้าไปดูแลหรือบริหารกิจการได้โดยตรงทำให้กิจการต้องใช้ตัวแทนในการบริหารกิจการแทน ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียหรือเจ้าของกิจการจะเป็นตัวการที่มอบอำนาจให้ตัวแทนกระทำการแทนตน หากตัวแทนไม่สามารถกระทำการให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการ ก็จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนขึ้น (Jensen & Mockling, 1976, p. 307) ตัวแทนจะได้รับความกดดันในการบริหารงาน โดยแทนที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียและดำเนินกิจการด้วยจริยธรรมและเที่ยงตรง ตัวแทนอาจจะได้รับแรงกระตุ้นเพื่อมุ่งหวังผลประโยชน์ส่วนตนหรือผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่ม แทนที่จะทำการบริหารงานให้สำเร็จตามวัตถุประสงค์ของธุรกิจ หรืออาจคาดหวังเรื่องการได้รับผลตอบแทนจากการบริหารกิจการได้ประสบความสำเร็จเป็นสาระสำคัญซึ่งอาจจะกลายเป็นแรงจูงใจให้กระทำผิด (Watt & Zimmerman, 1986, pp. 431-436) การจัดการกำไร โดยการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างทางการบัญชีทำให้แสดงอัตราผลตอบแทนจากหุ้นระยะยาวและผลการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้นส่งผลให้งบการเงินแสดงผลการดำเนินงานที่เกินปกติ (Scott, 2003, pp. 15-20) จะเป็นผลทำให้บุคคลภายนอกไม่สามารถรับรู้ถึงข้อมูลทางการเงินที่แท้จริงซึ่งมีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลคือการทำบุคคลภายนอกไม่สามารถรับรู้ได้ว่าเกิดการจัดการกำไรขึ้น อาจเพื่อปกปิดผลตอบแทนหรือผลการดำเนินงานที่แท้จริง หรือบิดเบือนตัวเลขให้เป็นไปตามที่ต้องการ Chang et al. (2008, pp. 1-55) ได้พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลสามารถมีผลมาจากพฤติกรรมการจัดการกำไร เนื่องจากการจัดการกำไรจะแสดงผลการดำเนินงานที่ต่ำในระยะยาว แม้ในปัจจุบันจะแสดงผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนที่สูง Richardson (2000, pp. 325-347) พบว่าเมื่อเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดจากการใช้การ

จัดการกำไร Chu and Song (2010, pp. 1-21) ได้พบความสัมพันธ์และให้เหตุผลว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นเงื่อนไขส่วนหนึ่งของการจัดการกำไร ถึงแม้ว่าหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปจะให้อิงการปฏิบัติรับรู้รายการเป็นไปตามเกณฑ์คงค้าง กิจการอาจจะใช้การจัดการกำไรหรือหลักการบัญชีที่เป็นประโยชน์ต่อการขยายผลการดำเนินงานและราคาหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล การจัดการกำไรก็จะเป็นตัวการลดประสิทธิภาพในการลงทุนในตลาดและเกิดการบิดเบือนข้อมูลในตลาดการเงิน จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

**สมมติฐานที่ 1** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญเพราะจะแสดงให้เห็นถึงการบริหารงานที่มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ ช่วยสร้างความมั่นใจให้กับผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย เป็นเครื่องมือในการเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโต (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) โครงสร้างของผู้ถือหุ้นหากกิจการมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจที่มีอิทธิพลในการบริหารงานของกิจการ ก็อาจจะทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการตัดสินใจกำหนดทิศทางขององค์กรให้เป็นไปตามต้องการ และสร้างความได้เปรียบให้กับตนเองได้มากกว่าผู้มีส่วนได้เสียอื่นที่ไม่มีอำนาจในการบริหารกิจการ (Jensen, 1986, pp. 323-329) รวมถึงโครงสร้างสร้างคณะกรรมการที่สามารถสร้างอิทธิพลต่อข้อมูลของกิจการหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong Form Efficiency) ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนจากข้อมูลข่าวสารที่ถูกเผยแพร่ต่อบุคคลภายนอกและขึ้นอยู่กับข้อมูลภายในกิจการ หากผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการนำข้อมูลภายในที่ไม่ได้ประกาศให้แก่บุคคลภายนอกมาใช้ก็จะทำให้เกิดกำไรที่เกินปกติ หน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลจึงมีบทบาทของบุคคลภายในที่ใช้ประโยชน์จากข้อมูลเหล่านั้น (Fama, 1970, pp. 383-417) การกำกับดูแลกิจการที่ดีต้องสามารถตรวจสอบได้ และสร้างความมั่นใจ หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ไม่มีประสิทธิภาพย่อมส่งผลเสียต่อผู้มีส่วนได้เสีย Cai et al. (2009, pp. 1-37) ได้ศึกษาความไม่สมมาตรของข้อมูลกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีพบว่า ระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากกิจการจะเป็นผู้เลือกปฏิบัติตามหลักการการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามนโยบายของกิจการเอง หากกิจการมีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ก่อให้เกิดความไม่โปร่งใสก็จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งกับตัวการ กิจการที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงต้องเพิ่มกิจกรรมการติดตามและตรวจสอบโดยโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและโครงสร้างของคณะกรรมการที่ไม่เอื้อต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล Elbadry et al. (2015, pp.127-157) ศึกษาคุณภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความ



ไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีส่วนช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Problem) ทำให้เกิดความโปร่งใส หากกิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอิทธิพลหรือโครงสร้างคณะกรรมการที่มีความเป็นอิสระ จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

**สมมติฐานกลุ่มที่ 2** ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สะท้อนจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีอิทธิพลที่ประกอบไปด้วยการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวและการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่จะสะท้อนการมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่อาจจะเอื้อประโยชน์ส่วนตนหากมีสัดส่วนของการถือหุ้นในสัดส่วนที่มีอิทธิพลต่อกิจการและทำให้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว และมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในจำนวนที่มากย่อมส่งผลก่อให้เกิดอิทธิพลทางตรงและเกิดการร่วมกลุ่มเพื่อประโยชน์ส่วนตนหรือเฉพาะกลุ่ม ใช้ผลประโยชน์จากความได้เปรียบในข้อมูลสารสนเทศที่เร็วกว่า เข้าถึงได้มากกว่าในการวางแผนต่าง ๆ ซึ่งเป็นการเอื้อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นตาม (Elbadry et al., 2015, p. 128; Alves, 2011, p. 14; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419-440; Salehi et al., 2014, pp. 1829-1836; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509) จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 2.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.2** สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สะท้อนจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีอิทธิพลที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่จะสะท้อนการมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกิจการและมีอิทธิพลเชิงลบต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล Jamalinesari and Soheili (2015, pp. 505-509) พบว่าสัดส่วนนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลต่อความโปร่งใสของข้อมูล ในการนำเสนอข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ นักลงทุนสถาบันจะนำหลักเกณฑ์และมุ่งเน้นความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะเนื่องจากมีผู้เกี่ยวข้องซึ่งเป็นนักลงทุนสถาบันซึ่งได้รับผลกระทบต่อการลงทุนในสถาบันดังกล่าวเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือ จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 2.3** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของคณะกรรมการที่สะท้อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถวัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระและกิจกรรมของคณะกรรมการที่จะสะท้อนความโปร่งใสของกิจการ และสื่อถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล Jamalinesari and Soheili (2015, pp. 505-509) พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อการเปิดเผยข้อมูลที่ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไปเนื่องจากกรรมการอิสระไม่ได้รับผลประโยชน์อื่นใดแอบแฝง จากการใช้ข้อมูลที่เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล Kanagaretnan et al. (2007, pp. 497-522), Cai et al. (2009, pp. 34-37) และ Elbadry (2015, pp. 127-157) พบว่ากิจกรรมกรรมการประชุมของฝ่ายคณะกรรมการจะช่วยทำให้เกิดการสื่อสารการรายงานผล และเป็นตัวช่วยในการตรวจตรารายงานต่อวาระการประชุมที่มีความสำคัญอันเกี่ยวข้องกับการบริหารและการจัดการ กิจกรรมการประชุมหากมีการรายงานผลการประชุมซึ่งเป็นการเปิดเผยข้อมูลในเรื่องเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ จะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป ทำให้เกิดความเท่าเทียมในการรับรู้ข้อมูลสารสนเทศที่เกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจ จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 2.4** คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.5** กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

และความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์ระหว่างตัวการกับตัวแทน เกิดขึ้นจากการที่เจ้าของกิจการหรือผู้มีส่วนได้เสียต่อกิจการไม่สามารถดำเนินกิจการได้ด้วยตนเอง จึงต้องอาศัยตัวแทน คือผู้บริหารในการบริหารกิจการแทนตนตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้บริหารจึงมีหน้าที่วางแผนและดำเนินกิจการให้ประสบความสำเร็จตามวัตถุประสงค์ขององค์กร (Jensen & Mockling, 1986, p. 307) การบริหารกิจการมีจุดมุ่งหวังเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการ แต่ผู้บริหารอาจจะกระทำการใดเพื่อประโยชน์ส่วนตัว หรือกระทำการไปในทางที่ไม่ได้สร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ก็จะเกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน (Conflict of Interest Problem) และการกำหนดผลตอบแทนจากตัวเลขในงบการเงินบางรายการก็จะสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารได้ตัดสินใจกระทำการตกแต่งกำไรหรือใช้ดุลยพินิจเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเป็นการบิดเบือนข้อเท็จจริงในตัวเลขในงบการเงิน (Watts & Zimmerman, 1986, pp. 431-

460) การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเข้ามามีส่วนช่วยเหลือในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนและเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการสื่อสารระหว่างตัวการกับตัวแทน (Gompers et al., 2001, p. 34) การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดและกำจัดการปัจจัยที่ก่อให้เกิดการจัดการกำไรรวม การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยทำให้ระดับการจัดการกำไรลดลงซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน (Man & Wong, 2013, pp. 410-412) จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

**สมมติฐานกลุ่มที่ 3** ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถสะท้อนจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีอิทธิพลที่ประกอบไปด้วยการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวและการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่จะสะท้อนการมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่อาจจะเอื้อประโยชน์ส่วนตนหากมีสัดส่วนของการถือหุ้นในสัดส่วนที่มีอิทธิพลต่อกิจการและทำให้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจัดการกำไร Liu and Lu (2007, pp. 881-906) พบว่าสัดส่วนความมีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญในสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวกระตุ้นทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลและก่อให้เกิดพฤติกรรมในการตกแต่งกำไร โครงสร้างของผู้ถือหุ้นถ้าหากมีสัดส่วนที่สามารถเอื้อประโยชน์ต่อกันระหว่างกลุ่มหรือมีระดับอิทธิพลที่มีผลต่อความโปร่งใสมักจะก่อให้เกิดพฤติกรรมในการจัดการกำไรเพื่อสร้างความได้เปรียบเกิดขึ้น นโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีเกิดขึ้นกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีความโปร่งใสและไม่ก่อให้เกิดอิทธิพลและมีความเสี่ยงต่อการบิดเบือนข้อมูล (Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419-440) จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 3.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 3.2** สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถสะท้อนจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีอิทธิพลที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่จะสะท้อนการมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกิจการและมีอิทธิพลเชิงลบต่อการจัดการกำไร Man and Wong (2013, pp. 391-418) พบว่า สภาพแวดล้อมของนักลงทุนสถาบันจะมีกฎหมายควบคุมที่ก่อให้เกิดการป้องกันที่ดีต่อการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนสถาบันมีความสนใจในการควบคุมการบริหารจัดการของธุรกิจที่ลงทุนทำให้เกิดแรงผลักดันต่อตัวผู้บริหารในการนำเสนอ

ข่าวสารและคำนิ่งถึงประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียให้เท่าเทียมกัน และติดตามตรวจสอบลดความบิดเบือนของข้อมูลลงได้ จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 3.3** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของคณะกรรมการที่สะท้อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถวัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระและกิจกรรมของคณะกรรมการที่จะสะท้อนความโปร่งใสของกิจการ และสื่อถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลเชิงลบต่อการจัดการกำไร Man and Wong (2013, pp. 391-418) พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและกิจกรรมของคณะกรรมการจะเพิ่มการติดตามและตรวจสอบพฤติกรรมของฝ่ายบริหาร และกระตุ้นให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารที่จำเป็นต่อการตัดสินใจ และช่วยในการลดความเสี่ยงและโอกาสในการจัดการกำไรเนื่องจากความเป็นอิสระของคณะกรรมการอิสระไม่ได้รับผลตอบแทนอื่นใดต่อการบิดเบือนข้อมูลดังกล่าว และการประชุมของคณะกรรมการเป็นเครื่องมือหนึ่งในการควบคุมการกำกับดูแลกิจการที่ดีก่อให้เกิดความโปร่งใสของข้อมูล Siregar & Bachtiar, 2005, p. 241; Gonzalez & Meca, 2013, pp. 419-440; Ramachandran et al., 2014, p. 8) จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 3.4** คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 3.5** กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ดีถือว่าเป็นการสื่อสารที่ดีเกี่ยวกับระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีประสิทธิภาพจะช่วยสื่อสารถึงแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Toronto Stock Exchange, 2007) ความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียกิจการต้องให้ความร่วมมือแก่ผู้มีส่วนได้เสียหลายฝ่าย การพัฒนาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียจึงเป็นสิ่งที่สำคัญ กิจการจึงต้องให้ข้อมูลข่าวสารแก่ผู้มีส่วนได้เสีย (Parmar et al., 2010, pp. 1-61) การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพที่ช่วยในการปกป้องผู้ลงทุน และเป็นเครื่องมือในการติดตามการดำเนินงานของกิจการได้ด้วย ผู้ลงทุนสามารถนำข้อมูลที่เปิดเผยในรายงานทางการเงินนำมาประกอบการตัดสินใจ ถ้าหากกิจการได้เปิดเผยข้อมูลที่ดีที่เหมาะสมสำหรับการตัดสินใจ (Frederick, 2000, p. 5) เช่นเดียวกับ Hermalin and Weisbach (2012, pp. 195-233) ได้พบว่า การเพิ่มขึ้นของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลใน

รายงานทางการเงินที่ช่วยลดความขัดแย้งอันเป็นปัญหาระหว่างตัวการกับตัวแทน แสดงให้เห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพวัดได้จากการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่สามารถวัดได้จากโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและโครงสร้างของคณะกรรมการที่ไม่มีอิทธิพลต่อความโปร่งใส Hasan et al. (2013) พบว่าโครงสร้างคณะกรรมการบริหาร และความเป็นอิสระของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน Pellisserry (2012, pp. 1-9) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างการของคณะกรรมการมีผลต่อความโปร่งใสของข้อมูลที่เผยแพร่ Myring & Shortridge (2010, pp. 103-110) ก็พบเช่นเดียวกันกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้เกิดความโปร่งใสและความถูกต้องของรายงานทางการเงิน หากกิจการมีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการที่มีคุณภาพก็จะส่งผลให้การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีคุณภาพตามไปด้วย จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

**สมมติฐานกลุ่มที่ 4** ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีสะท้อนจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีอิทธิพลที่ประกอบไปด้วยการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวและการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่จะสะท้อนการมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจจะเอื้อประโยชน์ส่วนตนหากมีสัดส่วนของการถือหุ้นในสัดส่วนที่มีอิทธิพลต่อกิจการและทำให้มีอิทธิพลเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน Eng & Mak (2003, pp.325-345) พบว่า โครงสร้างและสัดส่วนการเป็นเจ้าของในระดับที่มีอิทธิพลอย่างสำคัญต่อการดำเนินงานของกิจการ มีผลต่อประสิทธิภาพในการเปิดเผยข้อมูล เนื่องจากโครงสร้างที่มีอิทธิพลดังกล่าวจะมีการรวมกลุ่มหรือทำประโยชน์ส่วนตนต่อข้อมูลที่ได้รับความได้เปรียบทุกด้าน โครงสร้างความเป็นเจ้าของทั้งสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวหากมีสัดส่วนที่ต่ำก็จะส่งผลต่อประสิทธิภาพของการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ดีควรมีไม่มีอิทธิพลในระดับนัยสำคัญอันก่อให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ก่อให้เกิดความโปร่งใสของการเปิดเผยข้อมูลส่งเสริมให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีประสิทธิภาพมากขึ้น (Pellisserry, 2012, p.8; Myring & Shortridge. 2010, pp. 107-108) จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 4.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 4.2** สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สามารถสะท้อนจากสัดส่วนของการถือหุ้นที่มีอิทธิพลที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันที่จะสะท้อนการมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของกิจการและมีอิทธิพลเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน Hasan et al. (2013, pp. 109-119) พบว่า สัดส่วนนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลต่อการเกิดความโปร่งใส เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะเชื่อมโยงและเน้นการนำเสนอข้อมูลแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเสมอภาค เนื่องจากนักลงทุนสถาบันเน้นการลงทุนในกิจการที่มีความโปร่งใสเป็นผลมาจากกลุ่มนักลงทุนสถาบันยึดหลักความโปร่งใสเนื่องจากเกี่ยวกับกลุ่มผู้ลงทุนจำนวนมากที่ได้รับผลกระทบจากการบริหารจัดการ จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 4.3** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โครงสร้างของคณะกรรมการที่สะท้อนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถวัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระและกิจกรรมของคณะกรรมการที่จะสะท้อนความโปร่งใสของกิจการและสื่อถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน Raitthatha & Bapal (2014, pp.874-889) พบว่า ขนาดของคณะกรรมการและกิจกรรมกรรมของคณะกรรมการช่วยให้เกิดการพัฒนาการเปิดเผยข้อมูล เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดที่ดีว่ากิจการได้มีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สามารถส่งผลให้เกิดรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพ ขนาดของคณะกรรมการอิสระและกิจกรรมของคณะกรรมการจะช่วยให้เกิดกระบวนการติดตามตรวจสอบการบริหารจัดการที่ดี และส่งผลต่อการรายงานผลการติดตามตรวจสอบและผลักดันให้เกิดคุณภาพของรายงานทางการเงินที่ดีขึ้นตาม (Fathi, 2013, p. 95; Dembo & Rasaratnam, 2014, p. 161) จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 4.4** คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 4.5** กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จากวิกฤตทางธุรกิจที่ผ่านมา มีสาเหตุที่เกิดขึ้นมาจากความล้มเหลวของกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสร้างผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย กฎหมายในระดับสากลจึงพัฒนากรอบแนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น (Smith et al., 2005, pp. 123-151) และคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลจะสะท้อนได้จากทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) กิจการต้อง

สร้างความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียเพื่อแสดงถึงความรับผิดชอบและสร้างมูลค่าขององค์กร ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้บริหารในฐานะตัวแทนของกิจการจะต้องคำนึงถึงภาระหน้าที่ของตนและมีความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย ทฤษฎีเกี่ยวกับความชอบธรรม (Legitimacy Theory) และทฤษฎีเกี่ยวกับเศรษฐกิจการเมือง (Political Economy Theory) ที่สะท้อนข้อมูลที่จำเป็นที่ผู้มีส่วนได้เสียสามารถนำไปใช้ในการตัดสินใจได้ (Choi, 1973, pp. 159-179) การสร้างความสัมพันธ์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสียผ่านการสื่อสารในรายงานประจำปี และการเผยแพร่รายงานดังกล่าวในอินเทอร์เน็ต หรือผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นสิ่งที่สามารถสะท้อนถึงหลักการปฏิบัติและการแสดงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) การรายงานทางการเงินเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่จะสะท้อนการบริหารจัดการที่ผู้มีส่วนได้เสียให้ความสนใจ (Watts and Zimmerman, 1978, pp. 431-436) รายงานทางการเงินประจำปีนอกเหนือจากการเปิดเผยข้อมูลในทางปกติแล้ว กิจการยังสามารถรายงานผลเรื่องที่สำคัญตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีหลายๆ ตัวอย่าง (Bushman and Smith, 2001, p. 237) รายงานทางการเงินเป็นรายงานที่จัดทำโดยกิจการที่นำเสนอต่อบุคคลภายนอก ซึ่งการรายงานทางการเงินต้องรายงานให้ปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะประกอบด้วยงบการเงินต่างๆ และกำหนดให้เปิดเผยรายการหรือข้อมูลที่สำคัญในงบการเงิน การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอื่นๆ การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินจะมีความเพียงพอมากน้อยเพียงใด มีอยู่ 2 แนวคิดที่ทำให้การเปิดเผยข้อมูลมีความเพียงพอ ได้แก่ จำนวนข้อมูลขั้นต่ำที่เปิดเผยตามกฎเกณฑ์ ความเท่าเทียมกันของการได้รับข้อมูลของผู้ใช้ และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจทั้งหมด (Hendriksen and Breda, 2002) การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินสามารถให้ข้อมูลที่จำเป็นแก่ผู้ใช้ Purwanti and Kurniawan (2013, pp. 98-107) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลมีนัยสำคัญกับความไม่สมมาตรของข้อมูลในทางลบ เป็นข้อบ่งชี้ว่า ยิ่งมีการเปิดเผยมากก็จะสามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูล Brandenburg (2013, pp. 1-31) ก็พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มากขึ้นจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลแต่ก็ยังมีขึ้นอยู่การกำกับดูแลกิจการที่ดีเช่นเดียวกัน จึงนำมาเป็นสมมติฐาน

**สมมติฐานที่ 5** ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

กิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะมีคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์กำกับดูแลและกำหนดให้กิจการต้องทำการเปิดเผยข้อมูล และเน้นการรายงานผลการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียรับทราบ เพื่อใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน และ

ต้องมีความทันเวลา กำหนดให้มีการตอบสนองข่าวสารที่เกิดขึ้นไม่ว่าจะจริงหรือเท็จ หากข้อมูลข่าวสารดังกล่าวมีผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของกิจการ เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่นักลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ตามมาตรฐานรายงานทางการเงินกำหนดให้กิจการต้องจัดทำรายงานทางการเงินเพื่อเป็นข้อมูลให้กับผู้มีส่วนได้เสียเพื่อใช้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจตามมาตรฐานรายงานทางการเงินที่บังคับใช้และประกาศจากสภาวิชาชีพบัญชีฯ ส่งผลให้ผู้บริหารและกิจการต้องเปิดเผยข้อมูลที่เป็นนัยสำคัญของธุรกิจให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชี และการกำหนดให้จัดทำรายงานต่างๆ ที่เกี่ยวข้องเป็นไปตามข้อกำหนดกฎเกณฑ์ที่ถูกกำหนดโดยหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen and Meckling, 1976, pp.305-360) และทฤษฎี Positive Accounting Theory (Watts and Zimmerman, 1978, pp. 112-134) หากเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลในการสื่อสารเป็นการเปิดโอกาสให้เกิดการจัดการกำไรซึ่งเป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่าการจัดการกำไรเป็นหนึ่งสิ่งที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูล ความไม่สมมาตรของข้อมูล ถ้าหากกิจการมีความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับต่ำแสดงว่ากิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียและช่วยลดการจัดการกำไรลง ในขณะที่ถ้ากิจการมีการจัดการกำไรจะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มขึ้น จะทำให้กิจการมีข้อจำกัดในการเปิดเผยข้อมูล (Schipper, 1989, pp. 91-102) การจัดการกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล การเปิดเผยข้อมูลช่วยลดการจัดการกำไรลง ในทางตรงกันข้ามหากมีการจัดการกำไรจะทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลลดลง Lobo and Zhou (2001, pp. 16-20) พบว่าโอกาสการจัดการกำไรจะลดลงไปหากกิจการมีคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูล เช่นเดียวกับ Riahi and Ben (2011, pp. 47-59) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเกี่ยวกับผลการดำเนินงานช่วยลดความเกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรลง เนื่องจากการจัดการกำไรจะลดลงหากกิจการมีคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำไปวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจเกี่ยวกับคุณภาพของการเปิดเผยรายการ จึงนำมาเป็นสมมติฐาน

**สมมติฐานที่ 6** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 6.1** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อส่งผ่านคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน



การจ่ายเงินปันผลอาจจะแสดงถึงความมั่งคั่งของกิจการในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่ก็ยังเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problems) เนื่องจากผู้บริหารกิจการอาจมีแรงจูงใจเบี่ยงลึกลับเกี่ยวกับการสร้างมูลค่าทางธุรกิจให้สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลอาจจะสร้างผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการได้เช่นเดียวกัน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้กระแสเงินสดออกจากกิจการ และทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่อาจจะส่งผลกระทบต่อความโปร่งใสที่เกิดขึ้น (Easterbrook, 1984, pp. 650-659) ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนนอกเหนือจากราคาหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้นแล้ว ยังต้องการผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล ผู้ลงทุนมักจะอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น ผลตอบแทนหรือกำไรต่อหุ้นจะสูงขึ้นหากกิจการมีผลกำไรที่สูงขึ้นและส่งผลให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงขึ้นตาม เนื่องจากระบบนโยบายการจ่ายเงินปันผลสะท้อนได้จากหลักการจ่ายเงินปันผลและถูกกำหนดจากภายในองค์กร เป็นข้อมูลภายใน ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียภายในองค์กรจะได้เปรียบจากการทราบมูลค่าที่แท้จริง และผลการดำเนินงานที่แท้จริงที่นำมาสู่การแบ่งผลกำไร นโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงสะท้อนถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล (Okpara G. C., 2010, p. 213) การจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหุ้นของกิจการ และหากผู้บริหารภายในได้ทราบข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล อาจจะนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้ เพื่อประโยชน์ส่วนตัว กำหนดทิศทางการถือหุ้นหรือการลงทุนก่อนผู้มีส่วนได้เสียภายนอกกิจการ Sahar & Mayahi (2014, pp.30-35) พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหากผู้บริหารกิจการใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ให้แก่ตนรับรู้การจ่ายเงินปันผลก่อน ก็จะทำให้ผู้บริหารที่ผู้มีส่วนได้เสียของกิจการใช้ข้อมูลดังกล่าวเพื่อสร้างประโยชน์ส่วนตัว และสามารถกำหนดนโยบายการถือหุ้นของตนสร้างความได้เปรียบมากกว่าผู้มีส่วนได้เสียอื่น จึงนำมาเป็นสมมติฐาน

**สมมติฐานที่ 7** ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการจะทราบข้อมูลมูลค่าของกิจการที่แท้จริงและนโยบายการลงทุนมากกว่าผู้มีส่วนได้เสียภายนอกกิจการ กิจการที่มีข้อจำกัดในเรื่องของเงินทุนภายในต้องทำการตัดสินใจระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับการเก็บเงินไว้เพื่อดำเนินงาน ซึ่งผู้บริหารส่วนใหญ่จะมีแนวคิดว่าการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลเป็นการแสดงถึงความมั่งคั่งให้แก่นักลงทุนและเป็นผลตอบแทนที่สัมผัสได้ ผู้บริหารจึงชอบที่จะทำการจ่ายเงินปันผลมากกว่าการเก็บเงินไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต (Lintner, 1956, p. 98; Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360; Myers and Majluf, 1984, pp. 187-222; Brav et al., 2005, p. 485) การจ่ายเงินปันผลในระดับสูงจะสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างมากขึ้นเนื่องจากระดับของการจ่ายเงินปันผลเพิ่ม

สูงขึ้น ก็จะเป็นแรงกระตุ้นให้ใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างมากขึ้นเพื่อให้เกิดกำไรที่ใช้สำหรับการจ่ายเงินปันผล Im et al. (2015, pp. 33-39) และ Chansarn & Chansarn (2016, pp. 307-328) และ Savov (2006, pp. 198-236) พบว่าพฤติกรรมของการจัดการกำไรของกิจการสามารถสะท้อนได้จากการจ่ายเงินปันผล หากไม่มีความคาดหวังในการได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลก็จะสามารถลดการจัดการกำไรลงได้ เนื่องจากไม่จำเป็นต้องใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างให้เกิดผลตอบแทน นโยบายการจ่ายเงินปันผลนอกจากอาจจะสะท้อนถึงความไม่สมมาตรของข้อมูลแล้ว อาจจะเป็นผลมาจากการจัดการกำไร เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งในแง่ของการปฏิบัติในการจัดการกำไร เพื่อให้กิจการแสดงผลถึงความมั่งคั่งและมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Vojtech C. M., 2012, pp. 1-54) จากงานวิจัยของ Liu & Espahbodi (2014, pp.501-528) ผลของความคาดหวังเกี่ยวกับผลตอบแทนในรูปแบบของการจ่ายเงินปันผลของกิจการ ในกรณีที่กิจการต้องการจ่ายเงินปันผลตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจก่อให้เกิดพฤติกรรมการเก็งกำไรเกิดเพิ่มสูงขึ้น จะเห็นได้ว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลได้จ่ายจากผลการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริง เป็นสิ่งสะท้อนการจัดการกำไร หากกิจการมีการจัดการกำไรก็จะส่งผลกระทบต่อการประกาศนโยบายการจ่ายเงินปันผล ทำให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียที่ไม่ได้รับรู้ข้อมูลภายในที่เท่าเทียมกันทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล จึงนำมาเป็นสมมติฐาน

**สมมติฐานที่ 8** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล

**สมมติฐานที่ 8.1** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล

## ขอบเขตของการวิจัย

### ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร (Population) ที่ใช้ในการวิจัย คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 556 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562) ประชากรที่ใช้ในการวิจัยมีการจดทะเบียนเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปี 2558 และต้องมีข้อมูลครบถ้วนทุกปีตามตัวแปรในการทดสอบสมมติฐาน ในงานวิจัยในครั้งนี้จำนวนปีที่นำมาทดสอบเป็นค่าตัวแปรจะใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2558-2562 เพื่อให้ครอบคลุมการหาค่าตัวแปรตามสมมติฐาน และขนาดของกลุ่มตัวอย่าง (Sample Size) ในงานวิจัยครั้งนี้จะทำการคัดเลือกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลสมบูรณ์ครบถ้วนตามตัวแปรในงานวิจัย ซึ่งจะแสดงไว้ในบทที่ 3 ต่อไป

### ขอบเขตด้านเนื้อหาหรือตัวแปร

การวิจัยครั้งนี้จะทำการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีปัจจัยที่เกี่ยวกับการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลโดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบไปด้วย ฐานข้อมูล SETSMART รายงานประจำปี (56-2) แบบรายงานการเปิดเผยข้อมูลประจำปี 56-1 และหนังสือนัดประชุมและรายงานการประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อนำข้อมูลจากแหล่งดังกล่าวมาใช้เป็นตัวแปรที่จะทดสอบสมมติฐานในงานวิจัยครั้งนี้ และการวิจัยในครั้งนี้เป็นงานวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยใช้การสัมภาษณ์เชิงลึกจากผู้เชี่ยวชาญและผู้ใช้ประโยชน์ในข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 7 ท่าน เพื่อยืนยันผลการวิจัยเชิงปริมาณและนำข้อคิดเห็นดังกล่าวมาพัฒนาเป็นตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยตามโมเดลสมการโครงสร้างเชิงเส้นความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงเหตุและผล (Path Analysis) ได้แก่

ตัวแปรเกี่ยวกับการจัดการกำไร คือ ตัวแบบวัดการจัดการกำไร โดยใช้ตัวแบบ Kothari Model และ Yoon Model ตัวแปรเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ได้แก่ การวัดปริมาณการเปิดเผยเรื่องเกี่ยวกับกลยุทธ์ โดยใช้ดัชนีการเปิดเผยรายการของกิจการในรายงานทางการเงินที่มีการเผยแพร่ข้อมูลสาธารณะ ตัวแปรเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีแบ่งเป็นกลุ่มเป็นตัวแปรโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว และการกระจุกตัวของการเป็นผู้ถือหุ้นหรือการกระจุกตัวของเจ้าของ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ กิจกรรมของคณะกรรมการที่วัดโดยจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการ ตัวแปรเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ Dividend Payout Ratio และ Dividend Yield

ตัวแปรเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูล ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) และปริมาณการซื้อขายหุ้นในตลาด (Total Trading Volume)

### ขอบเขตด้านระยะเวลาการเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลต่าง ๆ และทำการศึกษาปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจ่ายเงินปันผลที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามาจากข้อมูลในรายงานทางการเงินที่เกี่ยวข้องและมีการเปิดเผยต่อสาธารณะของบริษัทที่

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากฐานข้อมูล SETSMART โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2557-2562 นำมาคำนวณให้เป็นค่าตัวแปรและค่าความเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามสมมติฐาน เพื่อนำมาใช้วิเคราะห์ข้อมูลตามตัวอย่างตั้งแต่ปี 2558-2562 ตามขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

### 1. ประโยชน์ด้านวิชาการ

ใช้เป็นหลักฐานทางวิชาการที่จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดี การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน และนโยบายเงินปันผลที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล และเพื่อให้นักวิจัยในสาขาต่าง ๆ ใช้เป็นแนวทางในการศึกษาและพัฒนาเพิ่มเติมต่อไปในประเด็นที่เกี่ยวข้องเพื่อให้เกิดประโยชน์ในการพัฒนาทางด้านวิชาการและการใช้ผลงานวิชาการเพื่อพัฒนาระบบเศรษฐกิจและความเจริญเติบโตในระดับสากลต่อไป

### 2. ประโยชน์ทางด้านวิชาชีพหรือการนำไปปฏิบัติ ประกอบไปด้วย

#### 2.1 ประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ที่มีความสนใจในการลงทุน

เพื่อเป็นข้อมูลสารสนเทศแก่ผู้ลงทุนที่สนใจจะลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาการลงทุนในตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์ ประกอบกับสารสนเทศอื่นๆ สำหรับการตัดสินใจลงทุนหรือประกอบการตัดสินใจอื่นๆ การใช้ดุลยพินิจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลที่ส่งผลประโยชน์ต่อการลงทุน และสามารถนำแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ได้จากงานวิจัยเอาไปใช้เป็นเครื่องมือช่วยเหลือเพื่อสนับสนุนต่อการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนหรือการตัดสินใจอื่นที่เกี่ยวข้อง โดยปัจจัยที่ต้องคำนึงของนักลงทุนได้แก่ ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีหากกิจการมีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นหรือมีส่วนของผู้ถือหุ้นในลักษณะครอบครัวก็จะส่งผลทำให้นักลงทุนมีความเสี่ยงที่จะเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นได้ เนื่องจากอิทธิพลของการถือหุ้นในลักษณะดังกล่าวสามารถสร้างผลประโยชน์หรือสนับสนุนให้เกิดการเอื้อประโยชน์ส่วนตนได้ หากกิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันจะส่งผลให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงเนื่องจากการลงทุนของนักลงทุนสถาบันจะมีนโยบายและความรอบครอบที่สามารถกระตุ้นให้เกิดความโปร่งใสได้ หากกิจการมีโครงสร้างของคณะกรรมการที่ดีก็จะส่งผลให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง กิจการที่มีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระจะกระตุ้นให้เกิดความโปร่งใสจากการรายงานและตรวจสอบเพิ่มขึ้นทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง และ

คณะกรรมการมีกิจกรรมที่ดี เช่นการประชุมเพื่อรายงานผลก็จะส่งผลให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลที่ดี และลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงเช่นเดียวกัน ปัจจัยการจัดการกำไรมีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลหากกิจการมีการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างของผู้บริหารจำนวนมากที่ทำให้เกิดการบิดเบือนข้อเท็จจริงของตัวเลขในงบการเงินก็จะส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มเช่นเดียวกัน ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลโดยตรงกับความไม่สมมาตรของข้อมูลหากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่ดีก็จะส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป และปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงแม้จะแสดงให้เห็นว่ากิจการมีความมั่งคั่งสูงหรือสามารถจ่ายผลตอบแทนให้แก่นักลงทุนได้จำนวนมาก กิจการก็จะสูญเสียเงินทุนสำหรับการนำไปลงทุนต่อ และการจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ อาจมีการใกล้เคียงกำไรเพื่อนำไปจ่ายเงินปันผล ทำให้นักลงทุนไม่ทราบวัตถุประสงค์ของการจ่ายเงินปันผลทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น นักลงทุนและผู้สนใจลงทุนสามารถใช้ประโยชน์ของการศึกษาดังกล่าว เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นในสารสนเทศของกิจการที่ต้องการลงทุนเพื่อหาผลตอบแทนและสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ตัวผู้ลงทุน

## 2.2 ประโยชน์ต่อหน่วยงานกำกับดูแล

เพื่อเป็นข้อมูลให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานกำกับดูแลเพื่อการศึกษาหรือวางแผน การปรับปรุงกระบวนการควบคุมคุณภาพการรายงานทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล ในรายงานทางการเงิน การควบคุมและการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือนำไปใช้ประกอบรวมกับการประเมิน เพื่อเป็นแนวทางการป้องกันความเสี่ยงในการลงทุนของ ผู้ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งพัฒนาให้เกิดสารสนเทศที่ดีต่อผู้ใช้ข้อมูล และทำให้ข้อมูลเกิดความโปร่งใส และมีความน่าเชื่อถือ เพื่อกระตุ้นการลงทุนและการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ เช่นการควบคุมการกำกับดูแลของกิจการโดยระมัดระวังหรือนำเสนอสัดส่วนอิทธิพลของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันในกิจการเพิ่มเติมจากการนำเสนอแค่สัดส่วนผู้ถือหุ้นมากที่สุดตามลำดับ เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่อการความไม่สมมาตรของข้อมูล การกำกับสัดส่วนจำนวนคณะกรรมการอิสระหรือจำนวนครั้งการประชุมที่สามารถจัดการความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ การกำหนดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและรายงานประกอบอื่นใด ที่สามารถสร้างความโปร่งใสของข้อมูลได้ การกำกับดูแลการจัดการกำไรหรือตรวจสอบการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างของกิจการในการนำเสนอข้อมูลที่มีการบิดเบือน และการกำหนดการเปิดเผย

ที่มาของการจ่ายเงินปันผลและระดับการจ่ายเงินปันผลเพื่อความปลอดภัยการเกิดขึ้นของความไม่สมมาตรของข้อมูล

### นิยามศัพท์

ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หมายถึง ความแตกต่างระหว่างข้อมูลสารสนเทศที่เกิดขึ้นโดยตัวแทนหรือจากหลักการ ที่ทำให้ผู้ใช้ข้อมูลแต่ละฝ่ายได้รับรู้ข้อมูลสารสนเทศดังกล่าวที่ไม่เท่าเทียมกัน และสร้างความได้เปรียบและเสียเปรียบจากความแตกต่างดังกล่าว เช่น ผู้ถือหุ้นภายในจะรู้ข้อมูลก่อนผู้ถือหุ้นภายนอก หรือรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ก่อนผู้ถือหุ้นรายอื่น (Sartono, 1995; Kaplan and Atkinson, 1998)

การจัดการกำไร (Earnings Management) หมายถึง การที่ผู้บริหารหรือตัวแทนทำการตกแต่งตัวเลขทางการเงินให้บิดเบือนไปจากความเป็นจริง ทำให้งบการเงินไม่สะท้อนตามข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้น ในการวิจัยครั้งนี้หมายถึง การใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างทางบัญชีเพื่อนำเสนอข้อมูลจัดทำตัวเลขทางบัญชีให้เป็นไปตามความต้องการของผู้บริหาร เนื่องจากทางบัญชีได้กระทำตามเกณฑ์คงค้าง และผู้บริหารอาจจะเลือกใช้ดุลยพินิจที่เกี่ยวข้องกับรายการคงค้างดังกล่าวให้เป็นตัวเลขในทางที่ต้องการ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543; วัฒนีย์ ศิริทัตสวัสดิ์, 2558, หน้า 66-77; Schipper, 1989, pp. 91-102; Mulford and Comiskey, 2002, pp. 1-408; Healy and Wahlen, 1999, pp. 365-383)

คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Disclosure Quality) หมายถึง คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลและสารสนเทศในรายงานทางการเงินที่มีความถูกต้องครบถ้วนและเชื่อถือได้ และเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ เพื่อให้ผู้ใช้งบการเงินหรือใช้ข้อมูลตามรายงานทางการเงินอื่นได้นำข้อมูลประกอบการประเมินผล ซึ่งเป็นจำนวนการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญและเรื่องที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ ทั้งเชิงปริมาณและคุณภาพจากงบการเงิน รายงานการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน 56-1 และรายงานประจำปี 56-2 (Clauss, 2010 pp.69-122; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64; สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2558)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) หมายถึง เครื่องมือช่วยในการควบคุมกิจการให้มีความรับผิดชอบและมีความโปร่งใส เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ และยังช่วยควบคุมและทำให้เกิดความโปร่งใสต่อการปฏิบัติงานระหว่างตัวการกับตัวแทน และช่วยให้กิจการสามารถดำเนินงานให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร การกำกับดูแลกิจการที่ดีอาจจะสะท้อนจากการที่กิจการมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอิทธิพลทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล และลักษณะโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีบทบาทเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่มีหน้าที่สำคัญในการตัดสินใจ

เกี่ยวกับนโยบายและกลยุทธ์ที่สำคัญของกิจการช่วยให้เกิดความโปร่งใส (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559; Kanagaretnam et al., 2007, pp. 497-522; Chen et al., 2007, pp. 1-39)

การถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว (Family Ownership) หมายถึง กิจการมีส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในลักษณะที่เป็นครอบครัวเดียวกันที่มีอิทธิพลในการควบคุมบริษัทเท่ากับว่าผู้ถือหุ้นรายน้อยหรือคนนอกครอบครัวไม่มีสิทธิออกคะแนนเสียง หรือมีคะแนนเสียงที่ต่ำกว่าการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว รวมถึงการถือหุ้นในลักษณะเครือข่าย หรือการถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อม เป็นบริษัทในเครือและสัดส่วนการถือหุ้นที่มีอิทธิพลมีสัดส่วนเกินร้อยละ 25 ของจำนวนผู้มีสิทธิออกเสียง (กิตติพงษ์ อูรพิพัฒน์พงศ์, 2558; Rebelo and Coutinho, 2001, pp. 1-67)

การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ (Ownership Concentration) หมายถึง กิจการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีส่วนได้เสียมากกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนผู้มีสิทธิออกเสียงเป็นระดับที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่ากิจการมีผู้ถือหุ้นที่สามารถควบคุมกิจการได้ และมีอิทธิพลในการควบคุมกิจการอย่างมีสาระสำคัญ อาจมีการรวมกลุ่มกันในเรื่องของการกำหนดนโยบายและการตัดสินใจร่วมกัน (Elbadry et al., 2010, pp. 127-157; Salehi et al., 2014, pp. 1829-1836; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509)

นักลงทุนสถาบัน (Institutional Shareholders) หมายถึง คือ ผู้ลงทุนสถาบันหรือผู้ลงทุนรายใหญ่ เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน กองทุนรวม รวมถึงกองทุนส่วนบุคคลซึ่งบริษัทหลักทรัพย์รับการจัดการเงินทุน บริษัทประกันวินาศภัยและประกันชีวิต กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ กองทุนของหน่วยงานรัฐและรัฐวิสาหกิจ และผู้ลงทุนและนักลงทุนสถาบันอื่นตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยนักลงทุนสถาบันจะมีสัดส่วนการลงทุนที่มีส่วนได้เสียมากกว่าร้อยละ 25 ของผู้มีสิทธิออกเสียงทั้งสิ้นของกิจการ (Elbadry et al., 2010, pp. 127-157; คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2555)

คณะกรรมการอิสระ (Board Independent) หมายถึง องค์ประกอบที่เป็นคณะกรรมการที่มีส่วนร่วมและเกี่ยวข้องกับการบริหาร ในสัดส่วนที่ทำให้คณะกรรมการที่มีความรู้ความสามารถและความชำนาญที่มีความหลากหลายและเหมาะสมต่อธุรกิจและมีการถ่วงดุลอำนาจภายในคณะกรรมการของบริษัท เพื่อที่จะทำให้กรรมการสามารถแสดงความคิดเห็นได้อย่างอิสระและไม่มีบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดมีอำนาจที่เหนือต่อการตัดสินใจ โดยต้องมีจำนวนอย่างน้อย 3 คนต่อคณะกรรมการทั้งหมด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, หน้า 1-42 และ 2560, หน้า 3-64)

กิจกรรมของคณะกรรมการ (Board Activities) หมายถึง กิจกรรมการประชุมของคณะกรรมการที่แสดงออกถึงการมีส่วนร่วมและมีการพบปะหารือ มีการอภิปรายผลการดำเนินงานร่วมกัน การแสดงความคิดเห็นและการลงมติในการตัดสินใจของคณะกรรมการ เพื่อสร้างความเชื่อมั่น

ว่าการดำเนินงานของคณะกรรมการเป็นไปด้วยความเรียบร้อยและสามารถให้ข้อมูลที่จำเป็นและเหมาะสมต่อการดำเนินงานของคณะกรรมการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560; Beasley et al., 1996, pp. 299-326)

การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) หมายถึง การจ่ายเงินปันผลที่เป็นไปตามนโยบายที่ฝ่ายบริหารของธุรกิจใช้ในการตัดสินใจเพื่อจัดสรรผลกำไรสุทธิของธุรกิจให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นการตอบแทนในรูปแบบของการจ่ายเงินปันผล เป็นการกระจายผลกำไรไปยังแก่ผู้ถือหุ้นบางส่วนและเก็บไว้ในกิจการบางส่วน และเป็นการจ่ายผลตอบแทนที่เป็นรูปธรรมที่แสดงถึงความมั่งคั่งของกิจการ (Bishop et. al., 2000 p.2; Lease et. al., 2000 pp.1-4; Al-Malkawi et. a., 2010, pp. 171-200)



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากเอกสารงานวิจัยและข้อเสนอแนะในงานวิจัยก่อนหน้าที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งส่วนใหญ่เน้นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยได้แบ่งเป็นตัวแปรด้านโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และโครงสร้างด้านกรรมการ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อนำผลการทบทวนงานวิจัยและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องนำมาอธิบายผลการวิจัยในการวิจัยครั้งนี้และนำมาพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ได้พัฒนามาจากผลการวิจัยตามสมมติฐานในครั้งนี โดยได้แบ่งผลการศึกษาค้นคว้าออกเป็น 2 ตอน ได้แก่

#### แนวคิดและทฤษฎี

1. ตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย
2. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
3. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้บริหาร (Positive Accounting Theory)
4. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)
5. แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis)

#### ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry)
2. การจัดการกำไร (Earnings Management)
3. การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)
4. คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Disclosure Quality)
5. การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment)

## แนวคิดและทฤษฎี

### ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดทำการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการในวันที่ 30 เมษายน 2518 โดยมีชื่อภาษาอังกฤษว่า The Securities Exchange of Thailand และต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็น The Stock Exchange of Thailand: SET โดยทางรัฐบาลได้เข้ามามีบทบาทในการควบคุมตัวธุรกิจที่อาจจะส่งผลกระทบต่อความปลอดภัยของประชาชนหรือความเป็นอยู่ของประชาชน ผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นนั้นเป็นเหตุผลที่สำคัญที่ทำให้ภาครัฐสามารถกำกับดูแลการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและบริษัทหลักทรัพย์ต่าง ๆ ได้ เพื่อให้การดำเนินงานของบริษัทต่าง ๆ ไปด้วยความมีระเบียบและยุติธรรม และเพื่อจัดให้มีแหล่งกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ อีกทั้งยังเป็น การส่งเสริมการออมทรัพย์และระดมเงินทุนภายในประเทศ และในปี 2535 ได้มีการกำหนดให้ตลาดหลักทรัพย์อยู่ภายใต้การดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยให้อำนาจหน้าที่คณะกรรมการฯ เป็นผู้กำหนดนโยบายและควบคุมการดำเนินงานให้เป็นไปโดยประสิทธิภาพ รวมถึงการกำหนดระเบียบและข้อบังคับต่างๆ ที่ทำให้การดำเนินการของตลาดหลักทรัพย์ฯ เป็นไปด้วยความเป็นระเบียบ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557 หน้า 4-70)

บทบาทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งเป็น 3 บทบาท

1. บทบาทในเชิงกฎหมายตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายเงินลงทุน ในหลักทรัพย์รวมถึงพัฒนาระบบต่างๆ ที่ก่อให้เกิดความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ ทำหน้าที่เป็นสำนักหักบัญชี ศูนย์ฝากหลักทรัพย์ นายทะเบียนหลักทรัพย์ หรือกิจกรรมอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง และการดำเนินธุรกิจอื่นๆ ที่ได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

2. บทบาทต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ ตลาดหลักทรัพย์มีพันธกิจในฐานะที่เป็นสถาบันที่มีบทบาทต่อความสำคัญทางเศรษฐกิจ โดยเสริมสร้างการระดมเงินทุนระยะยาว จัดให้มีระบบการดำเนินงานให้เกิดประสิทธิภาพ โปร่งใส และมีความยุติธรรม ให้การดูแลและคุ้มครองผลประโยชน์แก่ผู้ลงทุน และส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนโดยรวมของประเทศ

3. บทบาทในการจัดสรรเงินออมและการระดมเงินทุนระยะยาว เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์มีความสำคัญในตลาดทุนและตลาดการเงินของไทยมีหน้าที่เป็นศูนย์กลางของการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นตัวกลางในการระดมทุนของผู้มีเงินออมหรือเงินออมส่วนเกิน จากภาคครัวเรือนสู่ภาคธุรกิจที่ต้องการเงินทุน ก่อให้เกิดการออมเงินและการลงทุนที่มีประสิทธิภาพ เพื่อประโยชน์

แก่ผู้มีเงินออมได้ออมเงินหรือแสวงหาการลงทุนเพิ่มอีกทางเลือก เมื่อเงินทุนดังกล่าวเข้าสู่ระบบ โดยผ่านกลไกตลาดทุนมากขึ้นทำให้เกิดช่องทางและโอกาสในการระดมทุนระยะยาวในตลาดทุนเพิ่มขึ้นด้วย เป็นผลทำให้เกิดการใช้ทรัพยากรหรือเงินทุนไปด้วยประสิทธิภาพเพื่อสนับสนุนการพัฒนาธุรกิจและระบบเศรษฐกิจโดยรวม ก่อให้เกิดการลงทุนใหม่ๆ หรือเกิดการขยายกิจการซึ่งเป็นผลโดยตรงต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และกระตุ้นการผลิต การจ้างแรงงาน ระดับราคาสินค้าในตลาด ซึ่งส่งผลต่อการขยายตัวและการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ

นอกจากนี้ ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิฯ และหน่วยลงทุน เป็นต้น ให้เกิดความสะดวกและผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนหลักทรัพย์ดังกล่าวให้เป็นเงินสดได้ภายในระยะเวลาที่ต้องการ และสะท้อนราคาที่เหมาะสมตามการทำงานของกลไกราคา โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน เช่น กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) เงินปันผล (Dividend) หรือดอกเบี้ย (Interest) การหมุนเวียนของเงินออมจะส่งเสริมกิจกรรมในระบบเศรษฐกิจที่กระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจ (สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา, 2535)

ตลาดหลักทรัพย์มีประโยชน์ต่อการปรับโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจ เนื่องจากเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนหรือเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของธุรกิจต่างๆ นอกเหนือจากการเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน เนื่องจากการจัดหาเงินทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ทำให้กิจการสามารถระดมเงินทุนในระยะยาวเพื่อนำไปลงทุนและเพื่อดำเนินงาน โดยไม่ต้องรับภาระดอกเบี้ยจากการกู้ยืม หรือก่อให้เกิดสัดส่วนของหนี้สินเพิ่มมากขึ้นกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น หากกิจการพึ่งพาเงินกู้ยืมเพียงอย่างเดียวจะทำให้เกิดผลต่อความเสี่ยงและความมั่นคงที่เกิดขึ้นในโครงสร้างของกิจการ เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินที่เพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลต่อสภาพคล่องของกิจการ ดังนั้นกิจการต้องแสวงหาเงินทุนจากตลาดทุนซึ่งจะทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และทำให้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) อยู่ในระดับที่มีความเหมาะสม และมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าการกู้ยืม และหากกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก็จะได้รับสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ และเป็นการยกระดับกิจการด้วย นอกเหนือจากการระดมเงินทุนในรูปแบบตราสารทางการเงิน กิจการก็สามารถระดมทุนในรูปแบบที่เหมาะสมกับกิจการ เช่น การออกจำหน่ายหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หรือออกหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิฯ และหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ เป็นการเปิดโอกาสให้ประชาชนสามารถมีส่วนร่วมในการออมเงินหรือเป็นเจ้าของกิจการ เนื่องจากหลักทรัพย์ที่มีการเสนอขายในตลาดมีจำนวนมาก ผู้มีเงินออมสามารถเลือกพิจารณาและเลือกลงทุนในธุรกิจประเภทต่างๆ ที่มีศักยภาพหรือมีความสอดคล้องตามความต้องการหรือความสนใจของผู้ลงทุน

ทั้งในเรื่องราคาของหลักทรัพย์และผลตอบแทน (Blackrock, 2017, p. 2) การลงทุนจะช่วยให้เกิดการขยายกลุ่มผู้เป็นเจ้าของกิจการสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนฯ และเป็นการกระจายการถือครองและผลประโยชน์จากการดำเนินงานของธุรกิจไปสู่ภาคครัวเรือนที่เป็นผู้ถือครองหลักทรัพย์ที่มีอยู่กระจายในภาคเศรษฐกิจ เป็นการกระจายรายได้และช่วยก่อให้เกิดอำนาจในการซื้อและส่งผลดีต่อเรื่องอื่นๆ ที่ส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจ

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องมีการบริหารจัดการที่มีมาตรฐาน และมีความโปร่งใส มีการจัดทำรายงานทางการเงินและแสดงผลการดำเนินงานที่ถูกต้องเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชี และเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวไปยังกลุ่มผู้ถือหุ้น หรือผู้มีส่วนได้เสียอย่างแพร่หลาย ข้อมูลดังกล่าวจะมีประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียในการวิเคราะห์การลงทุนหรือวิเคราะห์ฐานะการเงินของกิจการ ยังส่งผลต่อหน่วยงานภาครัฐที่เกี่ยวข้อง เช่น นำเสนอข้อมูลฐานภาษีที่ถูกต้องที่ช่วยให้การบริหารจัดการเก็บภาษีที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจเป็นไปด้วยความสะดวก ถูกต้อง และมีความครบถ้วน ตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นกลไกที่สำคัญที่ช่วยตอบสนองต่อความต้องการเงินทุนของธุรกิจภายในประเทศซึ่งจะช่วยลดภาระหนี้สินที่อาจจะเกิดขึ้นจากการแสวงหาเงินทุนนอกประเทศ ลดความต้องการการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศ โดยเฉพาะกิจการขนาดใหญ่ที่เป็นรัฐวิสาหกิจ หรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับระบบสาธารณูปโภค และไม่ใช่เพียงแต่การระดมเงินทุนภายในประเทศ ตลาดหลักทรัพย์ยังสามารถดึงดูดเงินจากนักลงทุนที่อยู่ต่างประเทศเข้ามาลงทุนในกิจการไม่ว่าจะอยู่ในรูปการลงทุนในหลักทรัพย์หรือผ่านกิจการร่วมลงทุน เป็นการสนับสนุนให้เกิดการขยายตัวในตลาดทุนในระบบเศรษฐกิจ การซื้อขายเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางและก่อให้เกิดแนวโน้มของการพัฒนาเศรษฐกิจ เนื่องจากกลไกของตลาดทุนจะสะท้อนความต้องการเงินลงทุนในภาคธุรกิจ ตลอดจนความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนต่อการขยายตัวหรือศักยภาพทางเศรษฐกิจที่เกื้อหนุนต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ ภาวะของตลาดเงินทุนก็ยังเป็นดัชนีชี้วัดการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่สำคัญเช่นเดียวกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557, หน้า 4-70)

#### **แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)**

ผู้ถือหุ้นของกิจการไม่ได้มีส่วนเข้าไปดูแลจัดการกิจการได้โดยตรง ทำให้ภาคธุรกิจต้องใช้ตัวแทนในการบริหารจัดการงานด้านธุรกิจ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของธุรกิจ โดยผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการผู้ซึ่งมีอำนาจในการแต่งตั้งตัวแทนเรียกว่า ตัวการ (Principal) โดยตัวการจะเป็นผู้ส่งมอบอำนาจในการบริหารธุรกิจให้กับผู้บริหารของกิจการที่ได้รับการแต่งตั้งจากที่ประชุม

คณะกรรมการผู้ถือหุ้น ซึ่งถูกเรียกว่า ตัวแทน (Agent) ตัวแทนจะเข้ามาทำหน้าที่ในการบริหารงานของกิจการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการ เป็นต้นเหตุให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนขึ้นมาในการบริหารงานกิจการ โดยผู้บริหารกิจการเป็นตัวแทนที่ได้รับมอบอำนาจจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ต้องเข้ามามีบทบาทในการบริหารงานกิจการเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ของธุรกิจ โดยการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับตัวธุรกิจจากผลการดำเนินงาน และเพื่อตอบสนองความต้องการของตัวผู้ถือหุ้นที่เรียกว่าตัวการ (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360)

Jensen and Meckling (1976, pp. 305-360) ได้ทำการศึกษาพัฒนาทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยทำการศึกษาภายใต้ขอบเขตทฤษฎีเกี่ยวกับ สิทธิในทรัพย์สิน ตัวแทน และทางการเงิน ได้พัฒนาแนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ผู้บริหารที่ถือว่าเป็นต้นทุนของความล้มเหลวจากเป้าหมายของตนเอง คือผู้บริหารที่สนใจแต่ผลประโยชน์ของตนเอง หากผู้บริหารไม่สามารถดำเนินงานหรือตอบสนองให้บรรลุเป้าหมายต่อความต้องการของตัวการได้ ก็มักจะก่อให้เกิดผล ต่อปัญหาหรือข้อขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน และเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) (ศิลาพร ศรีจันทเพชร, 2551, หน้า 1-16) ปัญหาตัวแทนสามารถพบได้ในตลาดการเงินและการสะท้อนให้เห็นในราคาหุ้นของกิจการ ต้นทุนของตัวแทนอาจจะสะท้อนให้เห็นจากการขาดทุนในส่วนของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งต้นทุนตัวแทนประกอบไปด้วย ต้นทุนในการติดตาม (Monitoring Cost) ต้นทุนที่จ่ายตามพันธะสัญญา (Bonding Cost) และค่าใช้จ่ายที่อาจเกิดขึ้น (Residual Loss) (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360)

Monitoring Cost เกิดขึ้นเมื่อตัวการต้องการจะทำการตรวจติดตามหรือจำกัดการกระทำของตัวแทน เช่น คณะกรรมการต้องการที่จะทำการจำกัดกิจกรรมการดำเนินงานของฝ่ายบริหารเพื่อการเพิ่มมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งต้นทุนดังกล่าวก็ส่งผลให้เป็นค่าใช้จ่ายในงบการเงินรวมไปถึงหุ้นที่ให้แก่พนักงานด้วย เป็นค่าใช้จ่ายให้ตัวแทนปฏิบัติงานให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ตัวการต้องการ

Bonding Costs เกิดขึ้นจากการทำสัญญากับตัวแทนที่ก่อให้เกิดภาระผูกพันที่เป็นตัวกำหนดกิจกรรมของตัวแทน เป็นต้นทุนที่สามารถประกันได้ว่าตัวแทนจะไม่กระทำการใด ๆ อันเกิดผลเสียแก่ตัวการหรือเป็นสิ่งที่ทำให้ตัวการไม่เผชิญต่อความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการที่ตัวแทนได้ทำไป เรียกว่าค่าใช้จ่ายที่ตัวการจ่ายให้ตัวแทนตามพันธะสัญญาเพื่อไม่ให้ตัวการได้รับความเสียหายจากการดำเนินงานของตัวแทน

Residual Loss แม้จะเกิดต้นทุนในการติดตามและต้นทุนที่เกิดจากการทำสัญญาก็ไม่สามารถเติมเต็มความต้องการและความสนใจของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ ยังอาจมีความสูญเสียจากการเป็นตัวแทนที่ได้เป็นผลจากความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการกับตัวแทน เรียกว่าผลต่าง

ระหว่างการตัดสินใจของตัวแทนที่ยังต่างจากความประสงค์การตัดสินใจได้อย่างที่ตัวการต้องการตามผลตอบแทนที่ตัวการได้คาดหวังจะได้รับจากการตัดสินใจจากตัวแทนในการเนินกิจการแทนตน

ซึ่งกล่าวได้สรุปว่า ต้นทุนของการเป็นตัวแทนเกิดขึ้นได้จากต้นทุนการติดตามให้ปฏิบัติตามเป้าหมายของตัวการ ต้นทุนของที่จ่ายตามพันธสัญญาการเป็นตัวแทน และต้นทุนที่เป็นผลต่างระหว่างการตัดสินใจของตัวการและตัวแทน เรียกได้ว่าต้นทุนเหล่านี้แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวการกับตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360) และยังมีสาเหตุที่ทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน โดยสามารถจำแนกตาม ดังนี้

ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากกลุ่มบุคคลสองกลุ่มระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งก็มีงานวิจัยเชิงประจักษ์มากมายที่กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งดังกล่าว (McColgan, 2001, p. 3) ซึ่งปัญหาของการเป็นตัวแทนหรือความขัดแย้งดังกล่าวได้แก่

1. Moral Hazard Agency Conflicts ปัญหาที่เกิดจากการเป็นตัวแทนที่ตัวการไม่แน่ใจว่าผู้บริหารจะดำเนินกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่หรือบริหารงานกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก เช่น ผู้บริหารอาจจะไม่สามารถนำทรัพยากรต่างๆ มาใช้ก่อให้เกิดประโยชน์ได้ ผู้บริหารซึ่งเป็นเจ้าของคนเดียวของบริษัทพยายามที่จะพัฒนาการกระตุ้นการลงทุนที่พิเศษแทนการลงทุนที่เป็นมูลค่าปัจจุบัน (Net Present Value: NPV) เพื่อเพิ่มสัดส่วนในการลงทุนให้เป็นที่น่าพอใจ (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360) ผู้บริหารมักจะลงทุนในโครงการใดๆ ตามความรู้ความสามารถและประสบการณ์ของผู้บริหารแต่ละบุคคล การลงทุนอาจจะเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการตามรูปแบบของผู้บริหารแต่ละคน การจ่ายต้นทุนเพิ่มขึ้นจากการมีตัวแทนกระทำแทนตน และการให้ผลตอบแทนในระดับที่สูงขึ้นตามที่ผู้บริหารจะได้รับจากกิจการเป็นค่าตอบแทนที่ดำเนินงานให้สำเร็จลุล่วงตามเป้าประสงค์ของกิจการ จากการกระทำแทนตัวการ (Shleifer and Vishny, 1989 pp. 124-125)

ความขัดแย้งชั้น Moral Hazard จะพบค่อนข้างมากในกิจการขนาดใหญ่และอาจจะมีอิทธิพลเป็นอย่างมากต่อบริษัทข้ามชาติ (Jensen, 1993, pp. 831-880) บริษัทขนาดใหญ่มักจะมีต้นทุนในการติดตาม จากแหล่งภายนอกเพื่อสามารถควบคุมตรวจสอบให้เกิดความโปร่งใสได้ เช่น ผู้ตรวจสอบบัญชีภายนอกและสัญญาการให้ชี้แจงต่างๆ ตามข้อกำหนดของกฎหมาย และต้นทุนดังกล่าวอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ต้นทุนของตัวแทนเพิ่มสูงขึ้น (Saltaji, 2013, pp.47-60) แต่ในขณะที่การจ่ายเงินผลตอบแทนสำหรับผลการดำเนินงานให้แก่ตัวแทนเป็นเรื่องละเอียดอ่อน การจ่ายผลตอบแทนที่เหมาะสมก็สามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งดังกล่าวได้ ความต้องการผลตอบแทน

ของตัวแทนจะมีมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความต้องการของผู้บริหารที่คาดหวังต่อการได้รับค่าตอบแทนจากองค์กรในฐานะตัวแทน (Canyon & Murphy, 2000, pp. 640-671)

กิจการขนาดใหญ่หลายกิจการอาจจะประสบปัญหาเรื่องกระแสเงินสดและเป็นสิ่งก่อให้เกิดความขัดแย้งดังกล่าว เป็นไปได้ยากที่จะทราบว่าผู้บริหารจะใช้เงินทุนกับสิ่งใดบ้างในกิจการขนาดใหญ่และเป็นเรื่องยากที่จะติดตามเงินทุนดังกล่าว (Jensen, 1986, pp. 323-329) ปัญหาความขัดแย้งขั้น Moral Hazard อาจเป็นปัญหาที่เกี่ยวข้องกับการที่ผู้บริหารขาดความรับผิดชอบ ผู้บริหารที่มีสัดส่วนความเป็นเจ้าของในสัดส่วนเล็กน้อยจากผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดได้เช่นเดียวกัน เนื่องจากแรงจูงใจในการทำงานก็จะลดลงตาม เพราะตัวแทนไม่ได้รับผลกระทบใดที่เป็นสาระสำคัญ (McColgan, 2001, p.3) ซึ่งเป็นไปได้ยากที่จะวัดความรับผิดชอบโดยฝ่ายบริหาร และยังพบว่าราคาของหุ้นของบริษัทจะลดลงตามประกาศการแต่งตั้งผู้บริหารในคณะกรรมการที่มาจากบริษัทอื่นหรือไม่มีส่วนได้เสีย เป็นข้อสังเกตว่าการจัดการอาจแสดงให้เห็นว่ามีความพยายามจะสร้างความเสียหายกับมูลค่าของบริษัท ความรับผิดชอบของผู้บริหารในฐานะตัวแทนหากมองในแง่ผลตอบแทนก็มีความสำคัญเนื่องจากต้องให้ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนที่มีความเหมาะสมไม่มากเกินไปหรือน้อยเกินไป (Rosenstein & Wyatt, 1990, pp. 175-191)

2. Earnings Retention Agency Conflicts ปัญหาที่เกิดความขัดแย้งที่เกิดจากการใช้แหล่งเงินทุนภายใน ผู้บริหารใช้ประโยชน์ของผลกำไรสะสมตามแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าการที่จะจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอกเช่นการก่อหนี้ เนื่องจากต้องการลดการตรวจสอบการบริหารงานจากบุคคลภายนอกองค์กร (Easterbrook, 1984, p.652) ซึ่งการใช้โครงสร้างเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในดังกล่าวจะทำให้เกิดผลตอบแทนแก่เจ้าของเงินทุนอยู่ในรูปเงินปันผล และผลกำไรของกิจการก็จะลดลงไป พบว่าวิสัยทัศน์การบริหารจัดการที่ยิ่งใหญ่และการกระจายเงินสดแก่ผู้ถือหุ้น อาจก่อให้เกิดความกังวลมากขึ้น อย่างไรก็ตามปัญหาที่ใหญ่กว่าคือการลงทุนที่มากเกินไปอาจจะมีต้นทุนที่มากกว่าการได้รับผลตอบแทนจากการจ่ายค่าเบี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนขั้นต่ำ ปัญหาเหล่านี้ก็จะสร้างความกังวลระหว่างตัวการกับตัวแทน (Brennan & Subrahmanyam, 1995, pp. 361-381) การบริหารอาจจะมุ่งเน้นการเจริญเติบโตของขนาดกิจการมากกว่าการเจริญเติบโตในการจ่ายผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารอาจจะต้องการรักษาผลกำไรสะสมไว้โดยเฉพาะในช่วงที่มูลค่าปัจจุบันในการลงทุนมีค่าเป็นบวก ในขณะที่ผู้ถือหุ้นต้องการส่วนแบ่งกำไรดังกล่าว ซึ่งตัวผู้บริหารเองก็ต้องการผลตอบแทนเช่นเดียวกัน อาจจะเป็นโบนัสจำนวนมากจากฝ่ายกรรมการพิจารณาจัดสรรให้ตามนโยบายบริษัท (Jensen, 1986, pp. 323-329) ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นที่ได้รับในกิจการต่างๆ อาจจะมีมากกว่าความพยายามที่จะลดความเสี่ยงจากการกระจายการลงทุน

นอกจากนี้อาจจะพบว่ามูลค่าธุรกิจจะลดลงไปตามแนวคิดการกระจายการลงทุนที่แตกต่างกันไป (Lang and Stulz, 1994, p. 1249) Earnings Retention จะช่วยลดการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก เมื่อผู้จัดการต้องการลงทุนในโครงการใหม่ อย่างไรก็ตามแนวคิดการจัดหาเงินทุนดังกล่าวอาจจะกระตุ้นทุนขึ้นจำนวนมากกับการแสวงหาเงินทุนแหล่งใหม่ เนื่องจากตลาดภายนอกจะใช้ประโยชน์ในการติดตามเกี่ยวกับนโยบายการลงทุนตามกฎหมายเกณฑ์ของตลาดเงินทุน (Easterbrook, 1984, pp.652-659) การใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมช่วยลดการตรวจสอบจากภายนอกแต่ก็อาจจะมีต้นทุนจากส่วนของเจ้าของเพิ่มสูงขึ้นตาม การจัดหาเงินทุนจึงต้องอาศัยการวางแผนจัดสรรโครงสร้างเงินทุนให้มีความเหมาะสม

3. Time Horizon Agency Conflicts ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากช่วงระยะเวลาการลงทุน ซึ่งผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญเกี่ยวกับกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคต แต่ผู้บริหารจะบริหารงาน ก่อให้เกิดผลประโยชน์หรือกระแสเงินสดในช่วงระยะเวลาที่ตนเองดำรงอยู่ส่วนใหญ่ในระยะสั้น มากกว่าระยะยาว ดังนั้นผู้บริหารจึงมักจะลงทุนในโครงการที่มีอายุหรือผลตอบแทนในระยะสั้น มากกว่าระยะยาวก่อให้เกิดปัญหาในระยะยาวได้ (Dechow and Sloan, 1991, pp. 344-401, Dechow et al., 1995, pp. 193-225) อาจจะทำให้เกิดปัญหาที่นำไปสู่การใช้วิธีการปฏิบัติทางบัญชีเพื่อ ตกแต่งกำไรก่อนการออกจากตำแหน่งเพื่อจะทำให้ผลการดำเนินงานสูงและได้รับผลตอบแทน ดังกล่าว (Healy, 1985, p. 85) กำไรสะสมอาจจะสูงขึ้นก่อนปีที่ผู้บริหารจะออกจากตำแหน่ง ประธานผู้บริหารทำให้เกิดปัญหาการจัดการเกี่ยวกับกระแสเงินสดหากกิจการมีเงินลงทุนที่สามารถใช้จ่ายไม่เป็นไปตามกำไรสะสมที่กิจการมีอยู่ (Weisbach, 1988, pp. 431-460)

4. Managerial Risk Aversion Agency Conflicts ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากการยอมรับ ความเสี่ยงของผู้บริหาร เนื่องจากผู้บริหารมักจะได้รับผลตอบแทนที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ ผลการดำเนินงานของบริษัท ผู้บริหารอาจจะได้รับเพียงแค่เงินเดือนเท่านั้น ทำให้ผู้บริหารมักจะ เลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ เพราะผู้บริหารไม่ได้รับผลประโยชน์ต่อความสำเร็จ หรือผลตอบแทนจากการบรรลุวัตถุประสงค์ของโครงการหรือผลตอบแทนอาจจะได้รับ เพียงเล็กน้อย แต่หากผู้บริหารเลือกที่จะลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงก็อาจจะก่อให้เกิด ความเสี่ยงสูงตาม หากบริหารงานล้มเหลวก็จะส่งผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่การงาน แต่ถ้าหากผู้บริหาร ได้รับผลประโยชน์จากการลงทุนที่สูงก็อาจทำให้กล้าตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะต้องการได้รับผลตอบแทนที่สูงตาม หากการลงทุนบรรลุวัตถุประสงค์หรือได้รับ ผลตอบแทนที่ดี ก็จะสามารถสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของเช่นเดียวกัน (McColgan, 2001, pp. 3-13) บริษัทส่วนใหญ่ผู้บริหารมักจะพยายามดำเนินกิจการต่างๆ โดยมุ่งหวัง



ผลตอบแทนที่จะได้รับจากผลการดำเนินงานของบริษัท (Denis, 2001, p. 191) ผู้บริหารจึงมักจะหาช่องทางในการลงทุนที่หลากหลายเพื่อที่จะลดความเสี่ยงจากการลงทุน เนื่องจากหากตัดสินใจลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่งหรือโครงการใดโครงการหนึ่งที่มีความเสี่ยงสูงก็จะก่อให้เกิดการตัดสินใจที่ผิดพลาดเนื่องจากอาจจะไม่ประสบความสำเร็จในการตัดสินใจลงทุน (Jensen, 1986, pp. 323-329) ผู้บริหารในกิจการที่มีความเสี่ยงสูงอาจจะมุ่งเน้นความสนใจในเรื่องความมั่งคั่งส่วนตัวที่ลดลงเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความเสี่ยงในมูลค่าหุ้นของกิจการและระดับความสนใจของผู้บริหาร (Demsetz and Lehn, 1985, p. 1157)

ปัญหานี้มักจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อค่าตอบแทนของผู้บริหารส่วนใหญ่ของเงินเดือนคงที่ ในขณะที่ทักษะเฉพาะตัวอาจจะย้ายจากบริษัทหนึ่งไปยังอีกบริษัทหนึ่ง อีกทั้งความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุนจะเพิ่มขึ้นก็อาจจะก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้นตาม ผู้บริหารก็จะเสียชื่อเสียงและหมดโอกาสที่จะไปหางานใหม่ (McColgan, 2001, pp. 3-13)

#### แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้บริหาร (Positive Accounting Theory)

Watt and Zimmerman (1986, pp.431-436) ได้ทำการรวบรวมแนวคิดเกี่ยวกับ Positive Accounting และได้พบว่า ทางเลือกในการศึกษาทางการบัญชีส่วนใหญ่ (Accounting Choice Studies) เกิดขึ้นมาจากสามสมมติฐานที่เกี่ยวข้องเนื่องจากการที่ผู้บริหารเลือกเครื่องมือทางการบัญชีที่จะสร้างความมั่งคั่งให้แก่ตนเอง เนื่องจากผู้บริหารสามารถสร้างรายการค่าให้เป็นตามทางเลือกของการตัดสินใจของตนเอง ทางเลือกในการศึกษาทางบัญชีส่วนใหญ่ใช้ตัวแปร 3 สมมติฐานที่เกิดขึ้นจากการที่ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือทางการบัญชี

Bonus Plan Hypothesis ผู้บริหารของกิจการจะได้รับผลตอบแทนจากผลการดำเนินงานของบริษัทอาจจะวัดได้จากตัวเลขทางการบัญชี เช่น ตัวเลขกำไร ยอดขาย หรือสินทรัพย์ ซึ่งในที่นี้จะส่งผลกระทบต่อจ่ายโบนัสให้แก่ผู้บริหาร อาจก่อให้เกิดการตกแต่งหรือเคลื่อนย้าย ปรับปรุงตัวเลขทางการบัญชีให้รับรู้ในงวดถัดไป หรือกระทำการเพื่อหาผลประโยชน์ส่วนตนที่จะได้รับจากการกระทำตามรายการเหล่านั้นไป และอาจจะมีต้นทุนที่จะก่อให้เกิดแรงจูงใจวางแผนเกี่ยวกับตัวเลขผลการดำเนินงานที่แสดงออกมามีได้การวางแผนเพื่อที่ผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนหลังตัวเลขที่ถูกปรับเปลี่ยนไปแล้ว ผู้บริหารจะทำการประยุกต์หลักการบัญชีที่จะช่วยให้เกิดผลตอบแทนโบนัสสูงสุด ในขณะที่กำไรไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์หรืออาจจะถึงตามลำดับขั้นต่ำที่วางแผนไว้ ผู้บริหารจะทำการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ที่จะลดรายได้ในงวดดังกล่าวลง (Taking a Bath) ทำให้กำไรในงวดถัดไปแสดงยอดสูงขึ้นเนื่องจากทำให้ยอดรายได้เกิดขึ้นในงวดถัดไปแทน (Healy, 1985, pp.

85-107) หรืออาจจะทำการตัดจำหน่ายทรัพย์สินในงวดที่ไม่มีงบจ่ายโบนัสออกเมื่อมาถึงงวดบัญชีถัดไปก็จะไม่มีการคิดค่าเสื่อมราคาของทรัพย์สินที่ถูกตัดออกไปจากงวดก่อนทำให้ไม่กระทบต่อกำไรที่จะเอามาจ่ายโบนัสและผลตอบแทนต่างๆ

Political Cost Hypothesis การเผชิญกับต้นทุนทางการเมืองเกิดจากการที่ภาครัฐเข้ามามีส่วนหรือสร้างแรงกดดันให้เกิดขึ้นกับตัวธุรกิจ ภาครัฐเข้ามาควบคุมดูแล เช่น การเข้ามาควบคุมเรื่องราคาซึ่งมีผลทำให้เกิดการปรับลดในเรื่องของราคาสินค้า ผู้บริหารจึงมีโอกาสที่จะใช้นโยบายทางการเงินเพื่อเข้ามาลดความเสี่ยงหรือต้นทุนที่เกิดขึ้น เพื่อป้องกันหรือไม่ทำให้เกิดข้อสงสัย ตัวอย่างการเข้ามาของปัจจัยดังกล่าวเช่น บริษัทได้แสดงยอดกำไรที่สูง อาจจะมีการจ้างงานเพิ่มสูงขึ้น อาจจะทำให้หน่วยงานประกันสังคมเข้ามาดูการจ้างแรงงานที่เพิ่มสูงให้กับลูกจ้างที่เป็นสมาชิกประกันสังคมด้วย ในกรณีที่กิจการมีผลกำไรส่วนเกินจำนวนมากก็จะส่งผลให้กิจการรายงานผลกำไรจำนวนมากซึ่งจะมีผลต่อการเสียภาษีจากกำไรส่วนเกินดังกล่าว (Watts and Zimmerman, 1986, pp. 431-436) การรายงานผลกำไรอาจจะส่งผลกระทบต่อหน่วยงานภายนอกเข้ามายังเกี่ยวกับกิจการ ซึ่งนำไปสู่การที่ผู้บริหารต้องการตัดแปลงตัวเลขเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าว

The Debt/Equity Hypothesis ในเรื่องโครงสร้างทางการเงินและความเสี่ยงของธุรกิจเป็นเรื่องละเอียดอ่อนและมีความสำคัญค่อนข้างมาก หากธุรกิจต้องการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกโดยการกู้ยืมเงิน ก็จะทำให้เกิดภาระผูกพัน และเป็นต้นเหตุทำให้เกิดข้อจำกัดในเรื่องการเงินของบริษัท เช่น การจำกัดให้รักษาอัตราส่วนทางการเงินไว้บางชนิดไว้ การกำหนดในเรื่องของการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดความเสี่ยงในการจ่ายชำระหนี้ ก็จะเป็นสาเหตุของการเข้ามาแทรกแซงการบริหารจากบุคคลภายนอก อีกทั้งยังเป็นการลดผลประโยชน์หรือความเป็นเจ้าของลงด้วย บริษัทอาจจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงซึ่งกลยุทธ์การลงทุนดังกล่าวไม่ได้เป็นผลดีต่อเจ้าหนี้เงินทุนของบริษัท ซึ่งเจ้าหนี้เงินกู้กิจการมีสิทธิที่จะเรียกร้องผลตอบแทนแบบคงที่ตามสัญญาที่ได้วางไว้ ถึงแม้ความเสี่ยงที่สูงขึ้นเจ้าหนี้ดังกล่าวก็จะไม่ได้รับผลตอบแทนตามความเสี่ยงที่สูงขึ้นและไม่เป็นประโยชน์ต่อตัวเจ้าหนี้เงินกู้ของกิจการ ซึ่งมีความแตกต่างกับผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการที่จะได้รับผลตอบแทนตามมูลค่าธุรกิจที่ได้ทำการลงทุน ถ้าหากโครงการดังกล่าวล้มเหลวเจ้าหนี้ก็จะได้รับความเสี่ยงจากการไม่ได้รับชำระหนี้เป็นต้นเหตุในการขัดขวางการดำเนินงานของกิจการบางอย่าง (Smith and Warner, 1979, pp. 117-161) จากความเสี่ยงที่มีมากมายจากการลงทุนของเจ้าหนี้เงินทุนจึงนำไปสู่การปกป้องสิทธิดังกล่าวเพื่อลดความเสี่ยงจากการสูญเสียในการลงทุนของเจ้าหนี้เงินทุน โดยการทำสัญญาที่มีเงื่อนไขและมีข้อจำกัดในการใช้เงินลงทุนของกิจการบางประการ ทำให้บางครั้งกิจการอาจเห็นด้วย

กับการไม่จ่ายผลตอบแทนจำพวกเงินปันผลหากมีข้อจำกัดต่อเงินทุนดังกล่าวตามเงื่อนไขของสัญญา และตามธรรมชาติของการลงทุนก็ไม่นิยมจัดหาเงินทุนจำพวกที่มีความเสี่ยงสูงเป็นเหตุผลที่อาจทำให้กิจการแสดงยอดต้นทุนจากการกู้ยืมที่ต่ำก็เป็นไปได้ เนื่องจากไม่จัดหาเงินทุนจากแหล่งก่อนนี้

ผู้บริหารมักมีความกังวลเกี่ยวกับการใช้เงินทุนจากการกู้ยืม เนื่องจากการมีอยู่ของสัญญากู้ยืมเงินดังกล่าวจะก่อให้เกิดแรงจูงใจภายหลังในการจัดการตัวเลขทางการบัญชีให้แสดงให้เพิ่มสูงขึ้นตามวิธีการทางบัญชีที่ไม่ถูกต้อง และการมีอยู่ของสัญญาดังกล่าวอาจจะนำไปสู่การตรวจสอบจากบุคคลภายนอกผู้บริหารจึงมักจะใช้เงินทุนที่ได้จากส่วนของเจ้าของมากกว่าเงินทุนภายนอก

### แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory)

ผู้มีส่วนได้เสียตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียแสดงให้เห็นถึงความความสัมพันธ์ระหว่างกิจการและกลุ่มผู้คนที่มีความสัมพันธ์กับกิจการและได้รับผลกระทบต่อประสิทธิภาพและประสิทธิผลขององค์กรจากสามมุมมอง

1. จากมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียคิดว่าธุรกิจสามารถทำให้เกิดความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ส่วนบุคคลกับกิจกรรมที่เกิดขึ้นภายในธุรกิจ (Freeman, 1984, p. 43) ผู้มีส่วนได้เสียไม่ว่าจะเป็นลูกค้าผู้เป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต พนักงาน นักลงทุน เจ้าหนี้ ธนาคารผู้ให้กู้ยืมเงิน และผู้จัดการสามารถสร้างมูลค่าซื้อขายหลักทรัพย์ได้ทั้งสิ้น ซึ่งหนึ่งในงานของผู้บริหารกิจการจะต้องกระทำและให้ความสำคัญคือการพัฒนาความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลดังกล่าว และแสวงหาวิธีการจัดการในการแก้ไขปัญหาและขจัดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้มีส่วนได้เสีย (Harrison et al., 2010, pp. 58-74)

2. ถึงแม้ว่ากิจการสามารถจัดการปัญหาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียได้และการแก้ไขดังกล่าวจะช่วยให้อุตสาหกรรมดำรงอยู่รอดและดำเนินต่อไปได้และมีเงินทุนที่เพียงพอแล้ว ก็ต้องระวังในเรื่องความผิดพลาดทางด้านศีลธรรมที่พยายามพัฒนาความสัมพันธ์ดังกล่าวด้วย (Phillips, 2003, p. 11)

3. การไปสร้างความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียจะเป็นการพัฒนาความสัมพันธ์ระหว่างกิจการและผู้มีส่วนได้เสียที่ดีกว่าการสร้างมูลค่าหรือการหลีกเลี่ยงความผิดพลาดทางด้านศีลธรรมในฐานะตัวแทนกิจการ (Post et al., 2002, pp. 6-28; Sisodia et al., 2007)

การบริหารธุรกิจต้องอาศัยความร่วมมือกับทางฝ่ายบริหารและผู้มีส่วนได้เสียของกิจการหลายฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นผู้บริหาร พนักงาน ผู้ลงทุน ลูกค้ากิจการ ผู้เป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต คู่แข่งขัน และรัฐบาลเพื่อเชื่อมโยงเหตุผลทางด้านศีลธรรมที่ต้องคำนึงถึงความต้องการ และความสนใจในเรื่องศีลธรรม รวมไปถึงการคำนึงถึงผลกระทบที่มีต่อผู้มีส่วนได้เสีย เนื่องจากความสำเร็จของธุรกิจก็ขึ้นอยู่กับศีลธรรมในการดำเนินงานขององค์กรและความสัมพันธ์ต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง การเปลี่ยนแปลงทางด้านธุรกิจและสภาพแวดล้อมมีปัญหาเกิดขึ้นจาก 3 ปัญหา อันประกอบไปด้วย ปัญหาการสร้างมูลค่า ปัญหาจริยธรรมในระบบทุนนิยม และปัญหาด้านความคิดของการบริหารจัดการ ตัวเลขทางการเงินมีผลต่อความรู้สึกต่อผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียอื่นซึ่งเป็นภาพสะท้อนเกี่ยวกับการตอบสนองต่อความต้องการของผู้มีส่วนได้เสียที่แตกต่างกัน เช่น การประเมินความเสี่ยงในภาระหนี้สินต่อเจ้าหนี้กิจการ การประเมินผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น กิจการต้องคำนึงถึงผลประโยชน์และจริยธรรมตามความถูกต้อง หากผู้บริหารเข้าใจและตระหนักในความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียก็จะสร้างประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่อย่างจำกัดให้องค์กรสามารถดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ เป้าหมายสูงสุดขององค์กรคือการสร้างความมั่งคั่งให้เกิดขึ้นกับผู้มีส่วนได้เสีย (Parmar et al., 2010, pp. 4-59; สุรดี สุพิชญางกูร, 2553, หน้า 129-132)

ปัญหาเกี่ยวกับความขัดแย้งกับผู้มีส่วนได้เสียได้ถูกแก้ไข โดยการขับเคลื่อนตามของทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียซึ่งเป็นศูนย์กลางของแนวคิดเกี่ยวกับธุรกิจและการบริหารงานที่แสดงให้เห็นความสำคัญของการรักษาผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสีย หากต้องการสร้างมูลค่าให้แก่องค์กรต้องเริ่มจากการสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย ทำความเข้าใจเกี่ยวกับสถานะแวดล้อมทางการตลาดอย่างรวดเร็วไม่เพียงพอ การพัฒนาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียจะช่วยให้อิทธิพลบรรลุวัตถุประสงค์ทางธุรกิจ ความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียเป็นสิ่งสำคัญซึ่งสะท้อนอย่างชัดเจนจากหลักความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียขั้นพื้นฐาน ความเที่ยงธรรมในการนำเสนอข้อมูลให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย และการตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสีย จะเป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าที่แท้จริงให้แก่องค์กร และลดความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นกับผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, 1984, p. 43; Parmar et al., 2010, pp. 4-59)

### **แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis)**

แนวคิดเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาดเป็นสมมติฐานที่เกี่ยวข้องกับประสิทธิภาพของตลาดฯ เป็นแนวคิดและทฤษฎีที่ได้จากงานวิจัยของ Fama (1970, pp. 383-417) ที่ได้ศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาด โดยได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่าตลาดการเงินที่มีประสิทธิภาพ

ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนตามข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นทั้งหมดทันที ผู้ลงทุนจะสามารถใช้ข้อมูลที่มีคุณภาพในการตัดสินใจ ซึ่งจะไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal Return) และราคาหลักทรัพย์จะมีราคาที่คุณภาพและเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง หากข้อมูลบางประเภทไม่สะท้อนข้อมูลตามความคาดหวังอย่างเต็มที่ จะก่อให้เกิดตลาดไม่มีประสิทธิภาพ หากตลาดมีประสิทธิภาพข้อมูลข่าวสารที่ผู้ลงทุนได้รับจะทันต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Fama, 1970, pp. 383-417; จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2540, หน้า 4-10)

ตามแนวคิดประสิทธิภาพของตลาด ที่มีสมมติฐานว่า ราคาของหลักทรัพย์จะสะท้อนตามข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นและแสดงตามมูลค่าที่แท้จริง ได้จำแนกประสิทธิภาพของข้อมูลข่าวสารเป็น 3 ระดับ ได้แก่

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak Form Efficiency) เป็นตลาดที่มีผู้ลงทุนต้องใช้การตัดสินใจในการลงทุนในอดีตมาใช้ เนื่องจากราคาตลาดของหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลที่เกิดขึ้นในอดีต ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะถูกเผยแพร่ต่อสาธารณะแล้ว ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตไม่สามารถทำการพยากรณ์จากราคาหลักทรัพย์ในอดีต ไม่สามารถทำการลงทุนระยะยาวโดยกำหนดกลยุทธ์ในการลงทุนโดยใช้ราคาในอดีต เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ไม่ได้ขึ้นอยู่กับราคาในอดีต แต่มักสะท้อนตามข้อมูลในปัจจุบัน สามารถทดสอบระดับประสิทธิภาพระดับต่ำ โดยตั้งสมมติฐานว่าการเปลี่ยนแปลงราคาในอดีตจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาในอนาคต หากตลาดมีประสิทธิภาพต่ำราคาหลักทรัพย์ปัจจุบันจะสะท้อนจากราคาในอดีต โดยใช้วิธีทดสอบทางสถิติที่เกี่ยวกับความเป็นอิสระของการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ เพื่อดูแนวโน้มของการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form) เป็นตลาดที่ผู้ลงทุนได้ใช้ข้อมูลข่าวสารที่ได้ประกาศตามสาธารณะและเผยแพร่ไปแล้ว เป็นข้อมูลในการตัดสินใจในการลงทุน ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการเงินและทางด้านการบริหารบัญชี และด้านการบริหารจัดการอื่นๆ ทั้งข้อมูลในอดีตและปัจจุบัน ใช้ในการคาดการณ์ราคาของหลักทรัพย์ ซึ่งราคาปัจจุบันหลักทรัพย์สะท้อนตามข้อมูลที่เกิดขึ้นและเผยแพร่ต่อสาธารณะเป็นที่เสร็จสิ้น การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนตามข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับทราบอย่างรวดเร็วและมีความเที่ยงธรรม ทำให้ไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้จากข้อมูลข่าวสารที่ได้รับประกอบการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นพื้นฐานและการวิเคราะห์ทางเทคนิคอื่น ข้อมูลข่าวสารจะมีความสมมาตรเช่นเดียวกัน

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form Efficiency) เป็นตลาดที่ผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุนแต่ราคาของหลักทรัพย์นั้นจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งที่มีการเผยแพร่สู่สาธารณะและข้อมูล

ภายในกิจการ ทำให้ไม่มีบุคคลใดสามารถสร้างกำไรส่วนเกินให้เกิดขึ้นในระยะยาวได้ และหน่วยงานกำกับดูแลจะมีการใช้กฎหมายควบคุมข้อมูลภายในกิจการ เพื่อป้องกันและสร้างบทลงโทษให้แก่บุคคลภายในที่ได้ใช้ข้อมูลข่าวสารภายในทำกำไรที่เกินกว่าปกติ

นักลงทุนไม่จำเป็นต้องตัดสินใจตามเหตุผลเสมอไป นักลงทุนอาจทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน หากราคาหลักทรัพย์นั้นๆ ได้สะท้อนตามความเชื่อของนักลงทุนและตามความคาดหวังเกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ในอนาคต และไม่มีนักลงทุนใดที่สามารถใช้การตัดสินใจที่เกิดความได้เปรียบเป็นระยะเวลาต่อเนื่อง ยกเว้นผู้ลงทุนได้รับความได้เปรียบในการรับรู้ข้อมูลภายในกิจการ และนำมาสร้างให้เกิดความได้เปรียบและเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Fama, 1970 pp. 383-417; จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2540, หน้า 4-10)

### ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry)

ในช่วงปี ค.ศ. 1970 มีผู้เชี่ยวชาญ 3 บุคคลได้แก่ Akerlof, Spence และ Stiglitz (1970, pp. 488-500) ได้ศึกษาและคิดค้นแนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับคุณค่าของสารสนเทศ (Information Economy) ซึ่งต่อมาเรียกว่าทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) (Seresht et al., 2015, p.36) ความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นสาเหตุหนึ่งที่สามารถเพิ่มความขัดแย้งของผู้ลงทุนในตลาด เนื่องจากอาจเป็นบ่อเกิดและส่งสัญญาณที่ไม่ดีในการแลกเปลี่ยนข้อมูลที่อาจสามารถช่วยเพิ่มรายได้ให้แก่เจ้าของผ่านการถ่ายโอนข้อมูลที่เป็นความลับกับผู้ใช้ข้อมูลที่ระดับต่ำกว่า นั่นคือการที่ตลาดอยู่ในภาวะที่ผู้ขายมีข้อมูลที่มีความสำคัญมากกว่าผู้ซื้อ (Akerlof et. al., 1970, pp. 488-500) ผู้ซื้อต้องเผชิญต่อความยากลำบากและต้นทุนในการค้นหาข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนก่อนจะทำการซื้อซึ่งแตกต่างจากผู้ขายนำไปสู่ความไม่สมมาตรของข้อมูลในความสัมพันธ์ระหว่างผู้ซื้อและผู้ขาย ความไม่สมมาตรของข้อมูลแสดงให้เห็นปัญหาด้านการให้บริการระหว่างผู้ซื้อและขาย กิจการสามารถสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันในการสร้างแรงจูงใจให้ผู้ลงทุนรายใหม่โดยรับรู้ข้อมูลเพียงเล็กน้อยเกี่ยวกับต้นทุนเมื่อผู้ลงทุนรายใหม่ต้องการใช้ข้อมูล แสดงให้เห็นอำนาจในการสร้างรายได้และกำไรเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่สำคัญดังกล่าว เรียกว่าวิถีตลาดมะนาว “Lemon Market” (Nayyar, 1990, pp.513-519) หากข้อมูลที่มีความจำเป็นต้องทราบถูกเปิดเผยในกลุ่มแต่ละบุคคลไม่เท่าเทียมกัน ผลที่เกิดขึ้นก็จะสามารถสร้างความแตกต่างของผลลัพธ์ไปแต่ละระดับการรับรู้ของข้อมูลแต่ละบุคคลแตกต่างกันด้วยเช่นเดียวกัน (Diamond and Verrecchia, 1991, pp. 1325-1359) การเปิดเผยข้อมูลจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ และอีก

ด้านนี้จะช่วยเพิ่มปริมาณรายการค้าด้วย (Verrecchia, 2001, p. 98) ความไม่สมมาตรของข้อมูล ประกอบไปด้วยทางเลือกที่ไม่เหมาะสมและการผิดพลาด การทำลายความโปร่งใส ทางเลือกที่ไม่เหมาะสมคือหนึ่งในประเภทของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่กลุ่มผู้เกี่ยวข้องในธุรกิจอาจได้รับข้อมูลที่ได้เปรียบเมื่อเทียบกับอีกกลุ่มผู้เกี่ยวข้องหนึ่ง สาเหตุของการเกิดการผิดพลาดนี้อาจกำเนิดมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น จากมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่มที่ควรได้รับรู้ข้อมูลบางอย่างแต่ถูกปิดกั้นหรือไม่ได้รับข้อมูล สำคัญบางประการทำให้เกิดความเสียเปรียบจากกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่มที่ได้รับรู้ข้อมูลสำคัญ นั้น (Scott, 2003) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำการเปิดเผยข้อมูลที่ใช้ในการตัดสินใจโดยเผยแพร่ให้แก่ผู้ใช้ข้อมูลดังกล่าว ผู้ออกจำหน่ายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์และ เป็นตัวกลางในการดำเนินงานในตลาด ข้อมูลที่ทำการเปิดเผยต้องมีความถูกต้อง เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ มีความยืดหยุ่น เป็นกลาง และทันเวลา การเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจข้อมูลต้องมีความสำคัญ มีความครบถ้วน และสามารถเข้าใจได้ ในอีกด้านหนึ่งการกระจายข้อมูลดังกล่าว ก็เป็นเรื่องที่สำคัญเช่นกัน หากมีการกระจายข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันก็จะส่งผลลัพธ์ที่แตกต่างกันต่อผู้ได้รับข้อมูลแต่ละกลุ่ม ซึ่งเป็นการแสดงออกถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล (Khodamipour & Ghadiri, 2009, pp. 25-29)

ตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์จะทำให้นักลงทุนมีสถานการณ์และทางเลือกหลายๆ ราคา และมีการรับรู้ข้อมูลที่เท่าเทียมกันเรียกว่ามีความต้องการในแนวนอน คือผู้ซื้อและผู้ขายมีสิทธิรับรู้ราคาที่เท่าเทียมกันได้ (Shleifer, 1986, p. 580) ถ้าหากพูดถึงว่าสมมติฐานดังกล่าวจะทำให้เกิดการซื้อขายโดยไม่มีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ก็จะทำให้เกิดการซื้อขายในวงกว้างและจำนวนมาก ยิ่งถ้าหากความต้องการหลักทรัพย์มีความต้องการมากขึ้นก็ไม่ได้มีผลมาจากราคาหลักทรัพย์ (Hellwig, 1980, pp. 477-498) จากข้อสมมติฐานดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าระดับการรับรู้ข้อมูลที่สามารถขายและปราศจากผลกระทบมาจากราคาของหลักทรัพย์จะเกิดดุลยภาพมากขึ้น (Armstrong et al., 2009, pp. 1-40) แต่เมื่อตลาดมีการแข่งขันไม่สมบูรณ์นักลงทุนจะพบกับราคาของหลักทรัพย์ของกิจการที่มีการเปลี่ยนแปลงขึ้นและลดลงตามความต้องการ สถานการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นเนื่องจากมีผู้ซื้อและผู้ขายที่มีจำนวนจำกัดผู้ค้าแต่ละคนจะทำการรับรู้ผลกระทบจากราคาที่ขึ้นลงดังกล่าว ซึ่งจะสร้างความได้เปรียบให้กับผู้รู้ข้อมูลที่มากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง และก่อให้เกิดความได้เปรียบจากการรับรู้ข้อมูลหรือความจริงของการซื้อขายในแต่ละระดับราคา ผู้ที่ได้รับข้อมูลที่ดีกว่าหรือมากกว่าก็จะก่อให้เกิดความได้เปรียบในการซื้อขายและวางแผนในการลงทุนที่เอื้อประโยชน์ส่วนตัว (Lambert & Verrecchia, 2010, pp. 1-33)

สถานการณ์ของตลาด	สภาพแวดล้อมของข้อมูล	
	ความไม่สมมาตร ของข้อมูลต่ำ	ความไม่สมมาตร ของข้อมูลสูง
ตลาดแข่งขัน ไม่สมบูรณ์	ต่ำ	สูง
ตลาดแข่งขันสมบูรณ์	ศูนย์	ศูนย์

ที่มา: Armstrong et al., 2009

**ภาพประกอบที่ 2.1** แสดงการคาดการณ์เกี่ยวกับสภาพแวดล้อมของข้อมูลและการเกิดความไม่สมมาตรในแต่ละประเภทตลาด

จะเห็นได้ว่าถ้าหากตลาดมีการแข่งขันไม่สมบูรณ์จะทำให้เกิดความสัมพันธ์ของความไม่สมมาตรของข้อมูลยิ่งถ้าหากตลาดมีความไม่สมบูรณ์สูงก็จะก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลที่สูงขึ้นและหากมีความไม่สมบูรณ์ต่ำก็จะก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลต่ำ ในทางตรงกันข้ามหากกิจการมีการแข่งขันแบบสมบูรณ์ก็จะไม่ก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลใดๆ เนื่องจากผู้ซื้อและผู้ขายได้รับข้อมูลข่าวสารที่เท่าเทียมกันและเกิดดุลยภาพของตลาด ไม่ก่อให้เกิดความได้เปรียบและเสียเปรียบ (Armstrong et. al., 2009, pp. 1-40)

ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันมีงานวิจัยเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูลมากมาย โดยผู้วิจัยหลากหลายท่านได้ทำการวิจัยและพัฒนาตัวแปรงานวิจัยดังกล่าวไว้ เช่น

#### **ผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return)**

ตัวแปรที่ใช้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูลมีหลากหลาย ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้ตัวแปรการวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลตาม Dierkens (1991, pp. 181-199) และ Purwanti and Kurniawan (2013, pp. 98-107) ที่ได้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยการวัดจากผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) เนื่องจากส่วนหนึ่งของความไม่สมมาตรของข้อมูลก็วัดได้จากผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลภายในกิจการมากกว่าภายนอกบริษัท และผู้บริหารหรือบุคคลภายในมักจะรู้ข้อมูลก่อนการนำเสนอข้อมูลออกไปภายนอก และราคาหุ้นก็เป็นสัญญาณบอกเกี่ยวกับส่วนของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเฉียบ บางครั้งโครงสร้างทุนของกิจการก็ได้เปลี่ยนแปลงไปแล้ว (Dierkens, 1991, pp. 181-199) การวัดความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยวัดจากผลตอบแทนที่เกินปกตินั้น จะวัดโดยใช้ตัวแบบทางการตลาด (Market Model) ตาม Sharp (1964, pp. 425-442) โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้



$$\text{Abnormal Return (AR}_{it}\text{)} = \text{Real Return (R}_{it}\text{)} - \text{Expected Return (E[R}_{it}\text{)])}$$

$$\begin{aligned} \text{โดย } \text{AR}_{it} &= \text{ผลตอบแทนที่ไม่ปกติของบริษัท } i \text{ เวลาที่ } t \\ \text{R}_{it} &= \text{ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท } i \text{ เวลาที่ } t \\ \text{E[R}_{it}\text{]} &= \text{ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัท } i \text{ เวลาที่ } t \end{aligned}$$

ผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหลักทรัพย์เป็นผลต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของบริษัทและผลตอบแทนที่คาดหวังจากตัวหลักทรัพย์ของบริษัท โดยตัวแบบดังกล่าวจะสะท้อนความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยของตลาด ซึ่งต้องใช้การประมาณค่าพารามิเตอร์ในตัวแบบจำลองผลตอบแทนที่ไม่ปกติก่อนนำไปใช้งาน และต้องใช้ข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในช่วงระยะเวลาที่ประกาศข้อมูลทางการบัญชี เพื่อสามารถนำไปสู่การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) และต้องเลือกใช้ช่วงเวลาที่จะทดสอบเพื่อที่จะลดความเสี่ยงจากการที่หลักทรัพย์เกิดความผันผวนและเกิดปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยกำหนดช่วงเวลาในการทดสอบ (Event Period) คือช่วงระยะเวลา 60 วัน ก่อนหลังการประกาศข้อมูลทางการบัญชี (+30, 0, -30) และจะใช้เวลาในการทดสอบประมาณการหาค่าอัลฟา ( $\alpha$ ) และเบต้า ( $\beta$ ) ของผลตอบแทนที่เกินปกติ (Estimation Period) ประมาณจำนวน 60 วัน จากช่วงเวลา Event Period เนื่องจากราคาในตลาดหลักทรัพย์มีการซื้อขายและหมุนเวียนเงินทุนและผันผวน การใช้ระยะเวลา 60 วันจะช่วยลดผลกระทบของความผันผวนจากปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ (Brown and Warner, 1985, pp. 3-31; Bhana, 1999, pp. 29-41; Monnakgotla, 2014, pp.4-105; ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์, 2544, หน้า 55-63; ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์, 2552, หน้า 40-44)

โดยจะคำนวณหาค่าในช่วงประมาณการทดสอบ (Estimation Period) จากตัวแบบในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในเชิงถดถอย (Regression Analysis) ดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{โดยที่ } \text{E[R}_{i,t}\text{]} &= \alpha_i + \beta_i \text{R}_{mt} + \varepsilon_{i,t} \\ \text{E[R}_{i,t}\text{]} &= \text{ผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทจดทะเบียน } i \text{ ในช่วงเวลาที่ } t \\ \text{R}_{mt} &= \text{ค่าผลตอบแทนโดยรวมของตลาด ในช่วงเวลาที่ } t \\ \alpha_i &= \text{ผลตอบแทนของบริษัท } i \text{ ที่ไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนรวมของตลาด} \end{aligned}$$

$\beta_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงในอัตรา  
ผลตอบแทนที่คาดหวังของอุตสาหกรรม  $i$  ที่เทียบกับอัตรา  
ผลตอบแทนโดยรวม

$\mathcal{E}_{i,t}$  = ค่า error ในช่วงเวลาประมาณการ

โดยค่า  $R_{mt}$  คำนวณได้จาก

$$R_{mt} = (SET_t - SET_{t-1}) / SET_{t-1}$$

$R_{mt}$  = ค่าผลตอบแทนโดยรวมของตลาด

$SET_t$  = ดัชนีของราคาตลาดโดยรวม ณ วันที่  $t$

$SET_{t-1}$  = ดัชนีของราคาตลาดโดยรวม ณ วันที่  $t-1$

ผลตอบแทนของบริษัท  $i$  ที่จะใช้ทดสอบ สามารถหาได้จากสมการดังนี้

$$R_{i,t} = \{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}\} / P_{i,t}$$

โดยที่  $R_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนของบริษัท  $i$  ณ เวลาที่  $t$

$P_{i,t}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ณ เวลาที่  $t$

$P_{i,t-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ณ เวลาที่  $t-1$

$D_{i,t}$  = เงินปันผลของบริษัท  $i$  ณ เวลาที่  $t$  เทียบจากการประกาศจ่ายเงิน  
ปันผล ณ เวลาตลาดหลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD เป็นช่วงเวลา  
ที่บันทึกรายชื่อผู้มีสิทธิรับเงินปันผลผ่านพ้นไปแล้ว

หากมีผลกระทบกับหุ้นของหลักทรัพย์ที่ใช้ในการทดสอบ (DTEXDI) เช่น การแตกหุ้น  
การให้หุ้นปันผล การรวมหุ้น หรือการให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งเหตุการณ์เหล่านี้หากเกิดขึ้นใน  
ช่วงเวลาที่ต้องการศึกษาจะมีผลกระทบต่อการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ และการคาดคะเนของ  
นักลงทุนในอนาคต (ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒนา, 2544, หน้า 55-63) จะทำการปรับราคาของหลักทรัพย์  
ให้เป็นฐานปกติดังนี้

$$P_{ad} = CLSPRC_t \times ACCAD_t$$

$$ACCAD_t = \frac{CLSPRC_{t-1} \times \text{Amount}_d \times (1 + \text{Amount}_t + \text{Amount}_s)}{CLSPRC_{t-1} + (\text{SUBPRC} \times \text{Amount}_d \times \text{Amount}_t)}$$

โดย	$P_{ad}$	=	ราคาหลักทรัพย์หลังการปรับปรุง
	$ACCAD_t$	=	อัตราส่วนที่ปรับราคาหลักทรัพย์ ณ วัน DTEXDI
	$Amount_d$	=	จำนวนหุ้นใหม่ที่ได้รับและจำนวนหุ้นเดิมที่มีอยู่
	$Amount_t$	=	อัตราส่วนของการให้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน ณ วัน DTEXDI
	$Amount_s$	=	อัตราส่วนของหุ้นปันผลที่ได้รับ ณ วัน DTEXDI
	$CLSPRC_t$	=	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วัน t
	$CLSPRC_{t-1}$	=	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วัน t - 1
	$SUBPRC$	=	ราคาของการใช้สิทธิที่เกิดขึ้น

และตัวแบบที่ใช้ในการวัดความไม่สมมาตรของข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้ ที่ผ่านจากการวัดผลตอบแทนเกินปกติได้ใช้วิธีการคำนวณหาผลตอบแทนดังกล่าวจากอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการทดสอบในแต่ละปีที่เลือกใช้ทดสอบ แสดงเป็นตัวแบบดังนี้

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t}$$

โดย  $CAR_{i,t}$  = ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของบริษัท i ในช่วงระยะเวลา t

$AR_{i,t}$  = ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท i ในแต่ละช่วงเวลา t

### ปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL)

ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ช่วยทำให้เกิดความเข้าใจเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมของตลาด การทดสอบปริมาณการซื้อขายที่แสดงถึงการเกิดขึ้นของความไม่สมมาตรของข้อมูลและราคาของหลักทรัพย์ การประกาศข้อมูลต่างๆ จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อของนักลงทุนในการซื้อขายหุ้น การประกาศข้อมูลข่าวสารใหม่จะเป็นตัวแปรสำคัญในการสร้างความแตกต่างระหว่างความเชื่อและการตัดสินใจของผู้ถือหุ้น (Atiase & Bamber, 1994, pp. 309-329) ปริมาณการซื้อขายหุ้นจะมีการเปลี่ยนแปลงเมื่อมีการประกาศข้อมูลต่างๆ ซึ่งผู้ที่อยู่ในองค์กรจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารก่อนผู้ที่อยู่นอกที่จะรับรู้เมื่อตอนประกาศข่าวสารเท่านั้น ซึ่งการประกาศข่าวสารนั้นจะเกี่ยวเนื่องกับระยะเวลาที่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงหรือปริมาณซื้อขายที่ผิดปกติเกิดขึ้นระหว่างช่วงเวลาก่อนการประกาศข้อมูลข่าวสารหรือหลังจากการประกาศข้อมูลข่าวสาร (Chi, 2009, pp. 3-52) ปริมาณการซื้อขายมักจะลดลงช่วงประกาศข้อมูลข่าวสารอย่างเป็นทางการและจะเพิ่มขึ้นเมื่อไม่ได้ประกาศข้อมูลข่าวสารอย่างเป็นทางการ การประกาศข้อมูลบางอย่างจะทำให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นลดลง

เนื่องจากผู้ที่ไม่ทราบข้อมูลราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์จะมีความระมัดระวังจนทำให้เกิดการชะลอการซื้อขายเพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนที่อาจจะเกิดขึ้นเป็นสาเหตุของการเกิดปัญหาเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากผู้ลงทุนที่ไม่ทราบราคามูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริงจะมีความเชื่อว่า นักลงทุนกลุ่มที่สามารถวิเคราะห์ได้หรือผู้ที่ทราบข้อมูลราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงจะมีข้อมูลภายในที่เป็นประโยชน์ซึ่งสร้างความได้เปรียบเกิดขึ้นจะส่งผลต่อช่วงเวลาการประกาศข่าวสารและทำให้ความต้องการในการซื้อขายหุ้นของผู้ที่ทราบข้อมูลราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงจะไม่เท่ากับปริมาณความต้องการซื้อขายหุ้นของผู้ลงทุนที่ไม่มีข้อมูลหรือทราบราคาที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ก่อให้เกิดผลของปริมาณการซื้อขายเกิดการชะลอตัวระหว่างงวดการประกาศข้อมูลข่าวสาร ทำให้ปริมาณการซื้อขายหุ้นลดลงในช่วงเวลาการประกาศและผู้ลงทุนที่ไม่ทราบข้อมูลที่แท้จริงอาจจะประสบปัญหาเกี่ยวกับการตัดสินใจที่จะปรากฏในช่วงหลักการประกาศข้อมูลข่าวสาร (Chae, 2005, pp. 413-415; Fabiano, 2008, p.4) การเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายหุ้นในช่วงเวลาประกาศข้อมูลข่าวสารที่ยังไม่เป็นทางการอาจเกิดขึ้นตามระดับความไม่สมมาตรของข้อมูล ความไม่สมมาตรของข้อมูล จะสูงขึ้นหากผู้ที่รับรู้ราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงได้รับข้อมูลภายในที่เป็นประโยชน์กว่าผู้ไม่ทราบราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง และผู้ที่ทราบราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงก็มักจะทำการซื้อขายช่วงเวลาก่อนการประกาศข้อมูลข่าวสารที่มีผลต่อการตัดสินใจอย่างไม่เป็นทางการและหลังจากประกาศข้อมูลข่าวสารที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจอย่างเป็นทางการแล้วผู้ที่ไม่ทราบราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริงถึงจะได้รับข้อมูลที่จำเป็นต่อการตัดสินใจในการลงทุนใหม่ภายหลังผู้ทราบราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง (Chi, 2009, pp. 1-52) การวัดความความไม่สมมาตรของข้อมูลจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) ที่วัดการสะสมของสัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (How et al., 2005, pp. 463-473) ปริมาณการซื้อขายหากวัดจากทัศนคติของนักลงทุนจะปรากฏสัดส่วนการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ไม่ปกติตามลักษณะของความไม่สมมาตรของข้อมูล หากนักลงทุนอยู่ในสถานการณ์ที่เกิดความไม่สมมาตรขึ้นจะก่อให้เกิดความแตกต่างของความต้องการหุ้นของนักลงทุน เช่น ข้อบ่งชี้ที่เกิดขึ้นจากความแตกต่างของนักลงทุนที่ต้องการทบทวนความคาดหวังจากการถือหุ้น ณ วันประกาศกำไรของกิจการ ข้อมูลภายในที่รับรู้ก่อนการประกาศกำไรจะสร้างความได้เปรียบแก่ผู้รู้ข้อมูลก่อน ข้อมูลช่วงวันประกาศผลกำไรจะสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลให้เกิดขึ้นอาจจะทำให้ปริมาณการถือหุ้นเพิ่มขึ้น หรือลดลง ณ วันประกาศกำไรได้ (Atiase and Bamber, 1994, pp.309-329) ในบางครั้งปริมาณการซื้อขายอาจจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงขึ้นอยู่กับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลก็ต่อเมื่อนักลงทุนบางส่วนได้รับข้อมูลที่ดีกว่ากันระหว่างผู้ซื้อเงินลงทุนหรือผู้ขายเงินลงทุน ถ้าหากผู้ขายมีข้อมูลที่ดีกว่าผู้ซื้อก็จะลดปริมาณการขายลง แต่ถ้าหากผู้

ซื้อ ได้รับข้อมูลที่ดีกว่าผู้ขายจะทำให้ปริมาณการซื้อขายเพิ่มมากขึ้น และเป็นเหตุผลที่ผู้ขายไม่ต้องการขายหุ้นถ้าหากราคาไม่เป็นที่น่าพอใจหรือขายแล้วเกิดผลขาดทุน ในขณะที่ผู้ซื้อจะได้รับกำไรหากได้รับข้อมูลที่ดีกว่า จึงเป็นผลทำให้ปริมาณการซื้อขายจะวัดระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่มีมากหรือน้อย (Levin, 2001, pp. 657-666; Chi, 2009, pp. 1-52) จะเห็นได้ว่าการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่อาจสร้างผลกระทบได้จะก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในความต้องการเงินลงทุนหรือปริมาณการซื้อขายหุ้นที่ผิดปกติ ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่เป็นผลเนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น โดยในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้ช่วงระยะเวลาสะสมตลอดทั้งปีในแต่ละปี โดย

$$VOL_{i,t} = \frac{\sum_{t=1} (V_{i,t} \times P_{i,t})}{CP_{i,t} \times OUTSH_{i,t}}$$

โดย  $VOL_{i,t}$  = สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย

$V_{i,t}$  = จำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขายเฉลี่ยทั้งหมด ของปีที่  $t$

$P_{i,t}$  = ราคาหุ้นครั้งล่าสุด ของปีที่  $t$

$CP_{i,t}$  = ราคาปิดครั้งสุดท้าย ของปี  $t$

$OUTSH_{i,t}$  = จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายทั้งสิ้นของปีที่  $t$

โดยได้กำหนดช่วงระยะเวลาในการทดสอบ (Event Period) คือ ก่อนหลังการประกาศข้อมูลทางการเงินบัญชี จำนวน 30 วัน (+30, 0, -30)

การเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขายจะแสดงถึงการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลหากมีการเปลี่ยนแปลงในปริมาณการซื้อขายจำนวนมาก ผู้ที่รับรู้มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์หรือได้รับข้อมูลที่ดีกว่าหรือก่อนก็จะใช้ประโยชน์จากข้อมูลความสารที่ก่อให้เกิดความไม่สมมาตรดังกล่าวเพื่อประโยชน์ส่วนตนและได้เปรียบกว่าผู้ที่ไม่ทราบมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์หรือรับรู้ข้อมูลข่าวสารมากกว่า สะท้อนได้ถึงถึงการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้นจากหลักทรัพย์ที่ออกจำหน่ายทั้งหมดที่มีการเคลื่อนไหวมากหรือผิดปกติ (Richardson, 2000, pp. 325-347; Chi, 2009, pp. 1-52; Chu & Song, 2010, pp. 1-21; Bhattacharya et al., 2012, pp. 449-482; Lasdi, 2013, pp. 325-338; Cormier et al., 2013, pp. 26-38; Li & Zaiats, 2016, pp. 3-57; Wang, 2017, pp. 1-22; etc.)

และนอกเหนือจากนั้นมิงงานวิจัยบางงานวิจัยได้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยวัดจากค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (R&D Expenses) การลงทุนในเรื่องการวิจัยและพัฒนาเป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้เกิดนวัตกรรมใหม่ๆ เกิดผลิตภัณฑ์ และการเติบโตทางเศรษฐกิจ ซึ่งในแง่ที่จริงกิจกรรมวิจัยและพัฒนาเป็นเรื่องยากที่จะรู้ว่ากิจกรรมดังกล่าวจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการแข่งขันทางตลาดเนื่องจากการลงทุนที่ก่อให้เกิดสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่

ก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเช่นเดียวกันระหว่างบุคคลภายในองค์กรและภายนอกองค์กร (Jeppsson, 2013, pp. 3-24) เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาจะทำให้เกิดการพัฒนาขององค์กร และผู้บริหารสามารถเปลี่ยนแปลงการลงทุนที่เพิ่มผลประโยชน์ภายใต้ในทรัพย์สินส่วนบุคคล ในขณะที่ผู้ถือหุ้นภายนอกหรือบุคคลภายนอกจะได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนที่เพิ่มผลประโยชน์ ณ จุดที่เกิดการตัดสินใจแล้ว ซึ่งจะสร้างทำให้เกิดปัญหาข้อขัดแย้งและเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Aboody & Lev, 2000, pp. 2747-2766; Cai et al., 2009, pp. 4-35; Armstrong et al., 2009, pp. 1-40) ซึ่งเป็นไปได้ยากที่บุคคลภายนอกจะรับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในการวิจัยและพัฒนาและมูลค่าที่จะได้รับคืนที่แท้จริงจากการลงทุนในอุตสาหกรรม นักลงทุนจะสามารถได้รับข้อมูลเกี่ยวกับการตัดสินใจจากมูลค่าของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่เกิดขึ้นตามมูลค่าของกิจการ ซึ่งไม่ได้มีมาตรฐานสำหรับมูลค่าดังกล่าว ไม่มีตลาดรองรับเหมือนที่ดินอาคารและอุปกรณ์ แต่มีการวัดมูลค่าและการคิดการด้อยค่าเหมือนที่ดินอาคาร และอุปกรณ์ และการรายงานผลตอบแทนทางการเงินของการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนก็ไม่ได้รายงานในรายงานทางการเงินและผลผลิตที่ได้รับจากการลงทุน ดังนั้นผู้ถือหุ้นภายนอกจึงไม่ได้รับรู้ผลตอบแทนดังกล่าวเท่ากับผู้ถือหุ้นภายใน (Aboody & Lev, 2000, pp. 2747-2766) ดังนั้นค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาถ้าหากมีมูลค่ามากก็จะส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่สูงขึ้น เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่สูงขึ้นบุคคลภายนอกที่ต้องการใช้ข้อมูลก็เกิดความสงสัย (Aboody & Lev, 2000, pp. 2747-2766; Cai et al., 2009, pp. 4-35; Cormier et al., 2013, pp.26-38) และปัจจุบันยังขาดแคลนตลาดที่ทำการซื้อขายสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ดังนั้น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาหรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตนจะเป็นข้อมูลและมูลค่าจากกิจการเท่านั้น ปัญหาดังกล่าวเป็นการจัดหาเงินลงทุนในการวิจัยและพัฒนาที่เหมือนกับ ตลาด Lemons Market Problem (Akerlof, 1970, pp. 488-500; Hall & Lerner, 2009, p.7) ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาในงานวิจัยครั้งนี้จะหาได้จากอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนาต่อรายได้รวมของกิจการ (R&D ratio per Sales) เพื่อวัดสัดส่วนของการเกิดค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาต่อรายได้ของกิจการ (Cai et al., 2009, pp. 4-35; Wittenberg-Moerman, 2010, pp. 1-62; Cormier et al., 2013, pp. 26-38)

$$\text{R\&D Ratio}_{i,t} = \frac{\text{R\&D Expenses}}{\text{Total Revenue}}$$

งานวิจัยในอดีตมักใช้ค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนาในการแสดงถึงสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ซึ่งจะส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลที่สูงขึ้น (Barth & Kasznik, 1999, pp.211-241; McNichols, 2001, pp. 313-345) การวิจัยและพัฒนาเป็นการสร้างผลผลิตที่ใช้ทรัพยากรจำนวนมาก เป็นส่วนหนึ่งของการปฏิบัติการ โดยใช้เทคโนโลยีและพื้นฐานทางวิทยาศาสตร์ อย่างไรก็ตามการลงทุนในค่าใช้จ่ายวิจัยพัฒนามีความแตกต่างกับการลงทุนในสินทรัพย์อื่น เช่น ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ สินค้าคงเหลือ หรือทรัพย์สินทางการเงินอื่น ซึ่งเป็นแรงในการขับเคลื่อนให้เกิดความไม่สมมาตรในข้อมูลเกิดขึ้น โดยหลักแล้วการวิจัยและพัฒนาก่อให้เกิดการพัฒนากิจการ ในขณะที่ต้องการใช้เงินทุนเช่นเดียวกัน และผู้ลงทุนสามารถได้รับข้อมูลเพียงเล็กน้อยหรือไม่ได้รับข้อมูลผลตอบแทนดังกล่าวเกี่ยวกับผลผลิตหรือผลประโยชน์ที่ได้จากการวิจัยและพัฒนาและเมื่อวัดกับกิจการอื่นที่มีการวิจัยพัฒนามีความแตกต่างกัน และเมื่อวิจัยและพัฒนาสำเร็จกลายเป็นการเพิ่มมูลค่าให้สินค้าหรือสินทรัพย์ทางการเงินที่ถูกนำมาจำหน่ายในตลาด ราคาต้นทุนของสินทรัพย์ที่ถูกจำหน่ายที่ได้อาจไม่ได้ถูกจัดสรรมาจากค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา และสุดท้ายการบัญชีมีการวัดรายการและรับรู้มูลค่าที่แสดงในรายงานทางการเงินแตกต่างจากการลงทุนประเภทอื่น ในขณะที่สินทรัพย์ประเภทอื่นที่ลงทุนมีการคิดค่าเสื่อมมูลค่าและทบทวนการด้อยค่า แต่ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่เกิดขึ้นไม่ได้มีการรายงานหรือให้ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าและผลผลิตที่เกิดการเปลี่ยนแปลงจากการวิจัยและพัฒนาต่อผู้ลงทุน (Aboody & Lev, 2000, pp.2747-2766) กิจการที่มีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงจะสามารถวัดได้ด้วยค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา Barth & Kasznik (1999, pp. 211-241) และ McNichols (2001, pp. 313-345) ความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นในกิจการที่มีค่าใช้จ่ายในการพัฒนามากกว่ากิจการที่ไม่มีค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นผลมาจากข้อมูลที่ได้รับจากการลงทุนในค่าใช้จ่ายและพัฒนาเป็นข้อมูลภายใน กิจการมักจะมีการหารือหรือเรียกประชุมของกิจการที่มีค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาว่าการเรียกประชุมของกิจการที่ไม่มีหรือมีค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาในระดับต่ำ เป็นไปตามความต้องการของนักลงทุนที่ต้องการข้อมูลเกี่ยวกับกิจกรรมในการวิจัยและพัฒนาของกิจการ (Tasker, 1998, p.3) การนำเสนอเกี่ยวกับการวิจัยและพัฒนาหากวัดจากความทันเวลา (Timeliness) ระหว่างบุคคลภายในและบุคคลภายนอกข้อมูลที่ได้รับจากการวิเคราะห์และการลงทุนซึ่งมีความคลุยกภาพก็ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลคือคนที่บุคคลภายนอกได้รับข้อมูลที่มีความช้ากว่าบุคคลภายใน (Kyle, 1985, pp. 1315-1355)

การลงทุนของกิจการ โดยทั่วไปอาจจะสร้างปัญหาเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูล คือความแตกต่างของการรับรู้ข้อมูลของระหว่างกลุ่มบุคคล ที่บางกลุ่มจะได้รับข้อมูลที่ดีกว่าอีกกลุ่ม

บุคคลหนึ่ง และหมายถึงผู้บริหารองค์กรสามารถเปลี่ยนแปลงการลงทุนเกี่ยวกับผลผลิตในทรัพย์สินหรือปัจจัยอื่นที่กิจการครอบครองได้ตลอดเวลา ในขณะที่บุคคลภายนอกทำได้เพียงยอมรับข้อมูลที่ได้รับ ณ จุดที่เกิดการตัดสินใจแล้วในเวลาที่มีการนำเสนอข้อมูลออกสู่ภายนอก การวิจัยและพัฒนาส่วนใหญ่มากกว่า 50% จะมีต้นทุนที่เกิดจากบุคคล เช่น เงินเดือน หรือการค้นคว้า และวิจัยในจำนวนมาก (Hall & Lerner, 2009, p.3) ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาได้ถูกนำมาเป็นตัวแปรที่วัดความไม่สมมาตรของข้อมูลเนื่องจากหากกิจการมีค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาสูงก็จะส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเท่านั้นเนื่องจากการลงทุนที่ตัดสินใจโดยบุคคลภายใน แต่บุคคลภายนอกจะได้รับเพียงข้อมูลที่ถูกนำเสนอเท่านั้น และไม่ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในโครงการดังกล่าว (Aboody & Lev, 2000, pp.2747-2766; Cheng, 2006, pp. 99-112; Armstrong et al., 2010, pp. 3-45; Wittenberg-Moerman, 2010, pp. 1-62; Brandenburg et al., 2013, pp. 1-31; Jeppsson, 2013, p. 37)

ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจะใช้ตัวแปรสังเกตได้ที่ประกอบไปด้วยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (Cumulative Abnormal Return: CAR) และ ปริมาณการซื้อขายโดยรวม (Total Trading Volume) เป็นตัวแปรที่สังเกตได้เพื่อใช้วัดเป็นตัวแปรแฝงภายใน ในการทดสอบสมมติฐานในงานวิจัยครั้งนี้ จะไม่ใช้ตัวแปรสังเกตได้ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาเป็นตัวแปร เนื่องจากข้อมูลค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ไม่มีการเปิดเผยไว้ในรายงานทางการเงินใดๆ ครบถ้วนหรือทั้งสิ้นทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทจดทะเบียนมีค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนาหรือไม่ และจำนวนเท่าใดทำให้ไม่สามารถวัดค่าตามตัวแปรดังกล่าวได้

### **การจัดการกำไร (Earning Management)**

การจัดการกำไรคือการกระทำที่เกิดขึ้นจากใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารที่สามารถแบ่งได้เป็น 2 เหตุการณ์ คือการจัดการกำไรที่เกิดจากการเลือกใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีหรือการใช้ดุลยพินิจในการรับรู้รายการตามเกณฑ์คงค้าง และเกิดจากการจัดการกำไรผ่านกิจกรรมในการประกอบธุรกิจ (Schipper, 1983, pp. 91-102; Roychowdhury, 2006, p. 336; Swai and Mbogela, 2016, pp. 121-140) การจัดการกำไรที่ปรากฏเห็นได้ชัดอาจเกิดขึ้นจากการที่ผู้บริหาร ผู้จัดการ ที่เป็นตัวแทนของกิจการใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจ (Discretionary) ต่อการรายงานในงบการเงินของกิจการและโครงสร้างของรายการค้าก่อนที่จะนำเสนอรายงานทางการเงิน ไปยังผู้มีส่วนได้เสียทั้งหลายของกิจการที่ต้องการข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งผลการดำเนินงานดังกล่าวมาจากวิธีการปฏิบัติทางบัญชีที่เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Healy and Wahlen, 1999, pp.365-



383) การจัดการกำไรผ่านการทำกิจกรรมทางธุรกิจ (Real Activity Manipulation) ผู้บริหารจะสนใจในราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงสูงขึ้น ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจในการจัดการข้อมูลต่าง ๆ ที่ผลต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนเพื่อจะเพิ่มมูลค่าทางการตลาดให้สูงขึ้น เนื่องจากราคาหุ้นเป็นส่วนหนึ่งที่ผู้บริหารให้ความสนใจผลต่างระหว่างราคาซื้อขายหุ้นที่เกิดขึ้น (Capital Gain) ก่อทำให้เกิดโอกาสในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ ผู้ถือหุ้นเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดภาวะเงินเฟ้อในกิจการที่ทำให้เกิดการเพิ่มทุนของกิจการและเป็นสิ่งที่ผู้บริหารชอบกระทำการภายใต้การเสนอซื้อหุ้นใหม่ ทำให้กิจการสามารถเก็บเงินทุนใหม่ที่จะสร้างโอกาสในการเจริญเติบโตของธุรกิจ เนื่องจากการเสนอซื้อหุ้นจำนวนมากทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ผู้บริหารสนใจในการแสดงรายงานทางการเงินให้เกิดผลกำไร เนื่องจากจะกระตุ้นให้เกิดการเสนอซื้อจำนวนมากและช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ (Bar-Gill and Bebchuk, 2003, p.15; Kothari et al., 2012, pp. 559-586) การจัดการกำไรได้วิวัฒนาการมาจากการใกล้เคียงกำไร (Income Smooth) โดยการใกล้เคียงกำไรกระทำเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือของการพยากรณ์กำไรให้แก่ผู้ใช้งบการเงิน โดยการใกล้เคียงกำไรจะทำให้กำไรแสดงเป็นไปตามแนวโน้มของความต้องการของผู้บริหารไม่ว่าจะทำให้กำไรในรอบบัญชีสูงขึ้นหรือลดลงตามความต้องการก็มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนภายนอก (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

การจัดการกำไรผ่านทางดำเนินการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ (Real Activity Manipulation) เป็นปัจจัยเชิงคุณภาพที่เกิดจากการตัดสินใจเกี่ยวกับการกระทำทางธุรกิจ ในงานวิจัยที่ผ่านมาส่วนใหญ่ มักจะศึกษาการจัดการกำไรผ่านวิธีการปฏิบัติทางบัญชีจำนวนมาก โดยจะเน้นการศึกษาการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง โดยการศึกษาผ่านการใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจผ่านทางรายการคงค้างเป็นผลเนื่องมาจากการเลือกใช้วิธีการปฏิบัติทางบัญชี เนื่องจากผลลัพธ์ส่วนใหญ่สะท้อนให้เห็นผลการจัดการกำไรออกมาทางรายงานทางการเงินและเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์โดยสังเกตจากความผิดปกติของกำไร (Swai and Mbogela, 2016, pp. 121-140) ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจะมุ่งศึกษาผลของการจัดการกำไรผ่านการตัดสินใจผ่านรายการคงค้างของกิจการ เนื่องจากต้องการศึกษาความสัมพันธ์ที่สอดคล้องกับตัวเลขทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ปรากฏเป็นเชิงปริมาณของธุรกิจ

การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) เป็นการตัดสินใจเลือกวิธีปฏิบัติทางการบัญชี ที่เปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถเลือกใช้วิธีการรับรู้รายการตามหลักการบัญชีดังกล่าวผ่านการรับรู้รายการตามเกณฑ์คงค้าง โดยเลือกวิธีปฏิบัติทางการบัญชีที่เอื้อประโยชน์ให้กิจการในการแสดงผลการดำเนินงานของกิจการให้เป็นไปตามที่

ต้องการ การสร้างรายการค้าเพื่อเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานในรายงานทางการเงินที่ส่งผลทำให้ผู้มีส่วนได้เสียไม่ทราบข้อเท็จจริงเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริงเกิดขึ้น และยิ่งก่อให้เกิดผลลัพธ์ที่เอื้อประโยชน์ต่าง ๆ ของผู้ใช้บางกลุ่ม ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องกับตัวเลขทางการบัญชี (Healy and Wahlen, 1999, pp. 365-383) วิธีการปฏิบัติที่หลากหลายในการตัดสินใจเลือกวิธีการปฏิบัติทางบัญชีเพื่อนำเสนอรายงานทางการเงิน ผู้บริหารกิจการจะเลือกมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปที่จะใช้วิธีการรับรู้รายการตามการเกิดขึ้นของเหตุการณ์ทางธุรกิจแล้วผ่านรายการออกเป็นรายงานทางการเงิน เช่น การเลือกวิธีการปฏิบัติเกี่ยวกับการคิดค่าเสื่อมราคาทรัพย์สินที่มีหลากหลายไม่ว่าจะเป็น วิธีเส้นตรง วิธีขอลดลง หรือผลรวมจำนวนปี เป็นต้น หรือการเลือกวิธีการตีราคาสินค้าคงเหลือ ไม่ว่าจะเป็น วิธีเข้าก่อน-ออกก่อน (First in – First out: FIFO) เข้าก่อน-ออกก่อน (Last in – First out: LIFO) หรือถ่วงเฉลี่ย (Weighted – Average) เป็นต้น ซึ่งล้วนแต่เป็นการเลือกใช้วิธีประมาณการทางการบัญชีแต่ละวิธีส่งผลต่อต้นทุนของกิจการและส่งผลต่อกำไรของกิจการที่แตกต่างกัน

เกณฑ์คงค้างหรือรายการคงค้าง (Accruals Basic) เป็นหลักการทางบัญชีที่เป็นวิธีการบัญชีบัญชี ซึ่งความสำคัญของการรายงานทางการเงินและเกณฑ์คงค้างถูกกล่าวไว้ในกรอบแนวคิดเกี่ยวกับรายงานทางการเงินของ FASB 1978 กรอบแนวคิดเกี่ยวกับรายงานทางการเงินฉบับที่ 1 ที่กำหนดให้กิจการต้องบันทึกและรับรู้รายการตามเกณฑ์คงค้างมากกว่าการบันทึกแต่รายการที่เกี่ยวข้องกับการรับจ่ายเงินสด (วัตนิ ศิริทัตสวัสดิ์, 2558, หน้า 67) รายการคงค้างมีบทบาทในการรายงานเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงินที่ต้องการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งเป็นการบันทึกรายการค้าที่จะสะท้อนเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจมากกว่าการรับรู้รายรับรายจ่ายเกี่ยวกับกระแสเงินสด อาจจะต้องอาศัยการประมาณการรายการที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ ทางเศรษฐกิจโดยการวัดมูลค่าได้อย่างน่าเชื่อถือ ซึ่งการจัดการกำไรก็เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ ในการเลือกใช้วิธีการปฏิบัติทางบัญชี รายการคงค้างอาจจะเปิดโอกาสให้ผู้บริหารได้ใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้วิธีการปฏิบัติทางบัญชีที่เอื้อประโยชน์ส่วนตน และการใช้การตัดสินใจผ่านรายการคงค้างดังกล่าวผู้บริหารอาจจะเป็นผู้กำหนดทิศทางของกระแสเงินให้เกิดการโอนย้ายระหว่างงวดได้ การจัดการกำไรจึงสามารถสังเกตได้จากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารผ่านรายการคงค้าง (McNichols, 2000, pp. 313-345)

การจัดการกำไรอาจจะมีผลและความหมายที่แตกต่างกัน (Ronen and Yaari, 2010, pp. 1-556) โดยอาจจะมีผลความหมายเป็นไปได้อีก 3 ทิศทาง คือทางที่เป็นประโยชน์ “สีขาว” (White) เป็นการจัดการกำไรที่เพิ่มความโปร่งใสให้กับรายงานทางการเงิน หากเป็นไปในทางที่ไม่ถูก คือ “สีดำ”

(Black) เป็นการจัดการกำไรที่ทำให้เกิดความไม่ถูกต้องหรือแสดงสิ่งที่บิดเบือนไปจากข้อเท็จจริง และอาจเป็นการจัดการกำไรเพื่อรายงานผลภายใต้มาตรฐานเพื่อความโปร่งใส สีเทา (Gray) ซึ่งจะช่วยในการสร้างโอกาสที่เกิดการพัฒนาประสิทธิภาพ อธิบายได้ดังนี้

1. White การจัดการกำไรที่คำนึงถึงผลกระทบของความยืดหยุ่นของวิธีการปฏิบัติทางการบัญชีเป็นการส่งสัญญาณที่ผู้บริหารได้เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคต เป็นการใช้จ่ายเงินเพื่อการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับความคาดหวังของผู้ลงทุนเกี่ยวกับกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ (Beneish, 2001, pp.3-17; Ronen and Yaari, 2008, pp. 1-556)

2. Gray การจัดการกำไรจะเป็นทางเลือกในการปฏิบัติทางการบัญชีเพื่อสร้างโอกาส เช่นการสร้างประโยชน์สูงสุดในการบริหารงานหรือสร้างเสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจ เพื่อผลักดันให้เกิดความโปร่งใสในรายงานทางการเงินและการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียบรรลุวัตถุประสงค์ ในทางตรงกันข้าม หากมีการบริหารจัดการกำไร โดยขาดความยับยั้งใจก็สามารถทำลายผลประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียได้ (Fields et al., 2001, pp. 355-307; Ronen and Yaari, 2008, pp. 1-556) อาจจะเป็นการลดความโปร่งใสในการนำเสนอรายงานทางการเงินแทน เนื่องจากการจัดการกำไรเป็นเหตุที่เกิดจากผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการนำเสนอตัวเลขทางการบัญชีที่ปราศจากข้อจำกัดดังกล่าว เช่นการใช้ดุลยพินิจที่จะช่วยเพื่อมูลค่าธุรกิจและเพื่อการสร้างโอกาสให้แก่กิจการ

3. Black การจัดการกำไรที่เป็นการใช้เทคนิควิธีปฏิบัติที่ไม่โปร่งใสหรือผิดมาตรฐาน ผิดกฎหมาย เรียกว่าการลดความโปร่งใสที่รายงานต่อการเงินของกิจการ เป็นการตกแต่งตัวเลขทางการบัญชีให้เป็นไปตามที่ต้องการแทนการนำเสนอตัวเลขที่แท้จริงเกิดความบิดเบือนของข้อมูลการที่คำนึงถึงผลประโยชน์โดยไม่คำนึงถึงคุณภาพรายงานทางการเงินและผลกระทบที่เกิดขึ้นต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่น (Schipper, 1983, p. 92; Miller and Bahnson, 2002)

การจัดการกำไรอาจจะเกิดจากการปรับแต่งตัวเลขทางการบัญชีให้เป็นในทิศทางที่ต้องการของผู้บริหาร เพื่อให้แสดงผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นให้เป็นไปตามที่ต้องการและเพื่อบิดเบือนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการที่ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นในฐานะตัวแทนของกิจการ อาจจะทำการจำแนกออกได้เป็น 5 ลักษณะ (Mulford and Comiskey, 1996, pp. 20-45) ดังนี้

1. Boosting Current – Year Performance การเพิ่มการรับรู้กำไรงวดปัจจุบันให้เพิ่มสูงขึ้นทำได้โดยกิจการจะรับรู้รายได้เร็วกว่าที่ควรจะเป็นให้เกิดขึ้นก่อนถึงกำหนด การบันทึกการรับรู้รายได้ที่ไม่ได้เกิดขึ้นจริงจากการประมาณการและไม่พบเนื้อหาระสำคัญใด ๆ การบันทึกการขาย

ในการดำเนินงาน (Expenses Expenditure) ให้เป็นรายจ่ายฝ่ายลงทุน (Capital Expenditure) เช่นการรับรู้เป็นสินทรัพย์เพื่อจะทยอยตัดเป็นค่าใช้จ่ายซึ่งส่งผลต่อกำไรของกิจการที่มากขึ้น

2. Discretionary Accounting Change การเปลี่ยนแปลงหลักการทางบัญชี หรือเปลี่ยนแปลงในเรื่องประมาณการทางบัญชีให้เป็นไปตามดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยผู้บริหารจะใช้ดุลยพินิจในการเลือกใช้วิธีปฏิบัติทางบัญชีซึ่งเอื้อประโยชน์ให้กิจการ เนื่องจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปเปิดโอกาสให้กิจการได้ใช้ดุลยพินิจตามดุลยพินิจของผู้บริหาร ผู้บริหารมักจะใช้การตัดสินใจในการเปลี่ยนหลักการบัญชีที่แสดงผลการดำเนินงานเป็นไปตามต้องการ

3. Timed Management Actions การกำหนดช่วงเวลาที่เกิดขึ้นของผลการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ เช่น การกำหนดให้ช่วงเวลาที่เกิดรายการช้ากว่าปกติหรือเป็นวิธีการชะลอไม่ให้เกิดรายจ่ายบางประเภทขึ้น

4. Reducing Current Year Performance การปรับแต่งหรือลดผลการดำเนินงานในงวดปัจจุบันให้ลดลงกว่าที่เป็นจริง เช่น การรับรู้รายการตัดจำหน่ายทรัพย์สินของกิจการเป็นค่าใช้จ่ายทันทีในงบการเงินเพื่อที่จะทำให้ค่าใช้จ่ายเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานหรือการดำเนินงานลดลง

5. The Big Bath การล้างบางเป็นการทำลายผลการดำเนินงานของกิจการ กิจการจะรายงานผลขาดทุนหรือทำให้เห็นสภาพผลการดำเนินงานที่เลวร้าย อาจจะเป็นการรายงานผลขาดทุนหรือนำรายจ่ายที่เกิดขึ้นในรอบบัญชีถัดไปมาเป็นรายจ่ายของรอบบัญชีปัจจุบันเพื่อที่จะลดกำไรจากการดำเนินงานลง ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณเตือนหรือเป็นข่าวร้ายให้แก่ผู้ลงทุนอื่นทราบ ซึ่งจะทำให้ผู้ลงทุนตื่นตัวและคล้อยตามสภาพการณ์ จากนั้นกิจการจะสามารถแสดงกำไรที่จะเกิดขึ้นในรอบบัญชีที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้ดูดีขึ้นและแสวงหาผลประโยชน์จากข่าวดีข่าวร้าย ดังกล่าว

โดยสรุป หลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปต้องใช้เกณฑ์คงค้างในการบันทึกรายการทางบัญชีที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจของกิจการ เพื่อให้สะท้อนเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นดังกล่าว โดยไม่ได้คำนึงถึงรายการที่รับจ่ายเป็นเงินสดแต่เพียงเท่านั้น ซึ่งบางรายการในเกณฑ์คงค้างขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารในการจัดทำและนำเสนอรายการในงบการเงิน ดังนั้นอาจจะเป็นช่องทางให้ผู้บริหารใช้เกณฑ์คงค้างดังกล่าว ตกแต่งงบการเงินหรือจัดทำตัวเลขทางบัญชีให้เป็นไปตามที่ต้องการก็ได้

### ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างทางการบัญชีจะส่งผลทำให้กิจการแสดงผลกำไรเป็นไปตามที่ต้องการ และอาจจะส่งผลทำให้กิจการรายงานผลการดำเนินงานเป็นไปตามที่ต้องการด้วย การจัดการกำไรเป็นเหตุการณ์ที่ผู้บริหารได้ใช้ดุลยพินิจผ่านรายการคงค้าง อาจจะไปสู่การบิดเบือนตัวเลขที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งจะเป็นผลทำให้บุคคลภายนอกไม่สามารถรับรู้ถึงข้อมูลทางการเงินที่ปรากฏในรายงานทางการเงินที่แท้จริง และปัจจัยดังกล่าวอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล คือบุคคลภายนอกผู้มีส่วนได้เสีย หรือผู้ที่มีความเกี่ยวข้องกับกิจการจะไม่สามารถรับรู้ได้ว่าการจัดการกำไรขึ้นเพื่อปกปิดผลตอบแทนหรือผลการดำเนินงานที่แท้จริง สภาพแวดล้อมของข้อมูลก็มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรด้วยเช่นกัน (Dai et al., 2013, pp. 187-209) งานวิจัยในอดีตมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยเน้นการทดสอบการจัดการกำไรจะส่งผลให้เกิดโอกาสในการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างไร



ภาพประกอบที่ 2.2 ภาพความสัมพันธ์การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์และอิทธิพลจากการจัดการกำไรที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดย Chaney and Lewis (1994, pp. 319-345) พบว่าการจัดการกำไรจะส่งผลกระทบต่อเมื่อผู้บริหารต้องการความมั่งคั่ง และผู้ลงทุนหรือผู้มีส่วนได้เสียต้องเผชิญกับความไม่สมมาตรของข้อมูล คุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่อนักลงทุนในการประเมินมูลค่ากิจการ และอาจจะมีผลต่อส่วนแบ่งทางการตลาดของกิจการ Cheng (2006, pp. 99-112) พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลจะเป็นประโยชน์ต่อการเกิดขึ้นของการจัดการกำไรและเป็นแรงจูงใจให้สามารถกระทำได้ ซึ่งสร้างผลเสียหายให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่มที่ไม่ได้รับความเป็นธรรมจากการเกิดขึ้นของความไม่สมมาตรของข้อมูล Chang et al. (2008, pp. 1-55) ได้พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลสามารถมีผลมาจากพฤติกรรมจัดการกำไร เนื่องจากการจัดการกำไรจะแสดงผลการดำเนินงานที่ต่ำในระยะยาว แม้ในปัจจุบันจะแสดงผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนที่สูง การจัดการกำไรทำให้ผู้มีส่วนได้เสียไม่ได้รับข้อมูลข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้น Scott (2003, pp. 15-20) ความสัมพันธ์ดังกล่าวระหว่าง

การจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูลส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนจากหุ้นระยะยาวและผลการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้นจากการจัดการกำไรที่ส่งผลให้งบการเงินแสดงผลการดำเนินงานที่เกินปกติเป็นสิ่งที่สะท้อนการเกิดขึ้นของความไม่สมมาตรของข้อมูล ในขณะที่ Dai et al. (2013, pp. 187-209) พบว่าเมื่อเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดจากการใช้การจัดการกำไร และได้ศึกษาเพิ่มเติมว่าการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลจะช่วยให้กิจการปรับปรุงพฤติกรรมในการจัดการกำไร เกี่ยวกับการลงทุนในกองทุนระยะสั้นหรือระยะยาวหากใช้บริบทในการติดตามและตรวจสอบช่วยพัฒนาคุณภาพกำไรได้ และจากการตรวจสอบกิจการโดยแยกกิจการที่มีความไม่สมมาตรในข้อมูลสูงหรือต่ำ พบว่าสภาพแวดล้อมของข้อมูลจะสร้างผลกระทบเพิ่มขึ้นต่อการลงทุนในกองทุนระยะยาวในการจัดการกำไร ในงานวิจัยของ Dadbeh & Mogharebi (2013, pp. 2161-2166) พบว่าการปรับปรุงคุณภาพกำไรที่ผ่านจากการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างจะเป็นตัวสะท้อนให้ข้อมูลมีความโปร่งใสและเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในระยะยาวและพัฒนาข้อมูลให้เกิดความโปร่งใสนสามารถจัดการความไม่สมมาตรของข้อมูลให้ลดลงไป Richardson (2000, pp. 325-347) และ Lasdi (2013, pp. 325-338) พบว่า เมื่อความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงหรือการที่ผู้มีส่วนได้เสียไม่ได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างเพียงพอที่ใช้ในการประกอบการตัดสินใจ หรือแรงจูงใจที่เกิดจากข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจจากการติดตามผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร เป็นผลทำให้ผู้บริหารได้เพิ่มการปฏิบัติการจัดการกำไรสูงขึ้นตาม การทำให้กำไรปรับตัวสูงขึ้น และทำให้กิจการต้องเผชิญกับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นและไม่เป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่ม ในงานวิจัยของ Abad et al. (2016, pp. 1-27) ได้ใช้ดัชนีกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จในการวัดความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่ามีการใช้กลยุทธ์ที่เกี่ยวข้องกับกำไรขาดทุนที่ได้ไปทำการตกแต่งยอดขายหรือการทำให้ต้นทุนขายสูงขึ้นซึ่งมีความสัมพันธ์กับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่สูงขึ้น ได้ทำการวิเคราะห์แล้วพบว่าผลกระทบจากการประยุกต์ใช้มาตรฐาน IFRS ช่วยลดพฤติกรรมในการจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ Bhattacharya et al. (2012, pp. 449-482) และ Cerqueira and Pereira (2015) ได้ให้ความเห็นว่าองค์ประกอบของการจัดการกำไรเป็นองค์ประกอบของการใช้ประโยชน์จากเกณฑ์คงค้างผสมองค์ประกอบของข้อมูลที่แท้จริงซึ่งนำไปสู่ความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มมากขึ้น การจัดการกำไรประกอบไปด้วยการปกปิดคุณภาพกำไรที่แท้จริงและก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลในกิจการ Comier et al. (2013, pp. 26-38) พบความสัมพันธ์การจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูล และค้นพบจุดบอดของบริษัทที่มีความหลากหลายไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา การทำให้ยอดขายมีความผันผวนซึ่งเป็นสิ่งที่ยากสำหรับผู้ลงทุนในการประเมินเกี่ยวกับการจัดการกำไรภายใต้ภาวะความไม่

แน่นอนของเศรษฐกิจ และความไม่สมมาตรของข้อมูลก็จะเป็นตัวแปรที่ทำให้เกิดการจัดการกำไรขึ้นได้ง่ายเป็นความสัมพันธ์แบบย้อนกลับ Chu and Song (2010, pp. 1-21) ได้พบความสัมพันธ์และให้เหตุผลว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นเงื่อนไขส่วนหนึ่งที่เกิดขึ้นมาจากการจัดการกำไร ถึงแม้ว่าหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปจะให้กิจการปฏิบัติรับรู้อย่างตรงตามเกณฑ์คงค้างอาจจะมีการใช้หลักการดังกล่าวไปในทางที่ผิด เช่น การขยายผลการดำเนินงานและราคาหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล การจัดการกำไรก็จะเป็นตัวการลดประสิทธิภาพในการลงทุนในตลาดและเกิดการบิดเบือนข้อมูลในตลาดการเงิน Wang (2017, pp. 1-22) พบว่า การจัดการกำไรจะเป็นผลเสียที่ส่งผลทำให้ผู้เป็นเจ้าของต้องเสี่ยงกับการได้รับข้อมูลไม่เพียงพอต่อการตัดสินใจหรือคาดการณ์ในการวางแผนต่าง ๆ Beatty & Harris (1999, pp. 299-326) การจัดการกำไรของธนาคารภาครัฐมีมากกว่าภาคเอกชน และเป็นไปทิศทางเดียวกันกับความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการจัดการกำไรเพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้นตาม Kraft et al. (2014, pp. 96-123) ยอดขายหุ้นจะมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนในอนาคต เป็นตัวชี้วัดว่าผู้บริหารใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจและทำการจัดการกำไรในอนาคต สะท้อนให้เห็นว่าผู้บริหารได้ใช้ข้อมูลเพื่อประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียบางกลุ่มก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล Li and Zaiats (2016, pp.1-57) พบว่าการพัฒนาข้อมูลจะช่วยและป้องกันผู้ลงทุนจากการจัดการกำไร ซึ่งให้เห็นว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลส่งผลต่อการจัดการกำไรเช่นเดียวกัน แต่ก็มีงานวิจัยบางเรื่องที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางตรงกันข้าม Salimi and Naslmosavi (2015, pp.324-326) พบว่าความแตกต่างในทิศทางตรงกันข้ามเนื่องจากผู้ลงทุนบางคนอาจจะลงทุนโดยไม่ได้คำนึงถึงดังกล่าวและเลือกลงทุนเพื่อการซื้อขายหุ้นเท่านั้น เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนของกิจการที่ลงทุนต่ำ และมีสามารถเผชิญหน้ากับความเสี่ยงที่ลดลงได้ นอกเหนือจากภาคเอกชนแล้ว งานวิจัยของ Seresht et al. (2015, pp. 31-38) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากในช่วงที่ศึกษาอาจจะไม่เกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้นจากกลุ่มตัวอย่าง แต่ก็มีงานวิจัยส่วนน้อยที่พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

ผู้วิจัยจึงนำอิทธิพลของความสัมพันธ์ดังกล่าวมาเป็นสมมติฐานงานวิจัยในการทดสอบความอิทธิพลดังกล่าว ดังนี้

**สมมติฐานที่ 1** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

### ตัวแปรและการวัดค่าการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง

การจัดการกำไรผ่านรายการในเกณฑ์คงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารมีผู้วิจัยได้พัฒนาโมเดลเพื่อใช้วัดการจัดการกำไร โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อวัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารที่จะนำไปสู่การจัดการกำไรที่เป็นการบิดเบือนตัวเลขทางการบัญชี หรือการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีได้มากที่สุด รายการคงค้างที่วัดการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องผ่านรายการในงบแสดงฐานะการเงินที่สัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงระดับเงินทุนหมุนเวียนและองค์ประกอบของรายการ คงค้างที่เกี่ยวข้องกับรายได้ และค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุน รายการคงค้างไม่ใช่เพียงแต่การวัดเพียงเงินทุนหมุนเวียนที่เป็นเงินสด เพราะสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการบางตัวเกิดขึ้นจากผลของหลักการบัญชีที่ให้รับรู้รายการตามเกณฑ์คงค้าง (Healy, 1985, pp.85-107; Richardson et al., 2005, 437-485)

งานวิจัยในอดีตได้พัฒนาโมเดลที่ใช้ตรวจสอบการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างและได้มุ่งเป้าไปที่รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นการแสดงให้เห็นว่าการจัดการกำไรเกิดขึ้นจากดุลยพินิจของผู้บริหาร เกิดการพัฒนาตัวแบบที่ใช้วัดรายการคงค้างดังกล่าวเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพตัวแปรตลอดมา โดยเริ่มต้นจาก Healy (1985, pp. 85-107) ได้วางสมมติฐานเกี่ยวกับการจัดการกำไร โดยใช้รายการคงค้างทั้งหมดเป็นการวัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งผู้บริหารสามารถจัดการผ่านรายการคงค้างทั้งหมดได้โดยวัดผ่านรายการสินทรัพย์รวมทั้งหมดของกิจการ เป็นตัวชี้วัดรายการในเกณฑ์คงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารทั้งหมด ภายใต้สมมติฐานนี้ไม่ปรากฏรายการตามเกณฑ์คงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-Discretionary Accruals) ทำให้ไม่เห็นสัดส่วนของรายการในเกณฑ์คงค้างทั้งที่อยู่ในดุลยพินิจและไม่อยู่ในดุลยพินิจแยกออกจากกัน ซึ่งตามข้อเท็จจริงแล้วรายการคงค้างประกอบไปด้วยรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจและไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร

$$\begin{aligned}
 TA_t &= DAC_t \\
 \text{โดย } TA_t &= \text{รายการคงค้างรวมตามปีที่ } t \\
 DAC_t &= \text{รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารตามปีที่ } t
 \end{aligned}$$

จะเห็นได้ว่าองค์ประกอบของรายการคงค้างไม่สามารถแยกรายการคงค้างที่ไม่ได้อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารออกจากรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารได้

DeAngelo (1986, pp. 400-420) ภายใต้ข้อสมมติฐานของ Healy (1985, pp. 85-107) ที่วัดรายการสินทรัพย์รวมเป็นรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร ทำการพัฒนาโมเดล โดยการ



สร้างโมเดลจากสมมติฐานเดิม โดยมองเป็นรายการคงค้างที่ไม่ปกติคือรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร ที่วัดได้จากผลต่างระหว่างการหมุนเวียนของรายการคงค้างที่เกิดขึ้นในงวดปัจจุบันและงวดก่อนหน้า ซึ่งผลต่างดังกล่าวเป็นสมมติฐานเริ่มแรกที่สามารถแยกรายการในเกณฑ์คงค้างที่ที่อยู่ในดุลยพินิจผู้บริหารและไม่อยู่ในดุลยพินิจผู้บริหารได้ และเกิดความชัดเจนมากขึ้น

$$\begin{aligned}
 \text{โดย } \text{DAC}_t &= \text{AC}_t - \text{NA}_{t-1} \\
 \text{AC}_t &= \text{รายการคงค้างหมุนเวียน ในปี } t \\
 \text{NA}_{t-1} &= \text{รายการคงค้างปกติในปี } t-1
 \end{aligned}$$

Jones (1991, pp. 193-228) ได้พัฒนาจากสมมติฐานพื้นฐานจาก Healy (1985, pp. 85-107) และ DeAngelo (1986, pp. 400-420) มาพัฒนาการวัดค่า ซึ่งการพัฒนาดังกล่าวทำให้โมเดลพัฒนาการวัดค่าที่แตกต่างจากสมมติฐานเดิมคือสามารถวัดรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารได้ (Non-Discretionary Accruals) ซึ่งรายการคงค้างที่ไม่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นส่วนหนึ่งของรายการคงค้างที่เป็นสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขทางเศรษฐกิจ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของรายได้ และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน: ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ และสินทรัพย์รวมให้เป็นตัวแปรในการคำนวณระดับการจัดการกำไร โดยทำการวิเคราะห์สหสัมพันธ์จากตัวแปรดังกล่าวให้ได้ค่า

$$\begin{aligned}
 \text{โดย } \text{DAC}_{i,t} &= [\text{TA}_{i,t} / \text{A}_{i,t-1}] - [\alpha_1(1/\text{A}_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta\text{REV}_{i,t})/\text{A}_{i,t-1} + \alpha_3(\text{PPE}_{i,t})/\text{A}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}] \\
 \text{TA}_t &= \text{รายการคงค้างรวมทั้งสิ้นของปี } t \\
 \Delta\text{REV}_{i,t} &= \text{การเปลี่ยนแปลงของรายได้} \\
 \text{PPE}_{i,t} &= \text{ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิ ของปี } t \\
 \text{A}_{i,t-1} &= \text{สินทรัพย์รวมของปี } t - 1 \\
 \epsilon_{i,t} &= \text{error จากการประมาณการ}
 \end{aligned}$$

โดยทำการวิเคราะห์สหสัมพันธ์จากตัวแปรดังกล่าว (Regression Equation) จากสมการข้างต้นเพื่อให้ได้ค่า  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  และ  $\alpha_3$  แล้วนำมาคำนวณหารายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารจากสมการข้างต้นก็จะได้ตัวแปรและการวัดค่าการจัดการกำไรผ่านโมเดลที่เรียกกันว่า Jones Model 1991 ซึ่งจะเห็นได้ว่าโมเดลดังกล่าวเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเป็นสาเหตุ

และพื้นฐานของผลการดำเนินงานของกิจการและสามารถถูกเปลี่ยนแปลงโดยการจัดการกำไรของผู้บริหารการเปลี่ยนแปลงของรายได้เป็นส่วนสำคัญในการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร

Dechow et al. (1995, pp. 193-225) ได้พัฒนาโมเดลเดิมที่ถูกพัฒนาโดย Jones (1991, pp. 193-228) ที่เรียกว่า Jones Model โดยทำการตัดข้อผิดพลาด (Error) ในการวัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารออกจากโมเดลเดิม ได้ทำการพัฒนาโมเดล Jones Model และต่อมาได้นำมาใช้กันอย่างแพร่หลายที่เรียกกันว่า The Modified Jones Model เพื่อที่จะตัดค่าความผิดพลาดในทดสอบการจัดการกำไรในรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารลงมาจาก Jones Model เดิม เนื่องจากมีข้อบ่งชี้ว่าธุรกิจสามารถเปลี่ยนแปลงของรายได้ได้โดยผ่านรายการค้าจำพวกการขายเชื่อ ดังนั้นจึงนำรายการที่เกี่ยวข้องกับยอดขายเชื่อดังกล่าว คือการเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้มาคำนวณหักลบออกจากการเปลี่ยนแปลงของยอดรายได้เพื่อทำให้เกิดการสะท้อนให้เห็นถึงรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารให้เห็นข้อเท็จจริงมากขึ้น (วัณนิ ศิริทัต สวัสดิ์, 2558, หน้า 66-77) ในโมเดลนี้รายการคงค้างที่ไม่ได้อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารจะถูกวัดเป็นรายการที่เกิดขึ้นในระหว่างงวด มีการคำนวณวิเคราะห์หาค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร ดังนี้

**สมการที่ 1** คำนวณหามูลค่าของรายการตามเกณฑ์คงค้างรวม โดยสมการต่อไปนี้

$$TA_t = (NI_t - CFO_t) / A_{t-1}$$

โดยที่  $TA_t$  แทนค่าด้วย รายการตามเกณฑ์คงค้างรวมทั้งสิ้น ปีที่ t

$NI_t$  แทนค่าด้วย กำไรสุทธิ ปีที่ t

$CFO_t$  แทนค่าด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ปีที่ t

$A_{t-1}$  แทนค่าด้วย สินทรัพย์รวม ปีที่ t-1

**สมการที่ 2** นำรายการคงค้างที่ได้รับจากสมการที่ 1 เข้าสู่ตัวแบบสมการที่ 2 ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์กำลังสองน้อยสุด (Ordinary Least Square Method: OLS) เพื่อนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการที่ 2 นี้ นำไปประมาณค่าในสมการที่ 3 ต่อไป โดยมีสมการดังนี้

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่  $TA_t$  แทนค่าด้วย รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ปีที่ t

$A_{t-1}$  แทนค่าด้วย สินทรัพย์รวม ปีที่ t-1

$\alpha$  แทนค่าด้วย ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของแบบจำลองของตัวแปรที่ 1, 2 และ 3

$\Delta REV_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$PPE_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$\varepsilon_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่า error จากการประมาณการของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

สมการที่ 3 คำนวณค่ารายการตามเกณฑ์คงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-Discretionary Accruals) โดยนำค่าสัมประสิทธิ์หรือค่า  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  และ  $\alpha_3$  ที่ได้จากการคำนวณสมการที่ 2 มาแทนในสมการที่ 3 ในสมการต่อไปนี้

		$NDAC_{i,t} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_3(PPE_{i,t})/A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$
โดยที่	$NDAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย รายการคงค้างจากการดำเนินงานของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$\alpha$	แทนค่าด้วย ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของแบบจำลองของตัวแปรที่ 1, 2 และ 3
	$A_{i,t-1}$	แทนค่าด้วย สินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t-1$
	$\Delta REV_{i,t}$	แทนค่าด้วย การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$\Delta REC_{i,t}$	แทนค่าด้วย การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า ในปี ที่ $t$
	$PPE_{i,t}$	แทนค่าด้วย ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ ในปี ที่ $t$
	$\varepsilon_{i,t}$	แทนค่าด้วย error จากการประมาณการ

สมการที่ 4 นำเอาผลลัพธ์จากสมการที่ 2 มูลค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร นำมาคำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยนำมาลบกับรายการคงค้างทั้งสิ้น

	$DAC_{i,t} = TA_t - NDAC_{i,t}$	
	$DAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$TA_t$	แทนค่าด้วย รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ปีที่ $t$
	$NDAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย รายการคงค้างจากการดำเนินงานของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

Kothari et al. (2005, pp. 163-197) ได้ทำการทดสอบโมเดล The Modified Jones Model แล้วพบว่ารายการ คงค้างทั้งหมดที่มีใน โมเดลในการทดสอบการจัดการกำไรอาจจะทำให้เกิดอิทธิพลที่เป็นปัญหา เนื่องจากโมเดลทั้งหมดคปฏิกิริยาสมมติฐานหลัก (Null Hypothesis) ที่ไม่มีมีการ

กำหนดการจัดการกำไรที่เกินอัตราระดับในการทดสอบแต่ละชั้นเมื่อนำตัวอย่างจากกิจการที่มีผลการดำเนินงานค่อนข้างมากมาเป็นตัวอย่าง กล่าวคือไม่ได้คำนึงถึงผลการดำเนินงานที่มีความแตกต่างกัน Kothari et al. ได้นำอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) เป็นข้อมูลพื้นฐานทางบัญชีที่ใช้ในการวัดและควบคุมปัจจัยเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการในการวัดการจัดการกำไร โดยให้เห็นผลว่าการทดสอบการจัดการกำไรในรายการบัญชีที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร ไม่มีตัวแปรควบคุมเกี่ยวกับการดำเนินโดยเฉพาะ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม หรือ ROA จะเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพของการใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ของกิจการว่ามีประโยชน์สูงสุดหรือไม่ การใช้ ROA จะช่วยลดความผิดพลาดในการวัดลงเนื่องจากผลการดำเนินงานมีความเกี่ยวข้องกับข้อผิดพลาดในวัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งจะช่วยให้การประเมินเกี่ยวกับรายการคงค้างของกิจการได้ดีกว่าหากใช้ ROA เข้าไปในการคำนวณและจะช่วยให้การวัดค่าแบบจำลองออกมาได้น่าเชื่อถือมากขึ้น โดยคำนวณได้ดังนี้

**สมการที่ 1** คำนวณหาค่ารายการคงค้างรวมตามแนวคิดงบแสดงฐานะการเงิน จากสมการต่อไปนี้

$$TA_t = (NI_t - CFO_t) / A_{t-1}$$

โดยที่  $TA_t$  แทนค่าด้วย รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ในปีที่  $t$   
 $NI_t$  แทนค่าด้วย กำไรสุทธิของกิจการ ในปีที่  $t$   
 $CFO_t$  แทนค่าด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสุทธิ ปีที่  $t$   
 $A_{t-1}$  แทนค่าด้วย สินทรัพย์รวม ปีที่  $t-1$

**สมการที่ 2** นำรายการคงค้างที่ได้จาก สมการที่ 1 เข้าสู่ตัวแบบประมาณค่าสัมประสิทธิ์กำลังสองน้อยสุด (Ordinary Least Square Method: OLS) โดยนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ไปประมาณในสมการที่ 3 ต่อไป โดยตามแนวคิด Kothari (2005, pp. 163-197) จะเพิ่มเติมโดยใช้ ROA เข้าไปจาก The Modified Jones Model เดิม ได้สมการดังนี้

$$TA_{i,t}/A_{t-1} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_4(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่  $TA_{i,t}$  แทนค่าด้วย รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ในปีที่  $t$   
 $A_{t-1}$  แทนค่าด้วย สินทรัพย์รวมทั้งสิ้น ในปีที่  $t-1$   
 $\alpha$  แทนค่าด้วย ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นของแบบจำลองของตัวแปรที่ 1, 2, 3 และ 4  
 $\Delta REV_{i,t}$  แทนค่าด้วย การเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมของบริษัท  $i$  ปีที่  $t$   
 $PPE_{i,t}$  แทนค่าด้วย ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิรวมของบริษัท  $i$  ปีที่  $t$

$ROA_{i,t}$	แทนค่าด้วย	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัท ปีที่ $t$
$\mathcal{E}_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่า error จากการประมาณการของบริษัท $i$ ปีที่ $t$

**สมการที่ 3** คำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-Discretionary Accruals) โดยนำค่าสัมประสิทธิ์หรือค่า  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$ ,  $\alpha_3$  และ  $\alpha_4$  ที่ได้จากขั้นตอนที่ 2 มาแทนค่าในแบบจำลอง Modified Jones ในสมการต่อไปนี้

$$NDAC_{i,t} = \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_3(PPE_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_4(ROA_{i,t})$$

โดยที่	$NDAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย	รายการคงค้างจากการดำเนินงานของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$\alpha$	แทนค่าด้วย	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของแบบจำลองของตัวแปรที่ 1, 2, 3 และ 4
	$A_{i,t-1}$	แทนค่าด้วย	สินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t-1$
	$\Delta REV_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
	$\Delta REC_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้า ในปีที่ $t$
	$PPE_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิรวม ในปีที่ $t$
	$ROA_{i,t}$	แทนค่าด้วย	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

**ขั้นตอนที่ 4** นำเอาผลลัพธ์ในการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารจากสมการที่ 3 นำมาคำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารโดยนำมาลบกับรายการคงค้างทั้งสิ้น

$DAC_{i,t}$	=	$TA_t$	-	$NDAC_{i,t}$
$DAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย			รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารบริษัท $i$ ในปีที่ $t$
$TA_t$	แทนค่าด้วย			รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ปีที่ $t$
$NDAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย			รายการคงค้างจากการดำเนินงานของบริษัท $i$ ในปีที่ $t$

จะเห็นได้ว่า Kothari et al. นำผลการดำเนินงานมาปรับเป็นส่วนหนึ่งของสมการ The Modified Jones Model เดิม เพื่อพัฒนาประสิทธิภาพการวัดค่าจากโมเดลเดิม อย่างไรก็ตาม Dechow et al. (2010) กล่าวว่า การพัฒนาโมเดลดังกล่าวสามารถอธิบายความแตกต่างดังกล่าวได้เพียง 10-12% ในรายการคงค้างดังกล่าว เหมือนกับการนำตัวแปรดังกล่าวเข้าไปวัดให้เกิดความแปรปรวนใน

รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจผู้บริหาร และควรจะใช้โมเดลนี้เมื่อต้องการประยุกต์ใช้หาความสัมพันธ์เกี่ยวกับผลดำเนินงานที่สำคัญ

Yoon et al. (2006, pp. 85-109) ในงานวิจัยก่อนหน้าของ Yoon et al. (2002, pp. 395-412) ได้ทำการทดสอบการจัดการกำไรโดยใช้ตัวแบบ The Modified Jones Model และมีปรากฏข้อสันนิษฐานที่เป็นหลักฐานว่าโมเดลดังกล่าวไม่เหมาะสำหรับการทดสอบกิจการตามบริบทของประเทศเกาหลี จากงานวิจัยครั้งนี้ Yoon et al. ได้ประยุกต์ใช้การพัฒนาโมเดลโดยใช้พื้นฐานโมเดล The Modified Jones Model เดิมโดยทำการแยกกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานออกจากรายการคงค้างรวม และโมเดลนี้จะทำให้รายการคงค้างที่ปกติที่จะขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงของยอดขายที่ได้รับเป็นเงินสด การเปลี่ยนค่าใช้จ่ายที่จ่ายเงินสดและค่าใช้จ่ายบางรายการที่ไม่ได้จ่ายเป็นเงินสด ที่ประกอบไปด้วยค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับผลประโยชน์พนักงาน โดยมีวิธีการคำนวณหารายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารดังสมการต่อไปนี้

**สมการที่ 1** คำนวณหามูลค่าของรายการตามเกณฑ์คงค้างรวมทั้งสิ้นตามแนวคิดผ่านงบแสดงฐานะการเงิน โดยสมการต่อไปนี้

$$TA_t = (NI_t - CFO_t) / REV_{i,t}$$

โดยที่  $TA_t$  แทนค่าด้วย รายการตามเกณฑ์คงค้างรวม ปีที่  $t$

$NI_t$  แทนค่าด้วย กำไรสุทธิ ปีที่  $t$

$CFO_t$  แทนค่าด้วย กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสุทธิ ปีที่  $t$

$REV_{i,t}$  แทนค่าด้วย รายได้สุทธิ ปีที่  $t$

**สมการที่ 2** นำค่ารายการคงค้างที่ได้รับจากสมการที่ 1 เข้าสู่ตัวแบบในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์กำลังสองน้อยสุด (Ordinary Least Square Method: OLS) เพื่อนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการที่ 2 นี้ นำไปประมาณค่าในสมการที่ 3 ต่อไป โดยมีสมการดังนี้

$$TA_{i,t}/REV_{i,t} = \alpha_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t} / REV_{i,t}) + \alpha_2(\Delta EXP_{i,t} - \Delta PAY_{i,t} / REV_{i,t}) + \alpha_3(DEP_{i,t} + PEN_{i,t} / REV_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่  $TA$  แทนค่าด้วย รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ปีที่  $t$

$REV$  แทนค่าด้วย รายได้สุทธิ ปีที่  $t$

$\alpha$	แทนค่าด้วย	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของแบบจำลองของตัวแปรที่ 1, 2 และ 3
$\Delta REV_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\Delta REC_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้สุทธิของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\Delta EXP_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของผลรวมต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่จ่ายเป็นเงินสดของบริษัท $i$ ในปี $t$
$\Delta PAY_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงยอดเจ้าหนี้การค้าของบริษัท $i$ ในปี $t$
$DEP_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่าเสื่อมราคาของบริษัท $i$ ในปี $t$
$PEN_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับผลประโยชน์พนักงาน $i$ ในปี $t$
$\varepsilon_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่า error จากการประมาณการของบริษัท $i$ ในปี $t$

**สมการที่ 3** คำนวณค่าของรายการตามเกณฑ์คงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Non-Discretionary Accruals) โดยนำค่าสัมประสิทธิ์จากสมการที่ 2 หรือค่า  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  และ  $\alpha_3$  มาแทนในสมการที่ 3 ตามสมการต่อไปนี้

$$NDAC_{i,t} = \alpha_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t} / REV_{i,t}) + \alpha_2(\Delta EXP_{i,t} - \Delta PAY_{i,t} / REV_{i,t}) + \alpha_3(DEP_{i,t} + PEN_{i,t} / REV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

โดยที่	$NDAC_{i,t}$	แทนค่าด้วย	รายการคงค้างจากการดำเนินงานของบริษัท $i$ ในปี $t$
	$REV$	แทนค่าด้วย	รายได้สุทธิ ปีที่ $t$
	$\alpha$	แทนค่าด้วย	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเชิงเส้นของแบบจำลองของตัวแปรที่ 1, 2 และ 3
	$\Delta REV_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท $i$ ในปี $t$
	$\Delta REC_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้สุทธิของบริษัท $i$ ในปี $t$
	$\Delta EXP_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงของผลรวมต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารไม่รวมค่าใช้จ่ายที่ไม่จ่ายเป็นเงินสดของบริษัท $i$ ในปี $t$
	$\Delta PAY_{i,t}$	แทนค่าด้วย	การเปลี่ยนแปลงยอดเจ้าหนี้การค้าบริษัท $i$ ในปี $t$
	$DEP_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่าเสื่อมราคาของบริษัท $i$ ในปี $t$
	$PEN_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน $i$ ในปี $t$
	$\varepsilon_{i,t}$	แทนค่าด้วย	ค่า error จากการประมาณการของบริษัท $i$ ในปี $t$

**สมการที่ 4** นำเอาผลลัพธ์ในการคำนวณค่ารายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร นำมาคำนวณรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร โดยนำมาลบกับรายการคงค้างทั้งสิ้น

$$DAC_{i,t} = TA_t - NDAC_{i,t}$$

DAC<sub>i,t</sub> แทนค่าด้วย รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร บริษัท i ในปี t

TA<sub>t</sub> แทนค่าด้วย รายการคงค้างรวมทั้งสิ้น ปีที่ t

NDAC<sub>i,t</sub> แทนค่าด้วย รายการคงค้างจากการดำเนินงานของบริษัท i ในปี t

ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้นำแนวคิดตามตัวแบบ Kothari Model (2005, pp. 163-197) และแนวคิดตามตัวแบบ Yoon Model (2006, pp. 85-109) ในการวัดค่าตัวแปรการจัดการกำไรเพื่อคำนวณหารายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารให้ได้ผลลัพธ์ในการจัดการกำไรในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์และมีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยใช้ทั้งสิ้น 2 โมเดล นำไปหาค่ามาตรฐานทางสถิติ โมเดลมีลักษณะการวัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหารที่แตกต่างกัน และมีองค์ประกอบที่แตกต่างกันไป การเลือกวิธีการวัดการจัดการกำไรอาจจะก่อให้เกิดอคติ (Bias) เป็นสาเหตุของการเลือกใช้โมเดลในการตรวจวัดการจัดการกำไรมากกว่า 1 โมเดล (Peasnell et. al., 1999, p. 5; Riahi & Omri, 2013, pp. 281-295) และเหตุผลที่เลือกใช้ตัวแบบ Kothari Model เนื่องจากได้พัฒนาสมมติฐานและได้ใส่ตัวแปรที่พิจารณาผลการดำเนินงานเข้าไป ทำให้ได้ค่าทางสถิติที่อธิบายได้ดีขึ้น และเลือกใช้ Yoon Model เนื่องจากได้พัฒนาใช้ในประเภทเกาหลี ซึ่งอยู่ในทวีปเอเชียซึ่งจะมีลักษณะและบริบทใกล้เคียงกับประเทศไทยมากกว่า มาใช้ในการวัดตัวแปรอิทธิพลจากการจัดการกำไร



ตารางที่ 2.1 สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดการจัดการกำไร	ตัวแปรตามที่ใช้วัด ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Chaney and Lewis (1994)	กิจการจำนวน 489 กิจการในสหรัฐฯ	แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร	โมเดลความไม่สมมาตรของข้อมูลของ Chaney and Lewis (1993)	+
Beatty and Harris (1999)	กิจการภาครัฐและกิจการภาคเอกชน	แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร	ผลกระทบจากภาษี ต้นทุนตัวแทนและความไม่สมมาตรข้อมูล	+
Richardson (2000)	กิจการในตลาด NYSE	The Modified Jones Model (1995)	ความไม่สมมาตรตามแนวคิดส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย	+
Cheng (2006)	กิจการจำนวน 279 กิจการโดยมองเป็น 11,868 เดือน กิจการในได้วัน	Cross-Sectional Model	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	+
Chang et al. (2008)	กิจการที่ได้รับจากฐานข้อมูล Securities Data Company ตั้งแต่ปี 1989 -2000	The Modified Jones Model (1995)	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจาก อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Abnormal Return)	+
Chu and Song (2010)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย จำนวน 180 กิจการ จากช่วงปี 1998-2004	การจัดการกำไรตามแนวคิดพื้นฐาน The Modified Jones Model (1995)	ความไม่สมมาตรตามแนวคิด ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย, Abnormal Return	+
Bhattacharya (2012)	บริษัทในตลาด NYSE และ NASDAQ ช่วงปี 1998-2007	The Modified Jones Model ที่ปรับปรุงโดย McNichols (2002) มองในส่วนคุณภาพกำไร	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่มี ส่วนประกอบของผลตอบแทนเกินปกติ	+
Abad et al. (2016)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศสเปน ตั้งแต่ ค.ศ. 2001 – 2008	โมเดลสำหรับวัดการจัดการกำไร 3 โมเดลตามงานวิจัยของ Roychowdhury (2006)	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	+

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดการจัดการกำไร	ตัวแปรตามที่ใช้วัด ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Cormier et al. (2013)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐฯ	การจัดการกำไรตาม Cross-Sectional Model	ความไม่สมมาตรตามแนวคิดส่วนต่าง ระหว่างราคาและผลต่างปริมาณเสนอซื้อ ขาย	+
Dadbeh and Mogharebi (2013)	กิจการจำนวน 47 กิจการในตลาด หลักทรัพย์ประเทศเดหะราน	การจัดการกำไรตามแนวคิด DD Model	ความไม่สมมาตร ส่วนต่างระหว่างราคา เสนอซื้อขายและผลต่างปริมาณ (Volume Trading)	+
Dai et al. (2013)	กิจการในประเทศจีน	การจัดการกำไรตาม DD Model	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจาก อัตรา ผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)	+
Lasdi (2013)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงวิกฤตทางการเงินปี 2008-2009	The Modified Jones Model (1995)	ความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยพิจารณา ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย, R&D	+
Kraft et al. (2014)	ฐานข้อมูล The First Call's Company Issued Guidance (CIG) ปี 1996-2010	การจัดการกำไรตามแนวคิด Cross- Sectional Model	ความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการซื้อขาย เงินลงทุนของผู้บริหาร	+
Cerqueira and Pereira (2015)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐฯ	ตัวแบบ Kothari et al. 2005	ความไม่สมมาตรของข้อมูลตามแนวคิด ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขายใช้ high-to-low ratios ผลต่างปริมาณเสนอ ซื้อและขาย	+

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดการจัดการกำไร	ตัวแปรตามที่ใช้วัด ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Li and Zaiats (2016)	กิจการจำนวน 12,672 กิจการจาก 19 ประเทศ ระหว่างปี 1994-2010	การจัดการผ่านรายการคงค้าง	สภาพแวดล้อมของข้อมูล	+
Wang (2017)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศไต้หวัน	การจัดการกำไรตาม Kothari et al. 2005	ความไม่สมมาตรของข้อมูลวัดจากคุณภาพของข้อมูล, Abnormal Return	+
Seresht et al. (2015)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศเตหะราน จำนวน 69 กิจการในช่วงปี 2003– 2013	การจัดการกำไรตาม The Modified Jones Model (1995)	ความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยพิจารณาส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย	N/A
Salimi and Naslmosavi (2015)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศเตหะราน ในช่วงปี 2008-2012	การจัดการกำไรตาม The Modified Jones Model (1995)	ส่วนต่างระหว่างราคาเสนอซื้อขาย, ส่วนต่างปริมาตรซื้อขายในลักษณะตาม Nektash & Chiang (1986)	-

### การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)

กรรมการของบริษัทหนึ่งอาจจะเข้ามาเป็นผู้บริหารของกิจการหากกรรมการคนดังกล่าว ได้ถือหุ้นในสัดส่วนที่มากกว่าผู้ถือหุ้นรายอื่น อาจจะดูไม่เป็นผลดีตามที่คาดหมาย ถ้ากรรมการเฝ้าดูและคาดการณ์เกี่ยวกับการค้าซึ่งผู้เป็นหุ้นส่วนที่จะสื่อสารกันเพียงเรื่องกำไรหรือขาดทุน กรรมการจะทำการใส่ใจในรายละเอียดเล็กมากกว่าเกียรติของพวกเขา และเป็นเรื่องง่ายในการทำที่สิ่งที่เขาต้องการ ก่อให้เกิดความประมาทและพุ่มเฟิยหรืออาจจะเหนือกว่านั้นจากการที่เขาเข้ามาบริหารกิจการ (Adam Smith, 1776, p. 9) การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเข้ามามีบทบาทที่เข้ามาดูแลในเรื่องโครงสร้างและกระบวนการความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการหรือฝ่ายผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันนำไปสู่ความเจริญเติบโตอย่างยั่งยืน (คณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์, 2545, หน้า 389-391) การจัดการควรจะตระหนักในเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีในกิจการให้มากขึ้น (Loh & Venkatraman et al., 1993, pp. 2-31) ตามทฤษฎีตัวแทน ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่ได้เป็นผู้มีส่วนร่วมในการบริหารจัดการเองซึ่งต้องอาศัยตัวการ คือผู้บริหารเข้ามาบริหารงานและจัดการกิจการให้เป็นไปตามเป้าหมาย อาจจะก่อให้เกิดปัญหาของการเป็นตัวแทนได้ เนื่องจากผู้บริหารจะไปมุ่งเน้นการควบคุม ดำเนินงานตัดสินใจเพื่อเพิ่มประโยชน์ให้ตนเองมากกว่าการเพิ่มขึ้นของผลประโยชน์ของตัวการ ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียต้องเสียต้นทุนตัวแทนในการติดตามตรวจสอบการดำเนินงานตามนโยบายของตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976, p. 307; Loh & Venkatraman et al., 1993, pp. 2-31) การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเข้ามามีส่วนสำคัญในการควบคุมดังกล่าว

การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้กิจการประสบความสำเร็จ และทำให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับการคุ้มครองและลดความเสี่ยงจากการลงทุน การกำกับดูแลกิจการที่ดีหากพิจารณาจริงๆ มีเพียงสองสิ่งได้แก่ การกำกับดูแลที่ดีสามารถช่วยให้ผู้บริหารของกิจการได้รับทิศทางในการดำเนินกิจการ หมายถึงการได้แนวทางการปฏิบัติงาน และผู้จัดการต้องไม่ปกปิดหรือบิดเบือนข้อเท็จจริง (Vermeeren, 2006, pp. 2-12) การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีความสำคัญต่อบริษัทเนื่องจากจะแสดงให้เห็นถึงมีระบบบริหารจัดการที่ประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ เป็นการเพิ่มความมั่นใจและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย ผู้ที่เกี่ยวข้องกับทุกฝ่าย และนำไปสู่การสร้างความมั่นคงเจริญก้าวหน้าอาจจะกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเจริญเติบโตด้วยความยั่งยืนต่อไป (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557, หน้า 1-70)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) จึงหมายถึงระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของกิจการที่สามารถควบคุมบริษัทโดยผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการทำหน้าที่แทนตนในการตัดสินใจในเรื่องที่สำคัญของบริษัทและบริษัทควรส่งเสริมสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นเช่นกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557, หน้า 1-70) สิทธิของผู้ถือหุ้นคือการซื้อขายหรือโอนหุ้น การมีส่วนแบ่งในกำไรของบริษัท การได้รับข้อมูลข่าวสารด้วยความเพียงพอต่อการตัดสินใจ และสิทธิในการเข้าร่วมประชุมเพื่อใช้สิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการแต่งตั้งและเพิกถอนกรรมการ แต่งตั้งผู้สอบและตัดสินใจเรื่องที่มีผลกระทบต่อบริษัทมีสิทธิในการเข้าร่วมประชุม และได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการพิจารณาเรื่องในที่ประชุม และสามารถซักถามกรรมการในที่ประชุมหรือสอบถามล่วงหน้าก่อนวาระการประชุม ดังนั้นคณะกรรมการจึงต้องตระหนักและให้ความสำคัญถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นด้วย

การพัฒนาของระบบเศรษฐกิจโลกเป็นแหล่งกำเนิดการจัดการใหม่ๆ ที่มีความหลากหลาย (Loh & Venkatraman et al., 1993, pp. 2-31) ทำให้เกิดกรอบแนวคิดใหม่ในการบริหารจัดการให้องค์กร โดยมีองค์ประกอบคือ การเต็มไปด้วยความรับผิดชอบ มีหนี้สินอยู่อย่างจำกัด เป็นศูนย์กลางของการบริหารงาน มีการแลกเปลี่ยน และมีความต่อเนื่อง เป็นหลักการที่เป็นการแบ่งหน้าที่เจ้าของและ ผู้ควบคุมเป็นการลดต้นทุนตัวแทนลง เป็นศูนย์กลางของการบริหารจัดการคือความน่าจะเป็นที่สำคัญที่สุดในการบริหารองค์กร ซึ่งเป็นตัวผลักดันให้ผู้บริหารปฏิบัติตามและสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ การบริหารที่ทำให้เกิดการเจริญเติบโต (Vermeeren, 2006, pp. 2-12) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยและทั่วโลกได้กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อเสริมสร้างความเข้มแข็งให้เกิดขึ้นแก่ตัวกิจการและเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ภายใต้อิทธิพลของภาวะเศรษฐกิจของโลกมีหลากหลายบริษัทขนาดใหญ่เช่น บริษัท เอนรอน และบริษัท เวิลด์คอม และอื่นๆ ล้มละลายเป็นเหตุการณ์ที่ชี้ชัดว่าองค์กรหลากหลายองค์กรขาดการควบคุมกำกับดูแลที่ดี จึงเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดกฎหมายที่เรียกว่า Sarbanes-Oxley Act ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2002 เป็นการป้องกันและคุ้มครองนักลงทุน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันและคุ้มครองนักลงทุน ให้เกิดความโปร่งใส และการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นธรรม (ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร, 2556, หน้า 92-119) และมีสาระสำคัญ 5 ประเด็น คือ ความรับผิดชอบขององค์กรที่มีต่อการรายงานทางการเงิน การเปิดเผยข้อมูลในรายงาน

ประจำงวด การประเมินการควบคุมภายในของฝ่ายบริหารอย่างต่อเนื่อง การเปิดเผยข้อมูลและข่าวสารปัจจุบันขององค์กร และกำหนดบทลงโทษของการกระทำผิดที่ผู้บริหารและคณะกรรมการต้องร่วมกันรับผิดชอบต่อความถูกต้องของข้อมูล (Sarbanes-Oxley Act, 2002) และหลายๆ ประเทศก็เล็งเห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและได้ปรับมาใช้ให้สอดคล้องกับประเทศของตน โดยมีวัตถุประสงค์ที่คล้ายคลึงกัน

การพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้เริ่มต้นตั้งแต่หลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจปี 2540 ประเทศไทยได้ให้ความสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ จึงได้ทำการพัฒนาหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างต่อเนื่องจนกระทั่งปี 2545 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ผนวกให้เกิดการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและผลประโยชน์จากการกำกับดูแลกิจการที่ดี และรัฐบาลก็ได้ประกาศให้เป็น ปีบรรษัทภิบาลและจัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น เพื่อให้เกิดการหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่เป็นรูปธรรม (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560: ออนไลน์) โดยมีวัตถุประสงค์ของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นแล้ว กิจการต้องสามารถปรับตัวให้มีความเหมาะสมกับการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เพื่อให้กิจการอยู่รอดเติบโตพัฒนาต่อไปได้ในระยะยาว การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแลกิจการที่ดีและกลไกมาตรการที่ใช้กำกับตัดสินใจของคนในองค์กรให้บรรลุวัตถุประสงค์ รวมถึงการกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลัก การกำหนดกลยุทธ์ นโยบายและการพิจารณาการอนุมัติแผนงานหรือการจัดทำงบประมาณ และการติดตามประเมินผลจากการดูแลการรายงานผลการดำเนินงาน เพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ The Organization for Economic Co-Operation and Development: OECD Principles of Corporate Governance 2015 การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถนำไปสู่ผล (Governance Outcome) เช่น สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดีโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and performance with long-term perspective) การประกอบธุรกิจโดยอยู่ในหลักจริยธรรม การเคารพสิทธิ และการมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and responsible business) การมีประโยชน์ต่อสังคม และพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อม (Good Corporate Citizenship) ความสามารถปรับตัวได้แม้ภายใต้ปัจจัยจะมีการเปลี่ยนแปลง (Corporate Resilience) หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ต้องตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ในฐานะผู้นำที่เป็นผู้สร้างคุณค่าให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการให้เป็นไปเพื่อความยั่งยืน การเสริมสร้างคณะกรรมการที่เกิดประสิทธิผล การจัดสรรและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและบุคลากร

จัดให้มีการส่งเสริมวัฒนธรรม และการประกอบธุรกิจที่เต็มไปด้วยความรับผิดชอบจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและเกิดการควบคุมภายในที่เหมาะสม การดูแลกำกับให้รักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและสนับสนุนการเปิดเผยข้อมูล การมีส่วนร่วมในการสนับสนุนและการสื่อสารแก่ผู้ถือหุ้น บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องนำหลักการไปปฏิบัติให้มากที่สุดและชี้แจงเหตุผล (Comply or Explain) ซึ่งอาจจะนำไปปรับใช้ให้มีความเหมาะสมตามสภาพการณ์ของแต่ละกิจการ และการเปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติงาน กิจการต้องเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และแบ่งเป็นหลักปฏิบัติดังนี้

1. การตระหนักถึงบทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการในฐานะผู้นำองค์กรที่ต้องสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ และกำกับดูแลให้องค์กรมีการบริหารจัดการที่ดี โดยกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมาย การกำหนดกลยุทธ์และนโยบายการดำเนินงาน การจัดสรรทรัพยากรที่สำคัญ การติดตามประเมินผล และการดูแลการรายงานผลการดำเนินงานขององค์กร โดยมีแนวปฏิบัติคือการกำหนดความสำเร็จของการดำเนินกิจการต้องคำนึงถึงความมีจริยธรรมและผลกระทบต่อสังคม ไม่ใช่เพียงแต่ผลประโยชน์ ผลประกอบการ คณะกรรมการมีบทบาทในการสร้างหรือขับเคลื่อนวัฒนธรรมองค์กร ควรจัดให้มีนโยบายสำหรับกรรมการและผู้บริหารเป็นลายลักษณ์อักษร อีกทั้งจัดให้มีการสื่อสารให้กรรมการ ผู้บริหารและพนักงานทุกคนเข้าใจถึงการขับเคลื่อนกลไกที่เอื้อต่อการปฏิบัติงานจริง

2. การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการเพื่อความยั่งยืน คณะกรรมการต้องกำหนดหรือดูแลควบคุมให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์หลัก หรือเป้าหมายหลักของกิจการเพื่อความยั่งยืน โดยสร้างคุณค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย การกำหนดวัตถุประสงค์และเป้าหมายหลักของกิจการโดยนำเทคโนโลยีมาใช้ให้เหมาะสม โดยพิจารณาสภาพแวดล้อมและการเปลี่ยนแปลงทางปัจจัยต่างๆ ความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย ความพร้อมและความชำนาญ ความสามารถในการแข่งขันของกิจการ และการเกิดค่าความนิยภายในองค์กรที่ดีที่สะท้อนถึงความรับผิดชอบในผลการกระทำ ความเที่ยงธรรม ความโปร่งใส ความเอาใจใส่ การส่งเสริมให้เกิดการสื่อสารและเสริมสร้างให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์และสอดคล้องกับเป้าหมายหลักเกณฑ์ที่สะท้อนเป็นไปตามผลการตัดสินใจและการดำเนินงานของบุคคลกรในทุกระดับ สนับสนุนให้มีการจัดทำหรือทบทวนวัตถุประสงค์ เป้าหมายและกลยุทธ์สำหรับระยะเวลาปานกลางและยาว เพื่อให้เกิดความมั่นใจในกลยุทธ์และแผนงานประจำปี คณะกรรมการควรดูแลให้มีการวิเคราะห์สภาพแวดล้อมและปัจจัยความเสี่ยงต่างๆ ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสีย หรือกระทบต่อเป้าหมายหลักกิจการ โดยระบุวิธีการ กระบวนการ ช่องทางการสื่อสารระหว่างผู้มีส่วนได้เสียและกิจการ ระบุผู้มีส่วนได้เสีย

กับกิจการทั้งภายในและภายนอก และระบุประเด็นและความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสีย ควรกำหนดให้มีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและมีศักยภาพของกิจการกำหนด เป้าหมายทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน เผยแพร่วัตถุประสงค์และเป้าหมายให้ทราบไปทั่วองค์กร และมีการจัดสรรทรัพยากรและการควบคุมการดำเนินงานให้มีความเหมาะสม และจัดให้มี ผู้รับผิดชอบในการดูแลและติดตามผลการดำเนินงาน

3. การเสริมสร้างคณะกรรมการที่มีประสิทธิผล โดยคณะกรรมการต้องประกอบไปด้วย คณะกรรมการที่มีคุณสมบัติที่มีความหลากหลายในด้านทักษะ ประสบการณ์มีความสามารถหรือ มีคุณลักษณะเฉพาะด้าน โดยอาจจะจัดทำตารางสรุปองค์ประกอบความรู้ความชำนาญของ กรรมการที่เหมาะสม เพื่อให้มั่นใจว่าจะได้รับคณะกรรมการที่มีคุณสมบัติที่เหมาะสมและ ตอบสนองต่อความต้องการผู้มีส่วนได้เสียควรมีอย่างน้อย 1 คนที่มีประสบการณ์ในทางธุรกิจ ต้อง มีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คนและไม่เกิน 12 คนขึ้นอยู่กับประเภทธุรกิจ คณะกรรมการควรมีสัดส่วน ระหว่างกรรมการที่เป็นผู้บริหารและกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารที่สะท้อนอำนาจถ่วงดุล ระหว่างกัน และเปิดเผยนโยบายและการกำหนดองค์ประกอบของคณะกรรมการโดยระบุข้อมูล กรรมการ เช่น อายุ เพศ ประวัติการศึกษา ประสบการณ์และสัดส่วนของการถือหุ้น ที่ปรากฏ ในรายงานประจำปีหรือเว็บไซต์กิจการ

คณะกรรมการควรคัดเลือกให้มีความเหมาะสมและให้ความมั่นใจว่าองค์ประกอบและ การดำเนินงานของคณะกรรมการใช้การดุลยพินิจในการตัดสินใจอย่างมีอิสระ จึงควรมีลักษณะ ประธานกรรมการควรเป็นกรรมการอิสระ ควรแยกตำแหน่งประธานและกรรมการผู้จัดการใหญ่ ให้ชัดเจน โดยประธานกรรมการต้องมีบทบาทในการเป็นผู้นำในการกำกับ ติดตามและดูแลให้ มั่นใจว่าการปฏิบัติหน้าที่ของกรรมการเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและบรรลุมุ่งวัตถุประสงค์ การ ดูแลให้ความมั่นใจว่ากรรมการทุกคนต้องมีส่วนร่วม กำหนดวาระการประชุมคณะกรรมการโดย หารือร่วมกันระหว่างกรรมการ และจัดสรรเวลาให้เพียงพอต่อการอภิปรายและนำเสนอเรื่อง และ เสริมสร้างความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการผู้บริหารและกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหาร หากไม่แยก หน้าที่กรรมการหรือกรรมการผู้จัดการออกจากกันอย่างชัดเจน เช่นประธานกรรมการและกรรมการ ผู้จัดการใหญ่เป็นคนเดียวกันหรือเป็นบุคคลในครอบครัวเดียวกันหรือมีความไม่เป็นอิสระจึงต้อง ส่งเสริมการให้เกิดการถ่วงดุลอำนาจหน้าที่ความรับผิดชอบ กรรมการก็ควรประกอบไปด้วย กรรมการอิสระไม่น้อยกว่าครึ่งหนึ่ง คณะกรรมการต้องมีการดำรงตำแหน่งต่อเนื่องได้ไม่เกิน 9 ปี กรรมการควรดูแลให้มีการเปิดเผยบทบาทและหน้าที่ของคณะกรรมการและคณะกรรมการชุดย่อย ทั้งจำนวนครั้งในการประชุมและจำนวนครั้งที่กรรมการแต่ละคนเข้าร่วมประชุม คณะกรรมการ



สมาชิกส่วนใหญ่และประธานควรเป็นกรรมการอิสระ และควรมีการเปิดเผยข้อมูลของที่ปรึกษาไว้ในรายงานประจำปี

คณะกรรมการควรพิจารณาให้โครงสร้างและอัตราค่าตอบแทนให้มีความเหมาะสม และสร้างความรับผิดชอบและจูงใจให้กรรมการบริหารนำพองค์กรให้ไปตามแผนดำเนินงานและเป้าหมาย คณะกรรมการควรกำหนดหลักเกณฑ์ในการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นให้พิจารณาประสิทธิภาพการทำงานของคณะกรรมการ ควรกำหนดให้กรรมการคนเดียวขึ้นไปดำรงตำแหน่งให้เหมาะสมและไม่ควรเกิน 5 บริษัท เนื่องจากประสิทธิภาพการดำเนินงานจะลดลง หากดำรงในตำแหน่งกรรมการหรือผู้บริหาร ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อมหากมีความขัดแย้ง หรือโอกาสในการใช้ข้อมูล ที่เอื้อประโยชน์ให้ตนเอง ต้องมีมาตรการป้องกันและแจ้งให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นทราบ และต้องประชุมไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนประชุมกรรมการ

การแต่งตั้งบุคลากรให้ไปเป็นกรรมการผู้มีอำนาจในการควบคุมบริษัทย่อยควรกำหนดไว้เป็นลายลักษณ์อักษร หากเป็นบริษัทร่วมแล้วมีนัยสำคัญในการลงทุนเพิ่มเติมควรจัดให้มีการทำ “Shareholders’ agreement” หรือข้อตกลงเพื่อป้องกันการขัดแย้ง และใช้ข้อมูลในการทำงานการเงินของบริษัท การจัดให้มีการประชุมอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง การประเมินผลจะทำเป็นรายบุคคลหรือเป็นรายคณะต้องพิจารณาวิธีการประเมิน คณะกรรมการอาจพิจารณาจัดให้มีที่ปรึกษาภายนอกในการช่วยกำหนดแนวทาง และประเมินผลการปฏิบัติงานอย่างน้อยทุก ๆ 3 ปี

คณะกรรมการควรมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้ทั้งคณะกรรมการและกรรมการแต่ละคนมีความรู้ความเข้าใจเพียงพอ คณะกรรมการสามารถดูแลให้ความมั่นใจว่าการดำเนินงานของคณะกรรมการจะมีความเรียบร้อยและเข้าถึงข้อมูลที่เป็นและเหมาะสมต่อการสนับสนุนการดำเนินงานของคณะกรรมการ มีการจัดให้มีกำหนดการประชุมและวาระการประชุมล่วงหน้า จำนวนครั้งการประชุมพิจารณาให้มีความเหมาะสมกับภาระหน้าที่ความรับผิดชอบที่เกี่ยวข้องกับลักษณะของธุรกิจไม่ควรน้อยกว่า 6 ครั้งต่อปี กรรมการมีอิสระในการนำเสนอ และเอกสารการประชุมจะถูกส่งล่วงหน้าประมาณ 5 วันทำการก่อนประชุม คณะกรรมการเชิญให้ผู้บริหารระดับสูงเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการเพื่อให้สามารถให้รายละเอียดได้เกี่ยวข้องกับปัญหาโดยตรง คณะกรรมการมีสิทธิ์เข้าถึงสารสนเทศที่มีความจำเป็น ควรกำหนดให้มีเลขานุการบริษัทที่เหมาะสม และมีความรู้ความสามารถในการปฏิบัติหน้าที่

4. การสรรหาและพัฒนาผู้บริหารระดับสูงและการบริหารงานของบุคลากร คณะกรรมการควรพิจารณาอบหมายให้คณะกรรมการสรรหาพิจารณาหลักเกณฑ์และวิธีการสรรหาบุคลากรที่มีคุณสมบัติเหมาะสมกับตำแหน่งผู้จัดการใหญ่ และเพื่อความต่อเนื่อง ในการดำเนินงานควรกำกับ

ดูแลกิจการที่ดีให้มีแผนสืบทอดตำแหน่งหน้าที่ เพื่อเป็นการสืบทอดตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ และผู้บริหารที่ระดับสูง รายงานให้มีความต่อเนื่องเป็นระยะอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และควรส่งเสริม และให้การสนับสนุนให้เพิ่มพูนความรู้และประสบการณ์ที่เป็นประโยชน์ต่อการบริหารงานองค์กร

ควรมีการกำหนดโครงสร้างค่าตอบแทนและมีการประเมินผลที่มีความเหมาะสม เพื่อให้เป็นแรงจูงใจให้กรรมการและผู้จัดการใหญ่ ผู้บริหารระดับสูง และบุคลากรอื่นๆ ที่ได้ปฏิบัติงานทุกระดับ เพื่อให้เกิดความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์และเป้าหมายของกิจการ และสอดคล้องกับผลประโยชน์ระยะยาว เช่น ความเหมาะสมของสัดส่วนค่าตอบแทน กำหนดนโยบายเกี่ยวกับการจ่ายค่าตอบแทน และเกณฑ์การประเมินผลและทำการสื่อสารให้ทราบเป็นที่ประจักษ์ คณะกรรมการที่ไม่รวมเป็นคณะกรรมการบริหารควรมีส่วนร่วมและบทบาทในการกำหนดการจ่ายค่าตอบแทนและประเมินผล ซึ่งคณะกรรมการควรเห็นชอบหลักเกณฑ์และเกณฑ์ในการประเมินผล ตลอดจนทำการอนุมัติตามโครงสร้างผลตอบแทน

คณะกรรมการต้องทำความเข้าใจในโครงสร้างและความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น ซึ่งอยู่ในรูปแบบของข้อตกลงภายในใดก็ตามไม่ว่าจะทำไว้เป็นลายลักษณ์อักษรหรือไม่ และคณะกรรมการไม่ควรให้เรื่องดังกล่าวเป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติหน้าที่ และควรเปิดเผยข้อมูลตามข้อตกลงต่าง ๆ ที่มีผลต่อการควบคุมกิจการ คณะกรรมการควรติดตามดูแลการบริหารและพัฒนาบุคลากรให้มีความรู้ ทักษะ ประสบการณ์และมีแรงจูงใจที่เหมาะสม

5. การส่งเสริมวัฒนธรรมและการประกอบธุรกิจด้วยความรับผิดชอบ ซึ่งคณะกรรมการควรให้ความสำคัญกับการสร้างวัฒนธรรมขององค์กรที่ก่อให้เกิดนวัตกรรม และนำไปเป็นส่วนหนึ่งในการวางแผนกลยุทธ์ วางแผนพัฒนาการปรับปรุงการดำเนินงานและติดตามผล เพิ่มคุณค่าให้กิจการตามสภาพปัจจัยแวดล้อมที่มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา อาจอยู่ในรูปแบบธุรกิจ (Business Model) มุมมองในการออกแบบพัฒนากิจการ และปรับปรุงกระบวนการต่างๆ ในการประกอบธุรกิจ และดูแลให้เกิดกลไกที่ให้ความเชื่อมั่นว่ากิจการได้ประกอบธุรกิจด้วยความมีจริยธรรมมีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม ไม่ละเมิดในสิทธิของผู้มีส่วนได้เสีย และทำให้บรรลุวัตถุประสงค์ และต้องครอบคลุมในเรื่องความรับผิดชอบต่อพนักงานและลูกจ้าง ให้เป็นไปตามกฎหมายและมาตรฐานและเคารพสิทธิทางมนุษยชน มีความรับผิดชอบต่อลูกค้าโดยคำนึงถึงสุขภาพ ความปลอดภัย ความเป็นธรรม และการรักษาความลับลูกค้า ให้บริการหลังการขาย และติดตามวัดประเมินผลความพึงพอใจเพื่อนำผลมาพัฒนาปรับปรุงสินค้าและบริการ ส่งเสริมการขายและมีความรับผิดชอบต่อลูกค้าเกิดความเข้าใจผิดพลาด ความรับผิดชอบต่อผู้ค้า จัดทำกระบวนการตามเงื่อนไขข้อตกลงในสัญญาที่เป็นธรรม ความรับผิดชอบต่อชุมชนนำความรู้

และประสบการณ์ทางธุรกิจมาพัฒนาโครงการที่สามารถเสริมสร้างผลประโยชน์ต่อสังคม โดยมีรูปแบบ มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมโดยทำการป้องกัน ลด และจัดการให้เกิดความมั่นใจว่ากิจการจะไม่สร้างผลกระทบในทางที่ไม่ดีต่อสิ่งแวดล้อม ทำการแข่งขันอย่างเป็นธรรมมีการเปิดเผยข้อมูลและมีความโปร่งใสไม่สร้างความได้เปรียบโดยผิดหลักจริยธรรม ไม่กระทำการทุจริตหรือคอร์รัปชัน บริษัทควรมีนโยบายการต่อต้านการกระทำการทุจริตและคอร์รัปชัน (Corruption) ต่อสาธารณะ สนับสนุนให้บุคคลที่เกี่ยวข้องร่วมต่อต้านเป็นทวิภาคี

คณะกรรมการควรติดตามดูแลให้ฝ่ายจัดการจัดสรรและจัดการทรัพยากรให้เป็นไปด้วยความมีประสิทธิภาพตลอดกระบวนการ (Value Chain) เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์และเป้าหมายได้อย่างยั่งยืน กำหนดกรอบแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีและบริหารจัดการ โดยการใช้เทคโนโลยีสารสนเทศในระดับองค์กร ให้มีความสอดคล้องกับความต้องการของกิจการ และเพิ่มโอกาสทางธุรกิจในการพัฒนาการดำเนินงาน และการบริหารความเสี่ยง

6. การควบคุมดูแลกิจการที่ดีให้มีระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในที่มีความเหมาะสม โดยทำความเข้าใจความเสี่ยงที่สำคัญและอนุมัติความเสี่ยงที่สามารถยอมรับได้ให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ เป้าหมายหลัก กลยุทธ์องค์กร เพื่อเป็นกรอบในการปฏิบัติงานในกระบวนการบริหารความเสี่ยงของทุกคนในองค์กรให้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน และทำการพิจารณาปัจจัยทั้งภายในและภายนอกที่เป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติงานและหาวิธีการกำจัดความเสี่ยง และบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างสม่ำเสมอ จัดองค์ประกอบธุรกิจให้เป็นไปตามกฎหมายและมาตรฐานทั้งในระดับประเทศและสากล และหากมีบริษัทย่อยหรือบริษัทร่วมควรมีผลการประเมินระบบควบคุมภายในและการบริหารความเสี่ยงของบริษัทดังกล่าวมาเป็นส่วนหนึ่งของการพิจารณา

คณะกรรมการตรวจสอบต้องประกอบด้วยคณะกรรมการอย่างน้อย 3 คนและต้องเป็นคณะกรรมการอิสระ และมีคุณสมบัติและมีหน้าที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ฯ มีการกำหนดหน้าที่เป็นลายลักษณ์อักษร และสอบทานให้กิจการมีการรายงานทางการเงินให้เป็นไปด้วยความถูกต้องและครบถ้วน ให้มีประสิทธิผลในระดับที่ดีในการควบคุมภายในและระบบการตรวจสอบที่มีความเหมาะสม และปฏิบัติตามกฎหมายและมาตรฐานที่เกี่ยวข้อง และหน่วยงานตรวจสอบภายในต้องมีความอิสระ เสนอและคัดเลือกลงเสนอรายชื่อบุคคลที่มีความอิสระทำหน้าที่เป็นผู้สอบบัญชีและพิจารณาค่าตอบแทนดังกล่าว และจัดประชุมกับทางผู้สอบบัญชีโดยปราศจากฝ่ายจัดการอย่างน้อยปีละครั้ง พิจารณาหารายงานที่มีความเชื่อมโยงที่อาจจะก่อให้เกิดความขัดแย้งผลประโยชน์ เพื่อให้การปฏิบัติเป็นไปตามกฎหมาย

และมีความสมเหตุและสมผลเพื่อประโยชน์ต่อกิจการสูงสุด คณะกรรมการควรดูแลให้บริษัทจัดการให้มีกลไกหรือเครื่องมือที่จำเป็นที่ทำให้คณะกรรมการตรวจสอบสามารถเข้าถึงข้อมูลที่มีความจำเป็นต่อการปฏิบัติหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย และให้หน่วยงานตรวจสอบภายในที่มีความอิสระเป็นผู้รับผิดชอบในหน้าที่ในการพัฒนาและสอบทานประสิทธิภาพระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายใน และรายงานให้คณะกรรมการตรวจสอบเปิดเผยรายงานการสอบทานไว้ในรายงานประจำปีด้วย ตรวจสอบให้เห็นถึงความเพียงพอในระบบการบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในเป็นประจำ

คณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้มีระบบการรักษาความปลอดภัยของข้อมูล และกำหนดนโยบายและวิธีปฏิบัติในการรักษาความลับ การรักษาความน่าเชื่อถือ และความพร้อมต่อการใช้งานของข้อมูล รวมถึงการจัดการข้อมูลที่อาจมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และบุคลากรทุกฝ่ายทุกระดับต้องปฏิบัติตามมาตรฐานการรักษาความปลอดภัยของข้อมูลด้วย จัดให้มีการจัดการและการติดตามรายการที่เป็นสาเหตุของความขัดแย้งผลประโยชน์และดูแลให้มีแนวทางในการปฏิบัติเพื่อให้รายการดังกล่าวเป็นไปตามขั้นตอนการดำเนินงานและการเปิดเผยข้อมูลให้เป็นไปตามข้อกำหนดทางกฎหมายและเป็นผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเป็นสาระสำคัญด้วย และรายงานเกี่ยวกับการมีส่วนร่วมได้เสียอย่างน้อยก่อนการพิจารณาในวาระการประชุมของคณะกรรมการ และบันทึกรายการดังกล่าวไว้ในรายงานการประชุมคณะกรรมการ และคณะกรรมการควรดูแลให้กรรมการที่มีส่วนได้เสียอย่างมีนัยสำคัญในลักษณะที่อาจจะทำให้กรรมการรายดังกล่าวไม่สามารถให้ความเห็นอย่างอิสระ และเว้นจากการมีส่วนร่วมในการประชุมในวาระดังกล่าว

คณะกรรมการควรกำกับให้มีนโยบายและแนวทางในการปฏิบัติด้านการต่อต้านการคอร์รัปชันที่มีความชัดเจนและสื่อสารต่อบุคลากรในทุกระดับขององค์กรและต่อบุคคลภายนอกองค์กรเพื่อให้เกิดการนำไปปฏิบัติงานได้จริง ควรมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้มีกลไกและกระบวนการจัดการรับข้อร้องเรียนจากผู้มีส่วนได้เสียและจัดหาช่องทางเพื่อการรับข้อร้องเรียนที่ให้ความสะดวก และเปิดเผยช่องทางกรรับเรื่องร้องเรียนอย่างน้อยไว้บนหน้าเว็บไซต์หรือรายงานประจำปี และมีมาตรการการคุ้มครองที่มีความเหมาะสมให้แก่ผู้แจ้งเบาะแสหรือร้องเรียนด้วยความสุจริต

7. การรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินและการเปิดเผยข้อมูล จัดให้มีบุคลากรที่เกี่ยวข้องต่อการจัดทำและการเปิดเผยข้อมูลให้มีคุณสมบัติที่เหมาะสม มีความรู้ มีทักษะและประสบการณ์ที่เหมาะสมกับหน้าที่ความรับผิดชอบและมีจำนวนที่เพียงพอต่อการปฏิบัติงาน ในการแสดงความ

เห็นชอบต่อการเปิดเผยข้อมูลควรคำนึงถึงปัจจัยที่มีความเกี่ยวข้องกับรายงานทางการเงินและพิจารณาปัจจัยอย่างน้อยในเรื่องผลการละเมิดและความเพียงพอต่อระบบควบคุมภายในของกิจการ ความเห็นของผู้สอบบัญชีต่อการรายงานทางการเงิน และข้อสังเกตจากผู้สอบบัญชีที่มีต่อระบบการควบคุมภายใน และข้อสังเกตต่างๆ ของผู้สอบบัญชีผ่านการสื่อสารในช่องทางต่างๆ ความเห็นของคณะกรรมการตรวจสอบ และความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ เป้าหมายของกิจการ และควรจัดให้มีการดูแลให้การเปิดเผยข้อมูลและรวมรายงานประจำปีในแบบ 56-1 รายงานประจำปี 56-2 ที่สามารถสะท้อนฐานะการเงินและผลการดำเนินงานอย่างเพียงพอ การเปิดเผยข้อมูลรายการที่เกี่ยวข้องกับกรรมการรายใดรายหนึ่งเป็นการเฉพาะกรรมการรายนั้นควรดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลในส่วนของตนให้มีความครบถ้วน และมีความถูกต้อง

หากกิจการมีแนวโน้มที่ไม่สามารถชำระหนี้หรือประสบปัญหาทางการเงิน คณะกรรมการควรติดตามเรื่องดังกล่าวอย่างใกล้ชิด และการควบคุมดูแลให้กิจการประกอบธุรกิจด้วยความระมัดระวัง คณะกรรมการควรดูแลให้กิจการกำหนดแผนการแก้ไขปัญหาทางการเงินเปิดเผยการประเมินความเสี่ยงทางการเงิน และคำนึงถึงความเป็นธรรมต่อผู้มีส่วนได้เสียตลอดการติดตามเพื่อแก้ไขปัญหา และจัดทำรายงานสถานการณ์อย่างสม่ำเสมอการพิจารณาวิธีแก้ไขควรมีความสมเหตุและสมผล รวมถึงกิจการต้องพิจารณาการจัดทำรายงานความยั่งยืนตามความเหมาะสม ในการเปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามกฎหมาย จรรยาบรรณ และการต่อต้านปัญหาด้านคอร์รัปชันการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้เสีย เปิดเผยเรื่องที่สำคัญและสะท้อนการปฏิบัติงานที่จะทำไปสู่การสร้างคุณค่าของกิจการอย่างยั่งยืน

คณะกรรมการควรดูแลให้ฝ่ายจัดการมีการจัดหน่วยงานหรือผู้ที่มีหน้าที่รับผิดชอบงานด้านนักลงทุนสัมพันธ์เพื่อทำหน้าที่ในการที่เป็นผู้สื่อสารต่อนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียทั้งหลายของบริษัท ให้เป็นไปด้วยความเหมาะสม มีความเท่าเทียมกัน และทันเวลาต่อการตัดสินใจและการใช้ประโยชน์ คณะกรรมการควรส่งเสริมให้มีการนำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้ในการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสาร

8. การสนับสนุนการมีส่วนร่วมและการสื่อสารกับผู้ถือหุ้น ควรสนับสนุนให้มีการดูแลเรื่องสำคัญ และประเด็นที่มีผลกระทบต่อทิศทางการดำเนินงานของกิจการ ข้อมูลที่มีความละเอียดอ่อน ที่ได้ผ่านทั้งการพิจารณาและการอนุมัติของผู้ถือหุ้น รายการที่มีความสำคัญควรถูกบรรจุเพื่อเป็นวาระในการประชุมผู้ถือหุ้น คณะกรรมการควรสนับสนุนการมีส่วนร่วมของผู้ถือหุ้นในการกำหนดหลักเกณฑ์การให้ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยสามารถเสนอเพิ่มวาระการประชุมล่วงหน้าก่อนทำการประชุม หลักเกณฑ์ในการที่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยจะเสนอรายชื่อบุคคลเพื่อดำรงตำแหน่ง

กรรมการ จัดทำให้มีหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นที่มีข้อมูลที่ถูกต้อง ครบถ้วนและมีความเพียงพอ ส่งหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นพร้อมเอกสารที่เกี่ยวข้องอย่างน้อย 28 วันก่อนวันประชุม และมีการเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นส่งคำถามล่วงหน้าก่อนวันประชุม โดยกำหนดหลักเกณฑ์การส่งคำถามล่วงหน้าไว้ หนังสือนัดประชุมควรจัดทำและเผยแพร่ทั้งภาษาอังกฤษและภาษาไทยเพื่อให้เกิดความเท่าเทียมของผู้ถือหุ้น

คณะกรรมการควรกำหนดวัน เวลา และสถานที่ประชุม โดยทำการคำนึงถึงความสะดวก ในการเข้าร่วมประชุมของผู้ถือหุ้น ควรดูแลไม่ให้เกิดการกระทำใด ๆ ที่แสดงถึงการจำกัดโอกาส การเข้าประชุมหรือสร้างภาระให้แก่ผู้ถือหุ้นมากเกินไป คณะกรรมการควรนำเทคโนโลยีมาใช้ในการประชุมทั้งขั้นตอนการลงทะเบียน การนับคะแนนเสียงและแสดงผลเพื่อความรวดเร็ว ประชานกรรมการเป็นประธานที่ประชุมผู้ถือหุ้น มีหน้าที่ดูแลให้การประชุมเป็นไปตามกฎหมาย กฎเกณฑ์และข้อบังคับ จัดสรรเวลาสำหรับการประชุมที่กำหนดไว้ในหนังสือนัดประชุมด้วยความเหมาะสม เพื่อให้ผู้ถือหุ้นสามารถร่วมตัดสินใจในเรื่องสำคัญได้ คณะกรรมการในฐานะผู้เข้าร่วม การประชุมไม่ควรสนับสนุนเพิ่มวาระการประชุมที่ไม่ได้แจ้งเป็นการล่วงหน้าโดยไม่จำเป็น โดยเฉพาะเรื่องที่สำคัญต่อการตัดสินใจ คณะกรรมการทุกคนและผู้บริหารควรเข้าร่วมประชุมเพื่อ เปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นสามารถซักถามในประเด็นต่างๆ ได้ และก่อนทำการเริ่มทำการประชุมควร ทราบจำนวนและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เข้าร่วมการประชุม วิธีการประชุม รวมทั้งวิธีการลงคะแนน เสียงและการนับคะแนนเสียง และสนับสนุนให้มีการใช้บัตรลงคะแนนเสียงในวาระที่สำคัญ และ ส่งเสริมให้มีบุคคลที่มีความอิสระเป็นผู้ตรวจนับและตรวจสอบคะแนนเสียงในการประชุม เปิดเผย ทั้งผลคะแนนที่เห็นด้วย ไม่เห็นด้วย และงดออกเสียงในวาระการประชุมและบันทึกไว้ในรายงาน การประชุม

คณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการที่ดีให้บริษัทเปิดเผยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นพร้อมผลการ ลงคะแนนเสียงภายในวันทำการถัดไปทันที ผ่านระบบข่าวสารของตลาดหลักทรัพย์พร้อมบน เว็บไซต์ของบริษัท และจัดทำสำเนารายงานการประชุมผู้ถือหุ้นให้ตลาดหลักทรัพย์ภายใน 14 วัน นับจากวันประชุม ผู้ถือหุ้น และควรดูแลให้มีการรายงานผลการประชุมผู้ถือหุ้น ได้บันทึกข้อมูล อย่างน้อยเช่น รายชื่อกรรมการและผู้บริหารที่เข้าประชุม สัดส่วนกรรมการที่เข้าร่วมการประชุม และไม่เข้าร่วม วิธีการลงคะแนนเสียงและนับคะแนนเสียงมติที่ประชุม ผลผลการลงคะแนน ประเด็นคำถามและคำตอบในที่ประชุม

การออกประกาศฉบับนี้เป็นการควบคุมและให้คณะกรรมการของบริษัทสามารถ ประยุกต์ใช้ในการกำกับดูแลกิจการที่ดีในองค์กรให้เกิดผลประกอบการที่ดีในระยะยาว และ

สามารถสร้างความเชื่อถือให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้คนรอบข้างเพื่อประโยชน์ในการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน และตรงตามความมุ่งหวังของทั่วทั้งภาคธุรกิจ ผู้ลงทุน ตลอดจนตลาดทุนและสังคม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64)

### **ตัวแปรและการวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี**

การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีหลากหลายวิธี ในงานวิจัยที่ผ่านมาและหลากหลายงานวิจัยได้แสดงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะส่งผลให้เกิดประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการดำเนินงาน โดยมีความหมายว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลของกิจการลดลงก่อให้เกิดผลดีต่อนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้การวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในปี 2560 ซึ่งหลักดังกล่าวออกโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีและจรรยาบรรณกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2564 เนื่องจากผู้วิจัยได้ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์และบริษัทที่น่าไปประยุกต์ใช้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน หลักการดังกล่าวเป็นหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งงานวิจัยในอดีตก็ได้ศึกษาความสัมพันธ์ในหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีต่างๆ เช่น Sarbanes-Oxley Act เป็นต้นและผู้วิจัยได้ใช้ตัวแปรและการวัดค่าตามงานวิจัยในอดีตที่สอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยแบ่งเป็นกลุ่มตัวแปรดังนี้ต่อไป

#### **กลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)**

โครงสร้างของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่นำไปสู่การบริหารจัดการที่มีคุณภาพ โดยสาเหตุของการมีองค์ประกอบของโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เปิดกว้าง ก็อาจจะสื่อถึงความอ่อนแอของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยกตัวอย่างเช่น วิกฤตการณ์ทางการเงินของเอเชียในช่วงปี ค.ศ. 1997 ก็มักจะเกิดจากการที่มีลักษณะ โครงสร้างเงินทุนที่สื่อให้ถึงความอ่อนแอของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ หรือลักษณะโครงสร้างที่อยู่ในรูปแบบของครอบครัว เพราะโครงสร้างดังกล่าวจะเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นได้มีอำนาจในการควบคุม และใช้อำนาจดังกล่าวในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวและเอาเปรียบผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจ (World Bank, 1998; สัจจวัฒน์ จันทร์หอม และศิลปพร ศรีจันเพชร, 2555, หน้า 78-88)

ความสัมพันธ์ของการกระจุกตัวของเจ้าของ และการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวอาจจะสื่อถึงการเกิดความไม่โปร่งใสในการกำกับดูแลกิจการที่ดี อิทธิพลของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างของผู้ถือหุ้นจะก่อให้เกิดความแตกต่างในกระแสเงินสด และสิทธิของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมและการใช้อำนาจในกระแสเงินสดซึ่งส่วนใหญ่จะพบในโครงสร้างที่มีความกระจุกตัว (La Porta et. al., 1998, pp. 3-5) ความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายโดยทฤษฎีเกี่ยวกับการสารบารมี (Entrenchment Effect) คือการที่ผู้บริหารที่มีอำนาจจะใช้อำนาจในการบริหารอย่างเต็มกำลัง โดยจะมีความตั้งใจเกี่ยวกับการเก็บเกี่ยวผลประโยชน์ส่วนตนเป็นสาระสำคัญ หรือการปิดกั้นการรั่วไหลของเงินทุนหรือผลประโยชน์แก่บุคคลภายนอก รวมไปถึงข้อมูลข่าวสารที่สำคัญต่อการตัดสินใจ ซึ่งให้เกิดความไม่โปร่งใส (Morck et. al., 1988, pp. 293-315; Francis et. al., 2005, pp. 295-327) แต่ก็ยังมีทฤษฎีที่ตรงกันข้ามกัน คือ Alignment Effect คือหากเกิดการกระจุกตัวหรือการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้ทำการนำเอาผลประโยชน์ส่วนตัว เพื่อต้องการสร้างชื่อเสียงให้แก่การบริหารจัดการเป็นการสร้างชื่อเสียงและความมั่งคั่งให้แก่กิจการ เพื่อรักษามูลค่าของเงินลงทุนไม่ให้ลดลง โดยไม่ทำการบริหารงานเพื่อประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลัก (Fan & Wong, 2002, pp. 401-425) โดยสัดส่วนของผู้มีอำนาจต้องรวมกันอยู่ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิ์ออกเสียงทั้งหมดของบริษัททั้งสิ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, หน้า 1-42)

#### **การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของหรือการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration: OC)**

เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนสูงสามารถเข้ามามีบทบาทในการควบคุมภายในกิจการ เนื่องจากจำนวนส่วนได้เสียที่มีมากก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียสูงเข้ามามีอิทธิพลต่อการใช้กลยุทธ์ ในการบริหารกิจการที่ได้ลงทุนไป (Fernandez et al., 1997, pp. 1-16; Gabrielsen et al., 2002, pp. 967-988) ถ้าหากมีสัดส่วนการกระจุกตัวของเจ้าของสูงก็จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเป็นการสร้างความเสี่ยงให้แก่ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Lefort, 2005, pp. 55-84; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419-440) อาจหมายถึงการที่มีการกระจุกตัวของการถือหุ้นจะเป็นไปตามทฤษฎีเกี่ยวกับประสิทธิภาพในการติดตามและเฝ้าระวัง (Jensen and Meckling, 1976, p. 307) และอาจนำไปสู่การสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองมากกว่าการสร้างความมั่งคั่งให้กับตัวธุรกิจ (Fama & Jensen, 1983, pp. 327-349) เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจในการลงมติในเรื่องและประเด็นต่างๆ (Brunzell et al., 2014, pp. 124-135) การวัดค่าความกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของหรือการที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นวัดได้จาก สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับจำนวน



หุ้นทั้งหมด (Eng & Mak, 2003, pp. 325-345; Davidson et. al., 2005, pp. 241-267; Petersen & Plenborg, 2006, pp. 127-149; Wang et. al., 2008, pp. 112-134; Alves, 2011, p. 70; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419-440; etc.) และต้องมีอิทธิพลรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิ์ออกเสียงทั้งหมดของบริษัท

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น = สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จากจำนวนหุ้นทั้งหมดใน 5 อันดับแรกรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของระดับนัยสำคัญที่มีอิทธิพล

หรือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น = จำนวนสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นกิจการที่เกี่ยวข้องเนื่องกันหรือมีความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่องกันจากจำนวนสัดส่วนหุ้นทั้งหมดรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของระดับนัยสำคัญที่มีอิทธิพล

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจะทำให้กิจการขาดความโปร่งใสและก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงขึ้นตาม (Elbadry et al., 2015, p. 128; Salehi et al., 2014, p. 1830; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509)

**การถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership: FO)** ในระยะยาวถึงแม้ว่าจะใช้ตัวแทนจากข้างนอกมาบริหารจัดการแทนแต่ตัวแทนก็จะได้รับความกดดันในการทำตามกิจการที่มีลักษณะเป็นครอบครัว ตัวแทนจะเป็นเพียงผู้ส่งผ่านที่จะพัฒนาธุรกิจภายใต้การควบคุมของครอบครัว และดำเนินกิจการเพื่อผลประโยชน์ตามลักษณะกิจการครอบครัว (Anderson and Reeb, 2004, pp. 209-237) หากกิจการมีส่วนของผู้ถือหุ้นในลักษณะที่เป็นครอบครัวเดียวกันสูงก็จะมีอิทธิพลในการควบคุมบริษัทเท่ากับว่าผู้ถือหุ้นรายน้อยหรือคนนอกครอบครัวไม่มีสิทธิ์ออกคะแนนเสียงเนื่องจากเสียงต่ำกว่า (Rabelo and Coutinho, 2001, pp.3-67) ดังนั้นหากกิจการมีสมาชิกครอบครัวเดียวกันถือหุ้นรวมกันสูงก็จะส่งผลและเกิดปัญหาตัวแทนกับผู้ถือหุ้นรายน้อย และถ้าหากผู้ถือหุ้นในลักษณะของครอบครัวดำรงตำแหน่งสำคัญ เช่น เป็นประธานผู้บริหารและคณะกรรมการ ก็จะส่งผลให้ขาดประสิทธิภาพในการกำกับดูแลกิจการที่ดีเนื่องจากขาดประสิทธิภาพในการติดตามการดำเนินงานจากทางคณะกรรมการ (Fama & Jensen, 1983, pp. 327-349; Morck et. al., 1988, pp. 293-315; Shleifer & Vishny, 1989, pp. 123-139; Wang, 2017, pp. 4-8) การวัดค่าตัวแปรต้องมีอิทธิพลรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิ์ออกเสียงทั้งหมดของบริษัท

การถือหุ้นในลักษณะครอบครัว = จำนวนสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นครอบครัวเดียวกัน  
 จากจำนวนสัดส่วนหุ้นทั้งหมดรวมกันไม่น้อยกว่า  
 ร้อยละ 25 ของระดับนัยสำคัญที่มีอิทธิพล

**นักลงทุนสถาบัน (Institutional Shareholders: IS)** คือ บริษัทประกัน ธนาคารพาณิชย์ หรือสถาบันอื่นๆ ได้มีบทบาทในการควบคุมการบริหารการตัดสินใจและพัฒนาประสิทธิภาพของข้อมูลในตลาดทุนเช่นเดียวกับนักลงทุนทั่วไป (Ferreira et al., 2010, pp. 601-644; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419-440) นักลงทุนสถาบันมีผู้ถือหุ้นกองทุนอยู่จำนวนมากที่ลงทุนและเกี่ยวข้องซึ่งกองทุนมีอำนาจมีเงินทุนขนาดใหญ่ที่จะนำไปลงทุนการลงทุนต้องมีการติดตามตรวจสอบกิจการที่ได้ลงทุนไป จะก่อให้เกิดแรงกดดันให้ผู้บริหารในการตัดสินใจ (Hirschman, 1970; Man and Wong, 2013, pp. 391-418; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509) ถ้าหากมีนักลงทุนสถาบันในลงทุนในกิจการก็จะกระตุ้นให้เกิดพฤติกรรมในการกำกับดูแลกิจการที่ดี นักลงทุนสถาบันให้ความสำคัญต่อการเปิดเผยข้อมูลเพื่อให้เกิดความมั่นใจในเรื่องความโปร่งใส นักลงทุนสถาบันจะใช้การพิจารณาลงทุนในบริษัทจดทะเบียนที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นอย่างดีในเรื่องของการเปิดเผยข้อมูล โดยพิจารณาจากการที่กิจการมีหน่วยงานนักลงทุนสัมพันธ์ที่ทำหน้าที่การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณชนเป็นอย่างดีและรวดเร็ว และไม่มีข่าวลือหรือการใช้ข้อมูลภายใน(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, หน้า 1-42) ซึ่งการการวัดค่าตัวแปรเกี่ยวกับนักนักลงทุนสถาบันและต้องมีอิทธิพลรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิ์ออกเสียงทั้งหมดของบริษัท (Forker, 1992, pp. 111-124; Eng & Mak, 2003, pp. 325-345; Cai et. al., 2009, p.4; Al-Malkawi et. al., 2010, pp. 171-200; Raithatha & Bapat, 2014, pp. 874-889; Liu & Espahbodi, 2014, pp. 501-528; Abdioglu et. al., 2015, p.3; etc.) มีดังนี้

- 0 = กิจการมีผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่  
 1 = กิจการไม่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

หรือ

สัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน = จำนวนสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน  
 จากจำนวนสัดส่วนหุ้นทั้งหมดรวมกันไม่น้อยกว่า  
 ร้อยละ 25 ของระดับนัยสำคัญที่มีอิทธิพล

### กลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการ (Board Characteristics or Board Structure)

คณะกรรมการบริษัทมีบทบาทที่สำคัญที่สุดในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อประโยชน์ในการดำเนินกิจการให้เกิดขึ้นสูงสุด เป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างดังกล่าวเป็นตัวขับเคลื่อนทำให้เกิดการพัฒนาและการกำกับดูแลกิจการที่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555, 2560) ผู้บริหารผู้ที่เป็นผู้มีส่วนได้เสียของกิจการตามแนวคิด ทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสียจะต้องตระหนักถึงศีลธรรมและรับผิดชอบผู้มีส่วนได้เสียอื่น หากผู้บริหารหรือโครงสร้างของกิจการเอื้อประโยชน์ต่อการทุจริตและการใช้ประโยชน์จากข้อมูล ภายในก็จะส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียอื่น (Parmar et al., 2010, pp. 1-61) หากราคาตลาดของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนจากข้อมูลทั้งภายในและภายนอกกิจการ ผู้มีส่วนได้เสียภายในก็อาจมีความเสี่ยงต่อการเอื้อประโยชน์ให้ตนเองจากการใช้ประโยชน์จากข้อมูลภายในอาจทำให้ใช้ประโยชน์จากผลตอบแทนเกินปกติ (Fama, 1970, pp. 383-417) กลุ่มตัวแปรที่ส่งผลกระทบตามโครงสร้างทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสียและตามสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด ได้แก่

**คณะกรรมการอิสระ (Board Independent: BIND)** คณะกรรมการอิสระจะมีความอิสระจากผู้ถือหุ้นและไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับส่วนได้เสียในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยทั่วไปจะมีจำนวนไม่น้อยกว่า 3 คนต่อสัดส่วนคณะกรรมการทั้งสิ้นของกิจการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560 หน้า 3-64) สัดส่วนคณะกรรมการผู้ทำหน้าที่เป็นเหมือนกระบอกเสียงในการติดตามตรวจสอบการบริหารจัดการหากเป็นข้อตัดสินที่ผิดพลาด (Ajina et al., 2015, pp. 1223-1238) กรรมการอิสระที่อยู่ในกลุ่มคณะกรรมการจะเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล (Chen and Jaggi, 2000, pp. 285-310) และมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระจะช่วยลดความแตกต่างราคาราคามูลค่าหุ้น ซึ่งหมายความว่าลดความผันผวนในมูลค่าหุ้น (การวัดความไม่สมมาตรของข้อมูล) (Ho and Wong, 2001, pp. 139-156) หากกิจการมีคณะกรรมการซึ่งเป็นคณะกรรมการอิสระน้อยก็มักจะสร้างผลกระทบที่ไม่ดีสำหรับตัวกิจการ และสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่น้อยกว่าอาจจะส่งผลให้กิจการมีความเสี่ยงต่อสถานะล้มละลาย (Dailay & Dalton, 1994, pp. 643-654) จำนวนของคณะกรรมการอิสระในงานวิจัยในอดีตได้พบว่าสามารถเพิ่มความโปร่งใสของข้อมูลและเกิดการบริหารการจัดการที่ดี (Siregar & Bachtiar, 2005, pp. 241-252; Wang, 2006, pp. 112-134; Kanagaretnam et. al., 2007, pp.497-522; Man et. al., 2013, pp.391-418; Gonzalez & Meca, 2013, pp. 419-440; etc.)

$$\text{คณะกรรมการอิสระ} = \frac{\text{สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ}}{\text{ต่อสัดส่วนคณะกรรมการทั้งหมด}}$$

**กิจกรรมของคณะกรรมการ (Board Activities: BACT)** นอกจากลักษณะของคณะกรรมการอิสระยังสามารถวัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งวัดโดยจำนวนครั้งในการประชุมของคณะกรรมการ (Gonzalez and Meca, 2013, pp.419-440; Ajina et al., 2013, pp.660-675) เนื่องจากการประชุมของคณะกรรมการเป็นการติดต่อสื่อสารกันจากเรื่องการบริหารจัดการที่คณะกรรมการพึงจะกระทำ เพราะทำให้เกิดการวางแผนการตัดสินใจที่ดี และการกระตุ้นให้เกิดการรายงานผลเพื่อความเชื่อมั่นให้แก่ผู้มีส่วนได้เสีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64) อีกทั้งยังเป็นการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลด้วย ความถี่ของการประชุมจะเป็นประโยชน์ต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินอีกด้วย ในบางครั้งหากความถี่ของการประชุมน้อยเช่นการประชุมของคณะกรรมการตรวจสอบน้อยก็อาจจะก่อให้เกิดความผิดพลาดในการรายงานต้องบการเงินอีกด้วย (Beasley et al., 2000, pp. 443-466; Farber, 2004, p. 2) จำนวนครั้งของการประชุมจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไปด้วย

$$\text{กิจกรรมของคณะกรรมการ} = \text{จำนวนครั้งของการจัดประชุมก่อนนำเสนองบการเงิน}$$

ประเทศไทยได้กำหนดการประชุมอย่างของคณะกรรมการต่อรายงานการประชุมช่วงก่อนนำเสนองบการเงินอย่างน้อยไตรมาสละ 1 ครั้งเป็นอย่างน้อย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64) ในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้สัดส่วนจำนวนครั้งของการจัดประชุมก่อนนำเสนองบการเงินต่อจำนวนครั้งการประชุมปกติอย่างน้อยไตรมาสละหนึ่งครั้ง เนื่องจากจำนวนครั้งการประชุมแต่ละกิจการไม่เท่ากันทำให้เกิดการกระจายข้อมูลจำนวนมาก

$$\text{กิจกรรมของคณะกรรมการ} = \frac{\text{สัดส่วนจำนวนครั้งของการจัดประชุมก่อนนำเสนองบการเงินต่อจำนวนครั้งการประชุมปกติอย่างน้อยไตรมาสละหนึ่งครั้ง}}$$

**การควบตำแหน่งของประธานคณะกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร (CEO Duality: CEO Dual)** การดำรงตำแหน่งทั้งประธานคณะกรรมการและประธานผู้จัดการ หากดำรงตำแหน่งทั้งสองพร้อมกันจะก่อให้เกิดอำนาจในการตัดสินใจซึ่งเป็นสาเหตุหลักของการควบคุมการตัดสินใจเพียงผู้เดียว ซึ่งอาจจะมีประนีประนอมจากคณะกรรมการอิสระซึ่งเป็นการทำลายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Ajina et al., 2013, pp.660-675) เป็นตัวชี้วัดว่าคณะกรรมการไม่มีประสิทธิภาพสำหรับ

การตัดสินใจควบคุมถ้าหากการตัดสินใจไม่สามารถกระทำได้โดยส่วนตัวเพราะผู้จัดการระดับสูง (Fama and Jensen, 1983, pp.327-349) การที่คณะกรรมการดำรงทั้งสองตำแหน่งจะทำให้ประสิทธิภาพในการควบคุมการจัดการลดลงเป็นการลดการความโปร่งใส และความโปร่งใสจะต่ำจากการกระทำที่ไม่ถูกต้องหรือไม่ครบถ้วน (Gul and Leung, 2004, pp. 351-379) Cai et al. (2009, pp. 1-37) พบว่าการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างทั้งสองตำแหน่งจะช่วยลดโอกาสในการปั่นราคาหุ้นลง หากกิจการมีการดำรงทั้งสองตำแหน่งโดยบุคคลเดียวกันจะทำให้เกิดความไม่โปร่งใสของข้อมูล แนวการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีแนวทางกำหนดไว้ว่าคณะกรรมการควรเลือกให้กรรมการอิสระดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและแบ่งแยกหน้าที่ที่ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้มีหน้าที่รับผิดชอบต่างกัน ควรมีการกำหนดหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจนเพื่อไม่ให้บุคคลใด บุคคลหนึ่งมีอำนาจหน้าที่โดยไม่จำกัด จึงควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557, หน้า 1-70) องค์การที่ไม่มีการควบรวมตำแหน่งจะส่งผลให้มีการกระจายอำนาจในการตัดสินใจกระจายไปสู่คณะกรรมการ ซึ่งจะช่วยให้การบริหารงานจัดการองค์กรเกิดความมีประสิทธิภาพมากกว่าการควบรวมตำแหน่ง หากมีการ ควบรวมเป็นการชี้วัดได้ว่าขาดประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Rebelo & Coutinho, 2001, pp. 1-67; Xie et. al., 2003, pp. 295-316; Wang, 2008, pp. 112-134; Cornett et. al., 2009, pp. 412-430; Alvest, 2011, p.70; Raithatha & Bapat, 2014, pp. 874-889; Dembo & Rasaratnam, 2014, p. 163; Gonzalez & Meca, 2013, pp. 419-440; etc.)

การควบตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหาร วัดได้จาก

ให้ 0 = ประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหารไม่ใช่บุคคลเดียวกัน

1 = ประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหารเป็นบุคคลเดียวกัน

ดังนั้นตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ประกอบไปด้วยตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นหรือการกระจุกตัวของเจ้าของ (Ownership Concentration) สัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (Institutional Shareholders) และกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการ ประกอบไปด้วย สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (Board Independent) กิจกรรมของคณะกรรมการ (Board Activity) จะใช้วัดอิทธิพลทางตรงและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลให้เป็นไปตามสมมติฐานตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย การควบตำแหน่งของประธานคณะกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร (CEO Duality) จะไม่ถูกนำมาใช้ในงานวิจัยครั้งนี้เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยการ

ควรรวมดังกล่าวมีจำนวนน้อยไม่เพียงพอต่อการนำมาพิสูจน์อิทธิพลจากตัวแปรดังกล่าว และจะใช้ตัวแปรข้างต้นวัดอิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อมส่งผ่านความไม่สมมาตรของข้อมูลได้แก่ การจัดการกำไร และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

### ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อสร้างความ โปร่งใส เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้ลงทุนเผชิญกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (Glosten and Milgrom, 1985, pp. 71-100)



### ภาพประกอบที่ 2.3 ภาพความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

ในมุมมองของนักลงทุนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้รับข้อมูลที่เปิดเผยด้วยความถูกต้อง ครบถ้วนและมีความ โปร่งใส หมายความว่ากรอบการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างตัวการกับตัวแทน ซึ่งผู้ถือหุ้นส่วนน้อยอาจจะได้รับผลกระทบจากการดำเนินนโยบาย หากคณะกรรมการหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้รับข้อมูลที่มากกว่าจากการปฏิบัติหน้าที่เนื่องจากมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการ (Ajina et al., 2013, pp. 660-675) ซึ่งความไม่สมมาตรของข้อมูลอาจจะหมายถึงเรื่องภายในกิจการที่ผู้บริหารที่เป็นผู้มีส่วนได้เสียและมีผลประโยชน์จากกิจการจำนวนมากจะได้รับข้อมูลที่ดีกว่าผู้มีส่วนได้เสียภายนอกหรือผู้มีส่วนแบ่งทางการตลาดจากทรัพย์สินของกิจการและโอกาสในการลงทุน (Klein, 2002 pp. 375-400) อาจจะก่อให้เกิดปัญหาระหว่างตัวการกับตัวแทน เกิดขึ้นจากการที่ตัวการไม่สามารถปฏิบัติตามสัญญาได้สมบูรณ์เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลเกี่ยวกับผลกระทบและการกระทำของตัวแทน และตัวการไม่ได้มีการติดตามตรวจสอบที่ดีพอในการวัดพฤติกรรมของตัวแทนก็จะส่งผลให้ความไม่สมมาตรเพิ่มมากขึ้น (Jensen and Meckling, 1976, p.307; Haniffa and Hudaib, 2006, pp.1034-1062) หรือปัญหาดังกล่าวอาจเรียกว่า Lemon Problem ซึ่งการทำข้อตกลงระหว่างผู้ประกอบการและนักลงทุนจึงก่อให้เกิดแรงจูงใจในการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นความลับเพื่อแก้ไขข้อผิดพลาดหรือใช้ประโยชน์จากข้อมูลดังกล่าวนั้นเพื่อส่วนตน (Kreps, 1990) หากคณะกรรมการบริษัทได้ใส่ใจในการติดตามตรวจสอบการบริหารจัดการ แสดงให้เห็น

ว่าการติดตามตรวจสอบเกิดขึ้นจากการกำกับดูแลกิจการที่ดี และจะดียิ่งขึ้นหากกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีการติดตามตรวจสอบอย่างดีเยี่ยม ความเป็นอิสระและคำนึงถึงผลประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนโดยปราศจากการลำเอียง (Fama and Jensen, 1983, pp.301-325; Cai et al., 2009, p.4) แสดงให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง Drobetz et al. (2004, pp. 267-293) พบความสัมพันธ์โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุน Jamalinesari and Soheili (2015, pp. 505-509) พบว่า สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันและสัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์และส่งผลกระทบกันข้ามกับความไม่สมมาตรข้อมูลโดยวัดจาก bid-ask spread หากกิจการมีสัดส่วนนักลงทุนสถาบันสูงและมีคณะกรรมการอิสระจำนวนมากจะส่งเสริมและผลักดันให้เกิดความโปร่งใสและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ Ajina et al. (2013, pp. 660-675) ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความไม่สมมาตรข้อมูล ซึ่งการใช้หลักการกำกับดูแลที่ดีจะช่วยลดต้นทุนในการปกปิดข้อมูลลงและเพิ่มความโปร่งใสให้แก่ผู้ลงทุนเป็นผลของประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับข้อมูลอย่างคุณภาพ Elbadry et al. (2015, pp. 127-157) มีข้อค้นพบที่มีความคล้ายคลึงกันว่า คณะกรรมการอิสระ กิจกรรมของคณะกรรมการ ผลการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูล เป็นผลจากข้อจำกัดและการตรวจสอบทำให้โอกาสในการนำเสนอข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันลดลงและพบว่า ความเป็นเจ้าของการกระจุกตัวของการเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความไม่สมมาตรเนื่องจากเจ้าของจะได้รับข้อมูลที่มากกว่าบุคคลภายนอกและมากกว่าผู้ถือหุ้น สัดส่วนที่น้อยกว่า

ในงานวิจัยส่วนใหญ่ก็พบความสัมพันธ์ในเรื่องประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และผลการวิจัยก็พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดโอกาสในการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีเน้นให้กิจการกระทำและรักษาผลประโยชน์ของนักลงทุนเพื่อให้เกิดความเชื่อมั่น ความโปร่งใสให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย จึงนำมาเป็นสมมติฐานในงานวิจัยครั้งนี้ โดยจะใช้ตัวแปรที่เป็นอิทธิพลทางตรงได้แก่ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (Board Activity) เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวตามงานวิจัยส่วนใหญ่จะมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเพียงอย่างเดียว เป็นผลทำให้กิจการที่มีการจัดประชุมบ่อยครั้งและรายงานผลการประชุมทำให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป

(Kanagaretnan et al., 2007, pp. 497-522; Cai et al., 2009, pp. 1-37; Elbadry et al., 2015, pp. 127-157) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นหรือการกระจุกตัวของเจ้าของ (Ownership Concentration) เนื่องจากตัวแปรดังกล่าวมีอิทธิพลทางตรงและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเพียงอย่างเดียว จากงานวิจัยที่ผ่านมาเนื่องจากการที่กิจการมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมักจะมีการร่วมกลุ่มกันและมีวัตถุประสงค์ร่วมกันและได้ประโยชน์ร่วมกัน ทำให้เกิดความไม่สมมาตรขึ้นภายในกิจการเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการ (Fama & Jensen, 1983, pp.327-349; Morck et al., 1988, pp.239-315; Shleifer & Vishny, 1989, pp.123 -139; Wang, 2008, pp. 112-134; Eng & Mak, 2003, pp. 325-345; Davidson et. al., 2005, pp. 217-267; Petersen & Plenaborg, 2006, pp.127-149; Wang et. al., 2008, pp. 112-134; Elbadry et al., 2015, pp. 127-157; Alves, 2011, p. 70; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419 -440; Salehi et al., 2014, p. 1831; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509) จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังต่อไปนี้

**สมมติฐานกลุ่มที่ 2** ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.2** สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.3** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.4** คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 2.5** กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์



ตารางที่ 2.2 สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

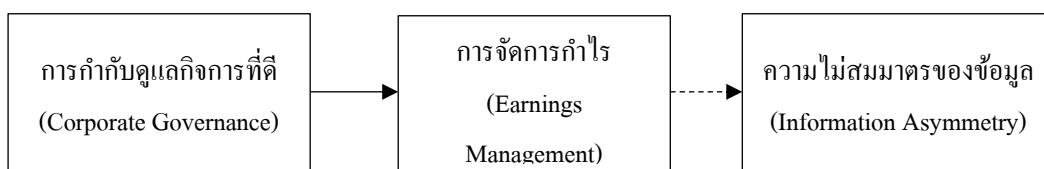
ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตัวแปรตามที่ใช้วัด ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Drobetz et al. (2003)	หุ้นในตลาดหุ้น DAX ของประเทศเยอรมัน	โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี	ผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุน	-
Kanagaretnan et al. (2007)	ใช้กลุ่มตัวอย่างจากไตรมาสเดือน มิถุนายน ถึงเดือนสิงหาคมของปี 2000หุ้นในตลาด NYSE และ AMEX	การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามฐานข้อมูล IRRC ได้แก่สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ คณะกรรมการตรวจสอบ ความเกี่ยวข้องกับธุรกิจ	ความไม่สมมาตรของข้อมูลหาโดย bid-ask spread และผลต่างเฉลี่ยปริมาณซื้อขาย 4 วันตามความกว้างและลึกของตลาด	-
Cai et al. (2009)	กลุ่มตัวอย่างจำนวน 15,211 กิจการ-ปี จากปี 1996-2003	โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมที่ติดตามตรวจสอบคณะกรรมการ การตรวจสอบจากภายนอกกิจการ การจ่ายผลตอบแทนจากการดำเนินงานให้ผู้บริหาร	ความไม่สมมาตรของข้อมูลวัดได้จาก Abnormal Return	-
Elbadry et al. (2010)	บริษัทในประเทศอังกฤษจำนวน 392 กิจการที่ไม่ใช่บริษัททางการเงิน	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดย สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ กิจกรรมของคณะกรรมการ ผลการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนการบริหาร สัดส่วนหนี้สิน และการกระจุกตัวของเจ้าของ	ความไม่สมมาตรของข้อมูลเกี่ยวกับ Spread ผลต่างระหว่างราคาซื้อขาย และผลต่างระหว่างปริมาณซื้อขาย	+,-

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตัวแปรตามที่ใช้วัด ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Alves, H. S. A. (2011)	บริษัทที่อยู่คาบสมุทรไอบีเรีย	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยโครงสร้างผู้ถือหุ้น โครงสร้างคณะกรรมการ ความโปร่งใสข้อมูลทางการเงินและการเปิดเผย	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-
Ajina et al. (2013)	บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส จำนวน 160 กิจการ จากปี 2008-2010	โครงสร้างการกำกับดูแลที่ดีที่วัดจากลักษณะของคณะกรรมการ	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-
Salehi et al. (2014)	บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เตหะรานจำนวน 504 กิจการ-ปี จากปี 2005-2011	จำนวนคณะกรรมการ, สัดส่วนความเป็นเจ้าของ, ความเป็นเจ้าของ	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจาก bid-ask spread	+,-
Elbadry et al. (2015)	บริษัทในประเทศอังกฤษจำนวน 324 บริษัทที่ไม่ใช่บริษัทการเงิน	องค์ประกอบของคณะกรรมการ กิจกรรมของคณะกรรมการ ค่าตอบแทนของคณะกรรมการ การกระจุกตัวของเจ้าของโครงสร้างหนี้	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดได้จากผลต่างราคาหลักทรัพย์ มูลค่าหุ้น จำนวนซื้อขาย มูลค่าซื้อขาย	-
Jamalinesari and Soheili (2015)	บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เตหะรานจำนวน 145 กิจการจาก 22 ประเภทอุตสาหกรรม ระหว่างปี 2008-2013	โครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ผู้ลงทุนสถาบัน การกระจุกตัวความเป็นเจ้าของ การตรวจสอบ และจำนวนคณะกรรมการอิสระ	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดได้จาก bid-ask spread	-,+,N/A

### ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้เกิดประสิทธิภาพในการดำเนินงานและความโปร่งใสในการปฏิบัติงานของผู้บริหาร การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อกิจการเป็นอย่างมาก เนื่องจากการแสดงให้เห็นถึงระบบบริหารจัดการที่ประสิทธิภาพ มีความโปร่งใส และสามารถตรวจสอบได้ อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มความมั่นใจและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย ผู้ที่เกี่ยวข้องกับทุกฝ่าย และนำไปสู่การบรรลุวัตถุประสงค์ของธุรกิจ ดังนั้นการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าสำหรับธุรกิจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)



### ภาพประกอบที่ 2.4 ภาพความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือที่สำคัญที่อยู่ในความสนใจและเป็นประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสีย และเป็นเครื่องมือที่เพิ่มความน่าเชื่อถือและความสมบูรณ์ของกระบวนการรายงานทางการเงิน (Watts and Zimmerman, 1986, pp. 431-436) โครงสร้างของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้เกิดการส่งเสริมให้เพิ่มกิจกรรมในการติดตามตรวจสอบกิจกรรมการบริหารงาน เท่ากับว่าเป็นการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนที่อาจจะเกิดขึ้นได้ (Fama and Jensen, 1983, pp. 327-349) โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีหากมีข้อบกพร่องที่ไม่ดีอาจจะส่งผลและเกิดโอกาสที่ผู้บริหารรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพต่ำซึ่งเป็นสิ่งที่ชี้วัดได้ว่าขาดจริยธรรมทางธุรกิจ (Gonzalez and Meca, 2014, pp. 419-440) จากงานวิจัยในอดีตการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยเป็นการติดตามตรวจสอบกิจกรรมการบริหารจัดการเพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นและเกิดความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจและจะช่วยลดโอกาสที่เกิดการบริหารจัดการกำไร Xie et al. (2003, pp. 295-316) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดได้จากองค์ประกอบคณะกรรมการตรวจสอบจะส่งผลให้การจัดการกำไรลดลง และคณะกรรมการ คณะกรรมการบริหารจะก่อให้เกิดรายการที่อยู่ในดุลยพินิจในเกณฑ์คงค้างร่วมกัน Niu (2006, pp. 302-327) ได้ศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อคุณภาพของกำไรทางบัญชีซึ่งพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้รายการคงค้างที่ไม่ปกติลดน้อยลงและ

ยังเพิ่มประสิทธิภาพของผลตอบแทนที่ดี เป็นเครื่องชี้วัดได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นเครื่องมือที่มีความสำคัญในการพัฒนาคุณภาพรายงานทางการเงิน Man and Wong (2013, pp. 391-418) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือที่ช่วยกำจัดการจัดการกำไร และพบว่าสภาพแวดล้อมปกติของนักลงทุนสถาบันจะมีกฎหมายควบคุมที่ป้องกันได้ดีที่จะสามารถควบคุมการบริหารจัดการในธุรกิจที่ลงทุนได้ เป็นแรงผลักดันให้ผู้บริหารบริหารงานเพื่อประโยชน์แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกส่วนอย่างเสมอภาค และการมีคณะกรรมการอิสระจะเพิ่มการติดตามตรวจสอบพฤติกรรมของผู้บริหารซึ่งจะทำให้เกิดการเปิดเผยข้อมูล และเป็นการลดความเสี่ยงและการกระทำผิดที่เป็นโอกาสในการจัดการกำไร เนื่องจากมีความเป็นอิสระและไม่ได้รับผลประโยชน์ส่วนตนจากการปฏิบัติกิจกรรมการตรวจสอบภายในสามารถควบคุมคุณภาพของรายงานทางการเงินได้ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Gonzalez and Meca (2013, pp. 419-440) พบความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไร ถ้าหากกิจการมีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยให้เกิดการควบคุมและลดปัญหาคอร์รัปชัน และเพิ่มประสิทธิภาพของการรายงานทางการเงิน การปฏิบัติตามกฎหมายจะช่วยพัฒนาประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะนำไปสู่การลดโอกาสในการจัดการกำไร ทำให้เกิดความโปร่งใสสามารถติดตามและตรวจสอบได้ Abed et al. (2012, pp. 78-85) ความสำคัญของนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นหลักการที่ควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารที่มีพฤติกรรมในการรายงานทางการเงินประจำปีที่บิดเบือนทำให้เกิดความน่าเชื่อถือและเกิดความโปร่งใสในการรายงานทางการเงิน และเป็นประโยชน์ต่อการใช้งาน Malik (2015, pp. 37-87) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยทำให้เกิดกำไรที่แท้จริง ได้ศึกษาบทบาทของคณะกรรมการที่สามารถทำให้เกิดกำไรที่แท้จริงและลดโอกาสการเกิดการจัดการกำไรจากรายการคงค้าง ซึ่งการจัดการกำไรจะช่วยลดการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง และได้พบว่ากิจการมีส่วนร่วมในการจัดการกำไรที่จะหลีกเลี่ยงการรายงานผลการขาดทุนเพื่อตอบสนองการวิเคราะห์และคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ในการลงทุน Liu and Lu (2007, pp. 881-906) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไร ในทิศทางตรงกันข้ามคือหากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยขจัดปัญหาความขัดแย้งการปัญหาระหว่างตัวการกับตัวแทน โดยเฉพาะปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียในสัดส่วนที่ใหญ่และผู้ถือหุ้นที่มีส่วนได้เสียสัดส่วนที่น้อยจะถูกกำจัดออกไป เมื่อโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและกรรมการมีความโปร่งใสไม่ได้เอื้อประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นหรือสร้างความได้เปรียบกับผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่เท่าเทียมกัน Cornett et al. (2009, pp. 412-430) พบว่าการจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารตามผลการดำเนินงานจะก่อให้เกิดความสัมพันธ์การจัดการกำไรเพิ่มขึ้น เนื่องจากจะก่อให้เกิดแรงจูงใจในการจัดการกำไรให้สูงขึ้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทน

ในอัตราที่สูงขึ้น McRey, S. B. II. (2009, pp. 17-27) พบว่าคณะกรรมการบริหารจะช่วยลดการจัดการกำไร แต่การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร และการกระจุกตัวของผู้บริหารจะเพิ่มแรงจูงใจในการจัดการกำไร โครงสร้างของกรรมการที่ดีจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไร และโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอิทธิพลมากเกิดไปก็จะไม่แสดงการเกิดการจัดการกำไรเนื่องจากโครงสร้างของผู้ถือหุ้นไม่มีสัดส่วนการถือครองใดที่มีอิทธิพลครอบงำกิจการ Ramachandran et al. (2014, pp. 1-20) พบว่าการควบคุมตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้การบริหารการจัดการดีขึ้น สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่จะมีอิทธิพลโดยตรงในการลดการจัดการกำไรและแรงกระตุ้นที่ทำให้เกิดรายการคงค้างในดุลยพินิจของผู้บริหาร

งานวิจัยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร และความไม่สมมาตรของข้อมูล Siregar & Bachtiar (2005, pp. 241-252) พบว่าความสัมพันธ์ของความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไร เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นตัวชี้วัดการจัดการกำไร และการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะช่วยลดการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้าง และ Wiyadi et al. (2015, pp. 54-61) พบว่า ความไม่สมมาตรของข้อมูลและการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรในระยะสั้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลและการจัดการกำไรลง จากงานวิจัยในอดีตจะพบได้ว่าคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรลง และทำให้เกิดความโปร่งใส จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานกลุ่มที่ 3** ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

**สมมติฐานที่ 3.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 3.2** สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 3.3** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 3.4** คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 3.5** กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.3 สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร

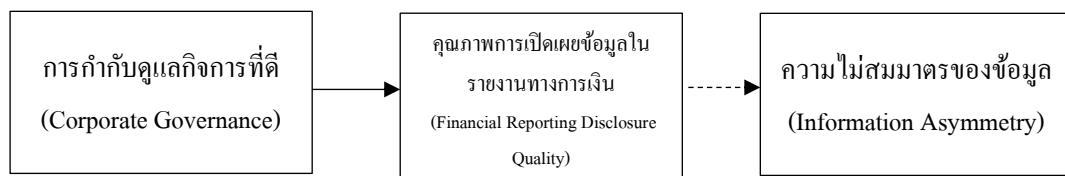
ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรต้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตัวแปรตามที่ใช้วัดการจัดการกำไร	ทิศทางความสัมพันธ์
Xie et al. (2003)	กิจการจำนวน 330 กิจการจากดัชนี S&P 500 index	การควมตำแหน่งประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร จำนวน คณะกรรมการ องค์กรประกอบของคณะกรรมการ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหาร	หลักการจัดการกำไร	-,+
Niu (2006)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดทุน S&P/TSX ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 888 กิจการ-ปี	ขนาดของคณะกรรมการ คุณภาพคณะกรรมการ สิทธิของผู้ถือหุ้น การเปิดเผยการกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะกรรมการตรวจสอบ	The Modified Jones Model (1995)	+,-
Liu & Lu (2007)	กลุ่มตัวอย่างในประเทศจีน ระหว่างปี 1999-2005	การกำกับดูแลกิจการที่ดี	หลักการจัดการกำไร	+,-
Cornett et al. (2009)	กลุ่มตัวอย่างจำนวน 100 กิจการ ระหว่างปี 1994-2002 ในประเทศอเมริกา	การจ่ายค่าตอบแทนให้ผู้บริหารระดับสูง และคณะกรรมการอิสระ	Modified Jones Model	+,-
McRey, S. B. II. (2009)	บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศฟิลิปปินส์ จำนวน 114 กิจการ	ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ การแยกตำแหน่งประธานกรรมการและประธานฝ่ายบริหาร สัดส่วนหนี้สิน ประเภทสำนักงานสอบบัญชี	การจัดการกำไรในรายการคงค้างค้างตาม Cross-section Jones	- , +
Abed et al. (2012)	กลุ่มตัวอย่างประเทศจอร์แดน ที่ไม่ใช่กิจการการเงินระหว่างปี 2006-2009	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ การควมตำแหน่งของคณะกรรมการ การกระจุกตัวของเจ้าของ	การจัดการกำไรวัดโดย The Modified Jones Model	+,-

ตารางที่ 2.3 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรต้นที่ใช้วัดการกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตัวแปรตามที่ใช้วัดการจัดการ กำไร	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Man and Wong (2013)	งานวิจัยในอดีต	การกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากมุมมองภายนอก และภายใน	หลักกรรมการจัดการกำไร	+, -
Gonzalez and Meca (2013)	กลุ่มตัวอย่างในประเทศละตินอเมริกาที่ไม่ใช่บริษัททางการเงินตั้งแต่ปี 2006-2009	โครงสร้างของเจ้าของ การถือหุ้นในลักษณะครอบครัว การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน คณะกรรมการบริหาร ขนาดคณะกรรมการ คณะกรรมการอิสระ กิจกรรมคณะกรรมการ การควมตำแหน่งของคณะกรรมการ คำนึงการกำกับดูแลกิจการที่ดี	The Modified Jones Model	+, -
Ramachandran et al. (2014)	กิจการจำนวน 326 กิจการ จากตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์	ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควมตำแหน่งของคณะกรรมการ	Jones Model (1991)	+, -
Malik (2015)	กิจการในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างไตรมาส ตั้งแต่ปี 1996-2007	คณะกรรมการที่วัดจากขนาดคณะกรรมการ คณะกรรมการอิสระ การแยกตำแหน่งประธาน โครงสร้างของความเป็นเจ้าของ	หลักการจัดการกำไร	+, -

### ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเกิดความโปร่งใส และสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้มีส่วนได้เสีย ข้อมูลทางการเงินถูกจัดทำและรวบรวมเพื่อนำเสนอผลการดำเนินงาน และฐานะทางการเงินให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบและใช้ประโยชน์ต่อการตัดสินใจในประเด็นต่างๆ การเปิดเผยข้อมูลเป็นเครื่องมือทางบัญชีอย่างหนึ่ง ที่รายงานผลทางการเงินตามมาตรฐานที่เป็นไปตามหลักการ การพัฒนาการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยเพิ่มความโปร่งใส ซึ่งเป็นสิ่งหนึ่งที่เกิดจากการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Cadbury, 1992) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยให้ผู้มีส่วนได้เสียประเมินผลการดำเนินงานที่จะวัดประสิทธิภาพในการบริหารการจัดการและการใช้ประโยชน์จากเงินทุนของกิจการ (Chahine & Filatotchev, 2008, pp. 219-241; Dembo & Rasaratnam, 2014, pp. 161-171) ข้อมูลทางบัญชีการเงินเป็นสิ่งที่เกิดจากการบัญชีของกิจการที่จะรายงานผลต่อภายนอกที่ถูกรายงานและตรวจสอบก่อนเผยแพร่เป็นข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับสถานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการที่น่าเสนอแก่บุคคลภายนอก (Pellisserry, 2012, p. 4) การกำกับดูแลและเข้ามาช่วยลดเหตุการณ์ที่เกิดในช่วงวิกฤตการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการลดต้นทุนของเงินทุนที่นำไปสู่การพัฒนาตลาดทุน หากกิจการไม่ได้ปฏิบัติหรือไม่ให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลกระทบต่อความเชื่อมั่น การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นการควบคุม ทำให้เกิดความยุติธรรมและความโปร่งใสแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกคนและหลักการบริหารจัดการที่ดี (OECD, 2004, pp. 184-194; Hasan et al., 2013, pp. 109-119)



### ภาพประกอบที่ 2.5 ภาพความสัมพันธ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

Bushman & Smith (2003, pp. 65-87) ได้ศึกษาบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อบัญชีการเงินของกิจการ ซึ่งพบว่ากิจการที่มีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลที่มีความโปร่งใส ซึ่งจะเป็นการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป Eng & Mak (2003, pp.



325-345) พบว่าโครงสร้างของความเป็นเจ้าของและองค์ประกอบของคณะกรรมการมีผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล หากกิจการมีโครงสร้างของความเป็นเจ้าของต่ำจะส่งผลทำให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลเพิ่มขึ้น Hasan et al. (2013, pp. 109-119) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงินมีความอ่อนไหวต่อผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทซึ่งความถี่ของการรายงานทางการเงินจะช่วยในการตัดสินใจ โครงสร้างคณะกรรมการบริหาร การบริหารจัดการ และการใช้ผู้สอบบัญชีภายนอกมีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานการเงิน Pellisserry (2012, pp. 1-9) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลที่ชี้วัดการบริหารจัดการของผู้บริหารที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้เกิดการรายงานผลที่มีประสิทธิภาพ การเปิดเผยข้อมูลถูกประยุกต์โดยการควบคุมบริหารจัดการที่ดี การรายงานทางการเงินของกิจการจะเป็นเครื่องชี้วัดว่ากิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีเยี่ยมและมีความโปร่งใส Myring & Shortridge (2010, pp. 103-110) ก็พบเช่นเดียวกันกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้เกิดความโปร่งใสและความถูกต้องของรายงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินที่ดีด้วย Raithatha & Bapal (2014, pp. 874-889) พบว่าการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรฐานการบัญชีมีความสัมพันธ์กับการกำกับดูแลกิจการที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถติดตามตรวจสอบการบริหารจัดการได้ที่เกี่ยวข้องกับขนาดของคณะกรรมการจะช่วยให้เกิดการพัฒนาการเปิดเผยข้อมูล เป็นสิ่งที่ชี้วัดได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลที่สร้างความเชื่อมั่นให้แก่ ผู้มีส่วนได้เสีย เช่นเดียวกับ Hasan et al. (2010, pp. 1-50) พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อการรายงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งให้รายงานทางการเงินมีคุณภาพ ในขณะที่ Fathi (2013, pp. 95-111) ศึกษาระดับของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินและพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นตัวกำหนดระดับของการเปิดเผยข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีคุณภาพก็จะช่วยให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพเช่นเดียวกัน Dembo & Rasaratnam (2014, pp.161-171) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีคุณภาพจะเป็นการควบคุมให้เกิดความโปร่งใสและการควบคุมผลการดำเนินงานที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้การเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ ไม่ว่าจะเป็นการเปิดเผยข้อมูลในงบการเงินและรายงานทางการเงินอื่น เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้เกิดความโปร่งใสและสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้มีส่วนได้เสีย จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานกลุ่มที่ 4** ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

**สมมติฐานที่ 4.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 4.2** สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 4.3** สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 4.4** คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 4.5** กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.4 สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตัวแปรตามที่ใช้วัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ทิศทางความสัมพันธ์
Admas (2003)	ข้อมูลคณะกรรมการ และผู้บริหารใน Fortune 500	โครงสร้างของคณะกรรมการ ได้แก่กิจกรรมคณะกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการองค์ประกอบคณะกรรมการ	การเปิดเผยข้อมูล	+
Eng & Mak (2003)	กิจการในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ระหว่างปี 1991-1995	โครงสร้างของเจ้าของ	การเปิดเผยข้อมูลที่วัด โดยจำนวนรายการการเปิดเผยข้อมูลทั้งที่เป็นการเงินและไม่ใช้การเงิน	+
Lara et al. (2009)	กิจการในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1992-2003	คุณภาพองค์ประกอบของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่ คณะกรรมการอิสระ การมีส่วนร่วมของ CEO องค์ประกอบคณะกรรมการอิสระ และกิจกรรมการประชุมของคณะกรรมการ	การเปิดเผยข้อมูลข่าวสาร	+
Hasan et al. (2013)	กิจการในประเทศบังกลาเทศ	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ขนาดคณะกรรมการ การลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ความเป็นเจ้าของ และการตรวจสอบภายนอก	การเปิดเผยข้อมูลที่วัด โดยดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	+

ตารางที่ 2.4 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้การกำกับดูแลกิจการที่ดี	ตัวแปรตามที่ใช้วัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ในรายงานทางการเงิน	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Myring & Shortridge (2010)	กลุ่มตัวอย่างบริษัทจากฐานข้อมูล Corporate Library, Compustat และ I/B/E/S	หลักการทำกับดูแลกิจการที่ดี	คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน	+
Fathi (2013)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศ ศูนย์ดัชนีที่มิใช่ธุรกิจทางการเงิน ระหว่างปี 2004-2009	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดได้จาก ตรวจสอบ โครงสร้างหนี้สิน ขนาดคณะกรรมการ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ การควมตำแหน่งของ คณะกรรมการ โครงสร้างความเป็นเจ้าของ	การเปิดเผยที่วัดได้จากดัชนีการเปิดเผยข้อมูล ในงบการเงิน	+
Dembo & Rasaratnam (2014)	กลุ่มตัวอย่างในประเทศ ไนจีเรีย	การกำกับดูแลกิจการที่ดี	การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน	+
Raithatha & Bapat (2014)	บริษัทจดทะเบียนจำนวน 325 กิจการในประเทศอินเดีย	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดจากขนาดของ คณะกรรมการ โครงสร้างของคณะกรรมการ โครงสร้างของความเป็นเจ้าของ	การเปิดเผยข้อมูลที่วัดจากดัชนีการเปิดเผย ข้อมูล	+,-

### คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Disclosure Quality)

จากเหตุการณ์และวิกฤตการเงินในช่วงหลายๆ ปีที่ผ่านมาเป็นตัวชี้วัดว่าเกิดความล้มเหลวในระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี วิกฤตทางการเงินหลายๆ ช่วงที่ผ่านมาเป็นตัวชี้วัดกฎหมายเกี่ยวกับ การรักษาความปลอดภัยทางการเงินและวิธีการบริหารจัดการ กฎหมายและข้อบังคับจึงมีความสำคัญที่พัฒนาเป็นกรอบแนวคิดในการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน ในระดับสากลประเทศหรือระดับประเทศต่างให้ความสำคัญกับบทบาทของการเปิดเผยข้อมูลให้ชัดเจนยิ่งขึ้น (Smith et al., 2005, pp. 123-151) และเหตุผลที่ทำให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินก็มาจากส่วนประกอบหลายๆ ทฤษฎีไม่ว่าจะเป็น ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีเกี่ยวกับความชอบธรรม (Legitimacy Theory) และทฤษฎีเกี่ยวกับเศรษฐกิจการเมือง (Political Economy Theory) (Choi, 1973, pp. 159-179) หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้พูดถึงเรื่องการสื่อสารกับผู้มีส่วนได้เสียผ่านรายงานประจำปี และการเผยแพร่รายงานดังกล่าวในอินเทอร์เน็ต หรือผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นสิ่งที่สะท้อนถึงหลักการปฏิบัติและแสดงความรับผิดชอบแก่ผู้มีส่วนได้เสีย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64) การรายงานทางการเงินเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่จะสะท้อนการบริหารจัดการที่ผู้มีส่วนได้เสียให้ความสนใจ (Watts and Zimmerman, 1978, pp.112-134) รายงานการเงินประจำปีนอกเหนือจากการเปิดเผยข้อมูลในทางปกติแล้ว กิจการยังสามารถรายงานผลเรื่องที่สำคัญตามเครื่องมือการกำกับดูแลกิจการที่ดีหลายๆ ตัวอย่าง (Bushman and Smith, 2001, p. 237)

ในประเทศไทยก็มีการให้ความสำคัญสำหรับการเปิดเผยข้อมูล โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดข้อบังคับหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศ และการปฏิบัติการใด ๆ ของบริษัทจดทะเบียนไว้เป็นการกำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนฯ ต้องทำการเปิดเผยเหตุการณ์หรือเรื่องพัฒนาการที่สำคัญเกี่ยวกับการประกอบธุรกิจให้ผู้มีส่วนได้เสียหรือประชาชนรับรู้ด้วยความรวดเร็วและเพียงพอ เป็นไปอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากผลกระทบบางเรื่องส่งผลกระทบต่อประชาชน และกำหนดเป็นภาระหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนฯ ต้องเปิดเผยสารสนเทศที่จำเป็นต่อการตัดสินใจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) และได้กำหนดแนวทางการปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนดังนี้

การปฏิบัติการเปิดเผยข้อมูลเพื่อให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีสภาพคล่อง มีความยุติธรรมและเป็นไปด้วยความมีระเบียบ ได้กำหนดให้มีการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความเพียงพอ และทันเวลาต่อการตัดสินใจ และต้องเป็นการได้รับข้อมูลที่เท่าเทียมกัน โดยกำหนดการเปิดเผยสารสนเทศของบริษัท โดย

1. การเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญให้ประชาชนทราบโดยทันที ต้องทำการเปิดเผยสารสนเทศเกี่ยวกับการดำเนินงานที่สำคัญทันที ยกเว้นในกรณีที่เกิดขึ้นเป็นพิสัยบางกรณี ซึ่งการเปิดเผยในหลักเกณฑ์นี้จะทำการเปิดเผยเมื่อสารสนเทศดังกล่าวมีผลต่อราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์อย่าง มีนัยสำคัญ ข้อมูลสารสนเทศมีความสำคัญต่อผู้ลงทุนในการวิเคราะห์เลือกตัดสินใจลงทุนหรือมีผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ความรับผิดชอบของบริษัท เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนจะอยู่ในสถานะที่รู้ความสำคัญของสารสนเทศที่ดีที่สุด กรณีที่เกิดข้อสงสัยให้ทำการปรึกษากับฝ่ายบริษัทจดทะเบียน

2. การเผยแพร่ข้อมูลสารสนเทศต่อประชาชนโดยทั่วถึง ต้องเผยแพร่ให้ทั่วถึงเท่าที่จะกระทำได้ หากสารสนเทศใดมีความสำคัญ เป็นข้อเท็จจริงซึ่งมีผลต่อราคาของหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียน สารสนเทศอาจจะต้องเปิดเผยสารสนเทศที่สำคัญเกี่ยวกับทรัพย์สิน ธุรกิจ ฐานะและแนวโน้มทางการเงินของบริษัท รวมทั้งการได้มาซึ่งธุรกิจ ข้อตกลงสัญญาต่างๆ รวมถึงการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในการถือหลักทรัพย์ของบุคคลภายในหรือผู้มีอำนาจในการควบคุมกิจการบริษัทจดทะเบียนฯ ไม่จำเป็นต้องเปิดเผยประมาณการ หรือการคาดการณ์เกี่ยวกับกำไรหรือข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานซึ่งเป็นข้อมูลภายในเกี่ยวกับการจัดงบประมาณและการคาดการณ์เพียงเท่านั้น บริษัทต้องทำด้วยความระมัดระวังและเป็นไปด้วยความสมเหตุและผลเป็นไปตามข้อเท็จจริง

3. การชี้แจงกรณีที่มีข่าวลือหรือข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับกิจการ ไม่ว่าจะเป็สิ่งที่เกิดขึ้นจริงหรือไม่ก็ตาม บริษัทจดทะเบียนต้องทำการชี้แจงเกี่ยวกับข่าวสารและข่าวลือดังกล่าวโดยเร็วที่สุด เนื่องจากข่าวดังกล่าวอาจจะสร้างผลกระทบต่อราคาซื้อหรือขายหลักทรัพย์และมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ดังกล่าว อาจจะเป็นเรื่องเกี่ยวกับการร่วมทุน หรือการรวมกิจการ การประกาศจ่ายเงินปันผลหรือประกาศผลกำไรขาดทุนของกิจการ การเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้จากการจ่ายหุ้นปันผล การได้มาหรือสูญเสียสัญญาการค้าที่มีความสำคัญ การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่สำคัญเกี่ยวกับการใช้ทรัพยากร เทคโนโลยี หรือตลาด การเปลี่ยนแปลงอำนาจในการควบคุม หรือการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในคณะกรรมการและผู้บริหาร การเรียกไถ่ถอนคืนหลักทรัพย์ การกู้ยืมเงินที่มีนัยสำคัญต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน การออกหุ้นหรือเพิ่มทุน ข้อพิพาททางกฎหมาย การซื้อขายสินทรัพย์ที่มีความสำคัญ การเปลี่ยนแปลงโครงการลงทุน การเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์ของบริษัท ข้อพิพาทเกี่ยวกับแรงงาน การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทอื่น รวมถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชีที่สำคัญ

4. การดำเนินการเมื่อซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนผิดปกติไปจากสภาพที่ปกติของตลาด อาจจะต้องพิจารณาเรื่องข่าวสารหรือเหตุการณ์ที่สำคัญที่ทำให้เกิดสภาวะดังกล่าว และต้องดำเนินการให้เป็นไปตามแนวทางการปฏิบัติเกี่ยวกับการเปิดเผยสารสนเทศดังกล่าว หากยังไม่ทราบสาเหตุดังกล่าวที่เกิดความผิดปกติ บริษัทต้องทำการแจ้งให้ทราบโดยทั่วถึงว่าบริษัทไม่มีผลกระทบใดที่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจและการดำเนินงานของบริษัทนอกเหนือจากที่ได้แจ้งให้ทราบหรือ ไม่มีเหตุผลใดที่ทำให้การซื้อขายหุ้นเกิดความผิดปกติ

5. การเปิดเผยในเชิงส่งเสริมที่ไม่มีเหตุผลอันสมควร ไม่ทำการเปิดเผยโดยเกินความจำเป็นต่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท โดยรวมถึงการออกข่าวโดยใช้คำที่ไม่มีความเหมาะสม การประกาศข่าวทั้งที่ยังไม่มีการพัฒนาการที่เกิดขึ้นแท้จริงของกิจการสนับสนุน การรายงานหรือการคาดคะเนที่เกินความเป็นจริง การเปิดเผยโดยใช้คำที่เกินความเป็นจริงที่อาจจะทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจผิด และเป็นสาเหตุให้เกิดความเคลื่อนไหวของปริมาณหรือราคาซื้อขายหลักทรัพย์ โดยไม่มีเหตุผลอันสมควร

6. การซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนโดยใช้สารสนเทศภายในกิจการ บุคคลภายในต้องไม่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้สารสนเทศที่สำคัญที่ยังไม่เปิดเผยต่อสาธารณชน แม้กระทั่งภายหลังการออกสารสนเทศที่สำคัญได้เปิดเผยไปแล้ว บุคคลภายในต้องมีการความเกี่ยวข้องกับการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทฯ เป็นช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนได้มีการประเมินสารสนเทศนั้นตามระยะเวลาอันสมควร

อีกทั้งยังกำหนดเนื้อหาขั้นต่ำที่เปิดเผยต่อสาธารณชน โดยเนื้อหาดังกล่าวต้องมีความเป็นจริง ชัดเจน และกะทัดรัด มีสารสนเทศเพียงพอมีตัวเลขที่ผู้ลงทุนสามารถนำมาประเมินความสำคัญและเปรียบเทียบได้ ไม่มีการนำเสนอที่ลำเอียงและมีความตรงไปตรงมาตามประเด็น ต้องหลีกเลี่ยงการประกาศข้อมูลที่ตรงกับข้อเท็จจริง หรือนำเสนอข้อมูลไปในทางที่ดีกว่าที่ควรจะเป็น ไม่แถลงข่าวข้อมูลที่เป็นทางลบแต่นำเสนอไปในแง่บวกคือนำเสนอข้อมูลว่าดีทั้งที่ในข้อเท็จจริงเป็นตรงกันข้าม หากไม่สามารถอธิบายเหตุผลที่เกิดขึ้นจากการประเมินต้องอธิบายเหตุผล ควรนำเสนอให้มีความชัดเจน และการจัดทำประกาศเพื่อเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ และประชาชนเพื่อให้เกิด ความเชื่อมั่นประกาศทุกฉบับต้องจัดทำขึ้นหรือพิจารณาทบทวนโดยเจ้าหน้าที่ของบริษัทซึ่งมีความรู้ความสามารถต่อการเปิดเผย และเข้าใจถึงข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์และกฎหมายว่าด้วยตลาดหลักทรัพย์ ทักษะและประสบการณ์ในการประกาศเป็นสิ่งสำคัญในการจัดทำประกาศในลักษณะที่ออกมามีความถูกต้อง ครบถ้วนและมีความเสมอภาค การประกาศและแถลงข่าวต้องใช้เวลารวดเร็ว และบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำต้องมีจำนวนที่

เพียงพอต่อการจัดการปัญหาที่เกิดขึ้นทันที หากเรื่องที่มีความจำเป็นหรือมีความเหมาะสมที่ต้องใช้ที่ปรึกษากฎหมายทบทวนเนื้อหาในประกาศดังกล่าว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลก็มีส่วนสำคัญตามทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากหากกิจการมีคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ดีจะทำให้ต้นทุนการเป็นตัวแทนสูงขึ้นและผู้ที่เป็นผู้มีส่วนได้เสียต่อกิจการและเป็นบุคคลภายในกิจการจะได้รับประโยชน์ที่มากกว่าผู้มีส่วนได้เสียข้างนอก เนื่องจากหากมีการเปิดเผยข้อมูลที่ไม่ดีมีคุณภาพนักลงทุนที่ใช้ข้อมูลเปิดเผยและไม่มีคุณภาพมาตัดสินใจก็จะทำให้นักลงทุนที่ไม่สามารถรับรู้ข้อมูลที่มีคุณภาพที่แท้จริงได้ ใช้ข้อมูลที่ไม่มีคุณภาพตัดสินใจผลการดำเนินงานของกิจการตามข้อมูลทางการเงินที่เผยแพร่ (Bushman & Smith, 2001, pp. 237-333; Lang et al., 2000, pp. 623-662)

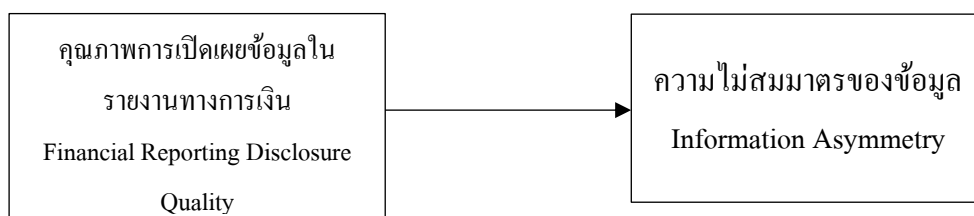
จะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้ความสำคัญต่อการเปิดเผยข้อมูลเนื่องจากสิ่งดังกล่าวจะแสดงให้เห็นความรับผิดชอบ และส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ การเปิดเผยข้อมูลจึงมีความสำคัญเพื่อให้เกิดความโปร่งใส และสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย โดยเฉพาะการเปิดเผยข้อมูลสารสนเทศทางการเงินในรายงานทางการเงินผ่านงบการเงินของกิจการมีความสำคัญ เนื่องจากเป็นข้อมูลที่ผู้มีส่วนได้เสียต้องใช้ในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการวางแผนและลงทุนในกิจการ ข้อมูลในสารสนเทศทางการเงินจึงมีความสำคัญและมีความละเอียดอ่อนอย่างมาก

### **ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล**

การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินเป็นหนึ่งในหน้าที่ของกิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องพึงกระทำตามกฎหมายข้อบังคับ เพื่อให้เกิดการรายงานผลการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียรับทราบและใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64) การเปิดเผยข้อมูลจะแสดงถึงความโปร่งใสในการให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบ ดังนั้นการเปิดเผยข้อมูลจึงมีความสัมพันธ์ต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่คณะกรรมการจะมีอิทธิพลต่อการเปิดเผยรายงานทางการเงิน ซึ่งมีความสำคัญและมีผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้มีส่วนได้เสีย และการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยลดการจัดการกำไรหรือการตกแต่งงบการเงินซึ่งเป็นการกระทำที่ผิด (Beasley, 1996, pp. 443-466; McMullen, 1996, pp. 87-103) ข้อมูลในรายงานทางการเงินที่น่าเชื่อถือตาม หลักความระมัดระวังเต็มไปด้วยความสำคัญในการให้ข้อมูล



แก่นักลงทุน (LaFond and Watts, 2008, pp. 447-479) สาเหตุมาจากผู้บริหารมีแรงจูงใจในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของกำไร โดยหลีกเลี่ยงการนำเสนอผลขาดทุน ความระมัดระวังในการนำเสนอรายงานทางการเงินจึงเป็นเรื่องที่ยากกว่ามาจากผลการดำเนินงานของกิจการที่แท้จริง แต่นักลงทุนก็ต้องใช้วิธีทางเลือกที่จะได้ข้อมูลที่ดีเช่นกัน (Watts, 2003, pp. 207-221)



**ภาพประกอบที่ 2.6** ภาพความสัมพันธ์คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

จากผลการวิจัยศึกษาในอดีต พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีความสัมพันธ์และส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยทำให้เกิดความโปร่งใสและเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่แก่นักลงทุนที่ได้รับข้อมูล การเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพก็จะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป Fu et al. (2012) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินยิ่งเปิดเผยมากขึ้นก็จะลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไปอีกทั้งยังลดต้นทุนในส่วนของผู้ขาย และจากการวิจัยศึกษาซ้ำก็พบผลเหมือนเดิมว่าความถี่ของการรายงานทางการเงินจะเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียและเป็นทางเลือกที่ดีในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล เช่นเดียวกับ Gajewski & Li (2015, pp. 1-10) ที่ได้ศึกษาคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางอินเทอร์เน็ต ผลการศึกษาก็พบว่า การเปิดเผยข้อมูลในทางอินเทอร์เน็ตก็จะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงเช่นเดียวกัน ซึ่งแสดงถึงความโปร่งใสในการนำเสนอสารสนเทศ Moerman (2010, pp. 1-62) ได้ศึกษากลุ่มผู้ลงทุนสถาบันพบว่า การรายงานทางการเงินด้วยความระมัดระวังจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลอีกทั้งยังเป็นการเพิ่มขึ้นของประสิทธิภาพในการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง Saini (2010, pp. 1-100) พบความไม่สมมาตรของข้อมูลมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนและระดับการเปิดเผยข้อมูลจำแนกตามส่วนงาน แสดงให้เห็นความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลที่ละเอียดจะช่วยให้เกิดความโปร่งใสและลดความไม่สมมาตรลง Palazzo and Zhang (2017, pp. 37-40) พบการเปิดเผยข้อมูลสามารถจำแนกความไม่สมมาตรข้อมูลและมีผลกระทบต่อระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลด้วย Brandenburg & Suijs

(2013, pp. 1-31) พบว่าการเพิ่มขึ้นของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง เนื่องจากข้อมูลมีความสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน Shroff et al. (2013, pp. 1-59) ได้ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจกับความไม่สมมาตรของข้อมูล แล้ว พบว่าการเปิดเผยข้อมูลสามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ เช่นเดียวกับ Bahmani (2014, pp. 110-114) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลรายงานทางการเงินที่มีความน่าเชื่อถือและทันเวลาจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงจากคุณภาพกำไร และ Petersen & Plenborg (2006, pp.127-149) ก็พบว่าการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล หากคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลอยู่ในระดับสูงก็จะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นต่ำ ในขณะที่ความไม่สมมาตรของข้อมูลเกี่ยวข้องกับต้นทุนของเงินทุนด้วย Abdioglu et al. (2015, pp. 1-14) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยรายการตาม Sarbanes-Oxley Act ส่งผลในการลดข้อมูลที่มีความเฉพาะเจาะจงแต่ละกลุ่ม และเป็นข้อบ่งชี้เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Gajewski & Li (2015, pp. 1-10) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่ดีและมากจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง ในขณะที่ Talebghasabi & Lak (2014, pp. 638-643) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับกำไรเกินปกติหรือผลตอบแทนเกินปกติที่ใช้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูล ผลอาจเนื่องมาจากการประกาศผลการดำเนินงานในรายงานทางการเงินทำให้เกิดการผันผวนของราคาเนื่องจากกิจการอาจจะแสดงผลการดำเนินงานที่ดี ไม่ใช่เฉพาะผลจากความไม่สมมาตรของข้อมูล เช่นเดียวกับ Mousa (2015, pp. 13-20) ให้เหตุผลว่าเนื่องจากการประกาศรายงานทางการเงินผู้ลงทุนจะได้ใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์และให้ความสนใจกับการลงทุนในกิจการจำนวนมากทำให้เกิดผลตอบแทนในระดับเกินปกติ ทั้งที่อาจเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลแต่ผู้ลงทุนก็ไม่ได้สนใจมากกว่ามูลค่าซื้อขายหุ้นแต่อย่างใด (Salimi and Naslmosavi, 2015, p. 324) จะเห็นได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลส่งผลและมีความสัมพันธ์กับความไม่สมมาตรของข้อมูลจึงนำมาเป็นสมมติฐานของงานวิจัยดังนี้

**สมมติฐานที่ 5** บัณฑิตเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**ตารางที่ 2.5** สรุปตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมของข้อมูล

<u>ผู้วิจัย</u>	<u>กลุ่มตัวอย่าง</u>	<u>ตัวแปรที่ใช้วัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน</u>	<u>ตัวแปรตามที่ใช้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูล</u>	<u>ทิศทางความสัมพันธ์</u>
Petersen & Plenborg (2006)	กลุ่มบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศเดนมาร์ก	ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-
Moreman (2008)	กลุ่มกิจการใน Loan Trade Database	ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-
Fu et. al. (2012)	กิจการจำนวน 7,654 กิจการ-ปี จากปี 1951-1973	การเปิดเผยข้อมูลวัดจากความถี่ของการรายงาน	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-
Brandenburg & Suijs (2013)	กลุ่มตัวอย่างจำนวน 104 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเนเธอร์แลนด์	ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	ความไม่สามารถของข้อมูลที่	-
Bahmani (2014)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อิหร่าน	ดัชนีที่ประกาศด้วยตลาดหลักทรัพย์	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่มีองค์ประกอบคุณภาพรายการคงค้าง ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดกิจการ ราคาตามบัญชีต่อตลาดของหุ้น	-
Shroff et al. (2013)	กลุ่มบริษัทที่มีการปรับโครงสร้างเงินทุนและนำเสนอขาย	หลักการการเปิดเผยข้อมูล	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-

ตารางที่ 2.5 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ตัวแปรตามที่ใช้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทางความสัมพันธ์
Abdioglu et al. (2015)	กิจการในประเทศสหรัฐฯ ระหว่างปี 1999-2012	การเปิดเผยข้อมูลในประเด็นเรื่องที่มีผลมาจากการมีนักลงทุนสถาบัน	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	-
Gajewski & Li (2015)	กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในประเทศฝรั่งเศส	ข้อมูลที่เปิดเผยโดยกิจการในอินเทอร์เน็ต	ความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจาก Bid-ask spread และความกว้างความลึก	-
Telebghasabi & Lak (2014)	กลุ่มบริษัทในประเทศเดहरาน จำนวน 303 ราย จากปี 2003-2011	คุณภาพการเปิดเผยข้อมูล	ผลตอบแทนเกินปกติ	+
Mousa (2015)	ฐานข้อมูลราคาปิดจาก Amman bourse ปี 2005-2013 บริษัทในประเทศจอร์แดน	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ผลตอบแทนเกินปกติจากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นรายวัน	+

### ตัวแปรและการวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินเป็นการเปิดเผยข้อมูลทั้งที่เป็นการเงินและไม่ใช่งานการเงิน เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ อาจจะถูกบังคับให้เปิดเผยหรือเปิดเผยตามสมัครใจ อาจจะเป็นทางการหรือไม่เป็นทางการก็ได้ (Gibbins et al., 1990, pp. 121-143) การเปิดเผยข้อมูลของแต่ละกิจการมีหลากหลาย เช่น การเปิดเผยรายงานประจำปี การแสดงบทวิเคราะห์ การนำเสนอที่เกี่ยวข้องกับนักลงทุน การรายงานภายใน หรือเปิดเผยในเว็บไซต์ (Hassan & Marston, 2010, p. 8) การเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีมีความสำคัญเนื่องจากเป็นแรงขับเคลื่อนและแสดงถึงความเพียงพอในระบบตลาดทุน (Marston and Shrivess, 1991, pp. 195-210; Hope, 2003, pp. 218-246)

การวัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในอดีตมีการออกแบบตัวชี้วัดมากมาย Hassan & Marston (2010, pp. 1-50) ได้แบ่งการวิเคราะห์ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเผยข้อมูลออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1. การเปิดเผยข้อมูลโดยใช้ตัวชี้วัดที่ไม่ได้ใช้ฐานข้อมูลที่มีเดิมอยู่ทั่วไป ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการศึกษาตัวชี้วัดโดยวิธีการสำรวจ (Survey) ไม่ว่าจะเป็นวิธีการสัมภาษณ์หรือการใช้แบบสอบถาม เพื่อให้ได้ตัวชี้วัดการเปิดเผยข้อมูล เป็นต้น

2. การเปิดเผยข้อมูลโดยใช้ตัวชี้วัดที่ได้จากการใช้ฐานข้อมูลที่มีอยู่ทั่วไป

การใช้ตัวชี้วัดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่สามารถเก็บได้จากหลักฐานหรือข้อมูลที่เผยแพร่ทั่วไป ที่นิยมใช้เป็นตัววัดการเปิดเผยข้อมูล เช่น

1. การวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) เป็นการใช้เทคนิควิธีการทบทวนหรือตรวจสอบจากข้อมูลที่กิจการเปิดเผย เป็นการชี้วิธีการวัดการเปิดเผยข้อมูลอาจจะเป็นแต่ละรายการ หรือรายบริษัทโดยใช้เทคนิควิธีการนับ ไม่ว่าจะเป็นการนับจำนวนคำ นับจำนวนประโยค หรือนับจำนวนหน้า (Krippendorff, 1980; Marston and Shrivess, 1991, pp. 195-210; Hackston and Milne, 1996, pp. 77-108) ตามบริบทของวิธีการนับจำนวนเนื้อหาที่เปิดเผย หากจำนวนเนื้อหาที่นับได้เยอะจะแสดงถึงการเปิดเผยของข้อมูลที่มีจำนวนมากขึ้นตาม

2. การใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure index) เป็นการเลือกรายการที่เปิดเผยข้อมูลตามรายงานของบริษัทซึ่งการใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูลจะรวมข้อมูลทั้งที่เป็นการเปิดเผยเพราะข้อบังคับหรือการเปิดเผยตามความสมัครใจ อาจครอบคลุมไปทั้งการเปิดเผยในรายงานประจำปี รายงานความก้าวหน้า หรือตามความต้องการของนักลงทุน รวมไปถึงการวิเคราะห์การเงินของกิจการด้วย เป็นการเลือกการเปิดเผยรายการแต่ละรายการ (Marston and Shrivess, 1991, pp. 195-210; Hassan & Marston, 2010, pp. 1-50) เป็นตัวชี้วัดที่มีความยืดหยุ่นสูง และเป็นการใช้ดัชนีที่ทำให้

น้ำหนักแต่ละรายการที่เปิดเผยแตกต่างจากวิธีก่อนหน้านี้ที่ใช้การนับเนื้อหาเกี่ยวกับสารสนเทศที่เปิดเผย โดยมีนักวิจัยจำนวนมากให้ความสำคัญกับการวัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล โดยคำนึงจากจำนวนเรื่องเปิดเผยข้อมูลความครบถ้วนของข้อมูลที่มีความจำเป็น และเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ รวบรวมและทำเป็นคะแนนน้ำหนักของแต่ละองค์ประกอบของการเปิดเผยข้อมูลคิดคำนวณออกมาเป็นดัชนีการเปิดเผยข้อมูล

3. บทวิเคราะห์การพยากรณ์การบริหารจัดการ (Management Forecasts) เป็นการใช้ข้อมูลหรือบทวิเคราะห์ของกิจการตามฐานข้อมูลต่าง ๆ ที่ส่วนใหญ่จะเน้นการพยากรณ์เหตุการณ์ในอนาคตทั้งที่เกี่ยวกับเรื่องข้อมูลเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ (Hutton and Stocken, 2007, p. 4)

4. การเปิดเผยข่าวดีและข่าวร้าย (Disclosure of good (bad) news) เป็นการมองหาข่าวดีข่าวร้ายในรายงานประจำปีที่เป็นส่งสัญญาณเป็นข่าวดีหรือข่าวร้าย เป็นการพัฒนาการวัดการเปิดเผยข้อมูลตามความสมัครใจของผู้เปิดเผยข้อมูล (Hassan & Marston, 2010, pp. 1-50)

5. ความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล (Disclosure Frequency) เป็นการวัดความถี่ของการนำเสนอข้อมูลที่จะเป็นตัววัดระดับการเปิดเผยข้อมูล ไม่ว่าจะเป็จำนวนความถี่ของการรายงานทางการเงินของการประชุม (Lang & Lundholm, 2000, p. 623; Hassan & Marston, 2010, pp. 1-50)

จะเห็นได้ว่าในงานวิจัยก่อนหน้านี้มีการพัฒนาตัววัดการเปิดเผยข้อมูลให้มีความสมเหตุสมผลมากขึ้นกว่าเดิมและพัฒนาประสิทธิภาพของการเปิดเผยข้อมูล ในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้ตัวแปรที่ใช้วัดการเปิดเผยข้อมูล โดยใช้ตัวชี้วัดที่ได้จากการใช้ฐานข้อมูลที่มีอยู่ทั่วไป การวิเคราะห์เนื้อหา และใช้วิธีดัชนีการเปิดเผยข้อมูล เนื่องจากผู้ลงทุนสามารถใช้ข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะ และสามารถใช้อัตราการเปิดเผยข้อมูลจะเป็นการวัดการเปิดเผยรายการที่มาจากเปิดเผยโดยสมัครใจของกิจการจะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถทบทวนประสิทธิภาพของการเปิดเผยข้อมูลที่จะช่วยในการตัดสินใจในการลงทุน

### การวิเคราะห์ตัวแปรการวัดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินโดยใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล

หลากหลายงานวิจัยในอดีตใช้เทคนิควิธีการนับเนื้อหาที่ใช้เปิดเผยข้อมูล หรือใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล ล้วนแต่เป็นการกำหนดจำนวนรายการหรือเนื้อหาที่ควรเปิดเผยและให้คะแนนหรือค่ากับรายการตามจำนวนที่เปิดเผย เพื่อใช้เป็นการวัดค่าของการเปิดเผยข้อมูล ข้อมูลที่วัดดังกล่าวจะแสดงให้เห็นว่าหากกิจการมีข้อมูลที่กำหนดจะได้คะแนนของการเปิดเผยข้อมูล แต่กิจการไหนไม่มีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวก็จะไม่ได้ค่าหรือคะแนนจึงเป็นนัยว่า รายการดังกล่าว

ไม่มีหรือไม่พบก็จะไม่ได้คะแนนด้วย ตามบริบทการวิเคราะห์จึงแสดงรายการที่ไม่พบว่าเป็นกิจการไม่ได้เปิดเผยหรือไม่มีรายการดังกล่าวแม้ในความเป็นจริงกิจการไม่ได้แสดงหรือไม่ได้เปิดเผยไว้ตามความสมัครใจ (Chen et al., 2015, pp. 1017-1054)

Chen et al. (2015, pp.1017-1054) ได้ศึกษาวิธีการวัดการเปิดเผยข้อมูลโดยใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูลแต่เป็นการวิเคราะห์คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลมากกว่า โดยใช้วัดการเปิดเผยข้อมูลตามรายการที่มีในกิจการในรายงานประจำปี ตามทฤษฎีคุณภาพของข้อมูลในระดับสูง (Blackwell, 1951, p.7) ซึ่งจะเป็นการใช้การวัดในรายงานทางการเงินของกิจการ Buzby (1974, pp. 423-435) ได้พูดถึงความสำคัญเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และความเกี่ยวข้องของ ความสำคัญของแต่ละรายการที่ทำการเปิดเผยโดยศึกษาในบริบทของการเปิดเผยรายการแต่ละ รายการ (Leuz & Verrecchia, 2000, pp. 91-124) การเปิดเผยรายการที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน และการเปิดเผยโดยการเฉลี่ยรายการแต่ละรายการซึ่งการวัดการเปิดเผยรายการในแต่ละแบบมี ความนิยมในการใช้วัดรายงานทางการเงิน Marston & Shrivies (1991, pp. 195-210) การวัด ความสัมพันธ์เกี่ยวกับระดับการเปิดเผยข้อมูลส่วนใหญ่จะใช้ค่าสถิติที่เป็น Ratio และรวบรวมค่า เป็นดัชนีการเปิดเผยรายการ โครงสร้างของการเปิดเผยรายการจะขึ้นอยู่กับความสำคัญของแต่ละ รายการ และปรับใช้ตามความต้องการของผู้ศึกษา Hope (2003, pp. 218-246) ได้ทำการศึกษาวิธีการ ปฏิบัติการเปิดเผยรายการตามมาตรฐานการบัญชี และในแง่บริบทของการเปิดเผยรายการสามารถ ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ ระดับการเปิดเผยข้อมูลจะมี ความแตกต่างกันตามขนาดของ กิจการ ประเทศหรือตัวของผู้ศึกษาเอง (Saudagaran & Meek, 1997, pp. 127-159)

Hope (2003, pp. 218-246) และ Basu et. al. (1998, pp. 1207-1247) ได้ให้คะแนนเกี่ยวกับการเปิดเผยรายการแต่ละรายการที่ทำการเปิดเผยข้อมูลตามหลักการบัญชีตามแต่ละสถานะของ กิจการ Chen et. al. (2015, pp. 1017-1054) ได้แบ่งแยกรายการและนัยรายการที่เปิดเผยข้อมูล แต่ละ รายการและให้คะแนนกับรายการที่กิจการที่ทำการศึกษาเปิดเผยข้อมูล ตามมาตรฐานการบัญชี FASB โดยให้น้ำหนักรายการที่กิจการเปิดเผยรายการกับรายการที่เปิดเผยทั้งหมดตามหลักการบัญชี เป็นการวัดการเปิดเผยรายการเช่นเดียวกับ Ben et. al. (2011, pp. 43-60) ที่วัดคุณภาพของการเปิดเผย รายการโดยวิเคราะห์จากองค์ประกอบงบการเงินเช่นเดียวกัน ตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยได้กำหนดหลักเกณฑ์ให้บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นำเสนอและส่ง รายงานทางการเงิน อันประกอบไปด้วย

1. การเปิดเผยรายงานทางการเงินที่เป็นงบการเงินเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 1 การนำเสนองบการเงิน ซึ่งในมาตรฐานฉบับนี้จะเน้นการให้กิจการใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจใน

การนำเสนอข้อมูลทางการเงินในงบแสดงฐานะการเงิน (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2562, หน้า 1-41) งบกำไรขาดทุนและกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จต่าง ๆ กำหนดรายการย่อที่ต้องมีในงบการเงิน พ.ศ. 2554 โดยจะดูหมายเหตุประกอบงบการเงินประกอบเนื่องจากบริษัทสามารถเลือกแสดงงบกำไรขาดทุนจำแนกตามลักษณะของค่าใช้จ่าย หรือจำแนกตามลักษณะของหน้าที่ก็ได้ หากพิจารณาแล้วเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้งบการเงิน และทำการพิจารณารายการย่อที่ควรจะมีในงบกำไรขาดทุนจากหมายเหตุประกอบงบการเงินหรือการเปิดเผยรายการที่สำคัญในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ (สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์, 2558, หน้า 1-133)

2. การเปิดเผยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ 56-1 และการเปิดเผยข้อมูลรายงานประจำปี แบบ 56-2 เป็นการเปิดเผยข้อมูลที่อาจมีผลกระทบต่อการตัดสินใจอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน ลักษณะข้อมูลส่วนใหญ่จะมีนัยสำคัญที่มีความเพียงพอต่อการตัดสินใจ และไม่มีข้อมูลใดที่อาจก่อให้เกิดการสื่อสารผิดพลาดแก่นักลงทุน (misleading) และสามารถสะท้อนสถานะข้อมูลปัจจุบันของกิจการนอกเหนืองบการเงิน อาจแนะนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายและภาพรวมการประกอบธุรกิจ ลักษณะของการประกอบกิจการ ปัจจัยที่มีความเสี่ยงทรัพย์สินที่มีนัยสำคัญที่ใช้ในการประกอบธุรกิจ ข้อพิพาททางกฎหมาย ข้อมูลทั่วไปและข้อมูลสำคัญ อีกทั้งยังแสดงข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการ และการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่พูดถึงเรื่องข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้น โครงสร้างการจัดการ การกำกับดูแลกิจการที่ดี ความรับผิดชอบต่อสังคม การควบคุมภายในและการบริหารจัดการความเสี่ยงของกิจการ รายการค้าระหว่างกัน และมีข้อมูลในส่วนของฐานะการเงินและผลการดำเนินงานประกอบไปด้วย ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญ และการวิเคราะห์และคำอธิบายของฝ่ายจัดการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2556, หน้า 1-167)

แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีจะให้รายละเอียดที่สำคัญที่กระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุนอาจจะรวมถึง เอกสารที่ให้รายละเอียดเกี่ยวกับกรรมการ ผู้บริหาร และผู้ที่มีอำนาจควบคุมตลาดจนเลขานุการบริษัท รายละเอียดเกี่ยวกับบริษัทย่อย เกี่ยวกับการงานด้านการตรวจสอบภายในและการกำกับดูแลกิจการที่ดี และสามารถแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับรายการประเมินราคาทรัพย์สิน ข้อมูลที่สำคัญของแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีที่มีความครบถ้วน และเป็นประโยชน์ต่อผู้ใช้สามารถแบ่งออกเป็นส่วนได้ดังนี้

#### ส่วนที่ 1 การประกอบธุรกิจ ที่ประกอบไปด้วย

1. นโยบายและภาพรวมของการประกอบธุรกิจ วิสัยทัศน์ วัตถุประสงค์ เป้าหมาย กลยุทธ์ การเปลี่ยนแปลงหรือพัฒนาการที่มีความสำคัญเช่น อำนาจในการควบคุมบริษัท การประกอบธุรกิจ



และการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้น การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้นของกลุ่มบริษัทในประเด็นเรื่องเกี่ยวกับนโยบายการแบ่งการดำเนินงาน แผนโครงสร้างของการถือหุ้น ขนาดของบริษัท และความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มธุรกิจและผู้ถือหุ้นใหญ่ โครงสร้างหรือสถานภาพของบริษัท เหตุผลและโอกาสหรือความจำเป็นในการร่วมกลุ่ม และกลไกรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น การเพิ่มโอกาสแข่งขัน

2. ลักษณะการประกอบธุรกิจ ที่ประกอบไปด้วย โครงสร้างรายได้แยกตามสายผลิตภัณฑ์ ลักษณะของผลิตภัณฑ์และบริการ การตลาดและการแข่งขัน นโยบายทางการตลาด เช่น การแข่งขัน ลักษณะลูกค้า กลุ่มเป้าหมาย การจำหน่ายสินค้าในและต่างประเทศ สัดส่วนทางการตลาด สภาพการแข่งขันที่แสดงจำนวนคู่แข่ง แนวโน้มอุตสาหกรรม การจัดหาผลิตภัณฑ์หรือบริการ ไม่ว่าจะเป็นเรื่อง แหล่งวัตถุดิบข้อมูลลูกค้าต่างๆ

3. ปัจจัยความเสี่ยง ที่ประกอบด้วย ความเสี่ยงที่เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจและความเสี่ยงต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ และควรเปิดเผยในประเด็นลักษณะความเสี่ยง เหตุการณ์ที่เป็นสาเหตุของความเสียหาย ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น แนวโน้มความเป็นไปได้ที่จะเกิดความเสี่ยง วิธีป้องกันความเสี่ยง

4. ทรัพย์สินที่ใช้ในการประกอบธุรกิจ ที่ประกอบด้วยเรื่อง ทรัพย์สินถาวรของกิจการ กรรมสิทธิ์ ลักษณะสำคัญ เงื่อนไขและสิทธิการใช้งาน นโยบายการลงทุน ราคาประเมินทรัพย์สิน

5. ข้อพิพาททางกฎหมาย ที่ประกอบด้วยเรื่องข้อพิพาทของบริษัทและบริษัทย่อยและร่วมต่างๆ หรือบุคคลที่เกี่ยวข้อง

6. ข้อมูลทั่วไปและข้อมูลสำคัญอื่น ประกอบด้วย ข้อมูลทั่วไปของกิจการ และข้อมูลส่วนที่สำคัญ

ส่วนที่ 2 การจัดการและการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ประกอบไปด้วยเรื่อง

1. ข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์และผู้ถือหุ้น เช่น จำนวนทุนจดทะเบียนและชำระแล้ว หุ้นประเภทอื่นๆ ที่มีสิทธิหรือเงื่อนไข ส่วนประกอบตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้น กลุ่มผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรก กลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ บุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่มีอำนาจ การออกหลักทรัพย์ การแปลงสภาพของหลักทรัพย์ ตราสารหนี้ จำนวนวันไถ่ถอน ประเภท วันครบกำหนด หลักประกันและอื่นๆ นโยบายการจ่ายเงินปันผลต่างๆ

2. โครงสร้างการจัดการ ประกอบไปด้วย รายชื่อและตำแหน่งกรรมการ ผู้มีอำนาจควบคุม จำนวนครั้งในการประชุม ประวัติและข้อมูลเกี่ยวกับคณะกรรมการ ข้อมูลเกี่ยวกับผู้บริหารเรื่องเกี่ยวกับ รายชื่อและตำแหน่งของผู้บริหาร ผังโครงสร้างคณะกรรมการ ความเป็นอิสระของ

คณะกรรมการ ค่าตอบแทนและจำนวนคณะกรรมการ เกี่ยวกับบุคลากรจำนวนพนักงาน นโยบาย การพัฒนาพนักงานและผลตอบแทนโดยรวม

3. การกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบไปด้วยเรื่องนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างกรรมการบริษัทขอบเขตอำนาจหน้าที่ และการสรรหาบุคลากร เรื่องเกี่ยวกับ คณะกรรมการอิสระ การคัดเลือกและคัดสรรคณะกรรมการ การสรรหากรรมการและผู้บริหาร ระดับสูงสุด จำนวนคณะกรรมการที่มาจากผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีของงานดำเนินงานของ บริษัทย่อยและบริษัทร่วม การเปิดเผยฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน การเปิดเผยข้อตกลง ระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้น การดูแลการใช้ข้อมูลภายใน มาตรการลงโทษ ค่าตอบแทนจากการสอบ บัญชี ค่าบริการอื่น และมาตรการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์

4. ความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibilities: CSR) การเปิดเผยนโยบาย และการดำเนินงานตามความรับผิดชอบต่อสังคม สิ่งแวดล้อมเพื่อความยั่งยืนของกิจการและสังคม โดยรวม การเลือกเรื่องที่จะดำเนินมาเปิดเผยรูปแบบของการเปิดเผย รวมถึงนโยบายภาพรวมและ การดำเนินงานและจัดทำรายงาน และกระบวนการจัดทำรายงานและหลักการ การดำเนินงานและ กิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคม

5. การควบคุมภายในและการบริหารจัดการความเสี่ยง สรุปความเห็นของคณะกรรมการ บริษัทเกี่ยวกับความเพียงพอ การจัดบุคลากร การติดตามควบคุมการดำเนินงาน ข้อบกพร่องเกี่ยวกับ ระบบควบคุมภายใน ความเห็นของคณะกรรมการตรวจสอบต่างจากความเห็นของคณะกรรมการ ข้อสังเกตและข้อมูลบุคลากรของหน่วยงานตรวจสอบภายใน

6. รายการระหว่างกัน ของบุคคลที่มีความเชื่อมโยงกัน ลักษณะความสัมพันธ์ และความ ชัดแย้ง ข้อมูลระหว่างกัน

7. ข้อมูลทางการเงินที่สำคัญ ที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลทางการเงินที่สรุป ตารางสรุปงบการเงิน อัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ การจัดทำประมาณการ และสมมติฐานและคำอธิบายให้ชัดเจน

8. การวิเคราะห์และคำอธิบายของฝ่ายจัดการ (MD&A) เช่น การวิเคราะห์ผ่านมุมมองของ ผู้บริหาร การวิเคราะห์เทียบกับตัวชี้วัด วิธีการอธิบาย ประเด็นที่อธิบายภาพรวมของการดำเนิน ธุรกิจและการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ เป็นต้น

นอกจากนี้ยังมีผู้วิจัยอื่นที่ทำการศึกษาการเปิดเผยรายการที่ความสำคัญและเป็นปัจจัยที่มี อิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล Petersen & Plenborg (2006, pp. 124-149) ได้วัดค่าการ เปิดเผยข้อมูลของกิจการ โดยได้กำหนดค่าใช้จ่ายที่เป็นตัววัดดัชนีการเปิดเผยรายการ (Disclosure Index: DSPLC) ซึ่งเป็นการวัดการเปิดเผยรายการตามนโยบายของกิจการตามความสมัครใจ เพื่อ

เป็นการแสดงความโปร่งใส เป็นการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่สำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนที่ได้ใช้ข้อมูลที่เปิดเผยจากรายงานทางการเงินของกิจการ และได้ทำการศึกษาจนได้ องค์ประกอบพื้นฐานของการวัดการเปิดเผยข้อมูลโดยสามารถแบ่งออกเป็น 5 องค์ประกอบ ซึ่งมี ลักษณะใกล้เคียงและมีเค้าโครงมาจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ เช่น Botosan (1997, pp. 323-349) และ Norby (2001, pp. 1-72) การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินจะเป็นเครื่องมือช่วยต่อการตัดสินใจ โดยแบ่งออกเป็น

1. การเปิดเผยด้านกลยุทธ์
2. การเปิดเผยการแข่งขันและแนวโน้ม
3. การเปิดเผยเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์
4. การเปิดเผยกลยุทธ์ทางการตลาด
5. การเปิดเผยทรัพยากรบุคคล

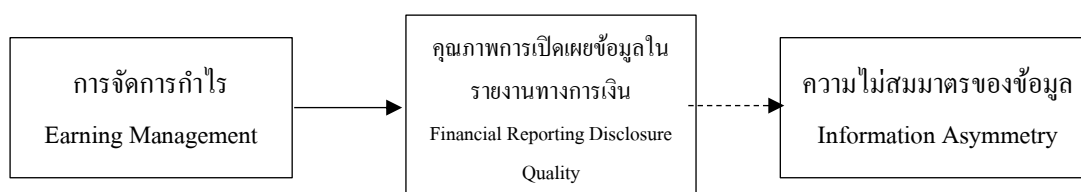
ในงานวิจัยนี้จะวัดการเปิดเผยปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกับนโยบายของกิจการ โดยใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งเป็นการออกแบบตัววัดเกี่ยวกับดัชนีของการเปิดเผยข้อมูลตามหลักการของ Welker (1995, pp. 801-827), Botosan (1997, pp. 323-349), Leuz & Verrecchia (2000, pp. 91-124), Petersen & Plenborg (2006, pp. 127-149) และ Brandenburg & Suijs (2013, pp. 1-31) โดยหากกิจการมีการเปิดเผยข้อมูลได้เข้าลักษณะ 5 องค์ประกอบข้างต้น แต่ละองค์ประกอบจะมีการให้ คะแนนในรายองค์ประกอบย่อย หากกิจการมีการเปิดเผยดังกล่าวจะได้คะแนน 1 คะแนนต่อ 1 องค์ประกอบย่อยจากทุกองค์ประกอบ และรวมเป็นสัดส่วนดัชนีคะแนนของการเปิดเผยรายการทั้งหมด (ภาคผนวก ก)

$$\frac{\text{คะแนนที่ได้แต่ละองค์ประกอบ}}{\text{คะแนนทั้งหมดทุกองค์ประกอบ}}$$

สรุป ตัวแปรและการวัดค่าการเปิดเผยข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้ดัชนีการเปิดเผยรายการที่เกี่ยวข้องกับนโยบายของ (DSPLC) เป็นตัวแปรสังเกตได้ในการวัดค่าของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน โดยไม่ได้ศึกษาการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นเชิงคุณภาพเนื่องจากการวัดความไม่สมมาตรของข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้ศึกษาความไม่สมมาตรในลักษณะข้อมูลเชิงปริมาณ และตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลเชิงคุณภาพก็เกี่ยวเนื่องกับการวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี

### ความสัมพันธ์ระหว่างที่การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

กิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องทำการเปิดเผยข้อมูล เป็นกรรายงาน ผลการดำเนินงานตามวัตถุประสงค์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียรับทราบและใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน เพื่อให้เกิดความโปร่งใสและสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่นักลงทุน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2559) ในขณะที่การการจัดการกำไร คือการที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการรายการคงค้างในการบิดเบือนตัวเลขทางการบัญชีให้เป็นไปตามที่ต้องการ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลแต่ก็ส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลที่ส่งผลไปถึงการนำเสนอรายงานหรือข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน หรือเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลและทำให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไป ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ได้ดังต่อไปนี้



### ภาพประกอบที่ 2.7 ภาพความสัมพันธ์การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

ตามมาตรฐานรายงานทางการเงินกำหนดให้กิจการต้องจัดทำรายงานเพื่อนำเสนอรายงานการเงินให้กับผู้มีส่วนได้เสีย เพื่อใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจตามมาตรฐานรายงานทางการเงินที่บังคับใช้และประกาศจากสภาวิชาชีพบัญชีฯ ส่งผลให้ผู้บริหารและกิจการต้องเปิดเผยข้อมูลที่เป็นนัยสำคัญของธุรกิจ ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen and Meckling, 1976, p.307) และทฤษฎี Positive Accounting Theory (Watts and Zimmerman, 1978, pp. 112-134) ได้อธิบายถึงกลยุทธ์ที่ผู้บริหารเลือกใช้เกี่ยวกับหลักการบัญชี ซึ่งครอบคลุมไปด้วยวิธีการปฏิบัติทางการบัญชีและหลักการขึ้นพื้นฐานของการจัดการกำไรซึ่งเป็นตัวควบคุมให้ผู้บริหารกำกับดูแลกิจการให้ เป็นไปตามความต้องการตามกลยุทธ์ ซึ่งจะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียกำหนดค่าใช้จ่ายในการติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหารเพื่อจะจำกัดการใช้ดุลยพินิจในการตัดสินใจของผู้บริหารและต้นทุนของตัวแทนลง และเพื่อการเปิดเผยข้อมูลของกิจการและโครงสร้างของผู้บริหาร (Lakhal, 2015, pp. 1493-1504) การเปิดเผยข้อมูล ไม่ใช่การคำนึงเพียงแต่การเปิดเผยให้แก่ผู้ใช้แต่ยังรวมไป

ถึงการปฏิบัติตามมาตรฐานด้วย (Hendriksen and Breda, 2002, pp. 50-56) เพราะฉะนั้นการจัดการ  
 กำไรจะส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลของกิจการตามงานวิจัยของ Lobo and Zhou (2001, pp.  
 1-20) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการจัดการกับกำไรคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลจากผล  
 การศึกษาพบว่า การจัดการกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพการ  
 เปิดเผยข้อมูล หมายความว่า การจัดการกำไรจะลดลงไปหากกิจการทำการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น จึง  
 เป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะพยายามเปิดเผยข้อมูลให้มากขึ้นเพื่อให้เกิดความ  
 โปร่งใส กิจการต้องรายงานเกี่ยวกับการใช้ดุลยพินิจ และผลการดำเนินงานซึ่งจะเป็นตัวที่ใช้วัดการ  
 จัดการกำไร Hutton et al. (2007, p. 4) พบว่าคุณภาพการเปิดเผยรายงานทางการเงินที่โปร่งใส  
 สามารถลดการจัดการกำไรในขอบเขตที่สามารถเพิ่มความโปร่งใสเป็นเครื่องมือที่สามารถลดการ  
 จัดการกำไรลงได้ Jans et al. (2008, pp. 1-16) พบว่ากิจการที่มีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลต่ำจะเกิด  
 ความไม่สมมาตรของกระบวนการบันทึกบัญชี แต่กิจการที่มีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลสูงไม่พบ  
 เช่นนั้น เท่ากับว่าหากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลต่ำก็จะมีข่าวร้ายในรายงานการเงินของ  
 กิจการ แต่คุณภาพสูงไม่ได้เป็นเช่นนั้น Jo (2007, pp. 1-47) พบว่ากิจการที่มีการจัดการกำไรนั้น  
 มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความถี่ของการเปิดเผยข้อมูล กิจการที่มีการจัดการกำไรจะมี  
 คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลน้อยกว่าปกติ Riabi & Ben Arab (2011, pp. 47-59) ศึกษาความถี่ของการ  
 เปิดเผยข้อมูลผ่านรายงานทางการเงินที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร พบว่า ความถี่ของการเปิดเผย  
 ข้อมูลยิ่งเปิดเผยมากก็จะแสดงถึงความโปร่งใสและช่วยลดการจัดการกำไรลงไป จำนวนของการ  
 เปิดเผยข้อมูลก็มีผลต่อการจัดการกำไรในงานวิจัยของ Nooraisah (2012, pp 1-437) พบว่า การ  
 จัดการกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปิดเผยข้อมูล ยิ่งหากกิจการไม่มีบิดเบือน  
 กำไรจะมีการเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นเป็นหลักฐานของการเกิดความโปร่งใส Bazrafshan et al. (2015,  
 pp. 1-28) ในขณะที่ Lo et al. (2017, pp. 1-25) พบว่ากิจการมักจะมีการจัดการกำไรงวดก่อนหน้า  
 รายงานปัจจุบันซึ่งแสดงถึงความซับซ้อน ความละเอียดของงบการเงินจะส่งผลทำให้เห็นการ  
 จัดการกำไรมากขึ้น (มองในมุมมองของการแสดงรายการเปิดเผยที่สามารถแสดงการจัดการกำไร  
 ยิ่งรายงานมีความละเอียดมากก็มองเห็นการจัดการกำไรมากขึ้นตาม) เช่นเดียวกับ Osma & Saorin  
 (2011, pp. 187-208) ที่พบว่ากิจการที่มีการจัดการกำไรสูงมักจะแสดงข้อมูลเกี่ยวกับการบริหาร  
 จัดการไว้จำนวนมาก และพบจุดอ่อนจากการแสดงข้อมูลที่บ่งบอกถึงการจัดการกำไร เช่นเดียวกับ  
 Ohadi & Shamsjahan (2013, pp. 223-227) พบว่ากิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพสูงจะมีการ  
 จัดการกำไรที่ต่ำ

จะเห็นได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลส่งผลต่อการจัดการกำไร ในงานวิจัยส่วนใหญ่จะพบว่าการเปิดเผยข้อมูลยังมีความโปร่งใสมากขึ้นก็จะลดความสงสัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรลง ไม่ว่าจะเป็นการเปิดเผยด้วยข้อบังคับหรือด้วยความสมัครใจก็จะแสดงถึงความโปร่งใสและลดโอกาสการจัดการกำไร ซึ่งก็ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเช่นเดียวกัน Purwanti & Kurniawan (2013, pp. 98-107) ได้ศึกษาผลกระทบของการจัดการกำไรและการเปิดเผยข้อมูลที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลพบว่าการจัดการกำไรไม่ส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล แต่การเปิดเผยข้อมูลส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางตรงกันข้ามกัน เนื่องจากงานวิจัยในอดีตได้พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินกับการจัดการกำไร และการเปิดเผยข้อมูลกับความไม่สมมาตรของข้อมูล ผู้วิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการจัดการกำไรและการเปิดเผยข้อมูล จึงนำมาเป็นสมมติฐานดังนี้

**สมมติฐานที่ 6** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**สมมติฐานที่ 6.1** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อส่งผ่านคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

**ตารางที่ 2.6** สรุปงานตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	การวัดค่าตัวแปรการจัดการกำไร	การวัดค่าตัวแปรคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล ในรายงานทางการเงิน	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Lobo & Zhou (2001)	กิจการจำนวน 1,444 กิจการ ซึ่งสังเกตได้ในปี 1990-1995 จากข้อมูลที่เปิดเผยโดย Corporate Information Committee of the Association for Investment Management and Research	รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร	การเปิดเผยข้อมูลจากอันดับที่ได้จัดโดย Corporate Information Committee (CIC) of the Association for Investment Management and Research	-
Jans et al. (2008)	กลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเบลเยียม	The cross-section Modified Jones	คุณภาพการเปิดเผยข้อมูล	-
Hutton et al. (2006)	ผู้จัดการทางการเงิน	การจัดการกำไรจากการสำรวจ	คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลจากการสำรวจ	-
Jo (2007)	ตัวอย่างจำนวน 1,950 จากฐานข้อมูล SDC 0kdxu 1990-1997	Kothari et al. (2005)	การเปิดเผยข้อมูลโดยวัดจากความถี่เปอร์เซ็นต์ไทล์ของอันดับรายงานประจำปี	-
Riahi & Ben Arab (2011)	กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตูนิเซีย	Kothari et al. (2015)	การเปิดเผยข้อมูลที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	-
Nooraisah (2012)	กิจการที่ถูกจัดอันดับโดย IR Magazine Award	Jones Model	ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	-
Ohadi & Shamsjahan (2013)	กลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเตหะราน	The Modified Jones Model	การเปิดเผยข้อมูลที่วัดจากคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล โดยใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล	-
Lo et. al. (2017)	ใช้ข้อมูลปี 2000-2012	The Modified Jones Model	การนับประโยชน์ของประโยชน์ที่เปิดเผยข้อมูล	+

### การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment)

เมื่อธุรกิจเริ่มดำเนินงานก็จะส่งผลให้เกิดผลการดำเนินงานจากการประกอบธุรกิจ เป็นการเก็บเกี่ยวผลประโยชน์จากการดำเนินงาน เมื่อสิ้นสุดการดำเนินงานแต่ละรอบกำไรและส่วนของทุนจะถูกนำไปยังผู้ลงทุนนอกจากจะได้รับผลตอบแทนแล้ว ก็มีโอกาสดังกล่าวจะได้รับความเสี่ยงเหมือนกัน (Frankfurter & Wood, 2002, pp. 111-138; Al-Malkawi et al., 2010, pp. 171-200) การสิ้นสุดการประกอบกิจการแต่ละงวด กิจการก็มักจะมีการจำหน่ายผลกำไรไปยังเจ้าของและเป็นการช่วยลดโอกาสการเกิดพฤติกรรมที่ไม่ถูกต้องในการดำเนินงานของฝ่ายบริหารจัดการ การจ่ายผลตอบแทนดังกล่าวกลายเป็นการเพิ่มขึ้นของต้นทุนของกิจการ (Baskin, 1988, pp. 199-237) นโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจจะนำมาสู่ปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problems) เนื่องจากตัวแทนหรือผู้บริหารของกิจการมีแรงจูงใจเบี่ยงลึกลับเกี่ยวกับการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น เงินปันผลจะมีผลกระทบต่อกระแสเงินสดของกิจการเนื่องจากจะทำให้กระแสเงินสดออกจากกิจการ และอาจเป็นผลของผู้บริหารจะลดต้นทุนในการลงทุนที่ไม่ถูกต้องหรือ โปร่งใส (Easterbrook, 1984, pp. 650-659) นโยบายเงินปันผลเป็นสิ่งสำคัญในการบริหารจัดการการเงิน เป็นการที่ผู้บริหารตัดสินใจจะอย่างไรกับผลกำไรและหาช่องทางที่จะแจกจ่ายไปยังผู้ถือหุ้น และจะเก็บรักษากำไรประจำงวดอย่างไร การจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยที่ต้องตัดสินใจ เกี่ยวกับการรับหรือจ่ายผลกำไรและกำไรจากการขายหุ้น เนื่องจากมีผลกระทบต่อราคาหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผล (Alamdari, 2016, pp. 7043-7054) จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้กล่าวไว้ว่าการจ่ายเงินปันผลมีผลต่อต้นทุนการเป็นตัวแทน (Agency Costs) ต้นทุนการเป็นตัวแทนทำให้เกิดปัญหาตัวแทน เนื่องจากผู้บริหารอาจจะทำการตั้งจำนวนเงินในการจ่ายเงินปันผลตามนโยบายไว้สูง เพื่อเป็นสร้างความสนใจให้เกิดขึ้นแก่ผู้ลงทุนว่า กิจการมีความมั่งคั่งสูง แต่ในความเป็นจริงแล้วการจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ลดลง แต่การจ่ายเงินปันผลก็อาจแสดงถึงโอกาสในการลดความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทนลงได้ เนื่องจากนักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน แต่ในทางกลับกันการจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่มากเกินไปก็ทำให้กิจการมีกระแสเงินสดอิสระลดลงไปมากเช่นเดียวกัน ซึ่งส่งผลทำให้กิจการไม่สามารถนำกำไรจากการดำเนินกิจการมาใช้ในการดำเนินงาน เพื่อสร้างความเจริญเติบโตได้ ทำให้ไปแสวงหาต้นทุนจากการก่อหนี้ซึ่งมีต้นทุนที่สูงกว่าแหล่งเงินทุนภายใน ดังนั้นกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่สูงอาจจะถูกจับตามองในตลาดหลักทรัพย์ การจ่ายเงินปันผลอาจจะเป็นการเบี่ยงเบนความสนใจของนักลงทุน ให้มองที่ความมั่งคั่งที่แสดงออกโดยการจ่ายเงินปันผลแทนการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ (Jensen, 1986, pp. 323-329; Easterbrook, 1984, pp. 650-659)



ในประเทศไทยการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นต้องกระทำตาม พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลหรือการงดจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนเป็นเหตุการณ์สำคัญที่สร้างผลกระทบต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น และอาจสร้างผลกระทบต่อความตั้งใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของผู้ลงทุนที่ได้ถืออยู่ บริษัทจดทะเบียนจึงต้องรายงานต่อตลาดหลักทรัพย์ และเปิดเผยนโยบายการจ่ายเงินปันผล ดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนได้ทราบโดยทันที ได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับระยะเวลาการจ่ายเงินปันผล ประเภทของการจ่ายเงินปันผล กำหนดวันให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเพื่อรับเงินปันผล การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล และยังห้ามไม่ให้กิจการจ่ายเงินปันผลในขณะที่กิจการยังมีขาดขาดทุนสะสม การจ่ายเงินปันผลแต่ละครั้งต้องแบ่งตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่าๆ กัน ยกเว้นการกำหนดสิทธิให้แก่หุ้นบางประเภทและการจ่ายทุกครั้งต้องมีการอนุมัติจากที่ประชุมและต้องดำเนินการให้เสร็จสิ้นภายในระยะเวลาหนึ่งเดือน และต้องทำการแจ้งข่าวไปทางหนังสือพิมพ์ด้วย กิจการไม่สามารถจ่ายเงินปันผลในผลกำไรทั้งหมด บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิประจำงวด และการจ่ายปันผลนั้นกิจการอาจจะจ่ายเป็นเงินสดหรือ หุ้นปันผลก็ได้ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560, หน้า 3-64)

#### ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความไม่สมมาตรของข้อมูล งานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์การจ่ายเงินปันผลและความไม่สมมาตรของข้อมูล ในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้าม หากมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นการแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารได้ใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อนำกระแสเงินสดออกจากกิจการและเพื่อแสดงให้เห็นถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่ได้รับผลตอบแทนเพื่อปกปิดการกระทำจากความผิดพลาดหรือการแสดงกำไร ที่ไม่เป็นจริง หากพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามก็จะพบว่ากิจการมีจ่ายเงินปันผลนั้นอาจจะเป็นผลเนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผลจากกำไรหรือบางที่การประกาศจ่ายเงินปันผลและกำไรจะต้องทำเป็นเอกสารหลักฐานจึงทำให้มีการประกาศข้อมูลและทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเปลี่ยนแปลงไป



ภาพประกอบที่ 2.8 ภาพความสัมพันธ์การจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

Okpara (2010, pp. 212-220) พบว่า การจ่ายเงินปันผลและความสมมาตรของข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลในการปกปิดข้อมูลบางอย่าง และจำนวนเงินปันผลที่จ่ายจำนวนมากก็ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และผู้ได้รับข้อมูลที่ดีก่อนการประกาศจ่ายก็จะใช้ประโยชน์ดังกล่าวนี้ก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล เช่นเดียวกับ Zare et al. (2013, pp. 445-463) ที่พบว่า การจ่ายเงินปันผลจากกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับความไม่สมมาตรของข้อมูล หากประกาศนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะทำให้ข้อมูลที่ไม่สมมาตรเกิดขึ้น หรือมองอีกด้านหนึ่งผู้ลงทุนค่อนข้างจะสนใจกับการเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรต่อหุ้น หากกำไรต่อหุ้นสูงเกิดขึ้นจากกำไรเพิ่มสูงขึ้น หากกำไรลดลงก็แสดงว่าเกิดการจัดการกำไร Sahar & Mayahi (2014, pp.30-35) พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและให้เหตุผลว่าหากกิจการมีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงก็จะใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง หากผู้บริหารภายในได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล ก็จะทำให้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ตนทราบเพื่อกำหนดนโยบายในการถือหุ้นของตนเอง เช่นเดียวกับ Ziabari et al. (2014, pp. 615-623) การจ่ายเงินปันผลในอัตรากำไรต่อหุ้นโดยไม่ทราบที่มีของผลตอบแทนหรือการจ่ายเงินปันผลจำนวนที่สูงขึ้นก็มีผลต่ออัตรากำไรต่อหุ้นทำให้กิจการแสดงความสามารถในการทำกำไรลดลง ทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงและผู้ที่ได้รับข้อมูลที่ดีกว่าก็จะใช้ประโยชน์ดังกล่าวทำให้เกิดความแปรผันของราคาต่อหุ้นสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น ในขณะที่ How et al. (2005, pp. 463-473) พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง ความไม่สมมาตรของข้อมูลจะลดลงหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผลจากกำไร หรือบางทีผลของการประกาศจ่ายเงินปันผลและกำไรจะต้องทำการเปิดเผยข้อมูล และ Vojtech (2012, pp. 1-54) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกันว่าการจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการและที่ประชุมผู้ถือหุ้น

จากงานวิจัยในอดีตจะพบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความไม่สมมาตรของข้อมูล จึงนำมาเป็นสมมติฐานงานวิจัยในครั้งนี้

**สมมติฐานที่ 7** ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.7 สรุปตัวแปรและความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรที่ใช้วัดการจ่ายเงินปันผล	ตัวแปรตามที่ใช้วัด ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Okpara (2010)	กิจการในตลาดหลักทรัพย์ในจีเรีย	อัตราการจ่ายเงินปันผล	ความไม่สมมาตรของข้อมูลวัดจาก ผลตอบแทนจากการลงทุน	+
Sahar & Mayahi (2014)	กิจการจำนวน 414 กิจการในตลาด หลักทรัพย์เตหะราน ตั้งแต่ปี 2006-2010	อัตราการจ่ายเงินปันผล	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	+
Zare et al. (2013)	ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเตหะรานปี 2003-2010	อัตราส่วนจ่ายเงินปันผล	ความไม่สมมาตรของข้อมูลจาก Bid-ask Spread, R&D	+
Ziabari et al. (2014)	กิจการจำนวน 110 กิจการจากปี 2006- 2010	การจ่ายเงินปันผล	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	+
How et al. (2005)	กิจการจำนวน 200 กิจการจากตลาด หลักทรัพย์ออสเตรเลียจากปี 1998-1999	การจ่ายเงินปันผลจากผลตอบแทน คาดหวังและการจ่ายเงินปันผล	ความไม่สมมาตรของข้อมูลวัดจากก่อน ประกาศจ่ายเงินปันผลและหลังประกาศ โดย ใช้ Abnormal Return และ R&D	-
Vojtech (2013)	กิจการในประเทศสหรัฐ	การจ่ายเงินปันผลวัดจากการจ่ายเงิน ปันผล	ความไม่สมมาตรของข้อมูลวัดโดย Abnormal Returnbb	-

### ตัวแปรและการวัดค่าการจ่ายเงินปันผล

จากงานวิจัยในอดีตตัวแปรและการวัดค่าการจ่ายเงินปันผลมักจะวัดในรูปแบบอัตราเงินปันผลต่อหุ้น โดยใช้การวัด เช่น

อัตราเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend per Share: DPS) เป็นอัตราที่นิยมใช้วัดสัดส่วนเงินปันผลที่จะได้รับต่อหุ้น โดยเงินปันผลที่จะได้รับเทียบกับราคาหุ้นต่อหน่วยแล้วจะได้จำนวนเท่าใด เป็นการจ่ายเงินออกจากกิจการ รวมการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลด้วย จะเป็นการบอกว่ากิจการจ่ายเงินปันผลระหว่างงวดเท่าใดเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้น (Al-Malkawi et al., 2010, pp. 171-200; Okapa, 2010, pp. 212-220; Brunzell et al. 2014, pp. 124-135)

$$\text{อัตราเงินปันผลต่อหุ้น} = \frac{\text{เงินปันผลตลอดทั้งปี}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด}}$$

อัตรากำไรการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio: DPR) เป็นอัตราที่นิยมใช้วัดสัดส่วนการจ่ายผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยเงินปันผล ซึ่งจะวัดค่าว่ากิจการสามารถจ่ายเงินคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้จำนวนเท่าใดเทียบกับจำนวนเงินที่เก็บไว้เพื่อสำรองการลงทุน จ่ายให้แก่เจ้าหนี้หรือการเก็บเงินสำรอง หรือที่เรียกว่าการดูแลตอบแทนกำไร และนิยมใช้วัดการจ่ายเงินปันผล (Jensen et al. 1993, pp. 831-880; Gonzales et al., 2013, pp. 419-440; Alamdari, 2016, pp. 7043-7054) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตรากำไรการจ่ายเงินปันผล} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

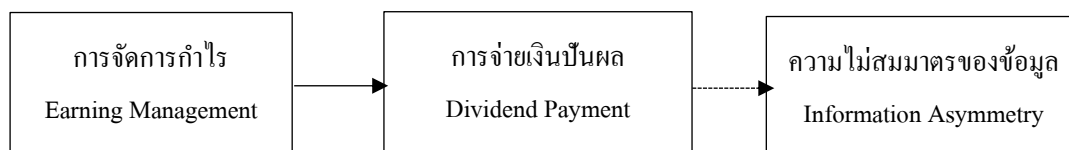
และที่เป็นที่นิยมในการวิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลก็คือ เงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ซึ่งเป็นการชี้วัดว่า กิจการจ่ายเงินปันผลจำนวนเท่าไรและสัมพันธ์กับราคาหุ้นเท่าไร เป็นการคำนวณเงินปันผลต่อหุ้นเทียบกับราคาต่อหุ้น (Geske, 1978, pp. 617-625; Kothari et al., 1995, pp. 185-224; Erickson & Maydew, 1998, pp. 435-458) โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{เงินปันผลตอบแทน} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{ราคาต่อหุ้น}}$$

ยังมีอัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลมากมาย แต่ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยจะใช้ตัวแปรสังเกตได้ภายนอกทั้งหมด 2 อัตรา ได้แก่ อัตรากำไรการจ่ายเงินปันผล และเงินปันผลตอบแทน ในการคำนวณค่าตัวแปรแฝงภายนอกเพื่อใช้วัดกับความไม่สมมาตรของข้อมูล และลดปัญหาจากการเกิดปัญหาเรื่อง Rank Condition หากโมเดลในการวิเคราะห์มีปัญหา (Bollen, 1989) และไม่เลือกใช้อัตราเงินปันผลต่อหุ้นเนื่องจากอัตราดังกล่าวให้ผลใกล้เคียงกับ 2 อัตราข้างต้น

### ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงกับการจ่ายเงินปันผลและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลเป็นหัวข้อที่ได้รับความนิยมและวิจัยศึกษาในธุรกิจสมัยใหม่ เนื่องจากทั้งสองสิ่งเป็นสิ่งที่แสดงถึงความรับผิดชอบของฝ่ายบริหารงานกิจการที่จะสร้างความสำคัญและเพื่อการตัดสินใจที่มีความเหมาะสมเกี่ยวกับการเงินของกิจการ การจ่ายเงินปันผลอาจจะสะท้อนผลมาจากสภาพการเงินที่ดีของกิจการ (Baker & Powell, 1999, p. 19) ซึ่งกิจการต้องตระหนักถึงการตัดสินใจภายใต้ความรับผิดชอบว่าจะทำอย่างไรสำหรับผลกำไรจะทำการจ่ายปันผลอย่างไรและจะเก็บไว้เพื่อสำรองการขยายการลงทุนในกิจการอย่างไรและจะแสดงในงบการเงินอย่างไร (Moghri & Galogah, 2013 p. 59) แต่มูลค่าของกิจการอาจจะไม่ได้วัดจากการจ่ายเงินปันผลหากอยู่ภายใต้ตลาดแข่งขันอย่างมีประสิทธิภาพมีทฤษฎีมากมายที่แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแล้วมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นและนักลงทุนมักจะตระหนักถึงการจ่ายเงินปันผลของกิจการ (Miller & Modigliani, 1961, pp. 411-433) การจ่ายเงินปันผลจะทำให้เกิดกระแสเงินสดออกจากการจ่ายเงินปันผลจะเพิ่มความเสี่ยงให้กิจการอยู่ในภาวะล้มละลายหากมีความไม่แน่นอนของสถานะเศรษฐกิจในระดับสูง กิจการอาจจะทำการเก็บรักษาเงินสดไว้แทนการจ่ายเงินปันผล ซึ่งการเก็บเงินสดไว้จำนวนมากก็จะทำให้เกิดกระแสเงินสดส่วนเกินและอาจจะเป็นสาเหตุของการเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problems) (Jensen & Meckling, 1976, pp. 305-360) และนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นการเปิดเผยข้อมูลเนื่องจากต้องมีการอนุมัติและต้องพิจารณาจ่ายจากผลกำไรที่แท้จริงของกิจการ ก็ยังส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลด้วย ในตลาดที่มีการแข่งขันไม่สมบูรณ์จะทำให้การจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ผู้บริหารภายในกิจการจะทราบข้อมูลมูลค่าของกิจการที่แท้จริงและนโยบายการลงทุนมากกว่านักลงทุนภายนอกกิจการ กิจการที่มีข้อจำกัดในเรื่องของเงินทุนภายในจะต้องทำการเลือกระหว่างการเก็บเงินไว้เพื่อลงทุนกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลในความคิดของผู้บริหารภายในเป็นการแสดงถึงความมั่งคั่งของนักลงทุน และเป็นผลตอบแทนที่สัมผัสได้ ผู้บริหารจึงชอบที่จะทำการจ่ายเงินปันผลมากกว่าการเก็บเงินไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต (Lintner, 1956, pp. 97-113; Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360; Myers and Majluf, 1984, pp. 187-222; Brav et al., 2005, p. 485)



**ภาพประกอบที่ 2.9** ภาพความสัมพันธ์การจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจ่ายเงินปันผลและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การจ่ายเงินปันผลเป็นการใช้ประโยชน์เกี่ยวกับการควบคุมผลกำไรให้แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการเพิ่มขึ้นของโอกาสในการเกิดการจัดการกำไรของกิจการ (Pinkowitz et al., 2006, p. 2726) การจัดการกำไรเป็นการจำกัดปัญหาเมื่อผลประโยชน์จากการควบคุมกำไรถึงขีดจำกัด (Leuz et al., 2003, p. 507) ผู้บริหารกิจการจะทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลเพื่อควบคุมกำไรและเพื่อปกปิดบางอย่างคล้ายกับการตกแต่งตัวเลขทางการบัญชี (He et al., 2016, pp. 1-40) ความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างการบริหารงานภายในและข้อมูลที่ให้แก่ผู้ลงทุนจะก่อให้เกิดปัญหาตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976, pp. 305-360) ผู้บริหารอาจจะมีแรงจูงใจในการเก็บเงินส่วนเกิน และมีโอกาสสูงที่จะเกิดการปิดบังการสูญเสียทรัพยากรของกิจการไปสำหรับการใช้ประโยชน์ส่วนตัว ถ้าผลกำไรไม่ถูกแบ่งไปยังผู้ถือหุ้นอาจจะถูกนำไปใช้กับประโยชน์ส่วนตัว หรือไม่ได้เอาไปใช้ประโยชน์ในการลงทุน (DeAngelo, 1986, pp. 400-420; DeAngelo et al., 2006, pp. 293-315 & 227-254; He et al., 2016, pp. 1-40)

จากงานวิจัยในอดีต He et al. (2016, pp. 1-40) พบว่าการจ่ายปันผลมีการจัดการกำไรน้อยกว่าการไม่จ่ายปันผลและพบมากในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนต่ำและมีความโปร่งใสของข้อมูลต่ำ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรของตัวแทนและสร้างความน่าเชื่อถือเพราะเป็นการอำนวยความสะดวกภายนอกเข้าถึงของมูลมากขึ้น Lee et al. (2015, pp. 1-62) พบว่า ตลาดเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกิจการที่จ่ายผลตอบแทนที่น้อยกว่าขั้นต่ำมากกว่าการจ่ายเงินมากกว่าขั้นต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับต้นทุนตัวแทนในการอธิบายเรื่องการจ่ายปันผล การจ่ายเงินปันผลที่น้อยแสดงให้เห็นว่ามีการจัดการกำไรเพิ่มขึ้นและนักลงทุนก็สามารถสังเกตเห็นพฤติกรรมในการจัดการกำไรชัดเจนขึ้น และเช่นเดียวกับ Aurangzed & Dilawer (2012, pp. 362-372) ในขณะที่ Im et al. (2015, pp. 33-39) และ Chansarn & Chansarn (2016, pp.307-328) พบว่าการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงจะเป็นการเพิ่มขึ้นของการจัดการกำไร เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะเป็นส่วนหนึ่งของการเคลื่อนย้ายกำไรภายใต้รายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจที่จะก่อให้เกิดแรงจูงใจ

ในการจัดการกำไรที่เกิดขึ้นจากความกดดันจากนโยบายการจ่ายปันผล ผู้บริหารต้องทำการจัดการกำไรเพื่อให้สามารถจ่ายเงินปันผลได้ เช่นเดียวกับ Kato et al. (2002, pp. 1-20) พบว่าการใช้ทัศนคติในรายการคงค้างที่เพิ่มขึ้นจะหมดสิ้นไป หากปราศจากความคาดหวังหรือการจ่ายเงินปันผลน้อยลงไป Hossein et al. (2014, pp. 206-219) พบว่า การเพิ่มขึ้นของกำไรที่วัดโดยการจัดการกำไรจะทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นตาม กิจกรรมที่มีแนวโน้มการจัดการกำไรจะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มตาม Edelstein (2007, pp. 1-40) พบว่าการจ่ายเงินปันผลแสดงถึงพฤติกรรมในการจัดการกำไร หากมีระดับความต้องการจ่ายเงินปันผลจะทำให้เป็นแรงกระตุ้นในการจัดการกำไร Liu & Espahbodi (2014, pp. 501-528) พบว่าการคาดหวังผลตอบแทนจากการจ่ายเงินปันผลของกิจการ การจ่ายเงินปันผลจะทำให้ผลกระทบของการเกิดพฤติกรรมใกล้เคียงกำไรเกิดเพิ่มสูงขึ้น และ Aladwan (2019, pp. 691-707) จากการคาดหวังผลตอบแทนจากการจ่ายเงินปันผลของกิจการ การจ่ายเงินปันผลจะทำให้ผลกระทบของการเกิดพฤติกรรมใกล้เคียงกำไรเกิดเพิ่มสูงขึ้น Savov (2006, pp. 198-236) พบว่าพฤติกรรมจัดการกำไรจะสะท้อนให้เห็นจากการจ่ายเงินปันผล หากไม่มีความคาดหวังในการจ่ายเงินปันผลก็จะช่วยลดการจัดการกำไรลงไปจะเห็นได้ว่าการจัดการกำไรจะสะท้อนการจ่ายเงินปันผลหากกิจการมีการจัดการกำไรก็จะส่งผลต่อการประกาศการจ่ายเงินปันผล แต่บางงานวิจัยก็พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม เช่น งานวิจัยของ Mousuru & Adetunji (2014, pp. 145-152), Lee et al. (2015, pp. 1-62), Srikanth & Prasad (2015, pp. 14-30) และ He et al. (2016, pp. 1-40) พบว่าพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือในการเพิ่มความโปร่งใสการจ่ายเงินปันผลเป็นหนึ่งในนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจ่ายปันผลมีการจัดการกำไรน้อยกว่าการไม่จ่ายปันผลและพบมากในประเทศที่มีการคุ้มครองนักลงทุนต่ำและมีความโปร่งใสของข้อมูลต่ำ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรของตัวแทนและสร้างความเชื่อถือเพราะเป็นการอำนวยความสะดวกเข้าถึงข้อมูลมากขึ้น จึงนำมาเป็นสมมติฐาน ดังนี้

**สมมติฐานที่ 8** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล

**สมมติฐานที่ 8.1** ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 2.8 สรุปตัวแปรและความสัมพันธ์ที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรต้นที่ใช้วัด	ตัวแปรตามที่ใช้วัด	ทิศทางความสัมพันธ์
Kato et al. (2002)	ธนาคารจำนวน 122 กิจการ จากฐานข้อมูล Bank-Annual-Data of Nikkei Needs database	รายการคงค้าง	อัตราการจ่ายเงินปันผล	+
Savov (2006)	บริษัทในประเทศเยอรมัน ที่อยู่ระหว่างปี 1982 – 2003 จาก DataStream Database	การจัดการกำไร	การลงทุน และการจ่ายเงินปันผล	+
Edelstein (2007)	ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ในช่วงปี 2000-2005 จากข้อมูล Compustat Annual and the IBES	การจัดการกำไร	อัตราเงินปันผล	+
Hossein et al. (2014)	บริษัทจำนวน 70 กิจการในตลาดหลักทรัพย์ เตหะราน ระหว่างปี 2009-2013	การจัดการกำไร	อัตราการจ่ายเงินปันผล	+
Liu & Espahbodi (2014)	กิจการจำนวน 13,826 กิจการ-ปี จากปี 1992-2009	การจ่ายเงินปันผล	การจัดการกำไร โดยใช้โมเดล Kothari et al. (2005)	+
Im et al. (2015)	บริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใน KOSPI และ KOSDAQ จากปี 2001-2012	การจัดการกำไร โดยใช้โมเดล Kothari et al. (2005)	การจ่ายเงินปันผล	+
Chansarn & Chansarn (2016)	กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ตั้งแต่ปี 2005-2012	การจัดการกำไร โดยใช้โมเดล Kasznik Model และ Kothhari Model	การจ่ายเงินปันผล โดยใช้ Dividend Payout Ratio และ Dividend Yield	+



ตารางที่ 2.8 (ต่อ)

ผู้วิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	ตัวแปรต้นที่ใช้วัด	ตัวแปรตามที่ใช้วัด	ทิศทาง ความสัมพันธ์
Aladwan (2019)	บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Amman Stock Exchange ระหว่างปี 2010-2016	การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจผู้บริหาร	การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตรา Dividend Payout Ratio	+
Mousuru & Adetunji (2014)	กิจการในประเทศไนจีเรียจากปี 2012	การจัดการกำไรวัดโดย The Modified Jones Model	การจ่ายเงินปันผลจากอัตราการจ่ายเงินปันผล	-
Lee et al. (2015)	ข้อมูลทางการบัญชีตลาดทุนของจีนในปี 2001-2010	การจัดการกำไรโดยวัดจาก The Modified Jones Model	การจ่ายเงินปันผล	-
Srikanth & Prasad (2015)	บริษัทจดทะเบียนจำนวน 142 กิจการในประเทศอินเดีย	การจ่ายเงินปันผลวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล	การจัดการกำไรโดย The Modified Jones Model	-
He et al. (2016)	กลุ่มตัวอย่างจำนวน 23,429 กิจการจากจำนวน 29 ประเทศ	การจ่ายเงินปันผล	การจัดการกำไร	-

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ จำนวน 6 ข้อ ได้แก่ 1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 4. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 5. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ 6. เพื่อนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสำหรับผู้มีส่วนได้เสียใช้ประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ

สำหรับวิธีดำเนินการวิจัย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ มีดังนี้

#### การวิจัยเชิงปริมาณ

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
2. แบบแผนของการวิจัยเชิงปริมาณ
3. ขั้นตอนดำเนินการวิจัยเชิงปริมาณ
4. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยเชิงปริมาณ
5. การเก็บรวบรวมข้อมูลเชิงปริมาณ
6. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ

### การวิจัยเชิงคุณภาพ

1. ผู้ให้ข้อมูลสำคัญ (Key Informant)
2. เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาวิจัยเชิงคุณภาพ
3. การตรวจสอบข้อมูล
4. การเก็บรวบรวมข้อมูล
5. การสร้างบทสรุป และการพิสูจน์บทสรุป

### การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

### การวิจัยเชิงปริมาณ

#### 1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2557 – 2562 จำนวน 6 ปีย้อนหลังทุกบริษัท ต้องมีข้อมูลสมบูรณ์ครบถ้วนตามตัวแปรทุกปี ซึ่งมีประชากรทั้งสิ้นจำนวน 556 กิจการ (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562) เพื่อนำมาวิเคราะห์ตามตัวแปรเพื่อหาแนวโน้มจำนวน 5 ปี คือปี 2558 – 2562 และต้องเข้าเงื่อนไขในการคำนวณค่าตามตัวแปร คือ 1) ต้องมีข้อมูลครบถ้วนในช่วงปีที่ทำการศึกษา หากมีข้อมูลแต่ไม่ครบถ้วนต่อการนำมาใช้เพื่อหาตัวแปรที่ต้องการศึกษา เช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ไม่ปรากฏงบการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างการแก้ไขงบการเงินหรือไม่ได้นำส่งงบการเงิน และบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ ซึ่งอาจจะทำให้เกิดปัญหาในการนำมาเปรียบเทียบเนื่องจากช่วงระยะเวลาการเกิดข้อมูลมีคลาดเคลื่อน และมีระยะเวลาที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจจะทำให้เกิดปัญหาในการนำมาเปรียบเทียบเนื่องจากช่วงระยะเวลาการเกิดข้อมูลมีคลาดเคลื่อน 2) และต้องไม่ใช่กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากแนวปฏิบัติทางการบัญชีของธุรกิจและการเปิดเผยข้อมูลทางธุรกิจดังกล่าวต่างมีแนวปฏิบัติของธุรกิจและการนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากกิจการกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น หากทำการศึกษากลุ่มดังกล่าวรวมกันอาจทำให้ผลการวิจัยเกิดความผิดพลาดอันเนื่องมาจากข้อแตกต่างทางธุรกิจและการเปิดเผยข้อมูล บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปรากฏจำนวนบริษัทที่เข้าเงื่อนไขจำนวน 301 บริษัทต่อปีที่เข้าข่ายเป็นกลุ่มตัวอย่าง คิดเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 1,505 บริษัท โดยสามารถแสดงเป็นตารางกลุ่มตัวอย่างได้ตามตาราง ที่ 3.1 ดังนี้

ตารางที่ 3.1 แสดงจำนวนกิจการแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แยกตามจำนวนปีที่น่ามาเป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์

กลุ่มอุตสาหกรรม	ปี 2558 - 2562	รวมทั้งสิ้น
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	28	140
2. กลุ่มทรัพยากร	21	105
3. กลุ่มเทคโนโลยี	30	150
4. กลุ่มบริการ	69	345
5. กลุ่มสินค้าและอุตสาหกรรม	57	285
6. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	28	140
7. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	68	340
<b>รวม</b>	<b>301</b>	<b>1,505</b>

## 2. แบบแผนการวิจัยเชิงปริมาณ

การวิจัยเรื่องนี้เป็นการศึกษาที่มีรูปแบบเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยผู้วิจัยจะเก็บข้อมูลเพื่อนำมาใช้วัดตัวแปรในงานวิจัยครั้งนี้จากฐานข้อมูลลักษณะเป็นทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการศึกษาในการวิจัยครั้งนี้จากแนวคิด ทฤษฎีและจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง จากฐานข้อมูลที่เปิดเผยโดยตลาดหลักทรัพย์ จากฐานข้อมูล SETSMART รวมถึงจากฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ <https://www.investing.com/> และฐานข้อมูล <http://www.thaibma.or.th> ในการรวบรวมเพื่อวัดค่าตัวแปรแฝงภายในและภายนอก รวมถึงตัวแปรที่สังเกตได้ภายในและภายนอก

## 3. ขั้นตอนดำเนินการวิจัยเชิงปริมาณ

การวิจัยครั้งนี้มีขั้นตอนการดำเนินงานการวิจัย ซึ่งผู้วิจัยได้แบ่งกระบวนการดำเนินการวิจัยออกเป็น 6 ขั้นตอน เพื่อวิจัยศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยแบ่งออกเป็นขั้นตอนดังนี้

ขั้นที่ 1 เป็นขั้นตอนที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีต่าง ๆ และทำการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยความไม่สมมาตรของข้อมูล จากฐานข้อมูลการวิจัยต่างๆ เพื่อเป็นการศึกษาปรับปรุงและทำความเข้าใจความรู้ขั้นพื้นฐานในการวิจัย และเพื่อการพัฒนากรอบแนวคิดการในการวิจัยสำหรับการวิจัยครั้งนี้

ขั้นที่ 2 เป็นขั้นตอนของการกำหนดกรอบแนวคิดสำหรับการวิจัย โดยการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัย ได้มีจุดมุ่งหมายและวัตถุประสงค์ที่จะพัฒนาสารสนเทศทางการบัญชีที่เป็นประโยชน์ และเป็นคุณค่าสำหรับผู้ใช้อำนาจในการเงินของบริษัทจดทะเบียนฯ ในตลาดหลักทรัพย์ หรือเป็นสารสนเทศสำหรับผู้ที่มีความสนใจในการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนฯ ในอนาคต และเพื่อให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมไปถึงผู้ที่สนใจในการวิจัยเรื่องความไม่สมมาตรของข้อมูล เพื่อใช้เป็นข้อมูลสำหรับการพัฒนางานวิจัยต่อไปในอนาคต ผู้วิจัยมีความตั้งใจที่จะพัฒนาสารสนเทศดังกล่าว ให้มีคุณค่าและที่สำคัญอย่างยิ่ง คือผลการศึกษาและวิจัยเป็นประโยชน์ต่อสังคมส่วนรวม ในรูปแบบเชิงวิชาการหรืออยู่ในรูปแบบเชิงวิชาชีพที่เกี่ยวข้องกับกิจการได้นำไปพัฒนาปรับปรุง

ขั้นที่ 3 ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนตัวแปรทั้งตัวแปรแฝงภายใน ตัวแปรแฝงภายนอก ตัวแปรสังเกตได้ภายใน ตัวแปรสังเกตได้ภายนอกที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมก่อนหน้า และศึกษาการวัดค่าตัวแปรที่ต้องการนำมาวิจัยศึกษาเพื่อความสอดคล้องกับกรอบแนวคิดการวิจัย และวัตถุประสงค์การวิจัยเพื่อให้มีความเหมาะสมกับสถานการณ์ และการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีประสิทธิภาพและมีความถูกต้อง ครบถ้วน

ขั้นที่ 4 เป็นขั้นตอนที่ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลและทำการวิเคราะห์ข้อมูล โดยผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่ได้จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ในครั้งนี้ โดยข้อมูลที่ทำการรวบรวมเพื่อทำการวิจัยต้องปรากฏความถูกต้องและครบถ้วนตามตัวแปรที่ผู้วิจัยต้องการนำมาทำการวิเคราะห์เพื่อการหาค่าสถิติที่ใช้สำหรับการทดสอบสมมติฐาน และสรุปผลการวิจัยต่อไป

ขั้นที่ 5 ขั้นตอนของการนำเสนอผลการวิจัยในการศึกษาวิจัย ตามที่ผู้วิจัยศึกษาและได้ทำการวิเคราะห์ และทำการสรุปผลและอภิปรายผลการศึกษาวิจัย โดยทำการนำเสนอผลการวิจัยที่แสดงเหตุผลประกอบเป็นไปตามหลักการ ทฤษฎีที่เป็นเหตุและผลที่ยอมรับได้ รวมถึงยังเป็นการสื่อสารสารสนเทศที่มีความสามารถเข้าใจได้โดยง่าย

#### 4. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยเชิงปริมาณ

การวิจัยเรื่องนี้เป็นการศึกษาวิจัยที่มีรูปแบบเป็นการวิจัยแบบผสมผสาน (Mixed Methods Research) ซึ่งในส่วนแรกเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยผู้วิจัยจะเก็บข้อมูลเพื่อนำมาใช้วัดตัวแปรในงานวิจัยครั้งนี้จากฐานข้อมูลลักษณะเป็นทุติยภูมิ (Secondary Data) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยในครั้งนี้ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการศึกษาในการวิจัยครั้งนี้จากแนวคิด ทฤษฎีและจากการทบทวนจากวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง หลังจากทำการวิจัยเชิงปริมาณทางผู้วิจัยจะทำการวิจัยเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยทำการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) กับผู้ที่มี

ความรู้ความสามารถและประสบการณ์เกี่ยวกับเรื่องที่ถูกวิจัยทำการศึกษา เพื่อยืนยันผลทดสอบสมมติฐานและพัฒนาแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อเป็นประโยชน์ต่อการนำไปใช้งาน

## การวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research)

### ตัวแปรและการวัดค่า

#### การวัดกลุ่มตัวแปรที่ใช้วัดความไม่สมมาตรของข้อมูล

การวัดค่าตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูล มีดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการทดสอบในแต่ละปีที่เลือกใช้ทดสอบ โดยเก็บอยู่ในช่วงเวลา 30 วันก่อนและหลังการประกาศข้อมูลทางการบัญชี แสดงเป็นตัวอย่างดังนี้

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{i,p} &= \sum \text{AR}_{i,t} \\ \text{โดย } \text{CAR}_{i,p} &= \text{ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของบริษัท } i \text{ ในช่วงระยะเวลา } p \\ \text{AR}_{i,t} &= \text{ผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท } i \text{ ในแต่ละช่วงเวลา } t \end{aligned}$$

2. สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOLUME) ที่วัดการสะสมของสัดส่วนปริมาณการซื้อขายโดยเก็บอยู่ในช่วงเวลา 30 วันก่อนและหลังการประกาศข้อมูลทางการบัญชี (How et al., 2005, pp. 463-473) โดย

$$\begin{aligned} \text{VOL}_{i,t} &= \frac{\sum_{i=1}^n (V_{i,t} \times P_{i,t})}{\text{CP}_{i,t} \times \text{OUTSH}_{i,t}} \\ \text{โดย } \text{VOL}_{i,t} &= \text{สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย} \\ V_{i,t} &= \text{จำนวนหลักทรัพย์ที่ซื้อขายทั้งหมด ของช่วงเวลาที่ } t \\ P_{i,t} &= \text{ราคาหุ้นครั้งล่าสุด ของช่วงเวลาที่ } t \\ \text{CP}_{i,t} &= \text{ราคาปิดครั้งสุดท้าย ของช่วงเวลาที่ } t \\ \text{OUTSH}_{i,t} &= \text{จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายทั้งสิ้นของช่วงเวลาที่ } t \end{aligned}$$

จะนำค่าของข้อมูลที่เก็บได้ตามตัวแปรมาเฉลี่ยค่ามาตรฐานเพื่อใช้เป็นตัววัดตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูลในโมเดลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้น (Path Analysis)

### การวัดค่าตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

การวัดค่าตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล แบ่งเป็นดังนี้

1. การวัดค่าตัวแปรกลุ่มตัวแปรการจัดการกำไร (Earning Management) โดยวัดการจัดการกำไรโดยใช้ดุลยพินิจผ่านรายการคงค้าง โดยจะทำการวัดค่าตัวแปรการจัดการกำไรจากค่าเฉลี่ยมาตรฐานของการวัดค่าตามตัวแบบการจัดการกำไร ดังต่อไปนี้

1.1 การวัดค่าโดยใช้ตัวแบบ Kothari Model ที่วัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Kothari et al., 2005, pp. 163-197) โดย

$$DAC_{i,t} = [TA_{i,t} / A_{i,t-1}] - [\alpha_1 (1/A_{i,t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1} + \alpha_3 (PPE_{i,t}) / A_{i,t-1} + \alpha_4 (ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t}]$$

โดยที่  $DAC_{i,t}$  = รายการคงค้างที่เกิดขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$TA_t$  = รายการคงค้างที่เกิดขึ้นรวม ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$ ,

$REV$  = รายได้รวมสุทธิ ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$\Delta REV_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$PPE_{i,t}$  = มูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิ ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$ROA_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$\epsilon_{i,t}$  = แทนค่าประมาณการที่ผิดพลาด คือค่า error

1.2 การวัดค่าโดยใช้ตัวแบบ Yoon Model ที่วัดรายการคงค้างที่อยู่ในดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร (Yoon et al., 2006, pp. 85-109) โดย

$$DAC_{i,t} = [TA_{i,t} / REV_{i,t}] - [\alpha_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t} / REV_{i,t}) + \alpha_2 (\Delta EXP_{i,t} - \Delta PAY_{i,t} / REV_{i,t}) + \alpha_3 (DEP_{i,t} + PEN_{i,t} / REV_{i,t}) + \epsilon_{i,t}]$$

โดยที่  $DAC_{i,t}$  = รายการคงค้างที่เกิดขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้บริหารของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$TA_t$  = รายการคงค้างที่เกิดขึ้นรวม ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$ ,

$REV$  = รายได้รวมสุทธิ ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$\Delta REV_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของรายได้รวม ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$\Delta REC_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของยอดลูกหนี้การค้าของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$\Delta EXP_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของยอดรวมต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายที่ไม่รวมรายจ่ายที่ไม่ใช่เงินสดของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$\Delta PAY_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของยอดเจ้าหนี้การค้า ของบริษัท  $i$  ณ ปีที่  $t$

$$\begin{aligned} \text{DEP}_{i,t} &= \text{มูลค่าค่าเสื่อมราคา ของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t \\ \text{PEN}_{i,t} &= \text{ยอดค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน ของบริษัท } i \text{ ณ ปีที่ } t \\ \varepsilon_{i,t} &= \text{แทนค่าประมาณการที่ผิดพลาด คือค่า error} \end{aligned}$$

2. การวัดค่าตัวแปรกลุ่มตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี ได้แก่

### 2.1 กลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)

2.1.1 การวัดค่าความกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของหรือการที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือหุ้นวัดได้จาก สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับจำนวนหุ้นทั้งหมดและต้องมีอิทธิพลรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท (Eng & Mak, 2003, pp. 325-345; Davidson et. al., 2005, pp. 241-267; Petersen & Plenaborg, 2006, pp. 127-149; Wang et. al., 2008, pp. 112-134; Alves, 2011, p. 70; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419-440; etc.)

$$\begin{aligned} \text{การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ} &= \text{สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จากจำนวนหุ้นทั้งหมด} \\ &\text{ใน 5 อันดับแรก} \end{aligned}$$

2.1.2 การถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership: FO) กิจการมีส่วนของผู้ถือหุ้นในลักษณะที่เป็นครอบครัวเดียวกันสูงก็จะมีอิทธิพลในการควบคุมบริษัทเท่ากับว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือคนนอกครอบครัวไม่มีสิทธิออกคะแนนเสียงเนื่องจากเสียงต่ำกว่าและต้องมีอิทธิพลรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท (Fama & Jensen, 1983, pp. 327-349 ; Morck et. al., 1988, pp. 293-315; Shleifer & Vishny, 1997, pp. 123-139 ; Rebelo and Coutinho, 2001, pp. 1-67, Wang, 2008, pp. 112-134) การวัดค่าตัวแปร

$$\begin{aligned} \text{การถือหุ้นในลักษณะครอบครัว} &= \text{จำนวนสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นครอบครัว} \\ &\text{เดียวกันจากจำนวนสัดส่วนหุ้นทั้งหมด} \end{aligned}$$

2.1.3 นักลงทุนสถาบัน (Institutional Shareholders: IS) นักลงทุนสถาบันในลงทุนในกิจการก็จะกระตุ้นให้เกิดพฤติกรรมในการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Hirschman, 1970; Man and Wong, 2013, pp. 391-418; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509) โดยทำวัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันและต้องมีอิทธิพลรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท

$$\begin{aligned} \text{สัดส่วนการถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน} &= \text{จำนวนสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน} \\ &\text{จากจำนวนสัดส่วนหุ้นทั้งหมด} \end{aligned}$$



## 2.2 กลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการ (Board Characteristics or Board Structure)

2.2.1 คณะกรรมการอิสระ (Board Independent: BIND) จำนวนของคณะกรรมการอิสระในงานวิจัยในอดีตได้พบว่าสามารถเพิ่มความโปร่งใสของข้อมูลและเกิดการบริหารจัดการที่ดีและมีอิทธิพลอย่างน้อย 3 คนจากคณะกรรมการทั้งหมด (Chen and Jaggi, 2000, pp. 285-310; Ho and Wong, 2001, pp. 139-156; Ajina et al., 2013, pp. 660-675)

$$\text{คณะกรรมการอิสระ} = \frac{\text{สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ}}{\text{สัดส่วนคณะกรรมการทั้งหมด}}$$

2.2.2 กิจกรรมของคณะกรรมการ (Board Activities: BACT) วัดได้จากความถี่ของการประชุมจะเป็นประโยชน์ต่อคุณภาพของรายงานทางการเงิน ซึ่งการประชุมจะช่วยให้เกิดการติดตามและประเมินผลให้เกิดความมีประสิทธิภาพ (Beasley et al., 2000, pp. 443-466; Farber, 2004, p. 2)

$$\text{กิจกรรมของคณะกรรมการ} = \frac{\text{สัดส่วนจำนวนครั้งของการจัดประชุมต่อจำนวนครั้งการประชุมปกติอย่างน้อยไตรมาสละหนึ่งครั้ง}}$$

3. การวัดตัวแปรกลุ่มคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Disclosure Quality) และได้ใช้ตัวแปรสังเกตได้ภายนอก ดังนี้

ดัชนีของการเปิดเผยข้อมูลตามหลักการของ Welker (1995, pp. 801-827), Botosan (1997, pp. 323-349), Leuz & Verrecchia (2000, pp. 91-124), Petersen & Plenborg (2006, pp. 127-149) และ Brandenburg & Suijs (2013, pp. 1-31) โดยหากกิจการมีการเปิดเผยข้อมูลได้เข้าลักษณะ 5 องค์ประกอบข้างต้น แต่ละองค์ประกอบจะมีการให้คะแนนในรายองค์ประกอบย่อย หากกิจการมีการเปิดเผยดังกล่าวจะได้คะแนน 1 คะแนนต่อ 1 องค์ประกอบย่อยจากทุกองค์ประกอบ และรวมเป็นสัดส่วนดัชนีคะแนนของการเปิดเผยรายการทั้งหมด)

โดยแบ่งออกเป็น 1. การเปิดเผยด้านกลยุทธ์ 2. การเปิดเผยการแข่งขันและแนวโน้ม 3. การเปิดเผยเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ 4. การเปิดเผยกลยุทธ์ทางการตลาด 5. การเปิดเผยทรัพยากร เพื่อนับจำนวนการเปิดเผยดังกล่าวและค่าคะแนนตามตัวแปรเพื่อคำนวณดัชนีของการเปิดเผยข้อมูลตามงานวิจัยก่อนหน้า

$$\text{ดัชนีของการเปิดเผยข้อมูล} = \frac{\text{คะแนนที่ได้แต่ละองค์ประกอบ}}{\text{คะแนนทั้งหมดทุกองค์ประกอบ}}$$

#### 4. การวัดค่าตัวแปรการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) ได้แก่

4.1 อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio: DPR) เป็นอัตราที่นิยมใช้วัดสัดส่วนการจ่ายผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยเงินปันผล ซึ่งจะวัดค่าว่ากิจการสามารถจ่ายเงินคืนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้จำนวนเท่าใดเทียบกับจำนวนเงินที่เก็บไว้เพื่อสำรองการลงทุน จ่ายให้แก่เจ้าหนี้หรือการเก็บเงินสำรอง หรือที่เรียกว่าการดูแลตอบแทนกำไร และนิยมใช้วัดนโยบายเงินปันผล (Jensen et al. 1993, pp. 831-880; Gonzales et al., 2010, pp. 419-440; Alamdari, 2016, pp. 7043-7054) โดยคำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

4.2 เงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ซึ่งเป็นการชี้วัดว่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเป็นส่วนระหว่างเงินปันผลกับราคาหุ้นซึ่งช่วยคำนวณความคุ้มค่าก่อนการลงทุน เงินปันผลที่จ่ายต้องจ่ายออกกำไรที่บริษัททำได้ แล้วถ้ามีการจ่ายเงินปันผลออกมาเยอะก็แปลว่าบริษัทมีเงินไปลงทุนได้น้อยลง ก็อาจจะทำให้บริษัทเติบโตได้น้อย (Geske, 1978, pp. 617-625; Kothari & Shanken, 1996, pp. 185-224; Erickson & Maydew, 1998, pp. 435-458) โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{เงินปันผลตอบแทน} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{ราคาต่อหุ้น}}$$

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลต่าง ๆ และทำการศึกษาวิจัยปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลสำหรับการวิจัยอยู่ระหว่างปี 2558 - 2562 ซึ่งแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิจัยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลและปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกัน โดยทำการศึกษาจากข้อมูลในงบการเงิน รายงานการเปิดเผยข้อมูลอื่นที่เปิดเผยสาธารณะของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและฐานข้อมูลอื่นที่ใช้ในการหาค่าเพื่อการวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย ซึ่งข้อมูลดังกล่าวที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) และทำการสัมภาษณ์เชิงลึกจากผู้เชี่ยวชาญเพื่อทำการยืนยันสถิติตามผลการทดสอบสมมติฐาน

### การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ

การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ตอน คือ ตอนที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง และตอนที่ 2 การวิเคราะห์เพื่อตอบคำถามการวิจัย

1. การวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างผู้วิจัยได้ใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ในการวิเคราะห์ข้อมูลในการหาค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เพื่อประกอบคำบรรยายถึงลักษณะของตัวแปรที่ได้ทำการศึกษา

2. การวิเคราะห์เพื่อตอบคำถามการวิจัย ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานโดยใช้โมเดลสมการโครงสร้าง แบบจำลองความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น เป็นการวิเคราะห์องค์ประกอบและการวิเคราะห์การถดถอย โดยใช้โปรแกรม LISREL เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ในการทดสอบสมมติฐาน โดยจะมีขั้นตอนในการปรับ โมเดลเพื่อหาโมเดลที่สอดคล้องมากที่สุด โดยโมเดลสมการต้องมีค่า  $p\text{-value} > 0.05$  คือไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งจะแสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ความคลาดเคลื่อนในการเทียบความกลมกลืนของโมเดล ค่า Chi-square/d.f. จะต้องมีค่าไม่เกิน 2 แสดงว่าอยู่ในเกณฑ์ดี ค่า Root Mean Square Error of Approximation : RMSE  $< 0.05$  ยิ่งเข้าใกล้ 0 มากแสดงว่ามีความกลมกลืน และค่า Goodness of Fit Index : GFI  $> 0.95$  ยิ่งค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าโมเดลมีความกลมกลืน ซึ่งจะต้องทำการปรับโมเดลจนกว่าจะมีความกลมกลืน

โดยความสอดคล้องของโมเดลและความกลมกลืนของโมเดลที่มีต่อข้อมูลเชิงประจักษ์มีวิธีการทดสอบเชิงละเอียดที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน สามารถตรวจสอบเงื่อนไขความกลมกลืนดังกล่าว (สุภมาส อังสุโชติ และคณะ, 2554) ได้ดังนี้

1. ค่าไควสแควร์ Chi-Square ใช้ในการทดสอบความกลมกลืนของฟังก์ชันหากมีค่าเป็นศูนย์จริงเป็นไปตามสมมติฐาน หากค่าไควสแควร์มีระดับนัยสำคัญชี้ให้เห็นว่าโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์เกิดความไม่สอดคล้องกลมกลืนกัน

2. ค่าไควสแควร์สหสัมพันธ์ ( $\chi^2 / df$ ) ต้องมีค่าน้อยกว่ามีค่าน้อยกว่า 2.00 ซึ่งจะเป็นการชี้ให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

3. ดัชนีที่ใช้เป็นตัววัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสหสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) พิจารณาโดยให้ค่าของ CFI ต้องมีค่ามากกว่า 0.90 เป็นข้อบ่งชี้ว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสหสัมพันธ์

4. ดัชนีที่ใช้วัดความสอดคล้องและกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) จะทำการพิจารณาค่ากลมกลืนจากดัชนีจำนวน 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดค่าความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) เป็นตัวชี้วัดปริมาณความแปรปรวน และอธิบายได้ด้วยค่าดัชนีที่มีค่าดัชนีวัดความ

กลมกลืนที่ผ่านการปรับแก้แล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) เป็นตัวชี้วัดปริมาณความแปรปรวน และมีความแปรปรวนร่วมที่สามารถอธิบายได้ด้วยโมเดลปรับแก้ไขแล้วตามองศาความเป็นอิสระ โดยต้องปรากฏค่าของ GFI และมีค่า AGFI มีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 0 - 1 และค่าของ GFI และ AGFI ที่สามารถยอมรับได้ควรมีค่า  $> 0.90$

5. ค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อนกำลังสองจากการประมาณ (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) เป็นตัวชี้วัดถึงค่าสถิติที่ใช้สำหรับการทดสอบกับสมมติฐาน ค่าที่ดีของ RMSEA ต้องมีค่าที่น้อยกว่า 0.05 แสดงว่ามีความสอดคล้องกลมกลืนมากที่สุด หรืออยู่ในช่วงของค่า 0.05 ถึง 0.08 จะแสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนมากกับข้อมูลตามสมมติฐาน หากมีค่าระหว่าง 0.08 ถึง 0.10 ซึ่งให้เห็นว่าโมเดลอาจจะปรากฏความสอดคล้องและกลมกลืนกับข้อมูลเพียงเล็กน้อย และหากมีค่ามากกว่า 0.10 เป็นตัวชี้วัดว่าโมเดลไม่มีความสอดคล้องและกลมกลืน

6. ค่าความสอดคล้องและกลมกลืนในรูปแบบค่าความคลาดเคลื่อน คือค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยมาตรฐานกำลังสองของมูลค่าคงเหลือ (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) เป็นการวัดค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Residual) และค่าของความคลาดเคลื่อนที่หารด้วยค่าประมาณการของความคลาดเคลื่อนตามมาตรฐาน (Estimated Standard Error) ต้องแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.05 เป็นตัวชี้วัดว่าโมเดลสอดคล้องและกลมกลืนในการทดสอบสมมติฐาน

หากทำการทดสอบ โมเดลการวิจัยกับข้อมูลที่เชิงประจักษ์แล้ว โมเดลยังไม่ปรากฏความสอดคล้องและกลมกลืนกัน ผู้วิจัยจะทำการปรับโมเดลและทำการปรับ โมเดลใหม่จนกว่าโมเดลจะปรากฏค่าความสอดคล้องและกลมกลืนกัน เพื่อนำมาเป็นข้อสรุปผลการทดสอบตามสมมติฐาน และนำผลการทดสอบสมมติฐานที่ได้นำมาวิจัยเชิงคุณภาพเพื่อนำมายืนยันผลการทดสอบสมมติฐานและเพื่อพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

### การวิจัยเชิงคุณภาพ

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษางานวิจัยเชิงปริมาณเสร็จสิ้นและปรากฏโมเดลที่มีความสอดคล้องและกลมกลืนกัน จะทำการออกแบบและพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพโดยการวิจัยเชิงคุณภาพเพิ่มเติม และมีวัตถุประสงค์ในการนำมาวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพเพื่อพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล และใช้ยืนยันผลการทดสอบสมมติฐานเชิงปริมาณจากการศึกษาทางสถิติ โดยทำการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) กับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องและผู้ใช้ข้อมูล ผู้เชี่ยวชาญและผู้ที่มีความสำคัญในสารสนเทศที่

เผยแพร่สาธารณะ และเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ในการใช้สารสนเทศ โดยปราศจากอคติหรือการใช้ความเห็นเพื่อประโยชน์ส่วนตัว

### ผู้ให้ข้อมูลสำคัญ (Key Informant)

ผู้วิจัยได้ดำเนินการเลือกกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยเชิงคุณภาพหรือผู้ให้ข้อมูลสำคัญในงานวิจัยคุณภาพ โดยการเลือกตัวอย่างที่เป็นตัวแทนในกลุ่มผู้ใช้ประโยชน์ข้อมูลหรือผู้มีประสบการณ์ในการใช้ประโยชน์จากข้อมูลในรายงานทางการเงินและรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องประกอบไปด้วย

1. ผู้เชี่ยวชาญและนักวิชาการ ผู้มีความรู้เชิงวิชาการทางการเงิน และอาจมีความรู้ทางด้านบัญชี และเผยแพร่ความรู้และได้ศึกษาพัฒนาเป็นองค์ความรู้
2. ผู้แนะนำการลงทุน ผู้ใช้ข้อมูลในรายงานทางการเงินและกิจการในการวิเคราะห์และแนะนำการลงทุน
3. ผู้ตรวจสอบบัญชี ผู้ตรวจสอบและรับรองลายมือชื่อในรายงานทางการเงินที่เผยแพร่แก่สาธารณชน
4. นักลงทุน ผู้ใช้ข้อมูลที่ได้รับการเผยแพร่สำหรับการวิเคราะห์และประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

โดยผู้วิจัยได้นำผลสัมฤทธิ์เชิงลึกนำมาประมวลผลเป็นภาพรวม เพื่อสนับสนุนผลการวิจัยตามสมมติฐานและประกอบกับการพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยผู้วิจัยจะทำให้รูปแบบในการวิจัยเชิงคุณภาพเป็นแบบสัมฤทธิ์ โดยได้แบ่งแบบสัมฤทธิ์ออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่คำถามสัมฤทธิ์ข้อมูลทั่วไปของผู้ตอบแบบสัมฤทธิ์ และคำถามเกี่ยวกับการแสดงข้อคิดเห็นและประสบการณ์จากผู้ตอบแบบสัมฤทธิ์ โดยแบ่งเป็นคำถามเพื่อนำมายืนยันผลทดสอบเชิงปริมาณตามรายสมมติฐาน และนำข้อคิดเห็นที่ได้นำมาพัฒนาเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้แก่นักลงทุนในการนำไปใช้ประโยชน์เพื่อการตัดสินใจ คือ ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยสัมฤทธิ์จากผู้มีความรู้ความสามารถจำนวน 7 ท่านประกอบด้วย

ตารางที่ 3.2 แสดงรายชื่อของผู้ให้ข้อมูลเชิงคุณภาพโดยการสัมภาษณ์เชิงลึก

ลำดับ	ผู้ให้สัมภาษณ์	คุณสมบัติผู้ให้สัมภาษณ์
1	ดร.มงคล เหล่าวรพงศ์	<ul style="list-style-type: none"> <li>- กรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ บริษัท จำกัด (มหาชน)</li> <li>- ผู้สอบบัญชีบริษัท จำกัด (มหาชน) จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์</li> <li>- วุฒิการศึกษาระดับปริญญาเอก สาขาบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์</li> <li>- คณะกรรมการสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)</li> </ul>
2	รศ.ดร.จิรภา สักดิ์กิตติมาลัย	<ul style="list-style-type: none"> <li>- อาจารย์และนักวิชาการเงินประจำสำนักวิชาบัญชี มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย</li> <li>- ตำแหน่งทางวิชาการรองศาสตราจารย์</li> <li>- วุฒิการศึกษาระดับปริญญาเอก สาขาบริหารธุรกิจ</li> </ul>
3	ผศ.ดร.ทัตพงศ์ อวิโรธนานนท์	<ul style="list-style-type: none"> <li>- อาจารย์และนักวิชาการเงิน ประจำหลักสูตรบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาวิชาเอกการเงิน มหาวิทยาลัยแม่โจ้</li> <li>- รองคณบดีฝ่ายวิชาการมหาวิทยาลัยแม่โจ้</li> <li>- ตำแหน่งทางวิชาการผู้ช่วยศาสตราจารย์</li> <li>- วุฒิการศึกษาระดับปริญญาเอก</li> </ul>
4	คุณอัจฉรา วรรณิการ์	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผู้แนะนำการลงทุน บริษัท หลักทรัพย์โกลเบล็ก จำกัด</li> <li>- นักวิเคราะห์การลงทุน/ผู้แนะนำที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์</li> <li>- ประสบการณ์การปฏิบัติงานมากกว่า 10 ปี</li> <li>- ผู้แนะนำการลงทุนตราสารซับซ้อนประเภท 2</li> <li>- ผู้แนะนำการลงทุนด้านหลักทรัพย์</li> </ul>

ตารางที่ 3.2 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ให้สัมภาษณ์	คุณสมบัติผู้ให้สัมภาษณ์
5	คุณสุวัฒน์ มณีคนกสกุล	- กรรมการบริหาร บริษัท สอบบัญชีธรรมนิติ จำกัด ผู้สอบบัญชีบริษัท จำกัด (มหาชน) จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์
6	นายศิวกร ศิริสุนทรลักษณ์	- ผู้เชี่ยวชาญแนะนำการลงทุน และให้ความรู้บน แพลตฟอร์มออนไลน์ชื่อดัง Youtube, Facebook Page ภายใต้ชื่อ Shopkrabb มีผู้ติดตามจำนวนมาก - นักลงทุนในตลาดทุน - ประสบการณ์ในการลงทุนมากกว่า 10 ปี - เจ้าของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง ภายใต้บริษัท เวลดัน โฮม จำกัด
7	ดร. ศศิพัทธ์ สันถลกิจ	- อาจารย์และนักวิชาการประจำสาขาการบัญชี คณะ บริหารธุรกิจและศิลปศาสตร์ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยี ราชมงคลล้านนา เชียงใหม่ - นักลงทุนในตลาดทุน - วุฒิการศึกษาสูงสุดระดับปริญญาเอกปรัชญาดุษฎี บัณฑิต สาขาการบัญชี

**เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษางานวิจัยเชิงคุณภาพ**

ผู้วิจัยได้กำหนดการใช้เครื่องมือในงานวิจัยเชิงคุณภาพครั้งนี้โดยใช้แบบสัมภาษณ์ (In-Depth Interviews) โดยใช้วิธีสัมภาษณ์โดยมีลักษณะคำถามเป็นคำถามแบบปลายเปิด (Open-Ended Questions) โดยมีโครงสร้างคำถามที่ชัดเจนที่เกี่ยวกับเรื่องของอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

**การตรวจสอบข้อมูล**

การเก็บรวบรวมข้อมูลของงานวิจัยครั้งนี้คือ การใช้เครื่องมือแบบสัมภาษณ์เชิงลึก ซึ่งเป็นลักษณะคำถามปลายเปิด โดยเป็นการสอบถามเรื่องปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตร

ของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีโครงสร้าง โดยผู้วิจัยได้นำแบบสอบถามที่ได้พัฒนาข้อคำถามจากการทบทวนวรรณกรรมและจากงานวิจัยเชิงปริมาณแล้วนำมาจัดทำเป็นข้อคำถาม โดยผู้วิจัยได้สัมภาษณ์ผู้ใช้ประโยชน์จากรายงานทางการเงินและผู้เชี่ยวชาญ โดยไม่ได้ทำการสัมภาษณ์ผู้ที่มีความเกี่ยวข้องและก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นนำไปสู่การเกิดอคติ (Bias) นำไปสู่การคลาดเคลื่อนของผลการวิจัย โดยไม่มีการชี้แนะหรือบอกแนวทางโดยผู้สัมภาษณ์ ผู้วิจัยจะดำเนินการสัมภาษณ์ซ้ำในคำถามลักษณะเดิมแก่ผู้ให้สัมภาษณ์รายต่อ ๆ ไปและนำมาสรุปจนได้คำตอบที่มีความถูกต้องและเหมาะสมสอดคล้องกับงานวิจัยในครั้งนี้

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลและประมวลการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ ผู้วิจัยจะทำการสรุปผลการวิจัยเชิงคุณภาพจากการตอบแบบสัมภาษณ์โดยไม่ระบุคำตอบของผู้ตอบแบบสัมภาษณ์แต่ละท่าน และนำมาสรุปผลสัมภาษณ์โดยจัดกลุ่มคำตอบเป็นสัดส่วนผู้ที่มีความคิดเห็นต่อสมมติฐานในงานวิจัยครั้งนี้ โดยแบ่งออกเป็นสัดส่วนเพื่อประกอบผลวิจัยเชิงปริมาณ นำข้อเสนอและข้อแนะนำมาพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อประโยชน์แก่นักลงทุนและผู้ใช้อข้อมูลในการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อความแน่ใจในข้อมูลที่ได้รับ การเผยแพร่ว่ามีความสมมาตรและยุติธรรมต่อการตัดสินใจ และมีวัตถุประสงค์การใช้ข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์เพื่อการเผยแพร่ทางวิชาการและทางสังคม

### การสร้างบทสรุป และการพิสูจน์บทสรุป

ผู้วิจัยได้กำหนดขั้นตอนดังกล่าวนี้ แบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน

1. ขั้นตอนการสร้างบทสรุป เป็นการนำข้อมูลสรุปเป็นการชั่วคราว และนำมาสรุปเป็นข้อสรุปย่อยตามสมมติฐานนำมาประมวลผลรวมกัน ทำให้เป็นชุดของคำอธิบายที่ได้จากการวิจัยที่ตรงประเด็นกับงานวิจัย และเพื่อให้เกิดความเข้าใจได้ นำมาวิเคราะห์กับเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นจริง จากการรวบรวมวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และทำการวิเคราะห์เหตุการณ์ตามจริง จัดได้บทสรุปที่เป็นคุณลักษณะ และตรงตามกับวัตถุประสงค์งานวิจัยตามลำดับและนำนักการให้ ความสำคัญ

2. การพิสูจน์บทสรุป เป็นการเชื่อมโยงข้อสรุปที่เป็นนามธรรมเข้าไปสู่ข้อสรุปที่เป็นรูปธรรมในเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นอีกครั้ง เพื่อให้เกิดความแน่ใจว่า ข้อสรุปมีความถูกต้องครบถ้วนและ



เหมาะสม โดยนำมาหารือร่วมกันระหว่างผู้วิจัยและผู้ให้ข้อมูลสำคัญเพื่อเป็นข้อพิสูจน์ผลการวิจัยเชิงคุณภาพ

### การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

จากขั้นตอนข้างต้นของงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้กล่าวไว้เพื่อเป็นการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ประกอบไปด้วยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และโครงสร้างของคณะกรรมการ การจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผล และเพื่อพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการประยุกต์โมเดลและผลการวิจัย แนวคิดและทฤษฎีต่าง ๆ และนำข้อสรุปของงานวิจัยเชิงปริมาณที่ได้จากการทดสอบสมมติฐาน โดยใช้ผลการศึกษาตาม โมเดลสมการ โครงสร้างเชิงเส้น ความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงเหตุและผล (Path Analysis) โดยนำค่าน้ำหนักที่ได้รับจากงานวิจัยดังกล่าวมาออกแบบตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่มาจากปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง ทั้งเชิงบวกและเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยให้ค่าน้ำหนักตามผลการทดสอบสมมติฐานตามโมเดลข้างต้น และทำการวิจัยเชิงคุณภาพโดยการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญ และมีประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องเพื่อนำมาพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลข้างต้นให้มีข้อคำถามตามตัวแบบประเมินที่มีความเหมาะสม ถูกต้องและมีความครบถ้วน เพื่อให้ได้ตัวแบบประเมินที่มีความถูกต้องครบถ้วน และมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น โดยตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลจะช่วยสนับสนุนแก่ผู้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลสารสนเทศของกิจการให้ตระหนักถึงความสมมาตรของข้อมูลกิจการที่นำไปวิเคราะห์ หรือนำไปใช้ประโยชน์ดังกล่าวปรากฏข้อมูลที่มีความเที่ยงตรงและไม่สร้างความได้เปรียบและเสียเปรียบต่อผู้ใช้ข้อมูลสารสนเทศที่แตกต่างกัน โดยตัวแบบประเมินที่ได้รับจะครอบคลุมปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยและตัวแบบประเมินจะถูกแบ่งออกเป็นข้อคำถามที่ผู้ใช้นำข้อมูลของกิจการที่สนใจนำมากรอกเพื่อการคำนวณในตัวแบบประเมินข้างต้นที่จะแสดงระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในกิจการที่อยู่ในความสนใจ เพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจในการใช้ข้อมูลของกิจการเพื่อประโยชน์ตามวัตถุประสงค์ของผู้ใช้ตามความมั่นใจต่อข้อมูลสารสนเทศที่เกิดขึ้น

### การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยสร้างเครื่องมือจากงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้วิจัยนำตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยเชิงปริมาณ จากอิทธิพลการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจ่ายเงินปันผล คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การจัดการกำไรมาพัฒนาออกมาเป็นสมการ เพื่อนำสมการดังกล่าวนี้มาทำเป็นเครื่องมือโดยการออกแบบประเมิน เพื่อคำนวณค่าอิทธิพลดังกล่าวจากตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อบอกระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นกับกิจการที่นำมาทดสอบ โดยแบ่งออกเป็นคำถามที่มีน้ำหนักค่าอิทธิพลตามตัวสมการ โดยค่าน้ำหนักมาจากการวิจัยเชิงปริมาณ และนำเฉพาะตัวแปรที่มีค่าอิทธิพลที่มีระดับนัยสำคัญมาพัฒนาเป็นสมการเท่านั้น โดยมาจากสมการดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{INASYM} = & -X_1(\text{DISCLOSU}) + X_2(\text{DIVIDEND}) + X_3(\text{EM}) + X_4(\text{ZSOWN}) \\ & + X_5(\text{ZSFAM}) - X_6(\text{ZBIS}) - X_7(\text{ZBIND}) - X_8(\text{ZBACT}) \end{aligned}$$

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยการคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

เมื่อผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานตามงานวิจัยเชิงปริมาณจะนำค่าอิทธิพลจากการทดสอบสมมติฐานตัวแปรนำตัวแปรตาม โมเดลดังกล่าวที่มีค่าอิทธิพล และมีค่าความเชื่อมั่นที่ดีที่สุดมาออกแบบการคำนวณน้ำหนักตัวแปรตามค่าสมการ

### การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยสร้างเครื่องมือจากงานวิจัยเชิงคุณภาพ

ผู้วิจัยนำตัวแปรและเครื่องมือที่ได้จากการพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลจากงานวิจัยเชิงปริมาณ นำข้อมูลการวิจัยเชิงคุณภาพมาช่วยในการพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยนำมาพัฒนาเป็นข้อคำถามเพื่อใช้ในการตอบตามตัวแบบประเมินและช่วยให้หาค่าและคำนวณค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น นำข้อความคิดเห็นและทฤษฎีนำมาประยุกต์เป็นข้อคำถาม และเป็นข้อแนะนำตามตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยสามารถแบ่งเป็นข้อคำถามดังต่อไปนี้

1. คำถามเกี่ยวกับปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี
2. คำถามเกี่ยวกับปัจจัยการจัดการกำไร
3. คำถามเกี่ยวกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน
4. คำถามเกี่ยวกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล

ตัวคำถามข้างต้นจะนำมาสู่การคำนวณค่านำหน้านักตัวแปรตามงานวิจัยเชิงปริมาณที่สอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ เพื่อคำนวณค่าอิทธิพลที่ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลที่แบ่งออกเป็น 5 ระดับ ได้แก่

1. ระดับน้อยที่สุด
2. ระดับน้อย
3. ระดับปานกลาง
4. ระดับมาก
5. ระดับมากที่สุด

เมื่อทราบผลการประเมินค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลแต่ละระดับตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ได้พัฒนาขึ้นจะให้คำแนะนำและเหตุการณ์เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นจากอิทธิพลข้างต้น เพื่อให้ผู้ใช้ตัวแบบประเมินนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจให้มีคุณภาพยิ่งขึ้น

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์ในการศึกษา คือ เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และเพื่อนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสำหรับผู้มีส่วนได้เสียใช้ประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ

ผู้วิจัยขอเสนอผลของการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็นจำนวน 2 ตอน ดังต่อไปนี้

ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าสถิติขั้นพื้นฐานของงานวิจัยของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจ่ายเงินปันผล คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางในรายงานทางการเงิน และการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่มีการจัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตอนที่ 2 ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบไปด้วย 5 ตอนตามลำดับดังนี้

ตอนที่ 3 ผลการวิเคราะห์การตรวจสอบข้อมูลก่อนการวิเคราะห์โมเดลสมการ โครงสร้าง

ตอนที่ 4 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตอนที่ 5 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตอนที่ 6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์และสมมุติฐานการวิจัย

ตอนที่ 7 การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลค่าสถิติขั้นพื้นฐาน

ผู้วิจัยได้นำเสนอผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน โดยได้แสดงจำนวนกิจการและร้อยละของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนกิจการและร้อยละของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนกิจการ	ร้อยละ
1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	28	9.30
2. กลุ่มทรัพยากร	21	6.98
3. กลุ่มเทคโนโลยี	30	9.97
4. กลุ่มบริการ	69	22.92
5. กลุ่มสินค้าและอุตสาหกรรม	57	18.94
6. กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	28	9.30
7. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	68	22.59
<b>รวม</b>	<b>301</b>	<b>100</b>

จากตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนกิจการและร้อยละของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่เป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนทั้งสิ้น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 301 บริษัทได้แก่ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 28 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 9.30 2) กลุ่มทรัพยากรจำนวน 21 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 6.98 3) กลุ่มเทคโนโลยีจำนวน 30 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 9.97 4) กลุ่มบริการจำนวน 69 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 22.92 5) กลุ่มสินค้าและอุตสาหกรรมจำนวน 57 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 18.94 6) กลุ่มสินค้าอุปโภค จำนวน 28 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 9.30 และ 7) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 68 กิจการ คิดเป็นร้อยละ 22.59

จากนั้นผู้วิจัยได้นำเสนอผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานโดยแยกตามรายปีและรายอุตสาหกรรมดังนี้

#### 1. ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของอุตสาหกรรมโดยแยกตามรายปี

1.1 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีการตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามรายปี

1.2 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามรายปี

1.3 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามรายปี

1.4 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแยกตามรายปี

1.5 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามรายปี

1.6 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามรายปี

1.7 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกตามรายปี

1.8 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามรายปี

1.9 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามรายปี

1.10 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามรายปี

1.11 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) แยกตามรายปี

1.12 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) แยกตามรายปี

2. ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของอุตสาหกรรมโดยแยกตามอุตสาหกรรม

2.1 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามอุตสาหกรรม

2.2 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามอุตสาหกรรม

2.3 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามอุตสาหกรรม

2.4 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแยกตามอุตสาหกรรม

2.5 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามอุตสาหกรรม

2.6 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามอุตสาหกรรม

2.7 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกตามอุตสาหกรรม

2.8 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามอุตสาหกรรม

2.9 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามอุตสาหกรรม

2.10 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามอุตสาหกรรม

2.11 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) แยกตามอุตสาหกรรม

2.12 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) แยกตามอุตสาหกรรม

#### ตารางที่ 4.2 แสดงสัญลักษณ์ทางสถิติและความหมายของสัญลักษณ์ค่าสถิติและตัวแปร

สัญลักษณ์	ความหมาย
$\bar{X}$	ค่าเฉลี่ยกลุ่มตัวอย่าง (Arithmetic Mean)
S.D.	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
MIN	ค่าคะแนนต่ำสุด (Minimum Value)
MAX	ค่าคะแนนสูงสุด (Maximum Value)
t-value	ค่าสถิติทดสอบการแจกแจงสถิติแบบ t
P-value	ค่าสัดส่วนความผิดพลาดที่เกิดขึ้นของการปฏิเสธสมมติฐานหรือค่าที่คำนวณได้จากข้อมูลเชิงประจักษ์ (Observed Significance Level)
SE	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน
b	ค่าน้ำหนักขององค์ประกอบ
Beta	ค่าน้ำหนักขององค์ประกอบมาตรฐานแยกเป็นรายองค์ประกอบ (Standardized Solution)

สัญลักษณ์	ความหมาย
SK	ค่าความเบ้ (Skewness)
KU	ค่าความโด่ง (Kurtosis)
r	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient)
TE	ขนาดของค่าอิทธิพลรวม (Total Effects)
IE	ขนาดของค่าอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects)
DE	ขนาดของค่าอิทธิพลทางตรง (Direct Effects)
$\chi^2$	ดัชนีการตรวจสอบค่ากลมกลืนประเภทสถิติไค-สแควร์ (Chi-square)
df	ค่าความเป็นอิสระ (Degree of Freedom)
R <sup>2</sup>	ค่าสัมประสิทธิ์ของการพยากรณ์ (Coefficient of Determination)
P	ระดับนัยสำคัญทางสถิติของงานวิจัย
n	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง
CFI	ดัชนีวัดค่าความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index)
GFI	ดัชนีวัดค่าระดับความกลมกลืน (Goodness of Fit Index)
AGFI	ดัชนีวัดค่าระดับความกลมกลืนที่มีการปรับแก้แล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index)
RMSEA	ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อนกำลังสองจากการประมาณ (Root Mean Square Error of Approximation)
SRMR	ค่าความสอดคล้องและค่าความกลมกลืนในรูปแบบค่าความคลาดเคลื่อน หรือ ค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยมาตรฐานกำลังสองของมูลค่าคงเหลือ (Standardized Root Mean Square Residual)
INASYM	ความไม่สมมาตรของข้อมูล
ZABNOR	อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return)
ZVOLUME	สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume)
EM	การจัดการกำไร
ZEMKOTHA	การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Kothari Model
ZEMYOON	การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon Model
DISCLOSU	คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน



สัญลักษณ์	ความหมาย
ZDISCLOS	คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยดัชนีการเปิดเผยรายการ
DIVIDEND	การจ่ายเงินปันผล
ZDP	การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)
ZDY	การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield)
CG	การกำกับดูแลกิจการที่ดี
ZBIND	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ
ZSFAM	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยการกระจุกตัวของความเป็นผู้ถือหุ้น
ZBIS	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน

ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การจ่ายเงินปันผล การจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยแยกเป็นรายปี สามารถนำเสนอได้ตามตารางดังนี้

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.3113	0.0988	0.1182	0.7268
2559	0.3158	0.1260	0.1182	0.7268
2560	0.3078	0.1033	0.0191	0.6182
2561	0.3043	0.0951	0.1182	0.9510
2562	0.2793	0.0715	0.1182	0.6039

จากตารางที่ 4.3 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว มีค่าเฉลี่ย

สูงที่สุดในปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3158 รองลงมาคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3113 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2793

**ตารางที่ 4.4** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.5965	0.1800	0.1209	0.9983
2559	0.5943	0.1763	0.1365	0.9975
2560	0.5937	0.1800	0.1209	0.9983
2561	0.5956	0.1763	0.1365	0.9975
2562	0.5971	0.1754	0.1455	0.9979

จากตารางที่ 4.4 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามรายปีในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5971 รองลงมาคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5965 และต่ำที่สุดคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5937

**ตารางที่ 4.5** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.0652	0.1029	0.0000	0.7051
2559	0.0680	0.1148	0.0000	0.7334
2560	0.0686	0.1121	0.0000	0.7210
2561	0.0691	0.1118	0.0000	0.6828
2562	0.0682	0.1096	0.0000	0.6968

จากตารางที่ 4.5 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0691 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0686 และต่ำที่สุดคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0652

**ตารางที่ 4.6** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.4063	0.1037	0.0667	0.8000
2559	0.4065	0.1030	0.0588	0.8000
2560	0.4099	0.1031	0.0625	0.8000
2561	0.4099	0.1083	0.0455	0.8000
2562	0.4147	0.1247	0.0455	0.8000

จากตารางที่ 4.6 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4147 รองลงมาคือปี 2561 และ 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4099 และต่ำที่สุดคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4063

**ตารางที่ 4.7** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีการตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	3.6794	1.5397	1.0000	10.0000
2559	4.0673	2.3128	1.0000	11.2500
2560	3.6909	1.3973	1.0000	10.7500
2561	3.9294	1.6380	1.0000	15.2500
2562	4.1628	1.2280	1.5000	15.2500

จากตารางที่ 4.7 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.1628 รองลงมาคือปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.0673 และต่ำที่สุดคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.6794

**ตารางที่ 4.8** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.6126	0.1496	0.3115	0.9016
2559	0.6074	0.1609	0.3607	0.9016
2560	0.6063	0.1435	0.3607	0.9016
2561	0.6118	0.1427	0.3607	0.9016
2562	0.6863	0.1347	0.3607	0.9672

จากตารางที่ 4.8 แสดงค่าเฉลี่ยของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีคุณภาพการเปิดเผยรายการแยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีคุณภาพการเปิดเผยรายการมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6863 รองลงมาคือ ปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6118 และต่ำที่สุดคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6063

**ตารางที่ 4.9** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.4265	1.0938	-4.1152	11.2000
2559	0.3479	0.9320	-4.9311	8.0000
2560	0.3921	0.9891	-3.7488	10.5268
2561	0.4050	1.6475	-19.8346	12.1154
2562	0.3438	1.7283	-14.3190	10.7500

จากตารางที่ 4.9 แสดงค่าเฉลี่ยของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4265 รองลงมาคือปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4050 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3438

**ตารางที่ 4.10** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.0370	0.0493	0.0000	0.3765
2559	0.0271	0.0316	0.0000	0.2463
2560	0.0287	0.0379	0.0000	0.2790
2561	0.0256	0.0337	0.0000	0.2442
2562	0.0280	0.0364	0.0000	0.2500

จากตารางที่ 4.11 แสดงค่าเฉลี่ยของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0370 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0287 และต่ำที่สุดคือปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0256

**ตารางที่ 4.11** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.2481	0.9124	-4.0430	8.3268
2559	0.1368	0.6717	-8.3740	2.8773
2560	0.1627	0.6749	-5.0956	3.6794
2561	0.2148	0.5735	-1.8830	3.9718
2562	0.2517	0.7729	-1.7784	7.1389

จากตารางที่ 4.11 แสดงค่าเฉลี่ยของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มี

ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2517 รองลงมาคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2481 และต่ำที่สุดคือปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1368

**ตารางที่ 4.12** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	-0.0061	0.1254	-0.6550	0.6833
2559	-0.0057	0.1446	-1.4951	0.9690
2560	0.0032	0.1265	-0.4488	1.0313
2561	0.0115	0.1592	-0.4128	1.8733
2562	-0.0042	0.1177	-0.3757	0.9531

จากตารางที่ 4.12 แสดงค่าเฉลี่ยของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามรายปี ในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0115 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0032 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0042

**ตารางที่ 4.13** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) แยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.7238	3.1126	-11.4233	21.5266
2559	0.3758	4.0162	-11.9393	14.1620
2560	0.6815	2.7478	-11.2436	8.9135
2561	0.6066	3.0086	-8.1161	22.2306
2562	-0.2680	2.2727	-13.9202	7.8941

จากตารางที่ 4.13 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) แยกตามรายปีในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของ

กิจการมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.7238 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6815 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.2680

**ตารางที่ 4.14** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) แยกตามรายปี

ปี	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
2558	0.1086	0.1970	0.0000	1.3111
2559	0.0801	0.1213	0.0000	0.8757
2560	0.2143	0.2488	0.0000	0.9949
2561	0.2406	0.2839	0.0000	1.4810
2562	0.1346	0.2173	0.0000	0.9786

จากตารางที่ 4.14 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) แยกตามรายปีในช่วงปี 2558 ถึง 2562 พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของกิจการมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2406 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2143 และต่ำที่สุดคือปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0801

ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การจ่ายเงินปันผล การจัดการกำไรและความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยแยกเป็นรายปี สามารถนำเสนอได้ตามตารางดังนี้ โดยแยกรายกลุ่มอุตสาหกรรม สามารถนำเสนอได้ตามตารางดังนี้

ตารางที่ 4.15 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวแยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.3004	0.0934	0.1294	0.6039
สินค้าอุปโภค	0.3035	0.1099	0.1182	0.7268
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.2940	0.1004	0.1182	0.9510
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.2923	0.0979	0.1182	0.6182
ทรัพยากร	0.3071	0.0866	0.1182	0.5480
บริการ	0.3133	0.1036	0.1182	0.7268
เทคโนโลยี	0.3265	0.1076	0.0191	0.7268

จากตารางที่ 4.15 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ย 0.3265 รองลงมา คืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3133 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2923



**ตารางที่ 4.16** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.6442	0.1651	0.2691	0.9983
สินค้าอุปโภค	0.6346	0.1389	0.1975	0.8835
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.6422	0.1702	0.2253	0.9998
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.5291	0.1788	0.1209	0.9995
ทรัพยากร	0.5520	0.6442	0.2153	0.7941
บริการ	0.5972	0.1764	0.1401	0.9873
เทคโนโลยี	0.6013	0.1858	0.1599	0.9984

จากตารางที่ 4.16 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ย 0.6442 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6422 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5291

**ตารางที่ 4.17** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันแยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.1028	0.1265	0.0000	0.6519
สินค้าอุปโภค	0.0392	0.0657	0.0000	0.2959
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.0565	0.0804	0.0000	0.4299
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.1064	0.1365	0.0000	0.7334
ทรัพยากร	0.0481	0.1003	0.0000	0.5986
บริการ	0.0428	0.0984	0.0000	0.7051
เทคโนโลยี	0.0674	0.1105	0.0000	0.7270

จากตารางที่ 4.17 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ย 0.1064 รองลงมาคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1028 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0392

**ตารางที่ 4.18** ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระแยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.3940	0.0740	0.2500	0.6364
สินค้าอุปโภค	0.3723	0.0799	0.1818	0.7000
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.4272	0.1221	0.0909	0.8000
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.4295	0.1339	0.0455	0.8000
ทรัพยากร	0.4424	0.1131	0.2000	0.7333
บริการ	0.3878	0.0881	0.1111	0.8000
เทคโนโลยี	0.4060	0.0860	0.2000	0.8000

จากตารางที่ 4.18 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปร โครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4424 รองลงมาคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4295 และต่ำที่สุดคือสินค้าอุปโภค มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3723

ตารางที่ 4.19 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3.8018	1.5100	1.0000	9.7500
สินค้าอุปโภค	3.7911	1.4207	1.0000	11.0000
สินค้าและอุตสาหกรรม	4.1132	1.7808	1.0000	15.2500
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	4.1721	1.8386	1.0000	11.2500
ทรัพยากร	3.6024	1.2727	1.0000	9.2500
บริการ	3.7484	1.6342	1.0000	15.2500
เทคโนโลยี	3.6883	1.6787	1.0000	10.7500

จากตารางที่ 4.19 แสดงค่าเฉลี่ยของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการแยกตามอุตสาหกรรม พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.1721 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.1132 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.6883

ตารางที่ 4.20 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.6101	0.1416	0.3115	0.8689
สินค้าอุปโภค	0.6193	0.1454	0.3115	0.9016
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.6379	0.1481	0.3607	0.9016
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.6462	0.1549	0.3607	0.9016
ทรัพยากร	0.6105	0.1422	0.3607	0.8361
บริการ	0.6211	0.1492	0.6101	0.9672
เทคโนโลยี	0.5897	0.1496	0.3607	0.9016

จากตารางที่ 4.20 แสดงค่าเฉลี่ยของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการแยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินที่วัดโดยดัชนีคุณภาพการเปิดเผยรายการ มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6462 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6379 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5897

ตารางที่ 4.21 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.2594	1.4709	-13.9772	2.8594
สินค้าอุปโภค	0.5025	1.6630	-4.1152	10.7500
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.3547	0.9789	-4.9311	8.0000
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.2498	1.4471	-19.8346	7.6127
ทรัพยากร	0.5233	1.3182	-1.3498	12.1154
บริการ	0.5053	1.1492	-3.9996	11.2000
เทคโนโลยี	0.3637	1.4309	-14.3190	6.2500

จากตารางที่ 4.21 แสดงค่าเฉลี่ยของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio แยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5233 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5053 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2594

ตารางที่ 4.22 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.0345	0.0291	0.0000	0.1432
สินค้าอุปโภค	0.0277	0.0471	0.0000	0.3709
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.0358	0.0393	0.0000	0.3100
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.0245	0.0336	0.0000	0.2463
ทรัพยากร	0.0286	0.0355	0.0000	0.2850
บริการ	0.0253	0.0445	0.0000	0.3765
เทคโนโลยี	0.0341	0.0293	0.0000	0.1681

จากตารางที่ 4.22 แสดงค่าเฉลี่ยของการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield แยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0358 รองลงมาคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0345 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0245

ตารางที่ 4.23 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.1370	0.1439	-0.2722	1.0213
สินค้าอุปโภค	0.1865	0.6613	-1.2972	3.9268
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.1231	0.5444	-1.8389	8.3268
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.1899	1.1516	-8.3740	6.8173
ทรัพยากร	0.3044	0.3483	-0.7966	1.3618
บริการ	0.2704	0.6147	-3.0343	7.1389
เทคโนโลยี	0.2338	0.6210	-1.7725	3.4059

จากตารางที่ 4.23 แสดงค่าเฉลี่ยของการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model แยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3044 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2704 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1231

ตารางที่ 4.24 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	-0.0052	0.0773	-0.1919	0.3376
สินค้าอุปโภค	0.0125	0.1628	-0.4488	0.9690
สินค้าและอุตสาหกรรม	-0.0182	0.0870	-0.2472	0.3964
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	-0.0198	0.1061	-0.5644	0.7117
ทรัพยากร	-0.0112	0.0740	-0.2214	0.2271
บริการ	0.0132	0.2013	-1.4951	1.8733
เทคโนโลยี	0.0474	0.1150	-0.2040	0.4376

จากตารางที่ 4.24 แสดงค่าเฉลี่ยของการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model แยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0474 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0132 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0052

ตารางที่ 4.25 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.5227	2.5551	-7.1607	7.1286
สินค้าอุปโภค	0.6696	3.3540	-11.9393	21.5266
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.1590	3.0381	-10.0143	15.7715
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	-0.0915	3.1534	-11.4233	8.7259
ทรัพยากร	0.6493	2.5805	-8.2575	11.9573
บริการ	0.7648	3.2265	-13.9202	22.2306
เทคโนโลยี	0.8328	3.2249	-11.2436	10.7189

จากตารางที่ 4.25 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.8328 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.7648 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0915

ตารางที่ 4.26 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มประเภทอุตสาหกรรม	$\bar{X}$	S.D	MIN	MAX
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.1407	0.2034	0.0000	0.9830
สินค้าอุปโภค	0.1541	0.2296	0.0000	1.3111
สินค้าและอุตสาหกรรม	0.1641	0.2414	0.0000	0.9885
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.1534	0.2355	0.0000	0.9751
ทรัพยากร	0.1632	0.2407	0.0000	0.9949
บริการ	0.1348	0.2108	0.0000	1.4810
เทคโนโลยี	0.2025	0.2375	0.0000	0.9951

จากตารางที่ 4.26 ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขาย (Total Trading Volume: VOL) แยกตามประเภทอุตสาหกรรม พบว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วน ปริมาณการซื้อขายของกิจการ มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2025 รองลงมาคือ อุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1641 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1348

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจ่ายเงินปันผล การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน และการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของข้อมูลก่อนการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างผลการวิเคราะห์การแจกแจงของข้อมูลตามตัวแปรที่สังเกตได้**

**ผลการวิเคราะห์การแจกแจงของข้อมูลตามตัวแปรที่สังเกตได้**

การวิเคราะห์นี้ถือเป็นการตรวจสอบทางสถิติที่เป็นการแจกแจงของข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้แต่ละตัว ว่ามีการแจกแจงปกติหรือไม่ ซึ่งเป็นข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ด้วยวิธีการ Maximum Likelihood ด้วย ผ่านทางโปรแกรมลิสเรล และเป็นวิธีการตรวจสอบการแจกแจงของตัวแปรสังเกตได้ โดยผู้วิจัยได้นำการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา ที่ประกอบไปด้วย ค่าความเบ้ (Skewness) ค่าความโด่ง (Kurtosis) เพื่อนำมาสรุปให้ได้ผลตัวแปรในการวิจัยแต่ละตัว มีการแจกแจงเป็นปกติ (นงลักษณ์ วิรัชชัย, 2542) ในงานวิจัยนี้พิจารณา โดยงานวิจัยครั้งนี้จะพิจารณาจากค่าความเบ้ของข้อมูล และค่าแจกแจงความโด่งของข้อมูล จะต้องมีความสัมพันธ์ความเบ้ต้องอยู่ในระหว่าง -3 ถึง 3 และมีสัมประสิทธิ์ความโด่งมีค่าอยู่ในช่วง -10 ถึง 10 จะถือว่ามีการแจกแจงแบบปกติ (Kline, 2011)

โดยในงานวิจัยในครั้งนี้จะใช้ตัวแปรสำหรับการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างโดยใช้ตัวแปรที่เป็นค่ามาตรฐาน และค่าเฉลี่ยมาตรฐานเพื่อให้สอดคล้องกับสถิติและโปรแกรมที่ใช้ประกอบไปด้วย ตัวแปรค่าเฉลี่ยมาตรฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ตัวแปรค่าเฉลี่ยมาตรฐานการจัดการกำไร (EM) ตัวแปรค่าเฉลี่ยมาตรฐานคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOS) ตัวแปรค่าเฉลี่ยมาตรฐานการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ตัวแปรค่ามาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการ (ZBSIZE) ตัวแปรค่าเฉลี่ยมาตรฐานกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ตัวแปรค่าเฉลี่ยมาตรฐานกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ตัวแปร



ค่าเฉลี่ยมาตรฐานกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) เพื่อนำไปวิเคราะห์โมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง โดยเป็นการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (Path Analysis)

ตารางที่ 4.27 แสดงผลการวิเคราะห์การทดสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรที่ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปร	ค่าการแจกแจง	
	ค่าความเบ้ (Skewness)	ค่าความโด่ง (Kurtosis)
ZABNOR	-0.556	-0.466
ZVOLUME	-0.559	-0.255
ZEMKOTHA	-0.529	-0.315
ZEMYOON	-0.541	-0.312
ZDISCLOS	-0.545	-0.366
ZDPR	0.122	-0.535
ZDY	0.066	-0.394
ZSFAM	-0.235	-0.390
ZSOWN	-0.482	-0.025
ZBIS	-0.204	-0.398
ZBIND	-0.263	-0.209
ZBACT	-0.476	-0.281

จากตารางที่ 4.27 ผลการวิเคราะห์การทดสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรที่ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ของข้อมูลเบ้ไปทางด้านซ้าย (ค่าความเบ้ส่วนใหญ่เป็นลบ) และมีค่าความเบ้อยู่ที่ -0.482 ถึง 0.122 ซึ่งมีค่าอยู่ในช่วงไม่เกิน -3 ถึง 3 และมีความโด่งอยู่ที่ -0.535 ถึง -0.025 ซึ่งมีค่าอยู่ในช่วงไม่เกิน -10 ถึง 10 แสดงให้เห็นได้ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ และสามารถนำไปทำการวิเคราะห์ตัวแบบในขั้นถัดไปได้

### การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัย

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สังเกตได้ ในงานวิจัยนี้จะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยใช้แบบ Pearson' Product- Moment Correlation Coefficient โดยการหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สังเกตได้ ให้เข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางใด หรือขนาดความสัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าอยู่ในระดับใด โดยใช้เกณฑ์การวัดค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เป็นอิสระต่อกัน แต่ละคู่ควรมีค่าไม่เกิน 0.9 โดยถือว่าค่าดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันไม่มากเกินไป จนเกิดปัญหา Multicollinearity ภาวะตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมาก (Hair et al., 1998)

เมื่อทำการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างแต่ละตัวแปร พบว่าตัวแปรมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีระดับความสัมพันธ์สูง และมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิดขึ้นระหว่าง -0.204 ถึง 0.476 ซึ่งตัวแปรที่มีค่าความสัมพันธ์สูงที่สุด คือตัวแปรกลุ่มความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ABNOR) กับตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยปริมาณการซื้อขาย (VOLUME) ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.476 และค่าความสัมพันธ์ตัวแปรที่ต่ำที่สุด คือตัวแปรกลุ่มความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ABNOR) กับตัวแปรคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.204 ซึ่งมีความสัมพันธ์อยู่ในระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในระดับสูง

จากผลของการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละกลุ่ม พบว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าไม่เกิน 0.9 โดยถือว่าค่าดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันไม่มากเกินไป จนทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ภาวะตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมาก (Hair et al., 1998) โดยสามารถแสดงค่าความสัมพันธ์ตามตารางที่ 4.28 ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.28 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยใช้แบบ Pearson' Product- Moment

**Correlations**

ตัวแปร	INASYM		CG					EM		DISCLOSU	DIVIDEND	
	ABNOR	VOLUME	SFAM	SOWN	BIS	BIND	BACT	EMKOTHA	EMYOON		DPR	DY
ABNOR	1.000											
VOLUME	.476**	1.00										
SFAM	.181**	.170**	1.000									
SOWN	.243**	.225**	-.004	1.000								
BIS	.010	-.046	-.003	.039	1.000							
BIND	-.048	-.046	-.009	.018	.071**	1.000						
BACT	-.185**	-.192**	.049	-.014	-.020	-.008	1.000					
EMKOTHA	.231**	.223**	.111**	.198**	-.014	-.102**	-.067**	1.000				
EMYOON	.229**	.247**	.099**	.186**	.005	-.118**	-.094**	.338**	1.000			
DISCLOSU	-.204**	-.205**	-.136**	-.127**	.083**	.016	.231**	-.144**	-.156**	1.000		
DPR	.173**	.181**	.050	.067**	.043	.002	-.024	.100**	.146**	-.023	1.000	
DY	.179**	.184**	.038	.026	.033	.010	-.040	.112**	.105**	-.041	.353**	1.000

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยและสมมติฐาน

#### ผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผลการวิเคราะห์ของโมเดลจำนวน 4 โมเดลเพื่อทดสอบความเสถียรของโมเดลจากการตั้งสมมติฐาน เพื่อให้ได้ผลลัพธ์โมเดลที่ดีที่สุดที่สามารถอธิบายปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่สูงที่สุดเพื่อนำไปใช้ประโยชน์ประกอบการตัดสินใจของผู้ใช้ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

การทดสอบในโมเดลที่ 1 จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ZABNOR) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

ตารางที่ 4.29 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของ โมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.0000	1.5383	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0190	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0120	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.29 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 9.2300$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.16109$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0190$  และค่า  $SRMR = 0.0120$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

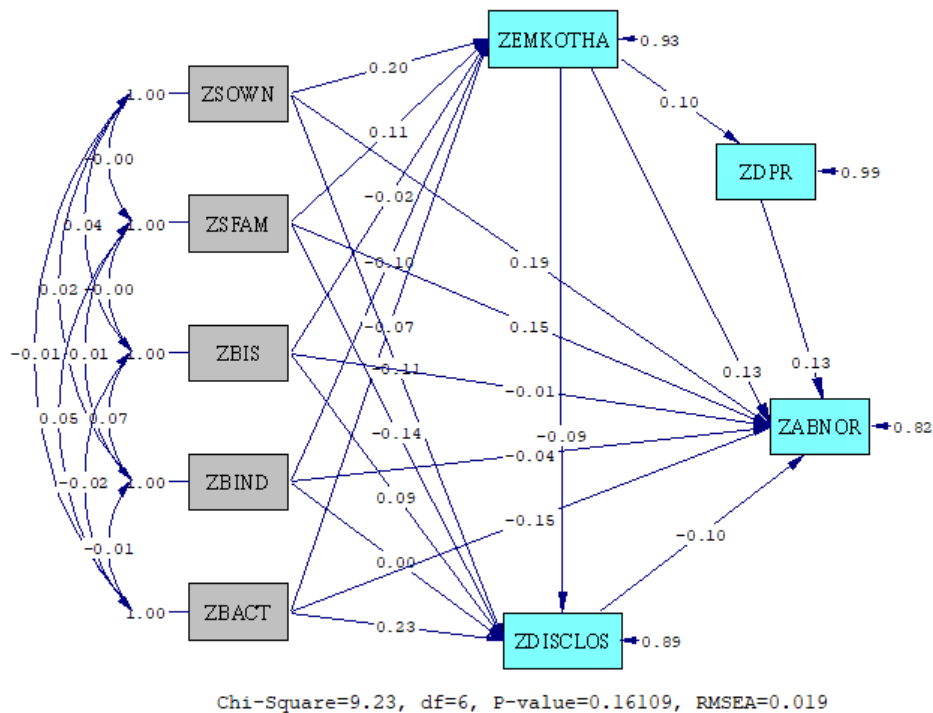
1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.5383 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0190 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0120 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



**ภาพประกอบที่ 4.1** แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 1

#### ผลของการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบร่วมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของ

คณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความสามารถของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ZABNOR)

ตารางที่ 4.30 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความสามารถของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.01
ZSFAM	0.11	0.11	0.02	4.59
ZBIS	-0.02	-0.02	0.03	-0.64
ZBIND	-0.10	-0.10	0.03	-4.15
ZBACT	-0.07	-0.07	0.02	-2.85
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.23$				
ZEMKOTHA	-0.09	-0.09	0.03	-3.53
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.43
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.69
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.15
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.48
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.08$				
ZEMKOTHA	0.10	0.10	0.03	3.91
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.32$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-4.06
ZDPR	0.13	0.13	0.02	5.67
ZEMKOTHA	0.13	0.13	0.02	5.46
ZSOWN	0.19	0.19	0.02	8.05
ZSFAM	0.15	0.15	0.02	6.47

ตารางที่ 4.30 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZBIS	-0.01	-0.01	0.02	-0.30
ZBIND	-0.04	-0.04	0.02	-1.57
ZBACT	-0.15	-0.15	0.02	-6.40
สมการของ EM	= + 0.20(ZSOWN) + 0.11(ZSFAM) - 0.10(ZBIND) - 0.07(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.09(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.10(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.10(DISCLOSU) + 0.13(DIVIDEND) + 0.13(EM) + 0.19(ZSOWN) + 0.15(ZSFAM) - 0.15(ZBACT)			
<b>Chi-Square =9.2300, df =6, p = 0.16109, RMSEA =0.0190</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.30 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะ



ครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.20, +0.11, -0.10 และ -0.07 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.09, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.10

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.13, +0.13, +0.19, +0.15 และ -0.15 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อิทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.31 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1

ปัจจัยที่ส่งผล ต่อปัจจัย	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.13	0.00	0.13
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.09	-	-0.09	0.10	-	0.10	0.18	0.05	0.13
ZSOWN	0.20	-	0.20	-0.13	-0.02	-0.11	0.02	0.02	-	0.25	0.06	0.19
ZSFAM	0.11	-	0.11	-0.15	-0.01	-0.14	0.01	0.01	-	0.20	0.05	0.15
ZBIS	-0.02	-	-0.02	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	-0.01	0.00	-0.01
ZBIND	-0.10	-	-0.10	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-	-0.05	-0.02	-0.04
ZBACT	-0.07	-	-0.07	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.21	-0.06	-0.15
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.23</b>			<b>0.08</b>			<b>0.32</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.31 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.20 และ 0.11 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.10 และ -0.07 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.09, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่า

อิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 23%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.02 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.01 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 8%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.13, 0.13, 0.19 และ 0.15 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และ การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.16 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.06 และ 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการ

อิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.02 และ -0.06 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 32%

การทดสอบในโมเดลที่ 2 จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ZABNOR) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOUS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

ตารางที่ 4.32 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2 / df$	< 2.0000	1.2817	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0140	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0110	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.32 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6

ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 7.6900$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.26145$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0140$  และค่า  $SRMR = 0.0110$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

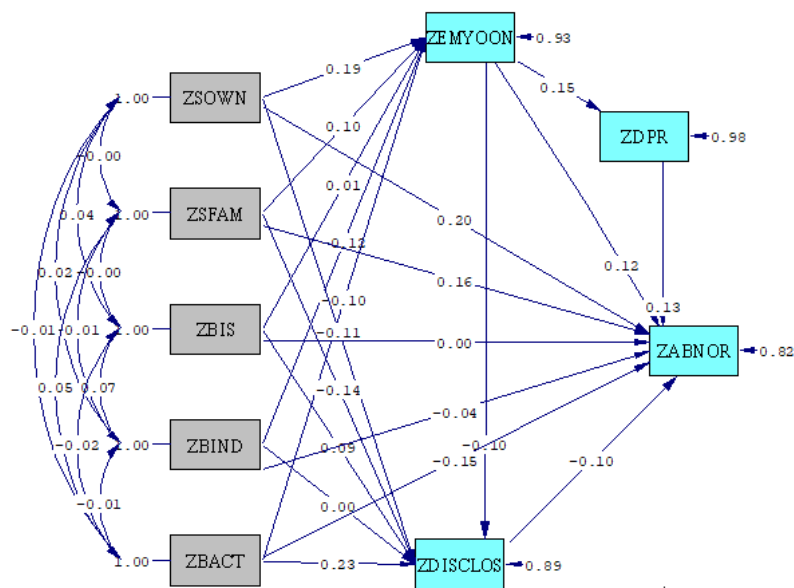
1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.2817 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0140 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0110 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



Chi-Square=7.69, df=6, P-value=0.26145, RMSEA=0.014

**ภาพประกอบที่ 4.2** แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 2

**ผลของการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้**

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบรวมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (ZABNOR)

ตารางที่ 4.33 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน โมเดลที่ 2

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.19	0.19	0.02	7.51
ZSFAM	0.10	0.10	0.02	4.16
ZBIS	0.01	0.01	0.03	0.20
ZBIND	-0.12	-0.12	0.02	-4.87
ZBACT	-0.10	-0.10	0.02	-3.91
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.23$				
ZEMYOON	-0.10	-0.10	0.03	-4.00
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.40
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.78
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.02
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.33
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.09$				
ZEMYOON	0.15	0.15	0.03	5.71
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.25$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-4.02
ZDPR	0.13	0.13	0.02	5.42
ZEMYOON	0.12	0.12	0.02	5.04
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.22
ZSFAM	0.16	0.16	0.02	6.59
ZBIS	0.00	0.00	0.02	0.19
ZBIND	-0.04	-0.04	0.02	-1.51
ZBACT	-0.15	-0.15	0.02	-6.29
สมการของ EM	= +0.19(ZSOWN) + 0.10(ZSFAM) - 0.12(ZBIND) - 0.10(ZBACT)			



ตารางที่ 4.33 (ต่อ)

สมการของ DISCLOSU	$= -0.10(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)$
สมการของ DIVIDEND	$= +0.15(EM)$
สมการของ INASYM	$= -0.10(DISCLOSU) + 0.13(DIVIDEND) + 0.12(EM) + 0.20(ZSOWN) + 0.16(ZSFAM) - 0.15(ZBACT)$
<b>Chi-Square =7.6900, df=6, p = 0.26145, RMSEA =0.0140</b>	

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.33 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.19, +0.10, -0.12 และ -0.10 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัย

การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.10, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.15

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.13, +0.12, +0.20, +0.16 และ -0.15 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อิทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.34 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2

ปัจจัยที่ส่งผล ต่อปัจจัย	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.13	0.00	0.13
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.10	-	-0.10	0.15	-	0.15	0.17	0.05	0.12
ZSOWN	0.19	-	0.19	-0.13	-0.02	-0.11	0.03	0.03	-	0.26	0.06	0.20
ZSFAM	0.10	-	0.10	-0.15	-0.01	-0.14	0.02	0.02	-	0.21	0.05	0.16
ZBIS	0.01	-	0.01	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	0.00	0.00	0.00
ZBIND	-0.12	-	-0.12	0.01	0.01	0.00	-0.02	-0.02	-	-0.06	-0.02	-0.04
ZBACT	-0.10	-	-0.10	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.20	-0.05	-0.15
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.23</b>			<b>0.09</b>			<b>0.25</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.34 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.19 และ 0.10 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.12 และ -0.10 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.10, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่า

อิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 23%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.15 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.03 และ 0.02 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 9%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.12, 0.13, 0.20 และ 0.16 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.15 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.06 และ 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของ

คณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ  $-0.02$  และ  $-0.05$  อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 25%

การทดสอบในโมเดลที่ 3 จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (ZABNOR) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

ตารางที่ 4.35 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2 / df$	$< 2.0000$	0.9233	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	$< 0.0500$	0.0000	ผ่านเกณฑ์
SRMR	$< 0.0500$	0.0088	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.35 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่า

โมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 5.5400$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.47674$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0000$  และค่า  $SRMR = 0.0088$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

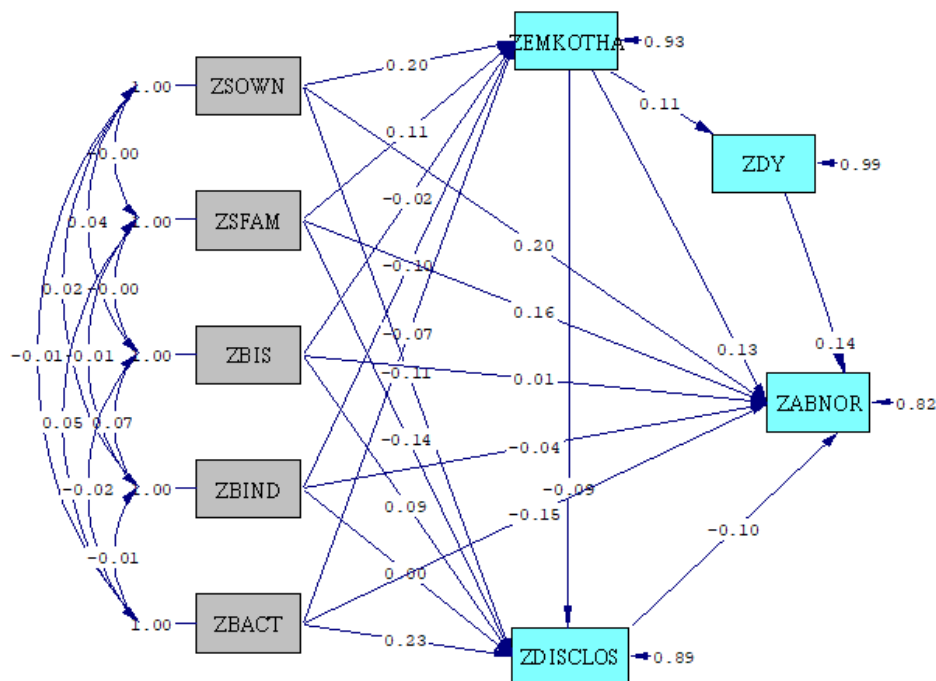
1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 0.7833 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0088 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



Chi-Square=5.54, df=6, P-value=0.47674, RMSEA=0.000

ภาพประกอบที่ 4.3 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 3

#### ผลของการวิเคราะห์ค่านำหน้าองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่านำหน้าองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบร่วมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของ



คณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สามาถรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (ZABNOR)

**ตารางที่ 4.36** ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สามาถรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.01
ZSFAM	0.11	0.11	0.02	4.59
ZBIS	-0.02	-0.02	0.03	-0.64
ZBIND	-0.10	-0.10	0.03	-4.15
ZBACT	-0.07	-0.07	0.02	-2.85
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.22$				
ZEMKOTHA	-0.09	-0.09	0.03	-3.53
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.43
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.69
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.15
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.48
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.08$				
ZEMKOTHA	0.11	0.11	0.03	4.35
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.29$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-3.95
ZDY	0.14	0.14	0.02	6.09
ZEMKOTHA	0.13	0.13	0.02	5.32
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.33
ZSFAM	0.16	0.16	0.02	6.56

ตารางที่ 4.36 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZBIS	0.01	0.01	0.02	0.32
ZBIND	-0.04	-0.04	0.02	-1.64
ZBACT	-0.15	-0.15	0.02	-6.35
สมการของ EM	= + 0.20(ZSOWN) + 0.11(ZSFAM) - 0.10(ZBIND) - 0.17(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.09(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.11(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.10(DISCLOSU) + 0.14(DIVIDEND) + 0.13(EM) + 0.20(ZSOWN) + 0.16(ZSFAM) - 0.15(ZBACT)			
<b>Chi-Square =5.5400, df =6, p = 0.47674, RMSEA =0.0000</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.36 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะ

ครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.20, +0.11, -0.10 และ -0.07 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.09, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.11

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.14, +0.13, +0.20, +0.16 และ -0.15 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อิทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.37 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3

ปัจจัยที่ส่งผล ต่อปัจจัย	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.14	0.00	0.14
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.09	-	-0.09	0.11	-	0.11	0.19	0.06	0.13
ZSOWN	0.20	-	0.20	-0.13	-0.02	-0.11	0.02	0.02	-	0.25	0.05	0.20
ZSFAM	0.11	-	0.11	-0.15	-0.01	-0.14	0.01	0.01	-	0.21	0.05	0.16
ZBIS	-0.02	-	-0.02	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	0.00	-0.01	0.01
ZBIND	-0.10	-	-0.10	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-	-0.06	-0.02	-0.04
ZBACT	-0.07	-	-0.07	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.20	-0.05	-0.15
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.22</b>			<b>0.08</b>			<b>0.29</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.37 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.20 และ 0.11 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.10 และ -0.07 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.09, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปร การ

กำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 22%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.11 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.02 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.01 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 8%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.13, 0.14, 0.20 และ 0.16 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.15 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่

สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.06, 0.05 และ 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.01, -0.02 และ -0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 29%

การทดสอบในโมเดลที่ 4 จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ZABNOR) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

ตารางที่ 4.38 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2 / df$	< 2.0000	0.8900	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0000	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0095	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.81 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 5.3400$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.50138$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0000$  และค่า  $SRMR = 0.0095$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 0.8900 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

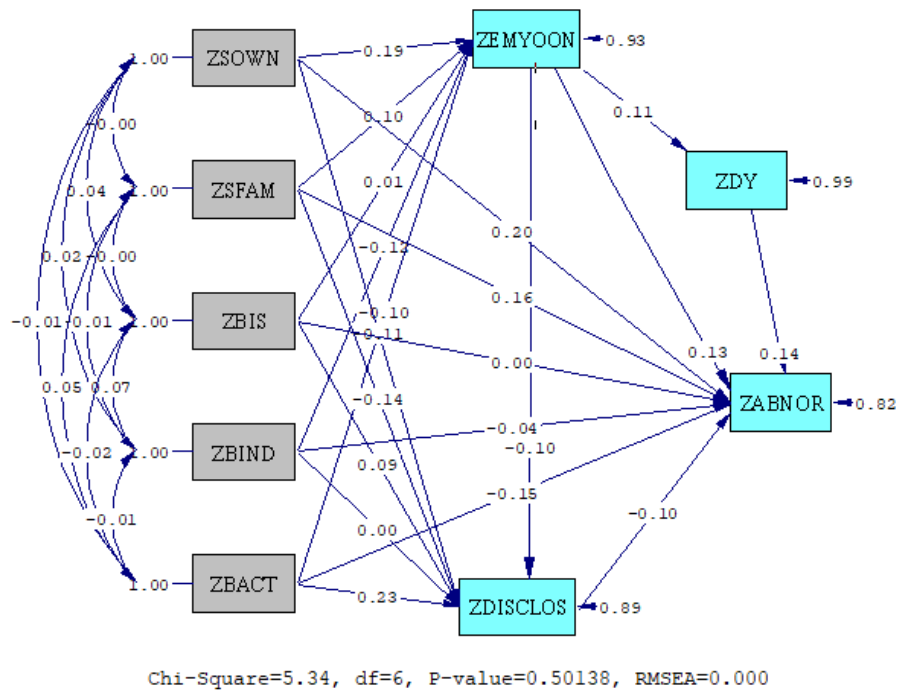
2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0095 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา





ภาพประกอบที่ 4.4 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 4

#### ผลของการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบรวมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มี

อิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนสะสมเกินปกติ (ZABNOR)

ตารางที่ 4.39 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.19	0.19	0.02	8.01
ZSFAM	0.10	0.10	0.02	4.21
ZBIS	0.01	0.01	0.03	-0.64
ZBIND	-0.12	-0.12	0.03	-4.15
ZBACT	-0.10	-0.10	0.02	-2.85
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.22$				
ZEMYOON	-0.10	-0.10	0.03	-4.00
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.40
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.78
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.02
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.33
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.09$				
ZEMYOON	0.11	0.11	0.03	4.10
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.29$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-3.89
ZDY	0.14	0.14	0.02	6.15
ZEMYOON	0.13	0.13	0.02	5.21
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.44
ZSFAM	0.16	0.16	0.02	6.65
ZBIS	0.00	0.00	0.02	0.20

ตารางที่ 4.39 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZBIND	-0.04	-0.04	0.02	-1.55
ZBACT	-0.15	-0.15	0.02	-6.21
สมการของ EM	= + 0.19(ZSOWN) + 0.10(ZSFAM) - 0.12(ZBIND) - 0.10(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.10(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.11(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.10(DISCLOSU) + 0.14(DIVIDEND) + 0.13(EM) + 0.20(ZSOWN) + 0.16(ZSFAM) - 0.15(ZBACT)			
<b>Chi-Square =5.3400, df =6, p = 0.50138, RMSEA =0.0000</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.39 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วน

คณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.19, +0.10, -0.12 และ -0.10 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.10, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.11

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.14, +0.13, +0.20, +0.16 และ -0.15 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อิทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.40 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4

ปัจจัยที่ส่งผล ต่อปัจจัย	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.14	0.00	0.14
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.10	-	-0.10	0.11	-	0.11	0.18	0.05	0.13
ZSOWN	0.19	-	0.19	-0.13	-0.02	-0.11	0.02	0.02	-	0.25	0.05	0.20
ZSFAM	0.10	-	0.10	-0.15	-0.01	-0.14	0.01	0.01	-	0.21	0.05	0.16
ZBIS	0.01	-	0.01	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	-0.01	-0.01	0.00
ZBIND	-0.12	-	-0.12	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-	-0.06	-0.02	-0.04
ZBACT	-0.10	-	-0.10	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.19	-0.05	-0.15
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.22</b>			<b>0.09</b>			<b>0.29</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.40 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.19 และ 0.10 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.12 และ -0.10 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.10, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการ

กำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 22%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.11 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.02 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.01 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 9%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.13, 0.14, 0.20 และ 0.16 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.15 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่

สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.05 และ 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.01, -0.02 และ -0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 29%

จากการทดสอบผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยและสมมติฐานงานวิจัย ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบทั้งสิ้น 4 โมเดล เพื่อเป็นการพัฒนาโมเดลและทดสอบความเสถียรของโมเดลตามสมมติฐานงานวิจัย จึงได้ทำการทดสอบจำแนกตามตัวแปรที่จำแนกตามปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพื่อหาโมเดลที่มีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ดีที่สุด ( $R^2$ ) ของแต่ละสมมติฐานงานวิจัย เพื่อนำไปพัฒนาเป็นสมการในการทำนายความไม่สมมาตรของข้อมูล และใช้สำหรับเป็นข้อมูลในการศึกษางานวิจัยเชิงคุณภาพ และพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล เพื่อประโยชน์ต่อผู้นำไปใช้ประกอบกับการตัดสินใจให้มีความแม่นยำยิ่งขึ้น ผลของการวิเคราะห์โมเดลมีการจำแนกตามตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและสามารถทำนายเพื่อพัฒนาเป็นสมการที่ดีที่สุดได้ดังนี้ และผลจากการทดสอบทั้ง 4 โมเดล พบว่าโมเดลทั้งสิ้นผ่านการทดสอบเงื่อนไขการทดสอบค่าความกลมกลืนและสอดคล้องของข้อมูลเป็นสาระสำคัญ และการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์การทำนาย แต่ละโมเดลให้ค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ใกล้เคียงกัน จึงสรุปได้ว่าโมเดลมีเสถียรภาพในการทำนาย แม้จะทำการเปลี่ยนแปลงการวัดค่าของตัวแปร และพบว่าโมเดลสามารถอธิบายผลทดสอบตามสมมติฐานได้ใกล้เคียงกันและแสดงค่าความมีอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมที่เหมือนกัน โมเดลทั้งสิ้นจึงมีเสถียรภาพในการทำนายตามสมมติฐานงานวิจัย และพบว่าโมเดลที่ 1 มีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ดีที่สุด คือ สามารถทำนายค่าสัมประสิทธิ์การทำนายการจัดการกำไร (EM) ได้ที่ 17% สามารถทำนายค่าสัมประสิทธิ์การทำนายคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินได้ที่ 23% สามารถทำนายค่าสัมประสิทธิ์การทำนายการจ่ายเงินปันผลได้ที่ 8% และสามารถทำนายค่าสัมประสิทธิ์การทำนายความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ 32% จึงนำไปสร้างเป็นสมการและทดสอบสมมติฐานงานวิจัย และนำไปวิจัยเชิงคุณภาพและพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลในตอนถัดไป



สามารถนำมาเขียนเป็นสมการเพื่อทดสอบสมมติฐาน ได้ดังต่อไปนี้

#### การจัดการกำไร (EM)

จากการศึกษาปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZFAM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการ โดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) กิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) สามารถอธิบายการจัดการกำไร (EM) ได้ดังนี้

การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZFAM) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการ โดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) กิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีอิทธิพลโดยตรงและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.20, +0.11, -0.10 และ -0.07 ตามลำดับ โดยมีค่าอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

สามารถนำมาเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$EM = +0.20(ZSOWN) + 0.11(ZSFAM) - 0.10(ZBIND) - 0.07(ZBACT)$$

#### คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU)

จากการศึกษาปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZFAM) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) สามารถอธิบายคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ได้ดังนี้

การจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZFAM) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีอิทธิพลโดยตรงและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) เท่ากับ -0.09, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ โดยมีค่าอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 23%

สามารถนำมาเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$DISCLOSU = -0.09(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)$$

### การจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND)

จากการศึกษาปัจจัยการจัดการกำไร (EM) สามารถอธิบายการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ได้ โดยการจัดการกำไร (EM) มีอิทธิพลโดยตรงและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.10 โดยมีค่าอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 8%

สามารถนำมาเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{DIVIDEND} = + 0.10(\text{EM})$$

### ความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM)

จากการศึกษาการจัดการกำไร (EM) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) การจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สามารถอธิบายการจัดการความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ได้

โดยการจัดการกำไร (EM) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) การจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) มีอิทธิพลโดยตรงและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ 0.13, -0.10, 0.13, -0.15, 0.15 และ 0.19 ตามลำดับ โดยมีค่าอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 32%

สามารถนำมาเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{INASYM} = & - 0.10(\text{DISCLOSU}) + 0.13(\text{DIVIDEND}) + 0.13(\text{EM}) + 0.19(\text{ZSOWN}) \\ & + 0.15(\text{ZSFAM}) - 0.15(\text{ZBACT}) \end{aligned}$$

### ผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยได้ทำการทดสอบและวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลที่สังเกตได้จากปริมาณการซื้อขายหุ้นที่ผิดปกติ หรือมีการเปลี่ยนแปลงจำนวนมาก โดยได้ใช้ตัวแปรจากปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร การจ่ายเงินปันผล และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินเช่นเดียวกันกับงานวิจัยในครั้งนี้ และผลการศึกษาได้ทำการทดสอบจำนวน 4 โมเดลเพื่อดูความเสถียรของโมเดลสำหรับงานวิจัยดังนี้

**การทดสอบในโมเดลที่ 1** จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOUS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

**ตารางที่ 4.41** แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.0000	1.5383	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0190	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0120	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.41 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 9.2300$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.16109$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0190$  และค่า  $SRMR = 0.0120$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

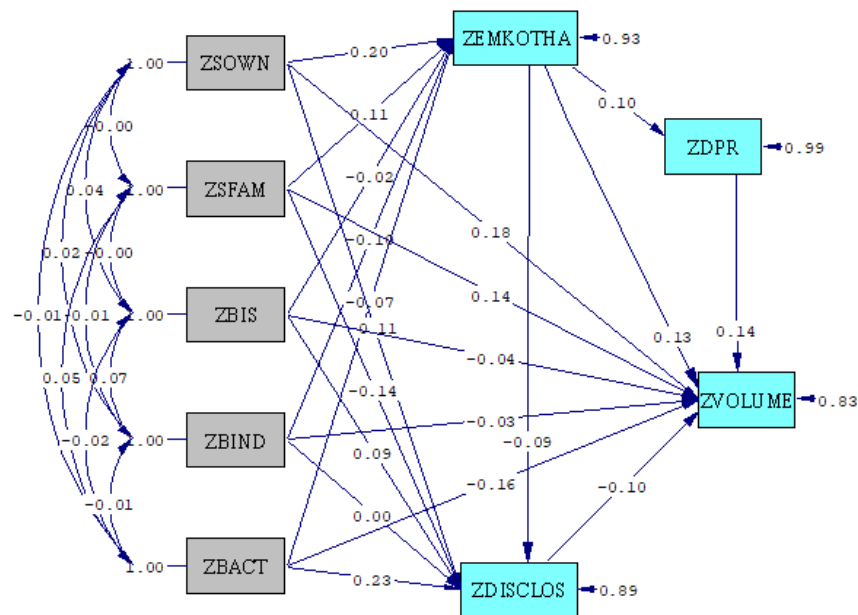
1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.5383 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไคสแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0170 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0120 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



Chi-Square=9.23, df=6, P-value=0.16109, RMSEA=0.019

ภาพประกอบที่ 4.5 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 1

#### ผลของการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบร่วมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ

(ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สามาถรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME)

ตารางที่ 4.42 ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.01
ZSFAM	0.11	0.11	0.02	4.59
ZBIS	-0.02	-0.02	0.03	-0.64
ZBIND	-0.10	-0.10	0.03	-4.15
ZBACT	-0.07	-0.07	0.02	-2.85
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.22$				
ZEMKOTHA	-0.09	-0.09	0.03	-3.53
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.43
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.69
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.15
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.48
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.08$				
ZEMKOTHA	0.10	0.10	0.03	3.91
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.19$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-3.97
ZDPR	0.14	0.15	0.02	6.14
ZEMKOTHA	0.13	0.13	0.02	5.22
ZSOWN	0.18	0.18	0.02	7.39
ZSFAM	0.14	0.14	0.02	6.01

ตารางที่ 4.42 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZBIS	-0.04	-0.05	0.02	-1.82
ZBIND	-0.03	-0.03	0.02	-1.33
ZBACT	-0.16	-0.16	0.02	-6.73
สมการของ EM	= + 0.20(ZSOWN) + 0.11(ZSFAM) - 0.10(ZBIND) - 0.07(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.09(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.10(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.10(DISCLOSU) + 0.14(DIVIDEND) + 0.13(EM) + 0.18(ZSOWN) + 0.14(ZSFAM) - 0.16(ZBACT)			
<b>Chi-Square =9.2300, df =6, p = 0.16109, RMSEA =0.0190</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.42 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะ

ครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.20, +0.11, -0.10 และ -0.07 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.09, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.10

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.14, +0.13, +0.18, +0.14 และ -0.16 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อิทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้



ตารางที่ 4.43 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 1

ปัจจัยที่ส่งผล ต่อปัจจัย	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.15	0.00	0.15
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.09	-	-0.09	0.10	-	0.10	0.18	0.05	0.13
ZSOWN	0.20	-	0.20	-0.13	-0.02	-0.11	0.02	0.02	-	0.24	0.06	0.18
ZSFAM	0.11	-	0.11	-0.15	-0.01	-0.14	0.01	0.01	-	0.19	0.05	0.14
ZBIS	-0.02	-	-0.02	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	-0.06	-0.01	-0.04
ZBIND	-0.10	-	-0.10	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-	-0.05	-0.02	-0.03
ZBACT	-0.07	-	-0.07	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.21	-0.05	-0.16
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.33</b>			<b>0.08</b>			<b>0.19</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.43 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.20 และ 0.11 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.10 และ -0.07 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.09, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่า

อิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 22%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.02 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.01 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 8%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.13, 0.15, 0.18 และ 0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.03, -0.16 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.06 และ 0.05

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.01, -0.02 และ -0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 19%

**การทดสอบในโมเดลที่ 2** จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOUS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่า การกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

**ตารางที่ 4.44** แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2 / df$	< 2.0000	1.2817	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0140	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0110	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.44 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 7.6900$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.26145$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0140$  และค่า  $SRMR = 0.0110$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

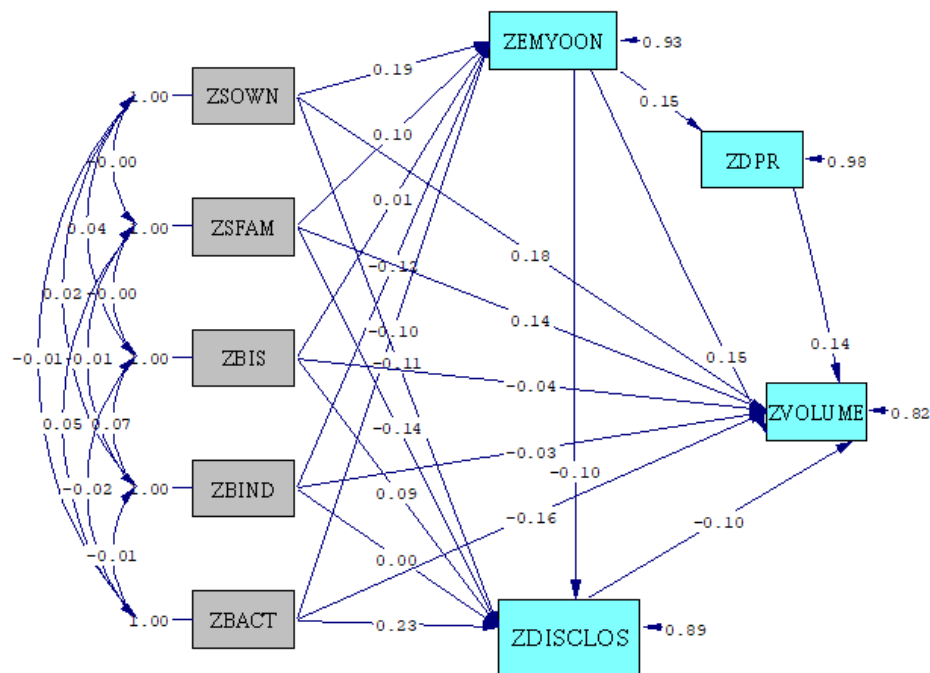
1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.2817 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไคสแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0140 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0110 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



Chi-Square=7.69, df=6, P-value=0.26145, RMSEA=0.014

ภาพประกอบที่ 4.6 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 2

#### ผลของการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบร่วมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (ZDPR) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของคณะกรรมการ

ที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME)

**ตารางที่ 4.45** ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.19	0.19	0.02	7.51
ZSFAM	0.10	0.10	0.02	4.16
ZBIS	0.01	0.01	0.03	0.20
ZBIND	-0.12	-0.12	0.02	-4.87
ZBACT	-0.10	-0.10	0.02	-3.91
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.22$				
ZEMYOON	-0.10	-0.10	0.03	-4.00
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.40
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.78
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.02
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.33
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.09$				
ZEMYOON	0.15	0.15	0.03	5.71
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.24$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-3.84
ZDPR	0.14	0.14	0.02	5.78
ZEMYOON	0.15	0.15	0.02	5.96
ZSOWN	0.18	0.18	0.02	7.39

ตารางที่ 4.45 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZSFAM	0.14	0.14	0.02	6.04
ZBIS	-0.04	-0.05	0.02	-1.54
ZBIND	-0.03	-0.03	0.02	-1.14
ZBACT	-0.16	-0.16	0.02	-6.57
สมการของ EM	= + 0.19(ZSOWN) + 0.10(ZSFAM) - 0.12(ZBIND) - 0.10(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.10(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.15(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.10(DISCLOSU) + 0.14(DIVIDEND) + 0.15(EM) + 0.18(ZSOWN) + 0.14(ZSFAM) - 0.15(ZBACT)			
<b>Chi-Square =7.6900, df =6, p = 0.26145, RMSEA =0.0140</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.45 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้



ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.19, +0.10, -0.12 และ -0.10 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.10, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.15

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.14, +0.15, +0.18, +0.14 และ -0.15 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อิทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.46 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 2

ปัจจัยที่ส่งผล ต่อปัจจัย	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.14	0.00	0.14
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.10	-	-0.10	0.15	-	0.15	0.20	0.05	0.15
ZSOWN	0.19	-	0.19	-0.13	-0.02	-0.11	0.03	0.03	-	0.23	0.05	0.18
ZSFAM	0.10	-	0.10	-0.15	-0.01	-0.14	0.02	0.02	-	0.20	0.06	0.14
ZBIS	0.01	-	0.01	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	-0.06	-0.02	-0.04
ZBIND	-0.12	-	-0.12	0.01	0.01	0.00	-0.02	-0.02	-	-0.05	-0.02	-0.03
ZBACT	-0.10	-	-0.10	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.20	-0.04	-0.16
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.22</b>			<b>0.09</b>			<b>0.24</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.46 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.19 และ 0.10 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.12 และ -0.10 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.10, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่า

อิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 ตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 22%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.15 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.03 และ 0.02 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 9%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.15, 0.14, 0.18 และ 0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.03, -0.16 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.05 และ 0.06

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.02, -0.02 และ -0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 24%

การทดสอบในโมเดลที่ 3 จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOUS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

ตารางที่ 4.47 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2/df$	< 2.0000	0.9233	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0000	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0096	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.47 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 5.5400$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.47674$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0000$  และค่า  $SRMR = 0.0096$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

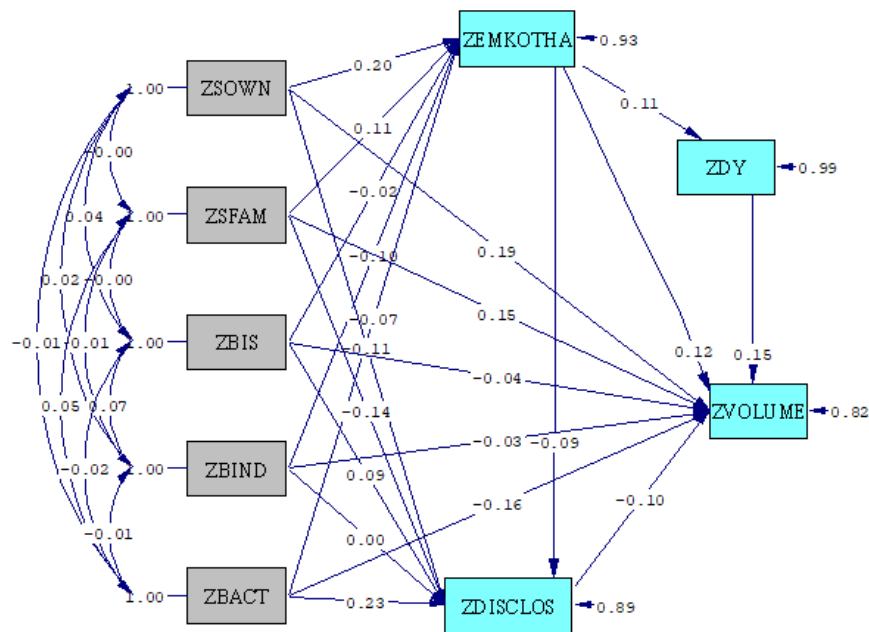
1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 0.9233 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไคสแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000

2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0096 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



Chi-Square=5.54, df=6, P-value=0.47674, RMSEA=0.000

ภาพประกอบที่ 4.7 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 3

#### ผลของการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่านำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบร่วมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Kothari Model (ZEMKOTHA) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือ

หุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME)

**ตารางที่ 4.48** ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.20	0.20	0.02	8.01
ZSFAM	0.11	0.11	0.02	4.21
ZBIS	-0.02	-0.02	0.03	-0.64
ZBIND	-0.10	-0.10	0.03	-4.15
ZBACT	-0.07	-0.07	0.02	-2.85
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.23$				
ZEMKOTHA	-0.09	-0.09	0.03	-3.53
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.43
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.69
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.15
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.48
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.09$				
ZEMKOTHA	0.11	0.11	0.03	4.35
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.19$				
ZDISCLOSU	-0.10	-0.10	0.02	-3.85
ZDY	0.15	0.15	0.02	6.40
ZEMKOTHA	0.12	0.12	0.02	5.07



ตารางที่ 4.48 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZSOWN	0.19	0.19	0.02	7.69
ZSFAM	0.15	0.15	0.02	6.10
ZBIS	-0.04	-0.04	0.02	-1.84
ZBIND	-0.03	-0.03	0.02	-1.33
ZBACT	-0.16	-0.16	0.02	-6.40
สมการของ EM	= + 0.20(ZSOWN) + 0.11(ZSFAM) - 0.10(ZBIND) - 0.07(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.09(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.11(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.10(DISCLOSU) + 0.15(DIVIDEND) + 0.12(EM) + 0.19(ZSOWN) + 0.15(ZSFAM) - 0.16(ZBACT)			
<b>Chi-Square =5.5400, df =6, p = 0.47674, RMSEA =0.0000</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.48 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.20, +0.11, -0.10 และ -0.07 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.09, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.11

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.10, +0.15, +0.12, +0.19, +0.15 และ -0.16 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง

(Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.49 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 3

ปัจจัยที่ส่งผล	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.15	0.00	0.15
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.15	0.00	-0.10
EM	-	-	-	-0.09	-	-0.09	0.11	-	0.11	0.17	0.05	0.12
ZSOWN	0.20	-	0.20	-0.13	-0.02	-0.11	0.02	0.02	-	0.25	0.06	0.19
ZSFAM	0.11	-	0.11	-0.15	-0.01	-0.14	0.01	0.01	-	0.20	0.05	0.15
ZBIS	-0.02	-	-0.02	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	-0.06	-0.02	-0.04
ZBIND	-0.10	-	-0.10	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-	-0.05	-0.01	-0.03
ZBACT	-0.07	-	-0.07	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.21	-0.05	-0.16
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.23</b>			<b>0.09</b>			<b>0.25</b>		

โดยที่

- INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
- EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
- DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
- DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
- ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
- ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
- ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
- ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
- ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.49 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.20 และ 0.11 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.10 และ -0.07 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.09, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการ

กำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 23%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.11 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.02 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.01 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 9%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.12, 0.15, 0.19 และ 0.15 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.03, -0.16 และ -0.10 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น

(ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.06 และ 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.02, -0.01 และ -0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 19%

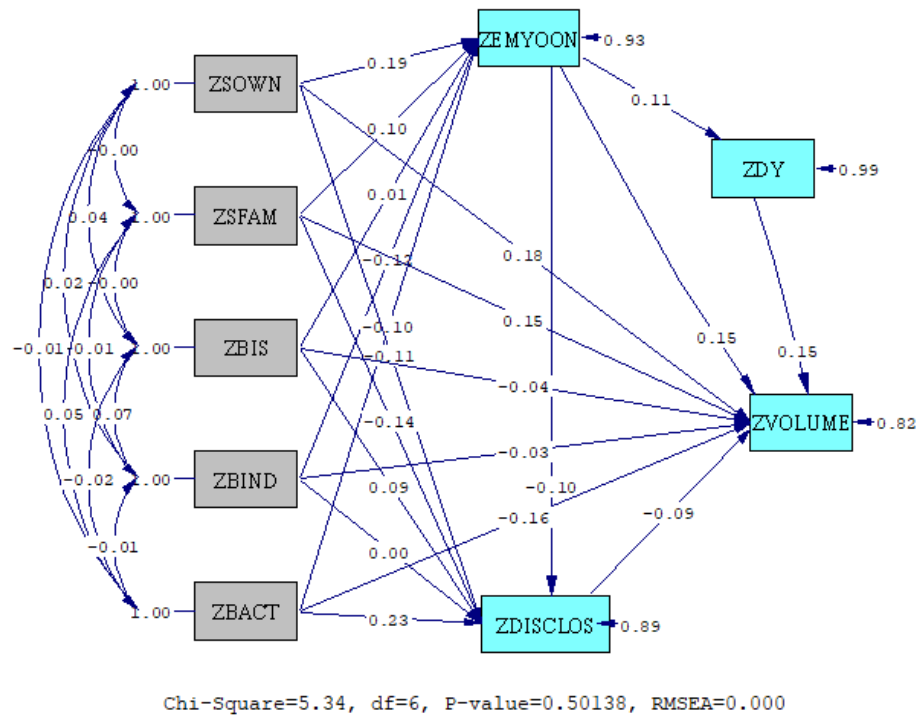
**การทดสอบในโมเดลที่ 4** จะประกอบไปด้วยตัวแปรได้แก่ การวัดค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ด้วยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME) การวัดค่าการจัดการกำไร (EM) โดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) การวัดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOS) การวัดค่าการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) โดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) การวัดค่าตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) โดยแบ่งเป็นการวัดค่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว (ZSOWN) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT)

**ตารางที่ 4.50** แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4

ค่าดัชนี	เกณฑ์	ผลของการวิเคราะห์ความกลมกลืน	
		ค่าสถิติ	ผลการพิจารณา
$\chi^2 / df$	< 2.0000	0.8900	ผ่านเกณฑ์
CFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
GFI	$\geq 0.9000$	1.0000	ผ่านเกณฑ์
AGFI	$\geq 0.9000$	0.9999	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.0500	0.0000	ผ่านเกณฑ์
SRMR	< 0.0500	0.0095	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.50 ผลการพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยแสดงค่าดัชนีความกลมกลืน ทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือค่าดัชนี  $\chi^2 = 5.3400$ , ค่า  $df = 6$ , ค่า  $p\text{-value} = 0.50138$ , ค่า  $CFI = 1.0000$ , ค่า  $GFI = 1.0000$ , ค่า  $AGFI = 0.9999$ , ค่า  $RMSEA = 0.0000$  และค่า  $SRMR = 0.0095$  ดังนั้นจึงเป็นข้อสรุปได้ว่า โมเดลแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้างที่ปรากฏมีความเหมาะสม มีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และสามารถอธิบายได้ว่า

1. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 0.8900 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์มีไม่เกิน 2.0000
2. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพันธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป
3. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.0000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป
4. ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา
5. ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0095 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา



ภาพประกอบที่ 4.8 แสดงการวิเคราะห์ค่าดัชนีความสอดคล้องและความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โมเดลที่ 4

#### ผลของการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบเชิงยืนยันของตัวแปรสังเกตได้

ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง ได้ทำการตรวจสอบข้อมูลตามตัวแปรก่อนทำการวิเคราะห์ รวมถึงการวิเคราะห์ในส่วนของโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง และได้ทำการปรับโมเดลและปรากฏโมเดลความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างมีค่าความสอดคล้องและมีความกลมกลืน ผ่านเงื่อนไขทั้ง 5 ค่าดัชนี จากนั้นทำการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบตัวแปรที่สังเกตได้ รวมถึงค่าองค์ประกอบรวมที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรสังเกตได้ดังต่อไปนี้ โดยแสดงตัวแปรที่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ การจัดการกำไรโดยใช้โมเดล Yoon Model (ZEMYOON) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (ZDISCLOS) การจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราเงินปันผลตอบแทน (ZDY) และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น



(ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (ZVOLUME)

**ตารางที่ 4.51** ผลของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4

ตัวแปร	ค่านำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร EM โดยมีค่า $R^2 = 0.17$				
ZSOWN	0.19	0.19	0.02	7.51
ZSFAM	0.10	0.10	0.02	4.16
ZBIS	0.01	0.01	0.03	0.20
ZBIND	-0.12	-0.12	0.02	-4.87
ZBACT	-0.10	-0.10	0.02	-3.91
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DISCLOSU โดยมีค่า $R^2 = 0.22$				
ZEMYOON	-0.10	-0.10	0.03	-4.00
ZSOWN	-0.11	-0.11	0.02	-4.40
ZSFAM	-0.14	-0.14	0.02	-5.58
ZBIS	0.09	0.09	0.02	3.78
ZBIND	0.00	0.00	0.02	0.02
ZBACT	0.23	0.23	0.02	9.33
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร DIVIDEND โดยมีค่า $R^2 = 0.09$				
ZEMYOON	0.11	0.11	0.03	4.10
ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อตัวแปร INASYM โดยมีค่า $R^2 = 0.27$				
ZDISCLOSU	-0.09	-0.09	0.02	-3.69
ZDY	0.15	0.15	0.02	6.37
ZEMYOON	0.15	0.15	0.02	6.16

ตารางที่ 4.51 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ			
	ค่า b	ค่า beta	ค่า SE	ค่า t-value
ZSOWN	0.18	0.18	0.02	7.62
ZSFAM	0.15	0.15	0.02	6.11
ZBIS	-0.04	-0.04	0.02	-1.89
ZBIND	-0.03	-0.03	0.02	-1.18
ZBACT	-0.16	-0.16	0.02	-6.49
สมการของ EM	= + 0.19(ZSOWN) + 0.10(ZSFAM) - 0.12(ZBIND) - 0.10(ZBACT)			
สมการของ DISCLOSU	= - 0.10(EM) - 0.11(ZSOWN) - 0.14(ZSFAM) + 0.09(ZBIS) + 0.23(ZBACT)			
สมการของ DIVIDEND	= + 0.11(EM)			
สมการของ INASYM	= - 0.09(DISCLOSU) + 0.15(DIVIDEND) + 0.15(EM) + 0.18(ZSOWN) + 0.15(ZSFAM) - 0.16(ZBACT)			
<b>Chi-Square =5.3400, df =6, p = 0.50138, RMSEA =0.0000</b>				

โดยที่

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
EM	หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัว
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว ของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZBIS	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน
ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.51 พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) ตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) เท่ากับ +0.19, +0.10, -0.12 และ -0.10 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูล (DISCLOSU) เท่ากับ -0.10, -0.11, -0.14, +0.09 และ +0.23 ตามลำดับ

พบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) เท่ากับ +0.11

และพบว่าโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 คือ ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการจัดการกำไร (EM) และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) ) มีค่าอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) เท่ากับ -0.09, +0.15, +0.15, +0.18, +0.15 และ -0.16 ตามลำดับ

โดยผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรง

(Direct Effects: DE) การวิเคราะห์อทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) และการวิเคราะห์อทธิพลโดยรวม (Total Effects: TE) ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.52 แสดงการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลโดยรวมที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโมเดลที่ 4

ปัจจัยที่ส่งผล	EM			DISCLOSU			DIVIDEND			INASYM		
	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE	TE	IE	DE
DIVIDEND	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.15	0.00	0.15
DISCLOSU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.09	0.00	-0.09
EM	-	-	-	-0.10	-	-0.10	0.11	-	0.11	0.20	0.05	0.15
ZSOWN	0.19	-	0.19	-0.13	-0.02	-0.11	0.02	0.02	-	0.23	0.05	0.18
ZSFAM	0.10	-	0.10	-0.15	-0.01	-0.14	0.01	0.01	-	0.20	0.05	0.15
ZBIS	0.01	-	0.01	0.09	0.00	0.09	0.00	0.00	-	-0.06	-0.02	-0.04
ZBIND	-0.12	-	-0.12	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01	-	-0.05	-0.02	-0.03
ZBACT	-0.10	-	-0.10	0.24	0.01	0.23	-0.01	-0.01	-	-0.21	-0.05	-0.16
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.17</b>			<b>0.22</b>			<b>0.09</b>			<b>0.27</b>		

โดยที่

INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล

EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร

DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล

ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว

ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น

ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน

ZBIND หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ

ZBACT หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

จากตารางที่ 4.52 แสดงถึงผลการทดสอบความสอดคล้องจากโมเดลเชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโมเดลดังกล่าวมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ สามารถอธิบายอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมได้ว่า

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร (EM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.19 และ 0.10 ทางสถิติตามลำดับ อย่างมีนัยสำคัญ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบ เท่ากับ -0.12 และ -0.10 ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 17%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.10, -0.11 และ -0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.09 และ 0.23 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน (DISCLOSU) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.02 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรการ

กำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.01 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 22%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกเท่ากับ 0.11 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.02 และ 0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าอิทธิพลทางอ้อม เชิงลบกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบ เท่ากับ -0.01 และ -0.01 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์การทำนายที่ 9%

ผลทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ปรากฏพบว่าตัวแปรปัจจัยการจัดการกำไร (EM) ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล (DIVIDEND) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงบวก เท่ากับ 0.15, 0.15, 0.18 และ 0.15 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมคณะกรรมการ (ZBACT) และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (DISCLOSU) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีค่าอิทธิพลทางตรงเชิงลบเท่ากับ -0.04, -0.03, -0.16 และ -0.09 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และปรากฏพบว่าตัวแปรการจัดการกำไร (EM) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น

(ZSOWN) และสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ) มีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวก เท่ากับ 0.05, 0.05 และ 0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ ตัวแปรตัวแปรปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) และกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบเท่ากับ -0.02, -0.02 และ -0.05 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามลำดับ และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายที่ 27%

จากการทดสอบผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยปริมาณการซื้อขายหุ้นเพื่อตอบวัตถุประสงค์งานวิจัยและสมมติฐานงานวิจัย ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบทั้งสิ้น 4 โมเดล เพื่อเป็นการพัฒนาโมเดลและทดสอบความเสถียรของโมเดลตามสมมติฐานงานวิจัย จึงได้ทำการทดสอบจำแนกตามตัวแปรที่จำแนกตามปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ผลจากการทดสอบสมมติฐานตามโมเดลดังกล่าวพบว่าปัจจัยเชิงสาเหตุมีอิทธิพลเช่นเดียวกับการทดสอบสมมติฐานก่อนหน้า ทำให้เกิดความเชื่อมั่นได้ว่าปัจจัยเชิงสาเหตุที่ประกอบไปด้วย การกำกับดูแลกิจการที่ดี การจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลโดยแท้จริง

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองสมมติฐานการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ทั้งหมดสามารถตอบคำถามการวิจัยยืนยันสมมติฐานการวิจัย โดยมีรายละเอียด ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานกลุ่มที่ 2 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานกลุ่มที่ 3 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

สมมติฐานที่ 3.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์



สมมติฐานกลุ่มที่ 4 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

สมมติฐานที่ 4.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 4.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 4.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 4.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 4.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 5 ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

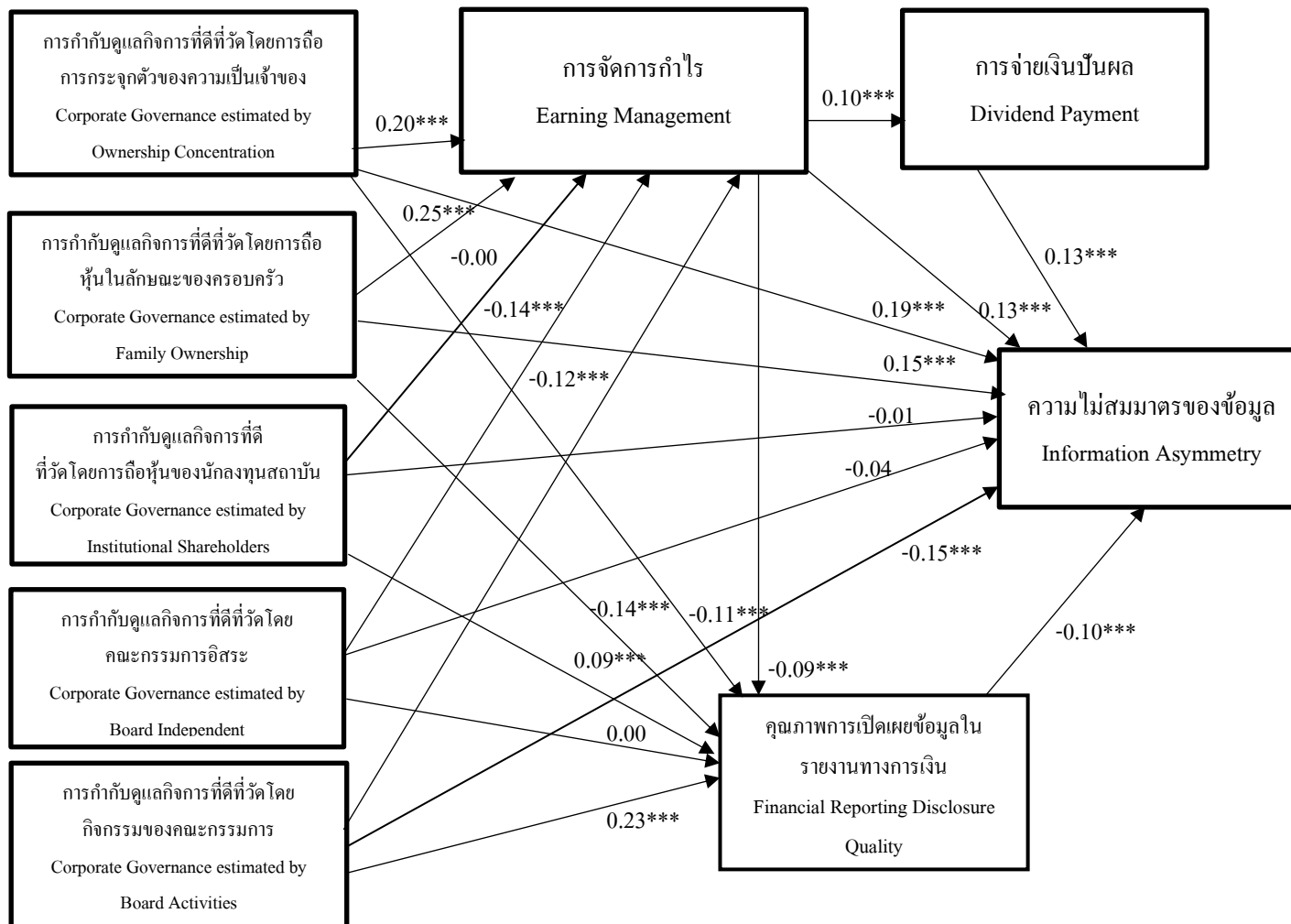
สมมติฐานที่ 6.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อส่งผ่านคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

สมมติฐานที่ 7 ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 8 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 8.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล

สามารถนำโมเดลปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลนำมาวิเคราะห์เพื่อตอบสมมติฐานงานวิจัยข้างต้นได้ดังนี้



ภาพประกอบที่ 4.9 แสดงเส้นความสัมพันธ์ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

โดยที่

\*\*\* หมายถึง ค่าสถิติอยู่ในระดับค่านัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ( $p < 0.05$ )

—————> หมายถึง เส้นของความสัมพันธ์ที่มีค่านัยสำคัญทางสถิติ

-----> หมายถึง เส้นของความสัมพันธ์ที่ไม่มีค่านัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการวิเคราะห์ข้างต้น และภาพประกอบที่ 4.2 และประกอบกับผลวิจัยตามตาราง 4.42 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยผู้วิจัยสามารถนำเสนอผลการทดสอบมาตอบสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการจัดการกำไรกับความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.13 จึงสรุปได้ว่าการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการจัดการกำไรสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้นตาม

สมมติฐานกลุ่มที่ 2 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผลการทดสอบสมมติฐานพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับความไม่สมมาตรตามสมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 2.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวกับความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.15 จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับ

ดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวสูงขึ้นไปก็จะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้นตาม

สมมติฐานที่ 2.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.19 จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นแบบมีการร่วมกลุ่มหรือมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงก็จะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้นตาม

สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วน การถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

สมมติฐานที่ 2.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยคณะกรรมการอิสระกับความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของ

สมมติฐานที่ 2.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการกับความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.15$  จึงสรุปได้ว่ากิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลที่ดีที่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่มีการแสดงกิจกรรมของคณะกรรมการคือการประชุมของคณะกรรมการมีจำนวนมากครั้งก็จะส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไปตามกิจกรรมที่คณะกรรมการได้ทำไป

สมมติฐานกลุ่มที่ 3 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ผลการทดสอบสมมติฐานพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับการจัดการกำไรสมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 3.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวกับการจัดการกำไร พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจัดการกำไร ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $0.11$  จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไร หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้เกิดการจัดการกำไรเพิ่มสูงขึ้นตาม

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ  $0.05$  ซึ่งแสดงค่าผ่านตัวแปรการจัดการกำไร โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือ สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวจึงสรุปได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิง

บวกกับการจัดการกำไรที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปในทิศทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้เกิดการจัดการกำไรเพิ่มสูงขึ้นตามและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงขึ้นตามด้วย

สมมติฐานที่ 3.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับการจัดการกำไรพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจัดการกำไร ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.20 จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นแบบมีการรวมกลุ่มหรือมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงก็จะส่งผลทำให้เกิดการจัดการกำไรเพิ่มสูงขึ้นตาม

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ 0.06 ซึ่งแสดงค่าผ่านตัวแปรการจัดการกำไร โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับการจัดการกำไรที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปในทิศทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงก็จะส่งผลทำให้เกิดการจัดการกำไรเพิ่มสูงขึ้นตามและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงขึ้นตามด้วย

สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการจัดการกำไร พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานของ

งานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจัดการกำไร และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ไม่มีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 3.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระกับการจัดการกำไรพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจัดการกำไร ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.10$  จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไร หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีคณะกรรมการอิสระมากก็จะส่งผลทำให้การจัดการกำไรลดลงไป

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ไม่มีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 3.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการกับการจัดการกำไรพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจัดการกำไร ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.07$  จึงสรุปได้ว่ากิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไร หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีกิจกรรมคณะกรรมการจำนวนมากก็จะส่งผลทำให้การจัดการกำไรลดลงไป

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัด โดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ  $-0.05$  ซึ่งแสดงค่าผ่านตัวแปรการจัดการกำไร โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือกิจกรรมของคณะกรรมการ

สรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับการจัดการกำไรที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปในทิศทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการสูงขึ้น ก็จะส่งผลทำให้การจัดการกำไรลดลงไปและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงตามด้วย

สมมติฐานกลุ่มที่ 4 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ผลการทดสอบสมมติฐานพบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับความไม่สมมติฐานตามสมมติฐานดังต่อไปนี้

สมมติฐานที่ 4.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้น ในลักษณะครอบครัวมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.14$  จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไป

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ  $0.05$  ซึ่งแสดงค่าผ่านตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวจึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปในทิศทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มี



โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นในกลุ่มครอบครัวสูงขึ้นไปก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไปและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงขึ้นไป

สมมติฐานที่ 4.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.11$  จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการถือหุ้นแบบมีการร่วมกลุ่มหรือมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไป

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ  $0.06$  ซึ่งแสดงค่าผ่านตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น จึงสรุปได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของ ผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปในทิศทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีลักษณะการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นไปก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไปและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงขึ้นไป

สมมติฐานที่ 4.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของ

นักลงทุนสถาบันมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.09 จึงสรุปได้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันสูงก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินสูงขึ้นตาม

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ ที่ดีที่วัด โดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน ไม่มีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 4.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยคณะกรรมการอิสระกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน พบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือ ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ ที่ดีที่วัด โดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และสัดส่วนคณะกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 4.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัด โดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ 0.23 จึงสรุปได้ว่ากิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีกิจกรรมคณะกรรมการจำนวนมากก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินสูงขึ้นตาม

ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่วัด โดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ -0.05 ซึ่ง

แสดงค่าผ่านการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือกิจกรรมของคณะกรรมการ สรุปลงได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางอ้อมเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินสูงขึ้นตามและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงตามด้วย

สมมติฐานที่ 5 ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินกับความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.10$  จึงสรุปได้ว่าการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ดีสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป

สมมติฐานที่ 6 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการจัดการกำไรกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย กล่าวคือตัวแปรการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์ทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ซึ่งค่าแสดงบนเส้นความสัมพันธ์ มีค่าเท่ากับ  $-0.09$  จึงสรุปได้ว่าการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน หากกิจการมีการจัดการกำไรสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไป



สมมติฐานที่ 8.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล

ผลของการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการจัดการกำไรที่มีความสัมพันธ์ทางอ้อมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งค่าความสัมพันธ์มีค่าเท่ากับ 0.05 ซึ่งแสดงค่าผ่านการจ่ายเงินปันผลโดยการจัดการกำไร สรุปได้ว่าการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หรือการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลที่ส่งผ่านความสัมพันธ์ไปในทิศทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการจัดการกำไรจำนวนสูงขึ้นก็จะส่งผลทำให้การจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นตามและส่งผลต่อทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้นตาม

ตารางที่ 4.53 ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
1	ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	การจัดการกำไร	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ			
2	ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดย 2.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดย  การถือหุ้นในลักษณะครอบครัว	  +	  ความไม่สมมาตรของข้อมูล	  ยอมรับ			

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลกระทบต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
2.2 สักส่วนการกระทำของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	การกระทำของผู้ถือหุ้น	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ				
2.3 สักส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	N/A	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ปฏิเสธ				
2.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	คณะกรรมการอิสระ	N/A	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ปฏิเสธ				

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
	2.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	กิจกรรมของคณะกรรมการ	-	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ			
3	ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล 3.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดย สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว	+	การจัดการกำไร	ยอมรับ	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ



ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลกระทบต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
3.2	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น	+	การจัดการกำไร	ยอมรับ	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ
3.3	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	N/A	การจัดการกำไร	ปฏิเสธ	N/A	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ปฏิเสธ
3.4	คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	คณะกรรมการอิสระ	-	การจัดการกำไร	ยอมรับ	N/A	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ปฏิเสธ

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลกระทบต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
	3.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	กิจกรรมของคณะกรรมการ	-	การจัดการกำไร	ยอมรับ	-	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ
4	ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล 4.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว	-	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ยอมรับ	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลกระทบต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
4.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น	-	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ยอมรับ	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ	
4.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน	+	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ยอมรับ	N/A	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ปฏิเสธ	
4.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	คณะกรรมการอิสระ	N/A	ข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ปฏิเสธ	N/A	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ปฏิเสธ	

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลกระทบต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
	4.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	กิจกรรมของคณะกรรมการ	+	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ยอมรับ	-	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ
5	ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	-	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ			

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
6	ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 6.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อส่งผ่านคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	การจัดการกำไร	-	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ยอมรับ			
		การจัดการกำไร	-	การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ยอมรับ	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ
7	ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	การจ่ายเงินปันผล	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ			

ตารางที่ 4.53 (ต่อ)

ข้อที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ						
		มีอิทธิพลทางตรง			ผลการทดสอบสมมติฐานทางตรง	มีอิทธิพลทางอ้อม		ผลการทดสอบสมมติฐานทางอ้อม
		ตัวแปรปัจจัย	ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผลต่อตัวแปร		ทิศทางที่ส่งผล	ส่งผ่านมายังตัวแปร	
8	ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	การจัดการกำไร	+	การจ่ายเงินปันผล	ยอมรับ			
	8.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล	การจัดการกำไร	+	การจ่ายเงินปันผล	ยอมรับ	+	ความไม่สมมาตรของข้อมูล	ยอมรับ

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์และประโยชน์จากงานวิจัยคือ การนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสำหรับผู้มีส่วนได้เสียใช้ประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ ผู้วิจัยได้นำผลการทดสอบสมมติฐานจากงานวิจัยเชิงปริมาณนำมาทำเชิงคุณภาพโดยได้สัมภาษณ์ผู้มีความรู้และผู้มีประสบการณ์ในการใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่เผยแพร่สาธารณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 7 คน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) เพื่อยืนยันผลทดสอบสมมติฐานตามโมเดลงานวิจัย และนำผลการวิเคราะห์ดังกล่าวไปร่วมพัฒนาแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลให้ได้รับความสมบูรณ์และเป็นประโยชน์แก่ผู้สนใจนำไปใช้งานประกอบการตัดสินใจ

### ความคิดเห็นต่อสมมติฐานที่ 1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้ง 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานข้างต้น เนื่องจากการจัดการกำไร การตกแต่งตัวเลขทางการบัญชีการบิดเบือนตัวเลขทางการเงิน หรือการใช้กลยุทธ์ผ่านรายการคงค้างมีผลต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากหากกิจการมีการจัดการกำไร ผู้มีส่วนได้เสียหรือผู้ใช้ข้อมูล จะไม่สามารถรับรู้ข้อมูลที่แท้จริงได้ ทำให้ความโปร่งใสและความเชื่อถือได้ของข้อมูลลดลง และผู้มีส่วนได้เสียภายนอกกิจการไม่สามารถรับรู้ข้อมูลที่แท้จริงได้ หากมีการบิดเบือนข้อมูลหรือการจัดการกำไรเกิดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลทดสอบสมมติฐานตามการวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ได้ให้ข้อสังเกตการเกิดการจัดการกำไรเพิ่มเติม โดยให้ข้อสังเกตการเกิดการจัดการกำไรคือ เกิดการเคลื่อนย้ายการรับรู้รายได้ เช่น รายได้ของปีปัจจุบันเพิ่มสูงมากกว่าปีเดิมอย่างผิดปกติ รายได้ของกิจการเพิ่มขึ้นในขณะที่สภาพแวดล้อมของธุรกิจในอนาคตหดถดถอย รายได้ของกิจการมีความผิดปกติในกรณีที่รายได้ของกิจการขึ้นอยู่กับฤดูกาล เช่น รายได้จากการขายสินค้าตามฤดูกาลเพิ่มขึ้นนอกเหนือฤดูกาลปกติ มีการตั้งสำรองต่างๆ ที่ทำให้รายได้เพิ่มขึ้นจากนโยบายการบัญชี เป็นต้น

## ความคิดเห็นต่อสมมติฐานกลุ่มที่ 2 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าว และมีความคิดเห็นว่าหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะส่งผลต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล กล่าวคือกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่ส่งผลต่อความโปร่งใสหรือมีอิทธิพลก็จะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป และหากกิจการมีโครงสร้างกรรมการที่เอื้อต่อการเกิดความโปร่งใสก็จะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป

ผู้ให้สัมภาษณ์จำนวน 6 ใน 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากหากมีการถือหุ้นที่ทำให้กลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจและมีอิทธิพลในนัยสำคัญก็จะส่งผลทำให้เกิดการเอื้อประโยชน์ต่อกลุ่มบุคคลดังกล่าว ไม่ว่าจะเป็นการทราบข้อมูลที่เป็นประโยชน์ก่อน หรือการได้รับข้อมูลภายในที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจที่มากกว่าการเผยแพร่สาธารณะก็จะทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลและใช้ประโยชน์จากความได้เปรียบดังกล่าว โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจมีส่วนที่จะสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียที่มีอำนาจสามารถเข้าไปกำกับดูแลกิจการโดยการเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารจากการแต่งตั้ง ทำให้ขาดความโปร่งใส และสร้างความได้เปรียบเสียเปรียบเกิดขึ้น และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยไม่เห็นด้วยเนื่องจาก หลักเกณฑ์และข้อกำหนดตามตลาดหลักทรัพย์มีบทกำหนดโทษ และมีการรายงานข้อมูลการมีอิทธิพลดังกล่าว ทำให้ไม่เกิดการสร้างความได้เปรียบดังกล่าวเกิดขึ้น ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์จำนวน 6 ใน 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจาก หากมีการถือครองหุ้นที่ทำให้กลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่งมีอำนาจและมีอิทธิพลในนัยสำคัญก็จะส่งผลทำให้เกิดการเอื้อประโยชน์ต่อกลุ่มบุคคลดังกล่าว การที่กลุ่มผู้มีส่วนได้เสียกระจุกตัวกันอาจสร้างอิทธิพลต่อการตัดสินใจบางอย่างเกี่ยวกับข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับหุ้นส่วนคน ไม่ว่าจะเป็นการทราบข้อมูลที่เป็นประโยชน์ก่อน หรือการได้รับข้อมูลภายในที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจ ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยไม่เห็นด้วยเนื่องจาก ตลาดหลักทรัพย์มีกฎเกณฑ์ ข้อกำหนด และบทกำหนดโทษต่อการเกิดการเอื้อประโยชน์ที่ได้รับจากอิทธิพลดังกล่าว ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ



ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เนื่องจากกิจการที่มีการลงทุนของนักลงทุนสถาบันไม่ได้สร้างอิทธิพลและมีการประกันได้ว่าจะไม่มีการใช้ประโยชน์หรือสร้างความได้เปรียบจากความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น เนื่องจากนักลงทุนสถาบันก็คือกลุ่มบุคคลหนึ่งที่ทำการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์จำนวน 4 ใน 7 คน ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากคณะกรรมการไม่มีส่วนต่อการบริหารงานโดยตรงเพียงแต่มีอำนาจในการลงมติและกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ อาจจะไม่สามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยเห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าว เชื่อว่าหากกิจการมีโครงสร้างกรรมการที่มีคณะกรรมการอิสระจำนวนมากที่ไม่มีผลประโยชน์โดยตรงกับกิจการ ก็จะก่อให้เกิดความโปร่งใสในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

และผู้ให้สัมภาษณ์จำนวน 4 ใน 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่ากิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากจำนวนครั้งกิจกรรมของคณะกรรมการที่วัดจากจำนวนครั้งการประชุมหากกิจการมีการประชุมและรายงานผลการประชุมและประกาศข้อมูลที่สำคัญหรือตอบสนองต่อข้อมูลที่มีสาระสำคัญต่อการตัดสินใจ หรือกำหนดแนวทางและสร้างความโปร่งใสก็จะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าว เนื่องจากการประชุมดังกล่าวจะไม่เกิดประโยชน์หากกิจการไม่ได้นำเสนอข้อมูล เรื่องสำคัญในการประชุมหรือไม่ใช่การติดตามการดำเนินงานที่เกิดความโปร่งใสก็จะไม่มีผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

### **ความคิดเห็นต่อสมมติฐานกลุ่มที่ 3 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล**

ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าว และมีความคิดเห็นว่าหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะส่งผลทำให้การจัดการกำไรลดลงและทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงตาม กล่าวคือกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอิทธิพลและการใช้ประโยชน์ส่วนตนจากอิทธิพลดังกล่าวและหากกิจการมีโครงสร้างกรรมการที่เอื้อต่อการเกิดความ

โปร่งใสของข้อมูลและคำนึงถึงส่วนผู้มีส่วนได้เสียเป็นหลักก็จะลดการบิดเบือนข้อมูลหรือตกแต่งบัญชีลงไป และทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไปตาม

ผู้ให้สัมภาษณ์จำนวน 6 ใน 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากกิจการที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มคนจนถึงมีระดับนัยสำคัญต่อการตัดสินใจก็จะมีผลต่อการเอื้อประโยชน์หรือใช้อำนาจดังกล่าวเพื่อประโยชน์ส่วนตน หากกิจการมีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวก็อาจจะทำให้เกิดการบิดเบือนข้อมูลหรือจัดการตัวเลขทางการบัญชีไปในทิศทางที่ต้องการ และส่งผลต่อความไม่สมมาตรที่เกิดขึ้นด้วยเนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียภายนอกจะไม่ได้รับรู้ถึงการเกิดการบิดเบือนตัวเลขและที่มีของตัวเลขที่แท้จริง ณ วันประกาศข้อมูลข่าวสารดังกล่าว ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยไม่เห็นด้วยเนื่องจาก มีกฎเกณฑ์และข้อกำหนดโทษดังกล่าวหากเกิดพฤติกรรมในการจัดการกำไร ทางตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดให้มีการติดตามและตรวจสอบก่อนการนำเสนอรายงานทางการเงิน ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ 6 ใน 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากอิทธิพลของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจนถึงระดับที่มีอำนาจก็อาจจะมีการรวมกลุ่มกันเพื่อประโยชน์ส่วนตนและใช้ประโยชน์จากอิทธิพลดังกล่าวนี้ ซึ่งมีผลต่อการเกิดความโปร่งใสอาจจะเอื้อต่อการตกแต่งตัวเลขหรือบิดเบือนตัวเลขทางการเงินให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการ เพื่อประโยชน์ส่วนตนในการวางแผนการลงทุนและวางแผนการลงทุน ส่งผลต่อทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยเห็นว่าตลาดหลักทรัพย์ มีการกำหนดบทลงโทษและเปิดเผยระดับความมีอิทธิพลดังกล่าวซึ่งเป็นการติดตามและตรวจสอบการใช้ประโยชน์ส่วนตนดังกล่าวจึงไม่มีผลต่อการเกิดการจัดการกำไรและการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ 6 ใน 7 คน ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจาก อิทธิพลของนักลงทุนสถาบันก็เทียบเท่ากับผู้ลงทุนประเภทอื่นไม่ได้มีอิทธิพลโดยตรงกับการบริหารกิจการ โดยตรงทำให้ไม่สามารถเข้ามาป้องกันหรือบิดเบือนการตกแต่งตัวเลขหรือการใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไรลดลง และไม่มีผลต่อการลดความไม่สมมาตรข้อมูลใดๆ ทั้งสิ้น และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยเห็นว่าหากตัวแทนนักลงทุนสถาบันที่เป็นผู้นำเงินลงทุนของสมาชิกหรือผู้ลงทุน

ในสถาบันมาลงทุนเพื่อหาผลตอบแทนเข้ามาเป็นตัวแทน ก็อาจจะทำให้เกิดการเผยแพร่ข้อมูลที่โปรงใส ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ 4 ใน 7 คน ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากคณะกรรมการมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ควบคุมและติดตามประเมินผลจากที่ประชุมและไม่มีส่วนร่วมเกี่ยวกับการบริหารและใช้ดุลยพินิจในการทางด้านการปฏิบัติโดยตรงทำให้ไม่สามารถไปจำกัดการจัดการกำไรและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยเห็นว่าหากคณะกรรมการอิสระมีส่วนในการติดตามและประเมินผลและมีอำนาจในการติดตามและตรวจสอบอาจจะลดความสามารถในการจัดการกำไรลงได้ และทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงตามด้วย ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณในส่วนของอิทธิพลทางอ้อม

ผู้ให้สัมภาษณ์ 4 ใน 7 คน เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่ากิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากการประชุมและการพิจารณาข้อมูลข่าวสารทางการเงินหรือตอบสนองเรื่องอื่น ๆ หากเป็นข้อมูลที่สำคัญต่อการตัดสินใจหรือชี้แจงเกี่ยวกับประเด็นทางการเงินและมีการรายงานการประชุมดังกล่าวออกมายังสาธารณะก็จะช่วยลดโอกาสการจัดการกำไรลง และลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยไม่เห็นด้วยเนื่องจากการประชุมดังกล่าวอาจจะไม่เกี่ยวกับเรื่องที่เกี่ยวข้องทางการเงินหรือเกี่ยวกับข้อมูลที่สำคัญที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจ จึงไม่สามารถลดการจัดการกำไรหรือสร้างหรือลดความไม่สมมาตรที่เกิดขึ้นได้ ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

**ความคิดเห็นต่อสมมติฐานกลุ่มที่ 4** บังคับเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าว และมีความคิดเห็นว่าหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะส่งผลทำให้มีความโปรงใสและเป็นต้นตอในการรายงานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกประเภทได้เท่าเทียมกันทำให้เกิดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงตาม กล่าวคือกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอิทธิพลและการใช้ประโยชน์ส่วนตนจากอิทธิพล

ดังกล่าวและหากกิจการมีโครงสร้างกรรมการที่เอื้อต่อการเกิดความโปร่งใสของข้อมูลและคำนึงถึงส่วนผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายเป็นหลัก และกิจการจะสามารถเผยแพร่ข้อมูลที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจที่มีคุณภาพทำให้กิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ดีและยังลดความไม่สมมาตรที่เกิดขึ้นได้

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมด เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากหากกิจการมีการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวจนถึงระดับที่มีอิทธิพลต่อการเข้าไปบริหารจัดการ อาจจะมีการใช้ประโยชน์ของข้อมูลภายในที่ไม่ได้เผยแพร่บางประเภทสร้างความได้เปรียบให้กับตัวเอง ซึ่งการนำเสนอข้อมูลในรายงานทางการเงินอาจไม่ได้นำเสนอข้อมูลที่จำเป็นทั้งสิ้นทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจลดลง ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมด เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เช่นเดียวกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลเหมือนกัน เนื่องจากผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดมองเห็นว่าระดับที่มีอิทธิพลจนมีสาระสำคัญหากผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มกระจุกตัวดังกล่าวได้เข้ามามีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบาย วางกลยุทธ์ หรือเข้ามามีส่วนร่วมในการบริหารงานก็อาจมีการใช้ประโยชน์ข้อมูลภายในบางประการเพื่อประโยชน์ส่วนตนและไม่ได้นำเสนอข้อมูลภายในดังกล่าวที่อาจเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียภายนอกได้รับรู้ ทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงและก่อให้เกิดความไม่สามารถของข้อมูลเกิดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ 5 ใน 7 ท่านไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนสถาบันดังกล่าวมองในแง่อิทธิพลไม่มีผลต่อการบริหารจัดการกิจการที่ลงทุน เป็นเพียงประเภทนักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งเท่านั้น ทำให้ไม่สามารถเพิ่มคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินหรือลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยเห็นด้วยกับสมมติฐานเนื่องจาก หากนักลงทุนสถาบันดังกล่าวถือหุ้นจนอยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญและมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายและเข้าบริหารจัดการอาจทำให้เกิดความโปร่งใส ในการเปิดเผยรายงานทางการเงินเนื่องจากต้องรับผิดชอบต่อการนำเงินทุนของสถาบัน

มาลงทุนต่อ เพื่อให้เกิดความโปร่งใสจึงกระตุ้นให้เกิดการเปิดเผยรายงานของกิจการที่ลงทุนให้เพียงพอและสามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่ไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณที่ไม่พบความสัมพันธ์ทางอ้อมกับความไม่สมมาตรกับข้อมูล

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดไม่เห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากคณะกรรมการอิสระเป็นผู้ร่วมกำหนดนโยบายและกลยุทธ์แต่ไม่มีอิทธิพลในการบริหารจัดการหรือดำเนินกิจการจึงไม่สามารถเข้ามาควบคุมดูแลได้ทั้งสิ้น ไม่มีผลทำให้เกิดคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินโดยตรงและไม่สามารถลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดเห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่ากิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากหากกิจกรรมการประชุมของคณะกรรมการในแต่ละครั้งทำให้เกิดการเผยแพร่หรือมีข้อหาหรือเรื่องที่สำคัญที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจก็จะช่วยทำให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพเกิดขึ้นและช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไปซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

**ความคิดเห็นต่อสมมติฐานที่ 5 ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดเห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากหากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ดีและเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจจำนวนมากและเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียก็จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกคนได้รับข้อมูลที่เท่าเทียมกันและทำให้ตลาดเกิดตลาดสมบูรณ์ และทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลของกิจการลดลงไปเป็นผลดีต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

**ความคิดเห็นต่อสมมติฐานที่ 6 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดเห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่าจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจาก

หากกิจการเกิดการจัดการกำไรหรือบิดเบือนข้อมูลหรือนำเสนอข้อมูลที่ขัดต่อข้อเท็จจริง และได้เผยแพร่ข้อมูลสารสนเทศดังกล่าวออกไปก็จะทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไป ข้อมูลสารสนเทศดังกล่าวจะขัดต่อข้อเท็จจริงทำให้ผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่ได้รับรู้ต่อข้อเท็จจริงดังกล่าวอาจนำไปใช้ตัดสินใจและวางแผนผิดพลาดเป็นการสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลให้เกิดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

#### **ความคิดเห็นต่อสมมติฐานที่ 7 ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผู้ให้สัมภาษณ์ 4 ใน 7 คนเห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่า การจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวส่วนใหญ่เป็นการจ่ายเงินปันผลประจำปีหรืองวดพิเศษ กิจการไม่ได้เปิดเผยที่มาของผลตอบแทนดังกล่าวอย่างชัดเจน ไม่ได้เปิดเผยว่าผลตอบแทนดังกล่าวที่จ่ายเกิดจากโครงการใดของกิจการ หากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลที่มากและไม่ได้ชี้แจงที่มาของผลตอบแทนดังกล่าวก็จะสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น เนื่องจากผลตอบแทนดังกล่าวอาจจะพิจารณำไปลงทุนแทนเพื่อสร้างผลตอบแทนแก่ผู้มีส่วนได้เสียในอนาคตและรักษาสภาพคล่องของกิจการ และผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนน้อยไม่เห็นด้วยเนื่องจาก ผลตอบแทนมักจะจ่ายจากผลดำเนินงานประจำปีหรือโครงการใดโครงการหนึ่งเป็นปกติ ผู้ให้สัมภาษณ์ส่วนใหญ่เห็นด้วยกับสมมติฐานดังกล่าวและสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

#### **ความคิดเห็นต่อสมมติฐานที่ 8 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล**

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดเห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่า การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากกิจการอาจมีการจัดการกำไร การบิดเบือนตัวเลขทางการเงิน การตกแต่งกำไรเพื่อจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลจากผลกำไรที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะชน โดยผู้มีส่วนได้เสียไม่ได้รับรู้ข้อเท็จจริงเกี่ยวกับข้อมูลเกี่ยวกับผลกำไรที่นำมาจ่ายผลตอบแทนดังกล่าว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

ผู้ให้สัมภาษณ์ทั้งหมดเห็นด้วยกับสมมติฐานที่ว่า การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล หากกิจการมีการจัดการกำไรเพื่อจ่ายเงินปันผลก็จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียไม่ทราบข้อเท็จจริงเกี่ยวกับผลดำเนินงานที่แท้จริงของ

กิจการ และต้นตอที่มาของผลตอบแทนดังกล่าวก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล แก่ผู้มีส่วนได้เสียภายนอกที่ไม่ทราบข้อเท็จจริงดังกล่าวที่เกิดขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

#### การพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย

จากผลการวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ ผู้วิจัยได้นำผลการวิจัยการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้นำไปใช้ เช่น ผู้มีส่วนได้เสีย นักลงทุน ผู้สนใจลงทุน และผู้สนใจนำไปใช้เพื่อประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ ผู้วิจัยได้มีแบ่งขั้นตอนการออกแบบเป็นดังนี้

#### นำผลงานวิจัยเชิงปริมาณมาสร้างเป็นสมการเพื่อคำนวณค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล

ผู้วิจัยได้นำผลการวิเคราะห์ข้อมูลความสัมพันธ์และอิทธิพลของแต่ละปัจจัยเชิงสาเหตุ ตามข้อสมมติฐาน โดยทำการวิเคราะห์จำลองโครงสร้างเชิงเส้น (Path Analysis) เพื่อวิเคราะห์องค์ประกอบและวิเคราะห์เชิงถดถอย โดยพัฒนาปรับโมเดลให้สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ในการทดสอบสมมติฐาน และปรับโมเดลให้มีความสอดคล้องมากที่สุด และโมเดลต้องมีความสอดคล้องและกลมกลืนตามข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยหาโมเดลที่มีค่าสัมประสิทธิ์ในการทำนายสูงที่สุด เพื่อประโยชน์ในการทำนาย จากผลงานวิจัยเชิงปริมาณพบว่าโมเดลมีความเสถียรภาพตามข้อมูลเชิงประจักษ์แม้มีการเปลี่ยนแปลงตัวแปรในการทดสอบ โดยสมการที่ดีที่สุดที่ใช้ในการพัฒนาแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลคือ

$$\text{INASYM} = -0.10(\text{DISCLOSU}) + 0.13(\text{DIVIDEND}) + 0.13(\text{EM}) + 0.19(\text{ZSOWN}) \\ + 0.15(\text{ZSFAM}) - 0.15(\text{ZBACT})$$

INASYM หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล

EM หมายถึง ปัจจัยการจัดการกำไร

DISCLOSU หมายถึง ปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

DIVIDEND หมายถึง ปัจจัยการจ่ายเงินปันผล

ZSFAM หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้น  
ในลักษณะครอบครัว

ZSOWN หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัว  
ของส่วนของผู้ถือหุ้น

ZBIS หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน

ZBIND	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

ผู้วิจัยนำมาเป็นพื้นฐานในการพัฒนาเป็นเครื่องมือประเมินค่าความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยออกแบบเป็นคำถามตามสมมติฐานงานวิจัย และคำนวณค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลแบ่งออกเป็นจำนวน 5 ระดับ ได้แก่ ระดับมากที่สุด ระดับมาก ระดับปานกลาง ระดับน้อย และระดับน้อยที่สุด

### นำผลการวิจัยเชิงคุณภาพนำมาช่วยพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

เมื่อได้รับสมการจากการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยได้นำผลการวิจัยเชิงปริมาณนำมาวิจัยเชิงคุณภาพต่อ เพื่อยืนยันผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยเชิงปริมาณจากการศึกษาทางสถิติ โดยผู้วิจัยได้ทำการสัมภาษณ์เชิงลึก (In-Depth Interview) กับผู้เชี่ยวชาญและผู้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลในรายงานทางการเงิน และได้นำผลการวิจัยเชิงคุณภาพดังกล่าวมาช่วยพัฒนาเป็นคำถามในการตอบแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มเติมให้มีความสมบูรณ์มากขึ้น ซึ่งสามารถพัฒนาตัวแบบประเมินโดยมีคำถามให้ผู้ใช้แบบประเมินตอบคำถามและแบบประเมินจะช่วยคำนวณระดับค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลและยังสามารถคำนวณระดับของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และระดับการจัดการกำไรพร้อมกัน โดยคำถามในการคำนวณค่าตามตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลและปัจจัยอื่นมีดังต่อไปนี้

คำถามเกี่ยวกับปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยงานวิจัยครั้งนี้พบว่าปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลคือ ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีค่าอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลคือ 0.19, 0.15 และ -0.15 ตามลำดับ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร คือ ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไร ในขณะที่ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยโครงสร้างคณะกรรมการ ที่มีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยโครงสร้างคณะกรรมการที่



มีกิจกรรมการประชุมมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไร โดยมีค่าอิทธิพลต่อการจัดการกำไรคือ 0.20, 0.11, -0.10 และ -0.07 ตามลำดับ และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลและส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน คือปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไร คือปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ในขณะที่ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนนักลงทุนสถาบัน และปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยโครงสร้างคณะกรรมการที่มีกิจกรรมการประชุมมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยมีค่าอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินคือ -0.11, -0.14, 0.09 และ +0.23 โดยแบ่งเป็นคำถามเกี่ยวกับปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีดังต่อไปนี้

ข้อที่	คำถามของตัวแบบประเมิน	ระดับคะแนน				
		ระดับ	1	2	3	4
1	คณะกรรมการบริษัทมีการจัดการประชุมช่วงเวลาก่อนนำเสนอจำนวนกี่ครั้งต่อปี	ระดับ	0-8	9-16	17-24	> 24
		ระบุกรอกระดับคะแนน	ครั้ง	ครั้ง	ครั้ง	ครั้ง
2	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (คณะกรรมการอิสระเทียบกับคณะกรรมการทั้งสิ้น)	ระดับ		23%-	43%-	
		ระบุกรอกระดับคะแนน	<23%	42%	60%	>61%
3	สัดส่วนผู้ถือหุ้นนักลงทุนสถาบัน (รวมสัดส่วนหุ้นของนักลงทุนสถาบัน)	ระดับ		25%-	51%-	
		ระบุกรอกระดับคะแนน	<25%	50%	75%	>75%

		ระดับ	1	2	3	4
4	สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว			25%-	51%-	
			<25%	50%	75%	>75%
	(รวมสัดส่วนผู้ที่มีนามสกุลหรือมีความใกล้ชิดกัน)		ทศนิยม 0.5 ปัดขึ้น ต่ำกว่า 0.5 ปัดทิ้ง			
ระบุกรอบระดับคะแนน						
		ระดับ	1	2	3	4
5	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น			25%-	51%-	
			<25%	50%	75%	>75%
	(รวมสัดส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก)		ทศนิยม 0.5 ปัดขึ้น ต่ำกว่า 0.5 ปัดทิ้ง			
ระบุกรอบระดับคะแนน						

โดยการคำนวณค่าตามแบบประเมินมีคำถามเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะคำนวณค่าตามอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล การจัดการกำไร และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยคำถามของตัวแบบประเมินในส่วนของกำกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะแบ่งออกเป็น 4 ระดับคะแนนที่มีอิทธิพลตามข้อมูลที่ได้รับจากการเก็บรวบรวมทางสถิติ เพื่อคำนวณค่าอิทธิพลต่อปัจจัยอื่น โดยอ้างอิงตามค่าน้ำหนักสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่มีอิทธิพล

คำถามเกี่ยวกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผล โดยงานวิจัยครั้งนี้พบว่า ปัจจัยการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีค่าอิทธิพลต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลคือ 0.13 และในงานวิจัยครั้งนี้พบว่าตัวแปรที่ใช้วัดการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลและสามารถทำนายค่าความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ดีที่สุดคือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) โดยมีคำถามเกี่ยวกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผลดังต่อไปนี้

ข้อที่	คำถามของตัวแบบประเมิน	ระดับคะแนน				
		1	2	3	4	
6	มูลค่าเงินปันผลต่อหุ้น					
	กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)					
	อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)					
		ระดับ	1	2	3	4
อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)			<25%	25%-50%	51%-75%	>75%
(เงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น)			ทศนิยม 0.5 ปัดขึ้น ต่ำกว่า 0.5 ปัดทิ้ง			
ระบุกรอบระดับคะแนน			1			

โดยการคำนวณค่าตามแบบประเมินมีคำถามปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่คำนวณค่าตามอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล คำถามของตัวแบบประเมินในส่วนของการจ่ายเงินปันผลกำหนดให้มีการกรอกมูลค่าเงินปันผลต่อหุ้น และกำไรสุทธิต่อหุ้น และแบบประเมินจะคำนวณค่าอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) อัตโนมัติ ผู้ตอบแบบประเมินจะนำค่าที่ได้รับเทียบกับระดับคะแนนและกรอกระดับคะแนนลงไปแบบประเมิน จะแบ่งออกเป็น 4 ระดับคะแนนที่มีอิทธิพลตามข้อมูลที่ได้รับจากการเก็บรวบรวมทางสถิติ เพื่อคำนวณค่าอิทธิพลต่อปัจจัยความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยอ้างอิงตามค่าน้ำหนักสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่มีอิทธิพลและส่งผลพร้อมกัน

คำถามเกี่ยวกับปัจจัยการจัดการกำไร โดยงานวิจัยครั้งนี้พบว่า ปัจจัยการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีค่าอิทธิพลต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลคือ 0.13 และในงานวิจัยครั้งนี้พบว่าปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรยังมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลคือ 0.10 และพบว่าปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรยังมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยมีค่าอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินคือ -0.09 ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไรในด้านการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างทางบัญชี และได้ทำการวิจัยเชิงคุณภาพมาประกอบพัฒนาเป็นคำถามปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรที่เกี่ยวข้องกับดุลยพินิจในการจัดการกำไรของผู้บริหาร สามารถแยกเป็นคำถามได้ดังนี้

- 7 ต่อไปนี้เป็นคำถามระดับ โอกาสการเกิดการจัดการกำไร ถ้าหากท่านเห็นพบเหตุการณ์ดังกล่าว ให้ใส่ "1" หากไม่พบใส่ "0" หากไม่แน่ใจ "0"

ความผิดปกติของการใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไร	ใส่ค่าคะแนน
	มี = 1 ,ไม่มี,ไม่ แน่ใจ = 0
7.1 กิจการมีรายการคงค้างจำพวกลูกหนี้คงค้าง และเจ้าหนี้คงค้างผิดปกติจากงวดบัญชีก่อน	
7.2 กิจการมีผลกำไรหรือขาดทุนที่ผิดปกติในกรณีที่ผลิตภัณฑ์สินค้าและบริการมีตามฤดูกาล	
7.3 กิจการมีผลกำไรหรือขาดทุนที่ผิดปกติและมีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน	
7.4 กิจการมีการตั้งบัญชีลูกหนี้หรือรายได้คงค้างจำนวนมากขึ้นผิดปกติ	
7.5 มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชีที่ส่งผลกระทบต่อตัวเลขในงบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ	
7.6 กิจการมีกำไรเพิ่มขึ้นจากการรับรู้รายได้ที่ไม่เกี่ยวข้องกับรายได้หลักของกิจการ	
7.7 กิจการไม่รับรู้รายการเกี่ยวกับประมาณการทางการบัญชีที่ผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน	
7.8 กิจการมีการรับรู้รายได้จากการทำสัญญาจำนวนมากและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน	
รวมคะแนน	

โดยการคำนวณค่าปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร ผู้ตอบแบบประเมินต้องทำการตรวจสอบการใช้ดุลยพินิจของกิจการที่สนใจและทำการประเมินผลของความผิดปกติดังกล่าว เกิดขึ้นหรือไม่ หากพบความผิดปกติของการใช้ดุลยพินิจตามคำถามข้างต้นจะให้คะแนน 1 คะแนน หากไม่พบความผิดปกติจะให้คะแนน 0 คะแนน โดยตัวแบบประเมินจะทำการคำนวณค่าอิทธิพลของการจัดการกำไรตามคะแนนรวมของคำถามทั้งสิ้นจำนวน 8 คำถาม โดยอ้างอิงตามค่าน้ำหนักสัมประสิทธิ์ของตัวแปรการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลและส่งผลพร้อมกัน

คำถามเกี่ยวกับคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยงานวิจัยครั้งนี้พบว่าปัจจัยคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยมีค่าอิทธิพลต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลคือ -0.10 ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดทฤษฎีที่ส่งผลกระทบต่อคุณภาพของรายงานทางการเงิน จากผลการศึกษาดังกล่าวและวิธีคิดค่าคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และแบ่งลักษณะของคุณภาพการ

เปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพออกเป็น 5 องค์ประกอบตามหลักการของ Welker (1995), Botosan (1997), Leuz & Verrecchia (2000), Petersen & Plenborg (2006) และ Brandenburg & Suijs (2013) ได้แก่ 1)การเปิดเผยด้านกลยุทธ์ 2)การเปิดเผยการแข่งขันและแนวโน้ม 3)การเปิดเผยเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ 4)การเปิดเผยกลยุทธ์ทางการตลาด 5)การเปิดเผยทรัพยากร สามารถแยกเป็นคำถามเพื่อตอบแบบประเมินได้ดังนี้

- 8 ต่อไปนี้เป็นการคำนวณดัชนีการเปิดเผยรายการ ถ้าหากท่านเห็นว่าการเปิดเผยข้อมูลให้ใส่ "1" หากไม่พบใส่ "0"

คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	ใส่ค่าคะแนน
1. หมวดการเปิดเผยด้านกลยุทธ์	มี = 1 , ไม่มี = 0
1.1 เปิดเผยเป้าหมายและวัตถุประสงค์องค์กร	
1.2 เปิดเผยกลยุทธ์การกำกับดูแล	
1.3 เปิดเผยการดำเนินการให้บรรลุวัตถุประสงค์องค์กร	1
1.4 เปิดเผยขอบเขตระยะเวลาดำเนินการตามวัตถุประสงค์องค์กร	
1.5 เปิดเผยทัศนคติที่แสดงถึงจริยธรรม	
1.6 เปิดเผยกลยุทธ์สิ่งแวดล้อม	
1.7 เปิดเผยแยกส่วนงาน	
1.8 เปิดเผยการเปลี่ยนแปลงค่า ROCE หรือ EVA	
1.9 เปิดเผยความเสี่ยงจากการค้า	
1.10 เปิดเผยความเสี่ยงทางการเงิน	
1.11 เปิดเผยความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยน	
1.12 เปิดเผยการประเมินความเสี่ยงอื่น	
2. หมวดการเปิดเผยการแข่งขันและแนวโน้ม	มี = 1 , ไม่มี = 0
2.1 การระบุหลักการตลาด	
2.2 การบรรยายตลาดที่มีลักษณะเฉพาะ	
2.3 ขนาดของตลาด	
2.4 บรรยายลักษณะการแข่งขัน	

2.5 อุปสรรคในการแข่งขัน	
2.6 การคาดการณ์การเจริญเติบโตทางการตลาด	
2.7 การเปลี่ยนแปลงส่วนแบ่งการตลาด	
2.8 ผลกระทบจากอุปสรรคที่มีต่อกำไร	
2.9 ผลกระทบของการแข่งขันที่มีต่อกำไร	
2.10 การคาดการณ์ส่วนแบ่งตลาด	
2.11 ผลกระทบต่ออุปสรรคที่มีต่อกำไรในอนาคต	
2.12 ผลกระทบต่อการแข่งขันที่มีต่อกำไรในอนาคต	
3. หมวดการเปิดเผยกระบวนการผลิต	มี = 1 , ไม่มี = 0
3.1 ลักษณะทางธุรกิจ	
3.2 สินค้าหรือบริการหลัก	
3.3 ลักษณะเฉพาะของสินค้าหรือบริการ	
3.4 ความรวดเร็วในการค้า	
3.5 การลงทุนในรายจ่ายการวิจัยและพัฒนา	
3.6 การลงทุนในสายการผลิต	
3.7 การปรับปรุงวงจรสินค้า	
3.8 สัดส่วนการนำเข้าและส่งออก	
3.9 สินค้าใหม่	
3.10 การปฏิเสธและของเสียที่พบ	
3.11 ปริมาณการผลิต	
3.12 การเปลี่ยนแปลงเครื่องมือ	
3.13 การเปลี่ยนแปลงวัตถุดิบ	
4. หมวดการเปิดเผยกลยุทธ์ทางการตลาด	มี = 1 , ไม่มี = 0
4.1 กลยุทธ์ทางการตลาด	
4.2 กลยุทธ์การขาย	
4.3 ช่องทางการจัดจำหน่าย	
4.4 ต้นทุนในการขายและการตลาด	

4.5 ค่าความนิยมของสินค้า	
4.6 การหมุนเวียนของลูกค้า	
4.7 ความพึงพอใจของลูกค้า	
4.8 เกี่ยวกับลูกค้าโดยรวม	
4.9 รายได้จากสินค้าและบริการ	
4.10 คำสั่งซื้อค้างไว้	
4.11 สัดส่วนคำสั่งซื้อและสินค้าที่จะส่งในปีถัดไป	
4.12 ปริมาณการรับคำสั่งซื้อใหม่	
4.13 การเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับสินค้า	
5. หมวดการบริหารบุคคล	มี = 1 , ไม่มี = 0
5.1 ประสิทธิภาพการทำงานฝ่ายบริหาร	
5.2 เกี่ยวกับแรงงาน	
5.3 ค่าใช้จ่ายในการฝึกอบรม	
5.4 อัตราการหมุนเวียนพนักงาน	
5.5 รายได้เฉลี่ยต่อพนักงาน	
5.6 อายุเฉลี่ยของพนักงาน	
5.7 อายุของพนักงานในตำแหน่งสำคัญ	
5.8 การใช้เทคโนโลยีในการทำงาน	
5.9 การลงทุนในระบบ ERP	
5.10 กลยุทธ์เกี่ยวกับเงินทุนบุคคล	
5.11 กลยุทธ์เกี่ยวกับระบบ ERP	
รวมคะแนนดัชนีทั้งสิ้น	

โดยการคำนวณค่าปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ผู้ตอบแบบประเมินจะต้องกรอกค่าคะแนนของแต่ละองค์ประกอบโดยทำการสำรวจการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินต่างๆ เพื่อนำมาคำนวณเป็นค่าน้ำหนักขององค์ประกอบของแต่ละองค์ประกอบ ตัวแบบประเมินจะคำนวณค่าคะแนนดัชนีทั้งสิ้นจากการกรอกข้อมูล หากพบการเปิดเผยข้อมูลใน

เรื่องดังกล่าวจะทำการกรอกคะแนน 1 คะแนน หากไม่พบการเปิดเผยดังกล่าวจะกรอกคะแนน 0 คะแนน โดยคำถามแต่ละองค์ประกอบจะมีคำถามย่อยเพื่อให้น้ำหนักของแต่ละองค์ประกอบมีความน่าเชื่อถือ โดยอ้างอิงตามค่าน้ำหนักสัมประสิทธิ์ของตัวแปรคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลและส่งผลพร้อมกัน

ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสามารถคำนวณค่าอิทธิพลเกี่ยวกับปัจจัยการกำกับดูแลที่ดีที่มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร จากสมการ โมเดลที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานตามวิจัยคือ

$$EM = + 0.20(ZSOWN) + 0.11(ZSFAM) - 0.10(ZBIND) - 0.07(ZBACT)$$

และสามารถประเมินโอกาสการเกิดการจัดการกำไรออกเป็น 5 ระดับ โดยหากกิจการที่นำมาทดสอบมีส่วนการกระทำของผู้ถือหุ้นและส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัวสูงขึ้นไปจะทำให้ระดับการประเมิน โอกาสเกิดการจัดการกำไรสูงขึ้นตาม หากกิจการมีส่วนของคณะกรรมการอิสระและกิจกรรมของคณะกรรมการได้แก่ การประชุม ในจำนวนที่สูงก็จะสามารถลดระดับโอกาสเกิดการจัดการกำไรลง ผลลัพธ์ของการกรอกแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลแบบประเมินสามารถวิเคราะห์ระดับการเกิดการจัดการกำไรโดยอัตโนมัติ และแสดงผลลัพธ์ได้ดังนี้

ค่าปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร	....
ผลการประเมิน โอกาสการเกิดการจัดการกำไร	ระดับ.....
ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5

ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสามารถคำนวณค่าอิทธิพลเกี่ยวกับปัจจัยการกำกับดูแลที่ดีและการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินจากสมการ โมเดลที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานตามวิจัยคือ



$$\text{DISCLOSU} = -0.09(\text{EM}) - 0.11(\text{ZSOWN}) - 0.14(\text{ZSFAM}) + 0.09(\text{ZBIS}) + 0.23(\text{ZBACT})$$

และสามารถประเมินคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินออกเป็น 5 ระดับ โดยหากกิจการที่นำมาทดสอบมีการจัดการกำไร สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัวสูงขึ้นก็จะทำให้ระดับการประเมินคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงไป หากกิจการมีสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันและกิจกรรมของคณะกรรมการได้แก่การประชุม ในจำนวนที่สูงก็จะสามารถเพิ่มคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น ผลลัพธ์ของการกรอกแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล แบบประเมินสามารถวิเคราะห์ระดับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน โดยอัตโนมัติ และแสดงผลลัพธ์ได้ดังนี้

ค่าคะแนนระดับ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	....
ผลการประเมินคุณภาพการเปิดเผยรายงานจากโครงสร้าง	ระดับ.....
การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไร	
ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5

ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสามารถคำนวณค่าอิทธิพลเกี่ยวกับปัจจัยการกำกับดูแลที่ดี การจัดการกำไร การจ่ายเงินปันผล และคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล จากสมการ โมเดลที่ได้จากการทดสอบสมมติฐานตามวิจัยคือ

$$\text{INASYM} = -0.10(\text{DISCLOSU}) + 0.13(\text{DIVIDEND}) + 0.13(\text{EM}) + 0.19(\text{ZSOWN}) + 0.15(\text{ZSFAM}) - 0.15(\text{ZBACT})$$

และสามารถประเมินระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ออกเป็น 5 ระดับ โดยหากกิจการที่นำมาทดสอบมีการจัดการกำไร การจ่ายเงินปันผล สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและสัดส่วนการ

ถ้อยหุ้ในลักษณะของครอบครัวสูงชันก็จะทำให้ระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้น หากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และกิจกรรมของคณะกรรมการ ได้แก่ การประชุม ในจำนวนที่สูงก็จะสามารถลดระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลลง ผลลัพธ์ของการกรอกแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล แบบประเมินสามารถวิเคราะห์ระดับความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยอัตโนมัติ และแสดงผลลัพธ์และสาเหตุของการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล ได้ดังนี้

<b>ค่าคะแนนระดับ ความไม่สมมาตรของข้อมูล</b>		....
<b>ผลการประเมินการจัดการทำไรที่เกิดขึ้น</b>		ระดับ.....
<b>ระดับผลการประเมิน</b>	<b>ระดับคะแนนที่ได้</b>	เหตุผล.....
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1	
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2	
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3	
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4	
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5	

หากกิจการมีค่าระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลอยู่ในระดับใดตัวแบบประเมินจะให้เหตุผลของการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลตามน้ำหนักค่าตัวแปรตามสมมติฐานในการทดสอบความไม่สมมาตรของข้อมูล

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาค้นคว้าแนวคิดทฤษฎีและทบทวนวรรณกรรมงานวิจัยที่เผยแพร่ทั้งในระดับประเทศและระดับสากล เพื่อนำมาปรับปรุงพัฒนากรอบแนวคิดงานวิจัย โดยผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้บริหาร (Positive Accounting Theory) ทฤษฎีเกี่ยวกับผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ทฤษฎีเกี่ยวกับประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) การจัดการกำไร (Earnings Management) การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน (Financial Reporting Disclosure Quality) การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) เพื่อนำมาวิเคราะห์เป็นปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล และเพื่อกำหนดตัวแปรสำคัญที่เกี่ยวข้อง โดยสามารถแบ่งเป็นหมวดหมู่ตัวแปร ได้แก่ 1) ตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูล 2) ตัวแปรการจัดการกำไร 3) ตัวแปรคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน 4) ตัวแปรการจ่ายเงินปันผล และ 5) ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ในการศึกษาครั้งนี้เป็นงานวิจัยที่นำเสนอในรูปแบบเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) และทำการทบทวนวรรณกรรม บทความ งานวิจัยที่มีการเผยแพร่ เพื่อนำมาศึกษาแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง รวมถึงการศึกษาจากเอกสารอื่นที่มีความเกี่ยวข้อง นำมาพัฒนากรอบแนวคิดและนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ตามกรอบแนวคิดมาวิเคราะห์ โดยใช้สถิติขั้นสูง และเป็นงานวิจัยที่นำเสนอในรูปแบบเชิงคุณภาพ (Qualitative Research) โดยผู้วิจัยได้กำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัย คือบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ทำการเก็บข้อมูลและรวบรวมข้อมูลดังกล่าวจำนวน 6 ปีย้อนหลังตั้งแต่ปี 2557-2562 เพื่อนำมาวิเคราะห์ตามตัวแปรเพื่อหาแนวโน้มจำนวน 5 ปี บริษัทที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ต้องผ่านเกณฑ์และต้องเงื่อนไขตามตัวแปรและมีข้อมูลที่สอดคล้องและสามารถนำมาวิเคราะห์ทางสถิติได้โดยไม่ใช่บริษัทที่ 1) บริษัทจดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์ใหม่

ไม่ปรากฏงบการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างการแก้ไขงบการเงินหรือไม่ได้นำส่งงบการเงิน และบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ ซึ่งอาจจะทำให้เกิดปัญหาในการนำมาเปรียบเทียบเนื่องจากช่วงระยะเวลาการเกิดข้อมูลมีคลาดเคลื่อน และมีระยะเวลาที่มีความแตกต่างกัน

2) บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities Firm) กลุ่มบริษัทธนาคาร (Banking Firm) และกลุ่มบริษัทประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance Firm) เนื่องจากแนวปฏิบัติทางการบัญชีของธุรกิจและการเปิดเผยข้อมูลทางธุรกิจดังกล่าวต่างมีแนวปฏิบัติของธุรกิจและการนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากกิจการกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น หากทำการศึกษากลุ่มดังกล่าวรวมกันอาจทำให้ผลการวิจัยเกิดความผิดพลาดอันเนื่องมาจากข้อแตกต่างทางธุรกิจและการเปิดเผยข้อมูล

3) บริษัทที่นำมาวิเคราะห์ต้องมีงบการเงินและรายงานทางการเงินอื่นครบถ้วนในช่วงระหว่างปี 2557 – 2562 โดยข้อมูลต้องครบถ้วนครอบคลุมตามตัวแปร โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวน 301 บริษัทต่อปี คิดเป็นจำนวนทั้งสิ้น 1,505 บริษัท ที่เข้าข่ายเป็นประชากรและกลุ่มตัวอย่างสำหรับการศึกษานี้ และนำผลการวิเคราะห์เชิงคุณภาพโดยทำการสัมภาษณ์เชิงลึกกับผู้ให้สัมภาษณ์จำนวน 7 ราย เพื่อนำมายืนยันผลการทดสอบสมมติฐานเพื่อให้เกิดความสมบูรณ์มากขึ้น

โดยเนื้อหาในบทที่ 5 นี้ ผู้วิจัยได้ทำการแบ่งการนำเสนอ ออกเป็นจำนวน 4 หัวข้อดังนี้

1. สรุปผลการวิจัย
2. อภิปรายผลการวิจัย
3. ข้อจำกัดในการวิจัย
4. ข้อเสนอแนะ

### สรุปผลการวิจัย

การสรุปผลการวิจัย ผู้วิจัยได้ทำการแบ่งหัวข้อการนำเสนอออกเป็นจำนวน 3 หัวข้อ ประกอบด้วย

คือ

1. ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐาน
2. ผลการวิเคราะห์ทางสถิติพื้นฐานของข้อมูลก่อนทำการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง
3. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา

### สรุปผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

ผลของการวิเคราะห์สถิติขั้นพื้นฐานของข้อมูล โดยสามารถสรุปแสดงค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม และแสดงค่าเฉลี่ยของตัวแปรทุกตัวแปร โดยแยกแต่ละตัวแปรออกเป็นรายปีและรายอุตสาหกรรม ได้ดังนี้

#### 1. ค่าเฉลี่ยของของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม และมีจำนวน 301 บริษัทประกอบด้วย 1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 28 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9.30 2) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร จำนวน 21 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 6.98 3) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จำนวน 30 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9.97 4) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการจำนวน 69 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 22.92 5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรมจำนวน 57 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 18.94 6) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภค จำนวน 28 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9.30 และ 7) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 68 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 22.59

#### 2. ค่าเฉลี่ยของแต่ละตัวแปร โดยทำการแยกออกเป็นรายปี

ค่าเฉลี่ยของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3158 รองลงมาคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3113 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2793 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5971 รองลงมาคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5965 และต่ำที่สุดคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5937 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0691 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0686 และต่ำที่สุดคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0652 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (ZBIND) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4147 รองลงมาคือปี 2561 และ 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4099 และต่ำที่สุดคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4063 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.1628 รองลงมาคือปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.0673 และต่ำที่สุดคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.6794 ตัวแปรของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการ

(DSPLC) ค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6863 รองลงมาคือปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6118 และต่ำที่สุดคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6063 ตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio (DPR) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4265 รองลงมาคือปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4050 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3438 ตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield (DY) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0370 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0287 และต่ำที่สุดคือปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0256 ตัวแปรการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model (EMYOON) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2517 รองลงมาคือปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2481 และต่ำที่สุดคือปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1368 ตัวแปรการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model (EMKOTHARI) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0115 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0032 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0042 ตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดย อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (ABNOR) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2558 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.7238 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6815 และต่ำที่สุดคือปี 2562 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.2680 และความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขายหุ้น (VOLUME) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี 2561 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2406 รองลงมาคือปี 2560 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2143 และต่ำที่สุดคือปี 2559 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0801

### 1.1.3 ค่าเฉลี่ยของแต่ละตัวแปร โดยแบ่งออกเป็นรายอุตสาหกรรม

ค่าเฉลี่ยของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (ZSFAM) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ย 0.3265 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3133 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2923 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (ZSOWN) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ย 0.6442 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6422 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5291 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรองค์ประกอบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน (ZBIS) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ย 0.1064 รองลงมาคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1028 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ

0.0392 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (SBIND) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4424 รองลงมาคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4295 และต่ำที่สุดคือสินค้าอุปโภค มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3723 ตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามกลุ่มตัวแปรโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (ZBACT) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.1721 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.1132 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.6883 ตัวแปรการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่วัดโดยดัชนีการเปิดเผยรายการ (DSPLC) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6462 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6379 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5897 ตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Payout Ratio (DPR) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5233 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5053 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2594 ตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดย Dividend Yield (DY) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0358 รองลงมาคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0345 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0245 ตัวแปรการจัดการกำไรที่วัดโดย Yoon Model (EMYOON) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมทรัพยากร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.3044 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2704 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1231 ตัวแปรการจัดการกำไรที่วัดโดย Kothari Model (EMKOTHARI) มีค่าเฉลี่ยสูงสุดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0474 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0132 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0052 ตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของกิจการ (ABNOR) ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.8328 รองลงมาคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.7648 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0915 และความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนที่สัดส่วนปริมาณการซื้อขายของกิจการ (VOLUME) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2025 รองลงมาคืออุตสาหกรรมสินค้าและอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1641 และต่ำที่สุดคืออุตสาหกรรมบริการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1348

### ผลการวิเคราะห์ทางสถิติพื้นฐานของข้อมูลก่อนทำการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง

ผลการวิเคราะห์สถิติพื้นฐานของข้อมูลก่อนนำมาทำการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้างจากตัวแปรกลุ่มการกำกับดูแลกิจการที่ดี นโยบายการจ่ายเงินปันผล การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน และการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งออกเป็น

1.2.1 การวิเคราะห์การทดสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรที่ใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ของข้อมูลเบ้ไปทางด้านซ้าย (ค่าความเบ้ส่วนใหญ่เป็นลบ) และมีค่าความเบ้อยู่ที่ -0.482 ถึง 0.122 ซึ่งมีค่าอยู่ในช่วงไม่เกิน -3 ถึง 3 และมีความโด่งอยู่ที่ -0.535 ถึง -0.025 ซึ่งมีค่าอยู่ในช่วงไม่เกิน -10 ถึง 10 แสดงให้เห็นได้ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

1.2.2 การพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างแต่ละตัวแปร พบว่าตัวแปรมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีระดับความสัมพันธ์สูง และมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิดขึ้นระหว่าง -0.204 ถึง 0.476 ซึ่งตัวแปรที่มีค่าความสัมพันธ์สูงสุด คือระหว่างตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) ที่วัดโดยผลตอบแทนสะสมเกินปกติและปริมาณการซื้อขายหุ้น ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.476 และค่าความสัมพันธ์ตัวแปรที่ต่ำที่สุด คือตัวแปรความไม่สมมาตรของข้อมูล (INASYM) กับตัวแปรการเปิดเผยข้อมูล ในรายงานทางการเงิน (DISCLOSE) ที่มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.204 ซึ่งมีความสัมพันธ์อยู่ในระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในระดับสูง ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละกลุ่ม ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวมีค่าไม่เกิน 0.9 โดยถือว่าค่าดังกล่าวมีความสัมพันธ์กันไม่มากเกินไป จนทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ภาวะตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมาก (Hair et al., 1998)

1.2.3 การพิจารณาค่าดัชนีความกลมกลืนของโมเดลปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวม พบว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีค่ากลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยโมเดลที่มีสัมประสิทธิ์ในการทำนายสูงสุดแสดงค่าดัชนีความกลมกลืนทั้ง 6 ค่าดัชนี ที่ผ่านเกณฑ์พิจารณาและเป็นที่ได้รับการยอมรับ คือ

1) ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) มีค่าเท่ากับ 1.5383 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจาก ค่าไค-สแควร์สัมพัทธ์มีไม่เกิน 2.0000

2) ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI) มีค่าเท่ากับ 1.0000 แสดงให้เห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องและมีความกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ เนื่องจากมีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป



3) ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนเชิงสัมบูรณ์ (Absolute Fit Index) ทำการพิจารณาถึงค่าดัชนี 2 ดัชนี ได้แก่ ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ได้ค่าเท่ากับ 1.000 และค่าดัชนีวัดความกลมกลืน (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) ได้ค่าเท่ากับ 0.9999 จึงสามารถสรุปได้ว่า โมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืน กับข้อมูลเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นว่าค่าดัชนี GFI และค่าดัชนี AGFI มีค่ามากกว่า 0.9000 ขึ้นไป

4) ค่าดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองในการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) มีค่าเท่ากับ 0.0190 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยค่าดัชนี RMSEA มีค่าน้อยกว่า 0.0500 ลงมา

5) ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องและความกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน โดยใช้ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนที่เหลือจากค่ามาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) มีค่าเท่ากับ 0.0120 แสดงให้เห็นว่าโมเดลที่ปรากฏมีความสอดคล้องและความกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ เนื่องจากแสดงค่าที่น้อยกว่า 0.0500 ลงมา

#### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการ ที่ดีที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
5. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์
6. เพื่อนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสำหรับผู้มีส่วนได้เสียใช้ประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ

จากผลการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีต่าง ๆ และทำการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล พบปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ได้แก่ การจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การจ่ายเงินปันผล และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ กิจกรรมของคณะกรรมการ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ในลักษณะครอบครัว และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นได้ และสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันสามารถนำมาสรุปผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ได้ดังต่อไปนี้

**ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

การจัดการกำไรที่ใช้ผลรวมของค่ามาตรฐานเฉลี่ยที่ประกอบไปด้วย ตัวแปรการจัดการกำไรที่วัดจาก Kothari Model และ โมเดล Yoon Model จากการศึกษาพบว่าการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลผ่านการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และสัดส่วนการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ จากการศึกษาพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างดังกล่าวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ พบว่ามีอิทธิพลทางตรงเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่ไม่พบอิทธิพลทางตรงของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครั้ว และสัดส่วนการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของ จากการศึกษาพบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างดังกล่าวมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลผ่านการจัดการกำไรและคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ พบว่ามีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่ไม่พบอิทธิพลทางอ้อมของการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนของนักลงทุนสถาบัน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างคณะกรรมการที่วัดโดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ใช้ดัชนีการเปิดเผยข้อมูล ที่มีองค์ประกอบของดัชนี 5 องค์ประกอบ ได้แก่ 1) การเปิดเผยด้านกลยุทธ์ 2) การเปิดเผยการแข่งขันและแนวโน้ม 3) การเปิดเผยกระบวนการผลิต 4) การเปิดเผยกลยุทธ์ทางการตลาด และ 5) การเปิดเผยทรัพยากรบุคคล จากการศึกษาพบว่า คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

**ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 4 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

การจ่ายเงินปันผลที่ใช้ผลรวมของค่ามาตรฐานเฉลี่ยที่ประกอบไปด้วย อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทน จากการศึกษาพบว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### **ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 5 เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์**

ผลของการศึกษาพบว่าปัจจัยที่ประกอบไปด้วย การจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ โดย การจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจ และการจ่ายเงินปันผลจะมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ในขณะที่คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการจะมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 1 ถึง 4

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีลักษณะ โครงสร้างกรรมการที่มีกิจกรรมคณะกรรมการมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบส่งผ่านการจัดการกำไร ไปยังความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีความเสี่ยงมีลักษณะ โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่อำนาจจากสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกส่งผ่านการจัดการกำไร ไปยังความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ การจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกส่งผ่านการเปิดเผยข้อมูลไปยังความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกส่งผ่านการจ่ายเงินปันผลไปยังความไม่สมมาตรของข้อมูลที่วัดจากสัดส่วนปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกับผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 1 ถึง 4

### **ผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 6 เพื่อนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล**

การศึกษารองปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้นำผลการวิเคราะห์จากวัตถุประสงค์การศึกษาทั้ง 4 ข้อข้างต้น ประกอบกับค่าสถิติที่ได้จากงานวิจัย ที่มีอิทธิพลทางตรงและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล นำมาออกแบบประเมินความไม่สมมาตรของบริษัทจดทะเบียน จากการนำข้อมูลตามสมการของความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ได้จากการศึกษาผ่านค่าสถิติที่มีนัยสำคัญ และจากผลการวิเคราะห์วิจัยเชิงคุณภาพจากการสัมภาษณ์ผู้เชี่ยวชาญนำมาพัฒนาเป็นต้นแบบประเมินความ ไม่สมมาตรของข้อมูลตามภาคผนวก

เพื่อใช้ในประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นเพื่อประกอบการตัดสินใจ เป็นแนวทางในการประเมินความเสี่ยงของการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลของผู้ที่สนใจใช้แบบประเมินพึงระวัง รวมถึงเป็นแนวทางและข้อเสนอแนะเกี่ยวกับข้อพึงระวังถึงปัจจัยต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาตัวแปรต่างๆ ที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล และแสดงให้เห็นปัจจัยใดที่อาจเป็นความเสี่ยงที่เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล

### อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจะทำการอภิปรายผลตามสมมติฐานที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัย ในครั้งนี้

#### สมมติฐานกลุ่มที่ 1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยที่เกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลทางบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล เช่นเดียวกับ Richardson (2000, pp. 325-347), Scott (2003, pp. 15-20), Chang et al. (2008, pp. 1-55), Lasdi (2013, pp. 325-338), Dai et al. (2013, pp. 187-209), Comier et al. (2013, pp. 26-38) และ Abad et al. (2016, pp. 1-27) พบว่า การบิดเบือนในเรื่องของกำไรที่ผ่าน ดุลยพินิจในรายการคงค้างซึ่งเกิดจากการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารภายใน ไม่ว่าจะเป็นการใช้นโยบายการบัญชีที่ส่งผลทำให้กำไรปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลง การปกปิดรายการคงค้างบางรายการ เป็นการบิดเบือนข้อมูลทำให้งบการเงินได้แสดงผลเป็นไปตามผู้บริหารภายใน ต้องการ นักลงทุนภายนอกหรือผู้มีส่วนได้เสียภายนอกจะไม่ทราบถึงรายละเอียดของรายการ คุณภาพของรายการที่ปรากฏออกมาในงบการเงินไม่ทราบถึงแรงจูงใจในการนำเสนอข้อมูลในรายงานการเงินที่เกิดขึ้นจากการตัดสินใจของผู้บริหารภายในและผู้มีส่วนได้เสียภายนอกจะรับรู้แต่เพียงข้อมูลที่นำเสนอที่เป็นสาธารณะเท่านั้น เป็นผลทำให้ผู้บริหารสามารถเพิ่มการปฏิบัติการจัดการกำไรสูงขึ้นตาม การทำให้กำไรปรับตัวสูงขึ้นตามที่ต้องการได้ เป็นไปตามงานวิจัยของ Bhattacharya et al. (2012, pp. 449-482) และ Cerqueira and Pereira (2015, pp. 638-661) ที่พบว่าการจัดการกำไรเป็นองค์ประกอบหนึ่งที่สำคัญของการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลขึ้น รูปแบบของการใช้ประโยชน์จากนโยบายบัญชีตามมาตรฐานการบัญชีที่เปิดช่องให้กระทำได้ การใช้ประโยชน์

จากองค์ประกอบจากเกณฑ์คงค้างผสมกับการนำเสนอข้อมูลที่เป็นเท็จ ส่งผลก่อให้เกิดการขาดความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่ปรากฏไม่มีคุณภาพเป็นการจัดการกำไรและนำไปสู่ความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้น Chu and Song (2010, pp. 1-21) ได้ให้เหตุผลไว้ว่าถึงแม้ว่าการบัญชีต้องปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไป การรับรู้รายการคงค้างที่ผ่านดุลยพินิจของฝ่ายบริหารแล้วนำเสนอออกไป ส่งผลทำให้เกิดการขยายผลการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นหรือการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการซื้อขาย ที่เอื้อประโยชน์ให้กับผู้ที่ได้รับรู้ข้อมูลภายในได้เปรียบกว่าผู้มีส่วนได้เสียภายนอกที่รับรู้ข้อมูลเฉพาะที่นำเสนอเท่านั้น ซึ่งจะพบมากในตลาดที่มีการแข่งขันกันอย่างไม่สมบูรณ์ และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพที่พบว่าการจัดการกำไรเป็นการบิดเบือนข้อเท็จจริงของข้อมูลที่น่าไปสู่ความไม่สมมาตรของข้อมูล

### **สมมติฐานกลุ่มที่ 2 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง หากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kanagaretan et al. (2007, pp. 497-522), Cai et al. (2009, pp. 1-37), Elbadry et al. (2010) และ Elbadry et al. (2015, pp. 127-157) พบว่าประสิทธิภาพของการกำกับดูแลที่ดีและผลการวิจัยก็พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดโอกาสในการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเนื่องจากการกำกับดูแลที่ดีกิจการเน้นให้กิจการกระทำและรักษาผลประโยชน์ของนักลงทุน เพื่อให้เกิดความเชื่อมั่น ความโปร่งใสให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่วัดโดยกิจกรรมของคณะกรรมการ (Board Activity) จะมีอิทธิพลและส่งผลทางลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเพียงอย่างเดียว เป็นผลทำให้กิจการที่มีการจัดประชุมบ่อยครั้งและรายงานผลการประชุมอยู่เสมอสม่ำเสมอทำให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป และถ้าหากการกำกับดูแลกิจการที่ดีอยู่ในโครงสร้างของกิจการที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership) และสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นหรือการกระจุกตัวของเจ้าของ (Ownership Concentration) มักจะมีการร่วมกลุ่มกันและมีวัตถุประสงค์ร่วมกันและได้ประโยชน์ร่วมกัน ทำให้เกิดความไม่สมมาตรขึ้นภายในกิจการเพื่อเอื้อประโยชน์ให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการ การนำเสนอข้อมูลข่าวสารก็จะถูกกลั่นกรองจากผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการ หรือผู้ถือหุ้นที่มีตำแหน่งงานภายในกิจการได้ใช้ประโยชน์หรือรับรู้ข้อมูลข่าวสาร

ก่อนภายนอก (Fama & Jensen, 1983, pp.327-349; Morck et. al., 1988, pp.239-315; Shleifer & Vishny, 1989, pp.123 - 139; Wang, 2008, pp. 112- 134; Eng & Mak, 2003, pp. 325-345; Davidson et. al., 2005, pp. 217-267; Petersen & Plenaborg, 2006, pp.127-149; Wang et. al., 2008, pp. 112-134; Elbadry et al., 2010; Alves, 2011, p. 70; Gonzalez and Meca, 2013, pp. 419 -440; Salehi et al., 2014, p. 1831; Jamalinesari and Soheili, 2015, pp. 505-509)

และผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานย่อย ดังต่อไปนี้

### **สมมติฐานที่ 2.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ หากองค์กรมีผู้มีส่วนได้เสียที่มีอำนาจก็จะส่งผลต่อการบริหารจัดการตามโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีการใช้อำนาจดังกล่าวนี้ เพื่อผลประโยชน์ส่วนตน โครงสร้างที่มีผู้ถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีแนวโน้มในการได้รับข้อมูลที่สร้างความได้เปรียบมากกว่าผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jensen (1986, pp. 323-329), Morck et. al. (1988, pp. 293-315), La Porta et. al. (1999, pp. 3-5) และ Francis et. al. (2005, pp. 295-327) ที่พบว่าแนวโน้มของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีแนวโน้มจะเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลได้สูง เนื่องจากการเอื้อประโยชน์ส่วนตนหรือได้การได้รับข้อมูลภายในที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจที่ได้เปรียบ และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพที่พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจมีส่วนที่จะสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้น เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียที่มีอำนาจสามารถเข้าไปกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยการเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารจากการแต่งตั้ง ทำให้ความโปร่งใสลดน้อยถอยลงไป และสร้างความได้เปรียบเสียเปรียบเกิดขึ้น

### **สมมติฐานที่ 2.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการกระจุกตัวมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตาม

สมมติฐาน กล่าวคือ หากกิจการมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในจำนวนมากมีกลุ่มบุคคลที่ผูกขาดในการถือหุ้นของกิจการในกลุ่มใหญ่ก็จะทำให้กลุ่มบุคคลตาม โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลนั้นเข้ามา มีอำนาจตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีอิทธิพลต่อการกำหนดแนวทางและกลยุทธ์ขององค์กร ซึ่งจะสร้างความได้เปรียบในการควบคุมดำเนินกิจการตามกลยุทธ์ที่จะเอื้อประโยชน์ส่วนตน แม้ไม่ได้เข้าไปบริหารจัดการกิจการ โดยตรงก็มีการแต่งตั้งตัวแทนที่เข้าไปบริหารงานแทนคนที่สามารถครอบงำหรือกำหนดกลยุทธ์ให้เป็นไปตามที่ต้องการได้ ซึ่งสอดคล้องงานวิจัยของ Kanagaretnan et al. (2007, pp. 497-522), Elbadry et al. (2015, pp. 127-157), Alves, (2011, p. 70), Salehi et al. (2014, p. 1830) และ Jamalinesari and Soheili (2015, pp. 505-509) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพที่พบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจจะส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล จากการใช้อิทธิพลที่สร้างโอกาสและความได้เปรียบต่อกลุ่มบุคคลใดบุคคลหนึ่ง

### **สมมติฐานที่ 2.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือนักลงทุนสถาบันไม่มีส่วนที่ทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป เนื่องจากสัดส่วนนักลงทุนสถาบันเป็นเพียงกลุ่มนักลงทุนที่แสวงหาผลตอบแทน และไม่ได้มีส่วนเข้าไปบริหารจัดการกิจการ โดยตรงยังอาศัยตัวแทนในการดำเนินกิจการแทนตน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rahimian et al. (2009, pp. 86-71) นักลงทุนสถาบันเป็นเพียงกลุ่มการลงทุนที่ไม่มีส่วนเข้าไปกำหนดกลยุทธ์และนโยบายโดยตรง

### **สมมติฐานที่ 2.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ สัดส่วนของคณะกรรมการไม่มีส่วนทำให้เกิดความสมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น เนื่องจากการจัดตั้งคณะกรรมการอิสระเป็นเพียงการกำหนดกลุ่มบุคคลเข้ามาทำหน้าที่โดยอิสระ และมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายและพิจารณากลยุทธ์ไม่มีส่วนร่วมในการบริหาร



กิจการโดยตรงจึงไม่สามารถควบคุมตัวแทนหรือผู้ปฏิบัติตามนโยบายให้ดำเนินกิจการได้โดยตรง สอดคล้องงานวิจัยเชิงคุณภาพและงานวิจัยของ Siregar & Bachtar (2005, pp. 241-252)

### **สมมติฐานที่ 2.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างของคณะกรรมการที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ หากกิจการมีกิจกรรมของคณะกรรมการจะช่วยทำให้เกิดการติดตามตรวจสอบเรื่องการดำเนินงานของฝ่ายบริหารว่าเป็นไปตามกลยุทธ์หรือไม่ อีกทั้งทุกครั้งที่มีการประชุมเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารหรือเรื่องสำคัญต่อการตัดสินใจจะมีการรายงานข้อมูลข่าวสารวาระในการประชุมทำให้ผู้มีส่วนได้เสียได้รับทราบข้อมูลที่อาจจะสำคัญต่อการตัดสินใจ ทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไปสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ และงานวิจัยของ Kanagaretnam et al. (2007, pp.497-522), Cai et al. (2009, pp. 1-37) และ Ajina et al. (2013, pp. 660-675)

### **สมมติฐานกลุ่มที่ 3 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรที่ส่งผ่านต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลทำให้การจัดการกำไรลดลงและส่งผ่านไปยังความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยเป็นการติดตามตรวจสอบกิจกรรมการบริหารจัดการเพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดขึ้นและเกิดความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจและจะช่วยลดโอกาสที่เกิดการบริหารจัดการกำไร Niu (2006, pp. 302-327) และ Man and Wong (2013, pp. 391-418) ได้ศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีผลต่อคุณภาพของกำไรทางบัญชีซึ่งพบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้รายการคงค้างที่ไม่ปกติน้อยลงและยังเพิ่มประสิทธิภาพของผลตอบแทนที่ดี เป็นเครื่องชี้วัดได้ว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นเครื่องมือที่มีความสำคัญในการพัฒนาคุณภาพรายงานทางการเงิน การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือที่ช่วยกำจัดการจัดการกำไร และพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ และการที่คณะกรรมการใส่ใจและสนใจมีกิจกรรมในการทำให้เกิดความโปร่งใสก็จะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป นอกเหนือจากนั้นการจัดการกำไรจะมี

เพิ่มขึ้นและความไม่สมมาตรของข้อมูลก็จะสูงขึ้นหากกิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างที่เอื้อต่อประโยชน์ส่วนตน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการจัดการกำไร ถ้าหากกิจการมีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี จะช่วยให้เกิดการควบคุมและลดปัญหาคอรัปชั่น และเพิ่มประสิทธิภาพของการรายงานทางการเงิน (Cornett et al., 2009, pp. 412-430; Gonzalez & Meca, 2013, pp. 419-440; Malik, 2015, pp. 37-87; Liu and Lu, 2007, pp. 881-906) และสอดคล้องกับ Siregar & Bachtiar (2005, pp. 241-252) และ Wiyadi et al. (2015, pp. 54-61) พบว่าความสัมพันธ์ของความไม่สมมาตรของข้อมูลในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไร เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นตัวชี้วัดการจัดการกำไร และการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะช่วยลดการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้าง

และผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานย่อยดังต่อไปนี้

### **สมมติฐานที่ 3.1** สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรที่พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ หากโครงสร้างการถือหุ้นที่สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวอาจจะมีนำมาซึ่งการแต่งตั้งตัวตัวแทนเข้าไปบริหารจัดการในธุรกิจนอกเหนือจากการมีอำนาจในการกำหนดกลยุทธ์และวางแผน อาจจะมีอำนาจในการบริหารจัดการหากได้รับตำแหน่งภายในด้วย นำมาซึ่งการใช้อำนาจและการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างหรือบิดเบือนตัวเลขทางการบัญชีให้เป็นไปตามที่ต้องการในเรื่องของผลประโยชน์ส่วนตนหรือตอบสนองต่อความพึงพอใจของผู้มีส่วนได้เสียที่ได้รับประโยชน์จากการบิดเบือนดังกล่าว ในด้านข้อมูลและตัวเลขภายในที่สำคัญต่อการวางแผนการตัดสินใจ อีกทั้งยังเป็นการเพิ่มความไม่สมมาตรของข้อมูลให้เกิดขึ้นด้วยซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Siregar & Bachtiar (2005, pp. 241-252), Abed et al. (2012, pp. 78-85), Gonzalez and Meca (2013, pp. 419-440) และ Malik (2015, pp. 37-87) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

### สมมติฐานที่ 3.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรที่พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ หากโครงสร้างการถือหุ้นที่สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจำนวนมากอาจจะนำมาซึ่งการใช้อำนาจในการควบคุมกำหนด กลยุทธ์และนโยบายการวางแผนเพื่อประโยชน์เฉพาะกลุ่ม อาจจะมีการร่วมกลุ่มกันเพื่อประโยชน์ส่วนตนและใช้ประโยชน์จากอิทธิพลดังกล่าวนี้หรือนำซึ่งการแทรกแซงในการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างหรือบิดเบือนตัวเลขทางการบัญชีให้เป็นไปตามที่ต้องการในเรื่องของผลประโยชน์ส่วนตนหรือตอบสนองต่อผลประโยชน์ที่ได้รับจากการบิดเบือนตัวเลขหรือการจัดการกำไรให้เป็นในทิศทางที่ต้องการ Siregar & Bachtiar (2005, pp. 241-252), Kanagaretnam et al. (2007, pp.497-522), Abed et al. (2012, pp. 78-85), Gonzalez and Meca (2013, pp. 419-440), Malik (2015, pp. 37-87) และ ปิยะณัฐ ฤณพุทธคม (2561) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพการใช้อิทธิพลต่อกลุ่มผู้มีส่วนได้เสียที่มีอำนาจควบคุมก็จะนำมาสู่การเกิดขึ้นของความไม่สมมาตรของข้อมูลเช่นเดียวกัน

### สมมติฐานที่ 3.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรที่พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนสถาบันเป็นเพียงกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ได้มีอำนาจเข้ามาควบคุมดูแลหรือดำเนินงานกิจการโดยตรงอาศัยตัวแทนในการบริหารจัดการแทนตน จึงไม่มีผลต่อการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างและบิดเบือนตัวเลขของผู้บริหาร ทำให้ไม่สามารถลดการจัดการกำไร และทำให้ความไม่สมมาตรของกิจการลดลงไป สอดคล้องกับงานวิจัยของ Yang et. Al. (2009, pp. 332-353), Guo & Ma (2015, pp. 2015), Meiryani (2015, pp. 573-584) และ ปิยะณัฐ ฤณพุทธคม (2561, หน้า 218-235) และ สอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

### สมมติฐานที่ 3.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่มีคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรที่พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ คณะกรรมการอิสระไม่มีส่วนได้เสียต่อผลประโยชน์ของกิจการโดยตรงกรณีคณะกรรมการอิสระจำนวนมากทำให้เพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการติดตามและตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายบริหารตามกลยุทธ์และนโยบายขององค์กรเพื่อผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสีย จะมีส่วนในการลดทอนอำนาจในการใช้ดุลยพินิจในกิจการลงไป ช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรให้ลดลงไป และเกิดความโปร่งใสมากขึ้น เนื่องจากการส่งเสริมความแข็งแกร่งในการติดตามและตรวจสอบ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama (1970, pp. 383-417), Abed et al. (2012, pp. 78-85), Gonzalez and Meca (2013, pp. 419-440), Ramachandran et al. (2014, pp. 1-20) และ Malik (2015, pp. 37-87) แต่สัดส่วนคณะกรรมการอิสระไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2.4

### สมมติฐานที่ 3.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อการจัดการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่มีกิจกรรมของกรรมการมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรที่พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือกิจการที่มีโครงสร้างกรรมการที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการจำนวนมากเช่นการประชุมจะช่วยให้การติดตามตรวจสอบ และรายงานผลและช่วยรายงานข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น ช่วยทำให้เกิดการติดตามตรวจสอบการดำเนินงานของฝ่ายบริหารลดการใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไรลงเนื่องจากมีกระบวนการติดตามตรวจสอบและรายงานผลค่อนข้างมาก ช่วยก่อให้เกิดความโปร่งใสและช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียมีโอกาสได้รับข้อมูลที่เท่าเทียมและอยู่ภายใต้ข้อเท็จจริง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Niu (2006, pp. 302-327), Kanagaretnam et al. (2007, pp.497-522), Yang et. Al. (2009, pp. 332-353) และ Gonzalez and Meca (2013, pp. 419-440) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

#### **สมมติฐานกลุ่มที่ 4 ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินและมีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลและส่งผลกระทบท่อการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ส่งผ่านต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่า เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะส่งผลให้มีการสนับสนุนให้เปิดเผยข้อมูล หรือการที่กิจการมีกิจกรรมที่แสดงให้เห็นถึงความโปร่งใสและช่วยขจัดความไม่สมมาตรของข้อมูลไป ในทางตรงกันข้ามหากกิจการมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีความเสี่ยงต่อการเอื้อประโยชน์ส่วนบุคคล ก็จะทำให้เกิดการปกปิดข้อมูลและทำให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลน้อยก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งพบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bushman & Smith (2003, pp. 65-87) ได้ศึกษาบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีต่อบัญชีการเงินของกิจการ ซึ่งพบว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้เกิดการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีความโปร่งใส ซึ่งจะเป็นการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง ไป และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Eng & Mak (2003, pp. 325-345), Pellisserry (2012, pp. 1-9) และ Hasan et al. (2013, pp. 109-119) พบว่า การเปิดเผยข้อมูลที่มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลจะเป็นตัวชี้วัดการบริหารจัดการของผู้บริหารที่ดี การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้เกิดการรายงานผลและเปิดเผยข้อมูลที่มีประสิทธิภาพ โดยการเปิดเผยข้อมูลถูกประยุกต์โดยการควบคุมบริหารจัดการที่ดี การรายงานทางการเงินของกิจการจะเป็นเครื่องชี้วัดว่ากิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีและมีความโปร่งใส แต่ถ้าหากการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างที่มีโอกาสเอื้อประโยชน์ส่วนบุคคลจะทำให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลลดลงก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Myring & Shortridge, 2010, pp. 103-110; Hasan et. al., 2013, pp. 109-119; Fathi, 2013, pp.95-111; Raithatha & Bapal, 2014, pp. 874-889)

#### **สมมติฐานที่ 4.1 สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลและส่งผลกระทบท่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่า เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีภายใต้โครงสร้างผู้ถือหุ้นในลักษณะครอบครัวจนถึงระดับที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญจะส่งผลต่อความโปร่งใสของข้อมูล เนื่องจากหากการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัวดังกล่าวอยู่ในระดับที่มี

อิทธิพล อาจจะสร้างอำนาจในการควบคุมและการรับรู้ข้อมูลที่ได้เปรียบหากสามารถเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการ และมีแนวโน้มในการใช้ประโยชน์ดังกล่าวในการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์และมีอิทธิพลต่อการเปิดเผยเรื่องที่สำคัญในรายงานทางการเงิน ส่งผลต่อคุณภาพของการเปิดเผยรายงานทางการเงินที่ลดลง โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจอาจจะนำมาสู่การลดทอนคุณภาพการเปิดเผยรายงานทางการเงิน อาจมีการใช้อำนาจในการไม่นำเสนอข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจ และมีคุณภาพ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Eng & Mak (2003, pp. 325-345), Hasan et al. (2013, pp. 109-119), Fathi (2013, pp.95-111) และ Raithatha & Bapat (2014, pp. 874-889) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

#### **สมมติฐานที่ 4.2 สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัวมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือหากโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจนอยู่ในระดับที่มีอิทธิพลมีแนวโน้มให้การกำกับดูแลกิจการที่ดีอ่อนแอลงไป เนื่องจากอาจจะมีโอกาสในการใช้อำนาจในการควบคุมการกำกับดูแลกิจการที่ดีควรมีการโปร่งใสและเอื้อประโยชน์ส่วนตนหรือกลุ่มของตน การนำเสนอข้อมูลในรายงานทางการเงินอาจจะไม่ได้นำเสนอข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจหรือที่มาของตัวเลขของกิจการที่เพียงพอ ส่งผลทำให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลง และหากข้อมูลดังกล่าวมีความสำคัญต่อการตัดสินใจจะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้นด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Eng & Mak (2003, pp. 325-345), Hasan et al. (2013, pp. 109-119), Fathi (2013, pp.95-111) และ Raithatha & Bapat (2014, pp. 874-889) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

#### **สมมติฐานที่ 4.3 สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีนักลงทุนสถาบันจะส่งผลทำให้

เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีและส่งผลให้เกิดความโปร่งใสของข้อมูลเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากกลุ่มนักลงทุนสถาบันจะนำเงินทุนจากผู้ลงทุนมาวางแผนการลงทุนในกิจการที่ให้ผลตอบแทนที่ดี หากนักลงทุนสถาบันดังกล่าวมีส่วนการถือหุ้นที่อยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญก็จะทำให้มีโอกาสเข้ามาควบคุมและทำให้เกิดความโปร่งใส รวมทั้งยังส่งเสริมให้เปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นต่อการตัดสินใจและข้อมูลที่เป็นประโยชน์เพื่อให้ผู้ที่ลงทุนผ่านนักลงทุนสถาบัน ได้มองเห็นทิศทางการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน จึงทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินดีขึ้น และช่วยลดความไม่สามาถของข้อมูลที่เกิดขึ้นลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Eng & Mak (2003, pp. 325-345) และ Dembo & Rasaratnam (2014, p. 163) แต่ส่วนนักลงทุนสถาบันไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2.3

#### **สมมติฐานที่ 4.4 คณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่มีคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบว่าไม่เป็นไปตามสมมติฐาน เนื่องจากคณะกรรมการอิสระไม่ได้มีส่วนร่วมในการบริหารกิจการโดยตรงมีแต่อำนาจในการติดตามและช่วยในการกำหนดนโยบาย ส่วนในการนำเสนอข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะจะขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของฝ่ายบริหารตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย คณะกรรมการจึงไม่มีอำนาจหน้าที่ในการตัดสินใจในเรื่องดังกล่าวจึงไม่มีผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูล และทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไปสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hasan et al. (2013, pp. 109-119), Fathi (2013, pp. 95-111) และ Raithatha & Bapat (2014, pp. 874-889) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

#### **สมมติฐานที่ 4.5 กิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่มีกิจกรรมของคณะกรรมการมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน เนื่องจากกิจกรรมของคณะกรรมการดังกล่าวเช่น การประชุม จะเป็นตัวช่วยให้เกิดความโปร่งใสเนื่องจากข้อกำหนดการประชุมจะมีการเปิดเผยเรื่องที่ประชุมต่อสาธารณะ และมีการแถลงข่าวการประชุมก่อนวันประชุมและรายงานผลการประชุมของคณะกรรมการ

ไว้ หากเรื่องที่ประชุมดังกล่าวมีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนก็จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียรับรู้ข้อมูลที่เปิดเผยได้ดี ส่งผลต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพหรือการประชุมในเรื่องที่สำคัญที่มีอยู่ในรายงานทางการเงินก็จะส่งผลให้เกิดผลดีแก่ผู้มีส่วนได้เสียทุกภาคส่วนหากได้รับการเผยแพร่ จะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป สอดคล้องกับงานวิจัยของ Menom & Williams (1994, 121-139), Adams (2003, pp. 22-23) และ Lara et al. (2009, pp. 161-201) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

#### **สมมติฐานกลุ่มที่ 5 ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือคุณภาพในการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลและส่งผลทางลบกับความไม่สมมาตรของข้อมูล การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีคุณภาพจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลจะช่วยทำให้เกิดความโปร่งใสและเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนที่ได้รับข้อมูล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fu et al. (2012, pp. 132-149) และ Gajewski & Li (2015, pp. 1-10) ที่พบว่า การเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินยิ่งเปิดเผยมากขึ้นก็จะลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไปอีกทั้งยังลดต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย การเปิดเผยข้อมูลที่มีความถี่ของการรายงานทางการเงินจะเป็นประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสียและเป็นทางเลือกที่ดีในการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล การเปิดเผยข้อมูลจะช่วยลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง ซึ่งแสดงถึงความโปร่งใสในการนำเสนอสารสนเทศ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลจะเพิ่มคุณค่าของเครื่องมือที่ใช้ประกอบการตัดสินใจ ความน่าเชื่อถือของข้อมูล การรายงานข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้ใช้ และผู้มีส่วนได้เสียทั้งภายในและภายนอก จะทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงเพิ่มคุณค่าให้แก่กิจการ (Petersen & Plenborg (2006, pp.127-149), Moerman (2010, pp. 1-62), Saini (2010, pp. 1-100), Shroff et al. (2013, pp. 1-59), Palazzo and Zhang (2017, pp. 37-40) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ



### สมมติฐานกลุ่มที่ 6 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน พบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ แรงจูงใจของผู้บริหารที่มีผลตามทฤษฎี Positive Accounting Theory ผู้บริหารจะเลือกใช้เครื่องมือทางการบัญชีที่เอื้อประโยชน์ให้แก่ตนเองหากมีส่วนได้เสียต่อตัวเลขในงบการเงินที่มีการเผยแพร่ นำมาสู่การใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างและวิธีการบัญชีในการบิดเบือนตัวเลขให้เป็นไปตามทิศทางที่ต้องการ หากมีการบิดเบือนตัวเลขทางการบัญชีก็จะทำให้คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินลดลงเนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียที่ไม่มีส่วนร่วมในการตัดสินใจในการเผยแพร่ข้อมูลหรือรับรู้ข้อมูลตามข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lobo & Zhou (2001, pp. 1-20), Jans et al. (2008, pp. 1-16), Hutton et al. (2007 p. 4), Jo (2007, pp. 1-47), Riahi & Ben Arab (2011, pp. 47-59), Nooraisah (2012, pp 1-437) และ Ohadi & Shamsjahan (2013, pp. 223-227) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

### สมมติฐานที่ 6.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อส่งผ่านคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ส่งผ่านต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือหากเกิดการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารโดยการบิดเบือนข้อเท็จจริงเกี่ยวกับข้อมูลทางการเงินและด้านบัญชีก็จะส่งผลต่อความโปร่งใสของข้อมูลหรือคุณภาพของข้อมูลที่สะท้อนสถานะเศรษฐกิจปัจจุบันขององค์กร หากมีการจัดการกำไรก็จะส่งทำให้คุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลลดลงไป หากกิจการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจที่มีคุณภาพก็อาจจะช่วยลดโอกาสในการจัดการกำไรให้ลดลงไปได้เช่นเดียวกัน กิจการที่มีการจัดการกำไรก็จะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมมาตรข้อมูลด้วยเช่นกันเป็นไปตามสมมติฐานข้อที่ 1 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lobo & Zhou (2001, pp. 1-20), Hutton et al. (2007 p. 4), Osma & Saorin (2011, pp. 187-208), Riahi & Ben Arab (2011, pp. 47-59), Purwanti & Kurniawan (2013, pp. 98-107), Bazrafshan et al. (2015, pp. 1-28) และ Lo et al. (2017, pp. 1-25) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

### สมมติฐานกลุ่มที่ 7 ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลและส่งผลกระทบท่อความไม่สมมาตรของข้อมูลพบว่า เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงและส่งผลทางบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล นโยบายการจ่ายเงินปันผลควรถูกกำหนดจ่ายจากผลตอบแทนของโครงการ การเปิดเผยข้อมูลแหล่งที่มาของเงินปันผลจะลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลง แต่การจ่ายเงินปันผลในจำนวนมากหรือหลายครั้งจะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล และผู้มีส่วนได้เสียภายในส่วนใหญ่จะทราบมูลค่ากิจการที่แท้จริงและนโยบายการลงทุนและผลตอบแทนก่อนนโยบายการลงทุนมากกว่าผู้มีส่วนได้เสียภายนอก การรับรู้ผลตอบแทนจากโครงการลงทุนที่นำมาจ่ายเงินปันผลก็จะสะท้อนมูลค่าและแหล่งที่มาของการจ่ายผลตอบแทนดังกล่าวซึ่งเป็นประโยชน์แก่ผู้ได้รับผลตอบแทนในการคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตของกิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Okpara (2010, pp. 212-220) พบว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลและความไม่สมมาตรของข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลในการปกปิดข้อมูลบางอย่าง การจ่ายเงินปันผลอาจจะเป็นวิธีการเบี่ยงเบนความสนใจและเป็นการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียเนื่องจากเป็นผลตอบแทนที่สัมผัสได้โดยตรง แต่ในแง่ของความมั่งคั่งที่แท้จริงกิจการต้องมีกระแสเงินสดสำหรับนำไปลงทุนบางส่วน เช่นเดียวกับ Zare et al. (2013, pp. 445-463), Sahar & Mayahi (2014, pp.30-35) และ Ziabari et al. (2014, pp. 615-623) พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและให้เหตุผลว่ากิจการมีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูงก็จะใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล ผู้บริหารภายในได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล ก็จะทำให้ใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่ตนทราบเพื่อกำหนดนโยบายในการถือหุ้นของตนเอง ที่ผันไปตามราคาตลาดหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงปริมาณ

### สมมติฐานกลุ่มที่ 8 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลกระทบท่อการจ่ายเงินปันผลพบว่า เป็นไปตามสมมติฐาน กล่าวคือ หากฝ่ายบริหารต้องการรักษาความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้เสียก็จะตระหนักถึงการจ่ายผลตอบแทนที่เห็นเป็นรูปธรรมแก่ผู้มีส่วนได้เสียตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียหรือหากผู้บริหารได้รับผลตอบแทนจากผลการดำเนินงานของกิจการก็จะส่งแรงกระตุ้นในการจัดการ

กำไร ซึ่งฝ่ายบริหารส่วนใหญ่จะมีแนวคิดว่าการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้มีส่วนได้เสียที่เป็นเจ้าของกิจการในรูปแบบเงินปันผลเป็นผลตอบแทนที่แสดงถึงศักยภาพของการดำเนินงานกิจการอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ผู้บริหารเกิดแรงกระตุ้นในการใช้ดุลยพินิจในการจัดการกำไรมากขึ้นเพื่อให้ผลการดำเนินงานสูงขึ้นเพื่อนำมาจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kato et al. (2002, pp. 1-20) Savov (2006, pp. 198-236), Edelstein (2007, pp. 1-40), Hossein et al. (2014, pp. 206-219), Liu & Espahbodi (2014, pp. 501-528), Im et al. (2015, pp. 33-39), Chansarn & Chansarn (2016, pp.307-328) และ Aladwan (2019, pp. 691-707) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

### **สมมติฐานที่ 8.1 ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเมื่อส่งผ่านการจ่ายเงินปันผล**

ผลการทดสอบสมมติฐานปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลพบว่าเป็นไปตามสมมติฐานเป็นไปตามสมมติฐานที่ 1, 7 และ 8 การจัดการกำไรเป็นการบิดเบือนข้อเท็จจริงของข้อมูลทางการบัญชีและตัวเลขทางการเงิน หากฝ่ายบริหารต้องการจ่ายผลตอบแทนเพื่อแสดงศักยภาพในการบริหารจัดการ ก็อาจจะมีการใช้ดุลยพินิจในการบิดเบือนตัวเลขกำไรสำหรับการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น และหากมีการจัดการกำไรเกิดขึ้นก็จะส่งผลกระทบต่อเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเช่นเดียวกันเนื่องจากการบิดเบือนตัวเลขทางการเงินที่ผู้มีส่วนได้เสียภายในที่มีอำนาจในการควบคุมดูแลการจัดการ และการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจากการจัดการกำไรก็จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียภายนอกไม่สามารถรับรู้ข้อมูลหรือมูลค่าที่แท้จริงของผลตอบแทนดังกล่าว หรือมูลค่าของกิจการที่แท้จริงก็จะแสดงถึงการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Savov (2006, pp. 198-236), Liu & Espahbodi (2014, pp. 501-528), Im et al. (2015, pp. 33-39) และ Chansarn & Chansarn, (2016, pp.307-328) และสอดคล้องกับงานวิจัยเชิงคุณภาพ

### **ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล**

จากผลการอภิปรายผลการวิจัยตามสมมติฐานและวัตถุประสงค์การวิจัย ผู้วิจัยได้นำผลการทดสอบสมมติฐานตามงานวิจัยเชิงปริมาณ และทำการวิจัยเชิงคุณภาพเพื่อยืนยันผลการทดสอบตามสมมติฐานในงานวิจัยเชิงปริมาณเพื่อให้ได้ความมั่นใจในผลของการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยได้รับข้อเสนอและคำแนะนำและนำมาประยุกต์ใช้ในการออกแบบตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่จะช่วยให้ผู้ใช้ข้อมูลสารสนเทศในรายงานทางการเงินเกิดความเชื่อมั่นหรือนำไปประกอบการตัดสินใจ ได้แก่

นักวิเคราะห์ข้อมูล ผู้สนใจลงทุน นักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสียต่อกิจการ และผู้มีความสนใจในการใช้ข้อมูล สามารถนำตัวแบบประเมินที่ได้รับการพัฒนาจากการทดสอบสมมติฐานทางงานวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพไปใช้เพื่อประโยชน์ในการวิเคราะห์เพื่อเกิดความมั่นใจว่าสารสนเทศของกิจการนั้นได้นำเสนอโดยปราศจากความไม่สมมาตรของข้อมูล สารสนเทศที่เปิดเผยไม่ได้มีปัจจัยหรืออิทธิพลใดที่จะส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล ข้อมูลที่นำเสนอมีความเที่ยงตรง เป็นธรรม และไม่ได้เอื้อประโยชน์ต่อกลุ่มผู้ใช้ใดเป็นการเฉพาะ ซึ่งผู้วิจัยได้นำผลการทดสอบข้างต้นนำมาพัฒนาเป็น โปรแกรมและคู่มือการใช้ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

โดยตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลจะประกอบไปด้วยคำถามเพื่อการประเมินที่เกี่ยวกับ ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี การจ่ายเงินปันผล คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจัดการกำไรเพื่อวัดค่าอิทธิพลตาม โมเดลงานวิจัยเชิงปริมาณและผลการยืนยันสมมติฐาน ตาม โมเดลงานวิจัยเชิงคุณภาพ โดยโปรแกรมจะสามารถคำนวณระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นได้ แบ่งออกเป็นจำนวน 5 ระดับ ได้แก่

ระดับที่ 1 ระดับน้อยที่สุด ที่แสดงให้เห็นว่ากิจการมีความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับที่ต่ำที่สุดเนื่องจากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอยู่ในระดับดี และมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและ โครงสร้างกรรมการที่มีความโปร่งใส กิจการได้นำเสนอข้อมูลสารสนเทศที่มีความสมมาตรและไม่ได้เอื้อประโยชน์แก่ผู้ใช้ประโยชน์เฉพาะกลุ่ม (Watts and Zimmerman, 1978, pp.112-134; Hendriksen and Breda, 2002, pp. 50-56; Cai et al., 2009, pp. 4-35; Elbadry et al., 2015 p. 128)

ระดับที่ 2 ระดับน้อย ที่แสดงให้เห็นว่ากิจการมีความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับที่ต่ำ เนื่องจากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่อยู่ในระดับดี และมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและ โครงสร้างกรรมการที่มีความโปร่งใสค่อนข้างดี มีการจัดการกำไรในระดับที่ต่ำ กิจการได้นำเสนอข้อมูลสารสนเทศที่มีความสมมาตรของข้อมูลในระดับที่ค่อนข้างดี และข้อมูลสารสนเทศที่นำเสนอมีความน่าเชื่อถือ (Jensen and Meckling, 1976, p.307; Watts and Zimmerman, 1978, pp.112-134; Hendriksen and Breda, 2002, pp. 50-56; Cai et al., 2009, pp. 4-35; Elbadry et al., 2015 p. 128)

ระดับที่ 3 ระดับปานกลาง ที่แสดงให้เห็นว่ากิจการมีความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับปานกลางเนื่องจากกิจการมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอยู่ในระดับปานกลาง และมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและ โครงสร้างกรรมการที่มีความโปร่งใสอยู่ในระดับปานกลาง

มีการจัดการกำไรอยู่ในระดับที่ต่ำ และอาจมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ยังมีความเหมาะสมและไม่เอื้อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูงมาก กิจกรรมได้นำเสนอสารสนเทศที่อาจเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลบางส่วนเนื่องจากกิจกรรมอาจมีการจัดการกำไรและมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล รวมถึงโครงสร้างกรรมการที่อาจส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลยังอยู่ในระดับปานกลาง แต่ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจกรรมอาจก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นด้วย ผู้ใช้แบบประเมินควรใช้สารสนเทศด้วยความระมัดระวัง (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360; Watts and Zimmerman, 1978, pp.112-134; Easterbrook, 1984, pp. 650-659; Cai et al., 2009, pp. 4-35)

ระดับที่ 4 ระดับมาก ที่แสดงให้เห็นว่ากิจกรรมมีความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับมาก เนื่องจากกิจกรรมมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ และมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างกรรมการและอาจมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ที่เอื้อต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล มีการจัดการกำไรอยู่ในระดับที่สูง กิจกรรมอาจมีระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลอยู่ในระดับที่สูงทำให้ผู้ใช้ตัวแบบประเมินต้องใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลของกิจการ ต้องอาศัยประสบการณ์และข้อเท็จจริงในการใช้สารสนเทศ เนื่องจากกิจกรรมอาจมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอยู่ในระดับปานกลาง และมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างกรรมการที่มีอิทธิพลและเอื้อต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูง มีการจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่มากที่ส่งผลให้เกิดความไม่สมมาตร และกิจกรรมอาจมีการจัดการกำไรทำให้ข้อมูลสารสนเทศที่นำเสนอบิดเบือนไปได้ (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360; Watts and Zimmerman, 1978, pp.112-134; Easterbrook, 1984, pp. 650-659; Cai et al., 2009, pp. 4-35; Okpara G. C., 2010, pp. 212-220; Sahar & Mayahi, 2014, pp.30-35)

ระดับที่ 5 ระดับมากที่สุด ที่แสดงให้เห็นว่ากิจกรรมมีความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับมากที่สุด เนื่องจากกิจกรรมมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินอยู่ในระดับต่ำที่สุด และมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างกรรมการและอาจมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ที่เอื้อต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล มีการจัดการกำไรอยู่ในระดับที่สูง แสดงให้เห็นว่ากิจกรรมมีความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นในระดับที่สูงมาก ข้อมูลสารสนเทศอาจจะไม่มีความเที่ยงตรง เป็นกลางและมีความน่าเชื่อถือ เนื่องจากกิจกรรมมีระดับการจัดการกำไรอยู่ในระดับสูง การจ่ายเงินปันผลที่สูงทำให้ไม่ทราบสาเหตุและส่งผลต่อราคาของหลักทรัพย์หรือความแปรปรวนของหลักทรัพย์ และกิจกรรมมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างกรรมการที่เอื้อต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลอยู่ในระดับสูงเนื่องจากมีอิทธิพลต่อความโปร่งใสของข้อมูลและความเท่าเทียมในการรับรู้ข่าวสารและ

ข้อมูล และกิจการยังมีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่ต่ำมาก หากผู้สนใจใช้ข้อมูลหรือนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในกิจการดังกล่าวต้องใช้วิจารณญาณในระดับที่สูงหรือทราบข้อมูลที่มีความสำคัญจะช่วยประกอบการตัดสินใจได้มากขึ้น (Jensen and Meckling, 1976, pp. 305-360; Watts and Zimmerman, 1978, pp.112-134; Easterbrook, 1984, pp. 650-659; Cai et al., 2009, pp. 4-35; Okpara G. C., 2010, pp. 212-220; Sahar & Mayahi, 2014, pp.30-35) ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลได้สร้างขึ้นจากตัวแบบสมการที่ได้จากงานวิจัยเชิงปริมาณที่มีค่าน้ำหนักของอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ดังนี้

$$\text{INASYM} = -0.10(\text{DISCLOSU}) + 0.13(\text{DIVIDEND}) + 0.13(\text{EM}) + 0.19(\text{ZSOWN}) \\ + 0.15(\text{ZSFAM}) - 0.15(\text{ZBACT})$$

INASYM	หมายถึง ความไม่สมมาตรของข้อมูล
DISCLOSU	หมายถึง ปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน
DIVIDEND	หมายถึง ปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล
EM	หมายถึง ปัจจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไร
ZSOWN	หมายถึง ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่วัดโดยสัดส่วนการกระจุกตัวของส่วนของผู้ถือหุ้น
ZSFAM	หมายถึง ปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของผู้ถือหุ้นวัดโดยสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว
ZBACT	หมายถึง ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างของคณะกรรมการที่วัดโดยกิจกรรมคณะกรรมการ

ตัวแบบประเมินสามารถบอกระดับปัจจัยการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล และสามารถบอกระดับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของกิจการได้ ซึ่งปัจจัยดังกล่าวมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจในการใช้ข้อมูลสารสนเทศของกิจการตามวัตถุประสงค์ของผู้ใช้ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลแต่ละบุคคล

## ข้อจำกัดการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้จัดทำได้ศึกษาข้อมูลและได้วางกระบวนการวิจัยด้วยความรอบคอบ โดยทำการศึกษาทฤษฎี หนังสือ ตำรา รวมถึงงานวิจัยในอดีตต่างๆ ด้วยความละเอียดแต่ในงานวิจัยครั้งนี้ มีข้อจำกัดที่เกิดขึ้นดังต่อไปนี้

ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหลากหลายกิจการที่มีข้อมูล และนำเสนอข้อมูลไม่ครบถ้วนตามตัวแปร และไม่ครบถ้วนตามจำนวนปีหรือไม่ได้นำส่งรายงานทางการเงินที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ จึงทำให้ไม่สามารถนำตัวอย่างของกลุ่มบริษัทนี้มาทำการวิเคราะห์ได้

ข้อมูลที่ได้เก็บมาเป็นข้อมูลทุติยภูมิซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ ทำให้ต้องหาสถิติที่เหมาะสมมาใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ได้เลือกการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นหรือเชิงเหตุผล (Path Analysis) มาทำการวิเคราะห์ข้อมูลตามสมมติฐานเนื่องจากการวิเคราะห์ดังกล่าวจะทำให้เห็นความสัมพันธ์เชิงเหตุและผลเพื่อนำมาใช้ประกอบการวิเคราะห์ตามสมมติฐาน และผู้วิจัยได้ใช้การวิจัยเชิงคุณภาพเพื่อยืนยันผลการวิเคราะห์เชิงปริมาณที่เกิดขึ้น

## ข้อเสนอแนะในงานวิจัย

### ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลวิจัยไปใช้

จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ได้แก่ ปัจจัยที่เกี่ยวกับการจัดการกำไร ปัจจัยที่เกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ปัจจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี และปัจจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลโดยปัจจัยที่เกี่ยวกับการจัดการกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกกับความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้างจำนวนมาก ก็จะสร้างความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น ปัจจัยที่เกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากทำการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินได้อย่างมีคุณภาพ ก็จะส่งผลทำให้ความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลงไป และปัจจัยการจัดการกำไรยังมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินเนื่องจากการการบิดเบือนข้อเท็จจริงของข้อมูลจะเป็นการลดคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลลงได้ ซึ่งส่งผ่านอิทธิพลไปทางอ้อมต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล ปัจจัยที่เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอิทธิพลทางตรงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลถ้าเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกจะเกิดขึ้นกับกิจการที่มีปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มีโครงสร้างการถือหุ้นหรือการบริหารที่มีความเสี่ยงต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล และเป็นความสัมพันธ์เชิงลบถ้าหากกิจการที่มี

กิจกรรมการบริหารที่ดีมีความใส่ใจต่อการบริหารงานในฐานะเป็นตัวแทนบริหารกิจการ และปัจจัยเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็ส่งผลทางตรงกับปัจจัยการจัดการกำไร ปัจจัยเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล ในทิศทางเดียวกันเช่นกับความไม่สมมาตรของข้อมูล แต่สำหรับปัจจัยเกี่ยวกับคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีอิทธิพลตรงกันข้ามกับความไม่สมมาตรของข้อมูล ปัจจัยเกี่ยวกับการเงินปันผลมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลจำนวนมากและหลายครั้งจะก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลขึ้น เนื่องจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลควรถูกกำหนดจ่าย และมีการเปิดเผยข้อมูลแหล่งของผลตอบแทนที่มีความโปร่งใส หากมีการจ่ายเงินปันผลจำนวนมากก็ให้กระแสเงินสดอิสระของกิจการลดลง ในกิจการที่มีการเจริญเติบโตมักจะนำเงินกระแสเงินสดอิสระไปลงทุนต่อเพื่อสร้างความมั่งคั่งในระยะยาวต่อไป การจัดการกำไรจึงมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันกับความไม่สมมาตรของข้อมูล

### 1. ด้านวิชาการ

หากต้องการนำมาใช้เป็นหลักฐานทางวิชาการที่จะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อการศึกษาวิจัย ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล อันได้แก่ การจัดการกำไรการกำกับดูแลกิจการที่ดีคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผล ผู้ที่ต้องการนำผลการวิจัยไปใช้ควรศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม และทำความเข้าใจเกี่ยวกับตัวแปรที่ใช้กับงานวิจัย บริบทของแต่ละตัวแปร การวัดค่าตัวแปรและการแสดงผล ประกอบกับสถิติที่นำมาใช้ และช่วงเวลาที่ทำกรวิจัย เนื่องจากมีผลต่อการวิจัยในคราวถัดไป

### 2. ด้านผู้ลงทุนและผู้สนใจลงทุน และผู้สนใจใช้ข้อมูล

ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับความไม่สมมาตรของข้อมูลได้แก่ การจัดการกำไร คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน คุณภาพของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และการจ่ายเงินปันผล นักลงทุนและผู้สนใจลงทุนสามารถนำสมการที่ได้จากงานวิจัยครั้งนี้ เพื่อนำไปคำนวณประกอบการตัดสินใจในเรื่องของการลงทุน ความเพียงพอของข้อมูล เนื่องจากปัจจัยที่ผู้วิจัยได้ศึกษามีความสัมพันธ์กันในเชิงเหตุและผลหรือนำแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลที่ได้จากงานวิจัยนำไปใช้ทดสอบความไม่สมมาตรของข้อมูลในกิจการที่สนใจ ความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็นหนึ่งในตัววัดที่สำคัญที่ใช้ประกอบการตัดสินใจ หากผู้ลงทุนนำไปประกอบการตัดสินใจพบว่ากิจการมีความเสี่ยงเกี่ยวกับความไม่สมมาตร



ของข้อมูล นักลงทุนควรศึกษาหาสิ่งสนับสนุนอื่นเพิ่มเติมประกอบการตัดสินใจถ้าหากนักลงทุนต้องการลงทุนในกิจการดังกล่าวแม้ว่าจะมีความเสี่ยงในความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น โดยนักลงทุนควรพิจารณาในการลงทุนในกิจการที่มีสัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว และมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในจำนวนมากเนื่องจากปัจจัยดังกล่าวสะท้อนการเกิดขึ้นความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูลได้ และหากกิจการมีจำนวนครั้งในการประชุมหรือมีกิจกรรมของคณะกรรมการที่สามารถทำให้เกิดความโปร่งใสในการรายงานก็จะสะท้อนการลดลงของความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูล กิจการการที่ลงทุนหากมีการใช้ดุลยพินิจในรายการลงค้างจำนวนมากก็จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงไม่สมมาตรเพิ่มขึ้นตาม กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลมากอาจจะสะท้อนการเกิดขึ้นของความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูลเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลอาจจะสะท้อนในแง่ความมั่งคั่งของการจ่ายผลตอบแทนแต่ผู้ลงทุนไม่อาจทราบผลตอบแทนที่แท้จริงได้ และกิจการที่มีคุณภาพการเปิดเผยรายงานที่ดีจะมีการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจก็จะช่วยให้ผู้ลงทุนมั่นใจว่าความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูลได้ลดลงไป

หรืออาจจะนำตัวแบบประเมินความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูลที่ได้จากงานวิจัยในครั้งนี้ที่ได้ผ่านการทดสอบตามงานวิจัยเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ ที่ผ่านการทดสอบตามสมมติฐาน และวัตถุประสงค์งานวิจัยที่ได้จากการรวบรวมวรรณกรรม งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และการให้ความเห็นของผู้เชี่ยวชาญนำมาพัฒนาให้ตัวแบบประเมินความเสี่ยงไม่สมมาตรของข้อมูลให้เกิดความเชื่อมั่นและสามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจ

### 3. ด้านหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง เช่น ตลาดหลักทรัพย์ หน่วยงานกำกับดูแลกิจการที่ดี

หน่วยงานสามารถนำผลวิจัยไปใช้ประกอบรวมในการประเมิน เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการลงทุนของผู้ลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ รวมทั้งนำผลวิจัยไปประกอบร่วมกับการพัฒนาในเรื่องการกำหนดสารสนเทศที่ดีต่อผู้ลงทุนเพื่อสนับสนุนผู้ลงทุน เน้นการนำเสนอข้อมูลที่เกิดความโปร่งใสให้แก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้มีความน่าเชื่อถือ เพื่อกระตุ้นการลงทุนและการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจ และสามารถดึงดูดนักลงทุนทั้งภายในและต่างประเทศมาลงทุน หากตลาดหลักทรัพย์หรือหน่วยงานกำกับดูแลกิจการควบคุมและพัฒนาในเรื่องของสารสนเทศที่มีความโปร่งใสจะสร้างข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจลงทุน ทำให้เกิดเงินทุนหมุนเวียนในเศรษฐกิจ สร้างตลาดที่มีความสมบูรณ์เกิดขึ้น

### ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยในคราวถัดไป

ในการทำวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้ตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาปี 2558 -2562 เพียงเท่านั้น ในการวิจัยคราวถัดไปผู้สนใจในงานวิจัยอาจจะทำการวิจัยซ้ำ ในช่วงเวลาถัดไป เนื่องจากผู้วิจัยอาจจะพบปัจจัยอื่นที่มีอิทธิพลและส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล หากอยู่ในช่วงเวลาที่แตกต่างกันหรือศึกษาอยู่ในช่วงสถานการณ์ความไม่ปกติอื่นก็อาจจะพบผลการวิจัยที่แตกต่างออกไป ในการวิจัยในอนาคตผู้วิจัยอาจเลือกช่วงสถานการณ์ที่เกิดเหตุการณ์เฉพาะหรือเลือกใช้เครื่องมือทางสถิติที่มีการพัฒนาในอนาคตก็จะอาจจะส่งผลต่อความแม่นยำเป็นการทวนซ้ำในงานวิจัยในครั้งนี้และในอนาคต เพื่อประโยชน์แก่ผู้สนใจในงานวิจัยในคราวถัดไป

**บรรณานุกรม**

## บรรณานุกรม

- กิติพงษ์ อรุณีพัฒน์พงศ์. (2558). “การจัดโครงสร้างธุรกิจครอบครัวแนวทางสู่ความยั่งยืน.” Forbes Thailand. (ออนไลน์). สืบค้นเมื่อ ตุลาคม 2559, จาก <http://www.forbesthailand.com/commentaries-detail.php?did=604>
- คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2555). “การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่.” ประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. ที่ กจ. 9/2555.
- คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2558). “นโยบายการกำกับดูแลกิจการกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: 1-15.
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2540). “การลงทุน.” โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ. 3(2558).
- จิตาภรณ์ ตินจรรุญศักดิ์. (2552). “ผลกระทบจากการใช้มาตรฐานการบัญชีเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้และการด้อยค่าของสินทรัพย์ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยรามคำแหง: 40-44.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). “นโยบายส่งเสริมการแต่งตั้งกรรมการตรวจสอบ.” ส่วนฝ่ายกำกับบริษัทจดทะเบียนและฝ่ายพัฒนาบริษัทจดทะเบียน. 6(2549): 389-391.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2545). “ก้าวแรกสู่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์.” ส่วนสิ่งพิมพ์ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 6(2545): 1-14.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). “แนวทางปฏิบัติสำหรับผู้ทำหน้าที่ติดต่อกับนักลงทุน.” ฝ่ายสื่อสารองค์กร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 1-42.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). “ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์.” บริษัทอมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด. กรุงเทพฯ. 21(2557): 1-70.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2559). “ประวัติและบทบาทของตลาดหลักทรัพย์.” (ออนไลน์). สืบค้นเมื่อ ตุลาคม 2559, จาก: [https://www.set.or.th/th/about/overview/history\\_p1.html](https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). “หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี สำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2560.” สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 3-64.
- นงลักษณ์ วิรัชชัย. (2542). “โมเดลลิสม์: สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัย.” 3(2542). โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. กรุงเทพฯ.

- ปิยะณัฐ ฤณพุททคม. (2561). “ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ คุณภาพการสอบบัญชีที่มีต่อผลการดำเนินงานผ่านการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” วิทยานิพนธ์ปริญญาคุฎฎบัณฑิต. มหาวิทยาลัยศรีปทุม. 218-235.
- ภัทรพงศ์ เจริญกิจจารุกร. (2556). “Sarbanes-Oxley Act และการกำกับดูแลกิจการในต่างประเทศสู่ธรรมาภิบาลในประเทศไทย.” จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์. 35(138): 92-119.
- วัฒน์ ศิริทัตสวัสดิ์. (2558). “What is Role of Accruals? Do Accounting Models are able to Detect Earnings Management.” วารสารวิชาชีพบัญชี. 11(30): 66-77.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2543). “คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?” ไอโอ นิค อินเทอร์เน็ตรีซอร์สเสส. กรุงเทพฯ.
- ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์. (2544). “ผลกระทบของความสัมพันธ์ระหว่างอุตสาหกรรมที่มีต่อผลการดำเนินงานของอุตสาหกรรมและการส่งผ่านข้อมูล.” วิทยานิพนธ์ปริญญาคุฎฎบัณฑิต. มหาวิทยาลัยจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย: 55-63.
- ศิลป์พร ศรีจันเพชร. (2551). “กลไกบรรษัทภิบาลเพิ่มมูลค่างิจการจริงหรือไม่.” วารสารบริหารธุรกิจ. 32(121): 1-6.
- สังข์วัฒน์ จันท์หอม และศิลป์พร ศรีจันเพชร. (2555). “คุณภาพกำไรของบริษัทครอบครัวไทย.” วารสารวิชาชีพบัญชี. 8(2555): 78-88.
- สุกมาส อังสุโชติ. สมถวิล วิจิตรวรรณ และรัชณีกุล ภิญโญภาณุวัฒน์. (2554). “สถิติวิเคราะห์สำหรับการวิจัยทางสังคมศาสตร์และพฤติกรรมศาสตร์: เทคนิคการใช้โปรแกรม Lisrel.” 3(2554). กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์เจริญดีมั่นคงการพิมพ์.
- สุรติ สุพิชญางกูร. (2553). “ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย: การประมวลและสังเคราะห์องค์ความรู้.” วารสารวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์บูรพาปริทัศน์. 4(2): 129-132.
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2562). “การนำเสนองบการเงิน.” มาตรฐานการบัญชี 1(2562): 1-41.
- สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์. (2558). “สินทรัพย์ไม่มีตัวตน” มาตรฐานการบัญชี 38(2558): 1-133.
- สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา. (2535). “พระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535.” สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2556). “คู่มือจัดทำแบบแสดงรายการข้อมูลแบบ 56-1 แบบ69-1.” ฝ่ายพัฒนาบริษัท สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์: 1-167.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). “การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการพัฒนากิจการเพื่อความยั่งยืน.” (ออนไลน์). สืบค้นเมื่อ มกราคม 2560, จาก:

<http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx>

## BIBLIOGRAPHY

- Abad, D., Cutillas-Gomariz, M. F., Sanchez-Ballesta, J. P. & Yague, J. (2016). "Real Earnings Management and Information Asymmetry in the Equity Market." **European Accounting Review**. 1-27.
- Abdioglu, N, Bamiatzi, V., Cavusgil, S. T. Khurshed, A. & Stathopoulos, K. (2015). "Information Asymmetry, Disclosure and Foreign Institutional Investment: An Empirical Investigation of the Impact of the Sarbanes-Oxley Act." **International Business Review**. IBR-1204: 1-14.
- Abed, S., Al-Badainah, J. & Serdaneh, J. A. (2012). "The Level of Conservatism in Accounting Policies and its Effect on Earning Management." **International Journal of Economics and Finance**. 4(6): 78-85.
- Aboudy David & Lev Baruch. (2000). "Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains." **The Journal of Finance**. 6: 2747-2766.
- Adams, R. B. (2003). "What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data." **Working Paper**, University of Queensland. 22-23.
- Adam Smith (1776). "The Wealth of Nations by Adam Smith." **100 Best Nonfiction Books**. No.84.
- Akerlof, G. A. (1970). "Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism." **Quarterly Journal of Economics**. 84: 488-500.
- Ajina Aymen, Sougne Danielle & Laouiti Mhamed. (2013). "Do Board Characteristics Affect Information Asymmetry?." **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**. 3(12): 660-675.
- Ajina Aymen, Sougne Danielle & Lakhel Faten. (2015). "Corporate Disclosures, Information Asymmetry and Stock-Market Liquidity in France." **The Journal of Applied Business Research**. 31(4): 1223-1238.
- Aladwan, M. (2019). "Accrual Based and Real Earning Management Association with Dividend Policy: The Case of Jordan." **Italian Journal of Pure and Applied mathematics**. 41(2019): 691-707.

- Alamdari, N. N. (2016). "Relationship between Information Asymmetry and Dividend Policy of Companies Listed in TSE." **IJABER**. 14(10): 7043-7054.
- Al-Malkawi, H. A. N. (2010). "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence." **International Bulletin of Business Administration**. 9(2010): 171-200.
- Alves, H. S. A. (2011). "Corporate Governance Determinants of Voluntary Disclosure and its Effect on Information Asymmetry: An Analysis for Iberian Peninsula Listed Companies." **Faculty of Economic**. University of Coimbra. 1-401.
- Alves, S. (2014). "The Effect of Board Independence on the Earnings Quality: Evidence from Portuguese Listed Companies." **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 8(3): 23-44.
- Anderson, R., Mansi, S. A. & Reeb, D. (2004). "Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and The Cost of Debt." **Journal of Accounting and Economics**. 37: 315-420.
- Anderson, R. & Reeb, D. (2004). "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms." **Administrative Science Quarterly**. 49 (2): 209-237.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J. & Verrecchia, R. E. (2009). "When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital?." **Journal of Accounting Research**. Volume 49 (1): 1-40.
- Atiase, Rowland K. & Bamber, Linda S. (1994). "Trading Volume Reactions to Annual Accounting Earning Announcements." **Journal of Accounting and Economics**. 17: 309-329.
- Aurangzeb & Dilawer, T. (2012). "Earning Management and Dividend Policy: Evidence from Pakistani Textile Industry." **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**. 2(10): 362-372.
- Bahmani, D. (2014). "The Relation between Disclosure Quality and Information Asymmetry: Empirical Evidence from Iran." **International Journal of Financial Research**. 5(2): 110-114.
- Baker, H. K. & Powell, G. E. (1999). "How Corporate Managers View Dividend Policy." **Quarterly Journal of Business and Economics**. 38: 17-35.
- Bar-Gill, O. & Bebchuk, L. A. (2003). "Misreporting Corporate Performance." **Harvard University**. Working Paper No. 400.



- Barth, M. E. & Kasznik, R. (1999). "Share Repurchases and Intangible Assets." *Journal of Accounting and Economics*. 28: 211-241.
- Baskin, J. B. (1988). "The Development of Corporate Financial Markets in Britain and The United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information." **The Business History Review**. 62: 199-237.
- Basu, S., Hwang, L. & Jan, C. (1998). "International Variation in Accounting Measurement Rules and Analysts' Earnings Forecast Errors." **Journal of Business Finance & Accounting**. 25(9) & (10): 1207-1247.
- Bazrafshan, E., Kandelousi, A. S. & Wooi Hooy, C. (2015). "The Impact of Earnings Management on the Extent of Disclosure and True Financial Performance: Evidence from Listed Firms in Hong Kong." **The British Accounting Review**. 1-28.
- Beasley, M. (1996). "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud." **Accounting Review**. 71: 443-466.
- Beasley, M., Carcello, J. V., Hermanson, D. R. & Lapides, P. D. (2000). "Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms." **American Accounting Association**. *Accounting Horizons*. 14 (4): 441-454.
- Beatty, A. & Harris, D. G. (1999). "The Effect of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earning Management: A Comparison of Public and Private Firms." **Review of Accounting Studies**. 4(3-4): 299-326.
- Ben-Amar, W. & Zeghal, D. (2011). "Board of Directors' Independence and Executive Compensation Disclosure Transparency." **Journal of Applied Accounting Research**. 12(1): 43-60.
- Beneish, M. D. (2001). "Earnings Management: A Perspective." **Managerial Finance**. 27(12): 3-17.
- Bhana, N. (1999). "The Impact of Public News Regarding Potential Takeover on The Share Price Behaviour of Target Companies." **The Investment Analysts Journal**. (50): 29-41.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M. & Schipper, K. (2012). "Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity." **The Accounting Review**. 87 (2): 449-482.

- Bishop, S. R., Harvey, R. C., Robert, W. F. & Garry, J. T. (2000). "Corporate Finance." Prentice Hall Inc. Sydney.
- BlackRock. (2017). "Index Investing and Common Ownership Theories." **ViewPoint**. March (2017): 1-15.
- Blackwell, D. (1951). "Comparisons of Experiments." **Proceedings of the Second Berkeley Symposium in Mathematical Statistics and Probability**. Edited version.
- Bollen, K. A. (1989). "Structural Equations with Latent Variables." **Wiley Series in Probability and Statistics**. John Wiley & Sons, Inc.
- Botosan, C. A. (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital." **The Accounting Review**. 72(3): 323-349.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. & Michaely, R. (2005). "Payout Policy in the 21<sup>st</sup> Century." **Journal of Financial Economics**. 77(3): 483-527.
- Brandenburg, W. H. J. M. & Suijs, J. P. M. (2013). "Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in the Netherlands." **University of Tilburg**. 1-31.
- Brennan, M. J. & Subrahmanyam A. (1995). "Investment Analysis and Price Formation in Securities Market." **Journal of Financial Economics**. Volume 38 (3): 361-381.
- Brown, S. J. & Warner J. B. (1985). "Using Daily Stock Return: The Case of Event Studies." **Journal of Financial Economics**. 14(1985): 3-31.
- Brunzell, T., Liljebloom, E., Loflund, A. & Vaihekoski, M. (2014). "Dividend Policy in Nordic Listed Firms." **Global Finance Journal**. 25(2014): 124-135.
- Bushman, R. & Smith, A. (2003). "Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance." **FRBNY Economic Policy Review**. 65-87.
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001). "Financial Accounting Information and Corporate Governance." **Journal of Accounting and Economics**. 31, 237-333.
- Buzby, S. L. (1974). "Selected Item of Information and Their Disclosure in Annual Report." **The Accounting Review**. American Accounting Association. 49(3): 423-435.
- Cadbury, A. (1992). "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance." Gee and Company Ltd. London.
- Cai Jie, Liu Yixin & Qian Yiming. (2009). "Information Asymmetry and Corporate Governance." **SSRN Electronic Journal**. 1-37.

- Cerqueira, A. & Pereira, C. (2015). "Accounting Accruals and Information Asymmetry in Europe." **Prague Economic Papers**. 24(6): 638-661.
- Chae, J. (2005). "Trading Volumetr, Information Asymmetry, and Timing Information." **The Journal of Finance**. Vol. LX, 1. 413-442.
- Chahine, S. & Filatotchev, I. (2008). "The Effect of Information Disclosure and Board Independence on IPO Discount." **Journal of Small Business Management**. 46(2): 219-241.
- Chaney, P. K. & Lewis, C. M. (1994). "Earnings Management and Firm Valuation under Asymmetric Information." **Journal of Corporate Finance**. 1(1995): 319-345.
- Chang, Shao-Chi, Chen, Sheng-Syan & Lin, Wen-Chun. (2008). "The Information Asymmetry for the Influence of Earnings Management on the Long-run Performance: Evidence from the Issuance of Convertible Debt." **ResearchGate**. 1-55.
- Chansarn, S. & Chansarn, T. (2016). "Earning Management and Dividend Policy of Small and Medium Enterprises in Thailand." **International Journal of Business and Society**, 1(2): 307-328.
- Chen, C. J. P. & Jaggi, B. (2000). "The Association between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures." **Journal of Accounting and Public Policy**. 19 (4-5): 285-310.
- Chen, S., Miao, B & Shevlin, T. (2015). "A New Measure of Disclousre Quality: The Level of Disaggregation of Accounting Data in Annual Reports." **Journal of Accounting Research**. Volume 53 (5): 1017-1054.
- Chen, S., Shevlin T. & Tong Y. (2007). "Does the Pricing of Financial Reporting Quality Change Around Dividend Changes?." **Journal of Accounting Research**. 45: 1-39.
- Cheng, Chia-Hsin. (2006). "Information Asymmetry and Earning Management in Taiwanese Tech Industry." **Kang-Ning Junior College of Medical Care and Management**. 8(2006): 99-112.
- Chi Wei. (2009). "Trading Volume and Information Asymmetry Surrounding Scheduled and Unscheduled Announcements." **Massey University**. 1-52.
- Choi, F. D. S. (1973). "Financial Disclosure and Entry to European Market." **Journal of Accounting Research**. 11: 159-179.

- Chu, E. Y. & Song, S. I. (2010). "Information Asymmetry and Earnings Management: Causes of Inefficient Investment in Malaysia." **Capital Market Review**. 18(1&2): 1-21.
- Clauss, F. J. (2010). "Corporate Financial Analysis with Microsoft Excel." **McGraw Hill**: 1-507.
- Conger, J., Finegold, D. & Lawler, E. (1998). "Assessing the Board." **Harvard Business Review**. 76 (1): 136-148.
- Conyon, J. M. & Murphy J. K. (2000). "The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United State and United Kingdoms." **The Economic Journal**. 110(467): 640-671.
- Cormier Denis, Houle Sylvain & Ledoux, M. J. (2013). "The Incidence of Earnings Management on Information Asymmetry in an Uncertain Environment: Some Canadian Evidence." **Journal of International Accounting Auditing and Taxation**. 22(2013): 26-38.
- Cornett, M. M. & McNutt, J. J. & Tehranian. (2009). "Corporate Governance and Earnings Management at Large U.S. Bank Holding Companies." *Journal of Corporate Finance*. 15 (2009): 412-430
- Dadbeh, F. & Mogharebi, N. (2013). "A Study on Effect of Information Asymmetry on Earning Management: Evidence from Tehran Stock Exchange." **Management Science Letters**. 3 (2013): 2161-2166.
- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1994). "Corporate Governance and The Bankrupt Firm: An Empirical Assessment." **Strategic Management Journal**. 15: 643-654.
- Dai Yunhao, Kong Dongmin & Wang Li. (2013). "Information Asymmetry, Mutual funds and Earnings Management: Evidence from China." **China Journal of Accounting Research**. 6(2013): 187-209.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. & Kent, P. (2005). "Internal Governance Structures and Earnings Management." **Accounting and Finance**. 45: 241-267.
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2006). "The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem." **Journal of Financial Economics**. 79(2): 293-315.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R. (2006). "Dividend Policy and The Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life-Cycle Theory." **Journal of Financial Economics**. 81(2): 227-254.

- DeAngelo, L. E. (1986). "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders." **The Accounting Review**. 61(3): 400-420.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney A. P. (1995). "Detecting Earnings Management." **The Accounting Review**. 70(2): 193-225.
- Dechow, P. M., Ge,W. & Schrand, C. (1991). "Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies their Determinants and their Consequences." **Journal of Accounting and Economics**. 50(2-3): 344-401.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney A. P. (1995). "Detecting Earnings Management." **The Accounting Review**. 70(2): 193-225.
- Dembo, A. M. & Rasaratnam, S. (2014). "Corporate Governance and Disclosure in Nigeria: An Empirical Study." **Social and Behavioral Sciences**. 164(2014): 161-171.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." **The Journal of Political Economy**. 93(6): 1155-1177.
- Denis, D. (2001). "Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting." **Review of Financial Economics**. 10(3): 191-121.
- Diamond, D. & Verrecchia, R. (1991). "Disclosure, Liquidity, and The Cost of Capital." **Journal of Finance**. 46(4): 1325-1359.
- Dierkens, N. (1991). "Information Asymmetry and Equity Issues." **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. (26): 181-199.
- Drobotz, W., Schillhifer, A., Zimmermann, H. (2004). "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany." **European Financial Management**. 10(2): 267-293.
- Easterbrook, F. H. (1984). "Two – Agency Explanations of dividends." **American Economic Review**. 74(4): 650-659.
- Edelstein, R. H., Liu, P. & Tsang, D. (2008). "Real Earnings Management and Dividend Payout Signals: A Study for U.S. Real Estate Investment Trusts." CAAA 2008 Annual Conference Paper. 1-40.
- Eduardus Tandelin. (2003). "Investment Analysis and Portfolio Management." **Yogyakarta UGM EPFE Publisher**. 1<sup>st</sup> Edition: 13.

- Elbadry, A., Gounopoulos, D. & Skinner, F. S. (2015). "Governance Quality and Information Alignment." **Financial Market Institutions & Instruments**. 24(2-3): 127-157.
- Eng, L. L. & Mak, Y. T. (2003). "Corporate Governance and Voluntary Disclosure." **Journal of Accounting and Public Policy**. 22(4): 325-345.
- Erickson, M. M. & Maydew, E. L. (1998). "Implicit Taxes in High Dividend Yield Stocks." **The Accounting Review**. 73(4): 435-458.
- Fabiano, J. (2008). "Asymmetric Information and Firms Trading Volume before a Scheduled Announcement: The Swiss Evidence." **SSRN**. 1-40.
- Fama, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." **The Journal of Finance**. 25(2): 383-417.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). "Agency Problems and Residual Claims." **Journal of Law and Economics**. 26: 327-349.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). "Separation of Ownership and Control." **Journal of Law and Economics**. 26: 301-325.
- Fan, J. P. H. & Wong, T. J. (2002). "Corporate Ownership Structure and The Informativeness of Accounting Earnings in East Asia." **Journal of Accounting and Economics**. 33: 401-425.
- Farber, D. B. (2004). "Restoring Trust After Fraud: Does Corporate Governance Matter?" **The Accounting Review**. 80(2). 1-41.
- Fathi, J. (2013). "Corporate Governance and the Level of Financial Disclosure by Tunisian Firm." **Journal of Business Studies Quarterly**. 4(3): 95-111.
- Fernandez, A., Gomez, S., & Fernandez, C. (1997). "The Effect of Board Size and Composition on Corporate Performance." **Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence**. 1-16.
- Ferreira, M., Massa, M. & Matos, P. (2010). "Shareholders at the gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions." **The Review of Financial Studies**. 23(2): 601-644.
- Fields, T. D., Lys, T. Z. & Vincent, L. (2001). "Empirical Research on Accounting Choice." **Journal of Accounting and Economics**. 31: 255-307.

- Forker, John J. (1992). "Corporate Governance and Disclosure Quality." **Accounting and Business Research**. 22(86): 111-124.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). "The Market Pricing of Accruals Quality." **Journal of Accounting and Economics**. 39: 295-327.
- Frankfurter, G. M. & Wood, B. G. (2002). "Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests." **International Review of Financial Analysis**. 11(2002): 111-138.
- Frederick, R. (2000). "Disclosure: A Corporate Governance Tool that Really Works?" The Third Meeting of the Russian Corporate Governance Roundtable. Moscow. 15-16 Nov.: 1-5.
- Freeman, R.E. (1984). "Strategic Management: A Stakeholder Approach." Boston: Pitman Publishing Inc. 43.
- Fu, Renhui, Kraft, Arthur & Zhang, Huai. (2012). "Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity." **Journal of Accounting and Economics**. 54(2012): 132-149.
- Gajewski, J. F. & Li, Li (2015). "Can Internet-Based Disclosure Reduce Information Asymmetry?." *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accountint*. Elsevier, Ltd. 1-10
- Gabrielsen, G., Gramlich, J. & Plenborg, T. (2002). "Managerial Ownership, Information Content of Earnings and Discretionary Accruals in a Non-US Setting." **Journal of Business Finance & Accounting**. 29(7-8): 967-988.
- Gelb, D. (1999). "Accounting Disclosures and Corporate Payout Policy: Special Dividends Versus Stock Repurchases." **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. 14(4): 385-399.
- Geske, R. (1978). "The Pricing of Options with Stochastic Dividend Yield." **The Journal of Finance**. Vol. XXXIII (2): 617-625.
- Gibbins, M., Richardson, A. & Waterhouse, J. (1990). "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes." **Journal of Accounting Research**. 28(1): 121-143.
- Glosten, L. R. & Milgrom, P. R. (1985). "Bid, Ask and Transaction Prices in A Specialist Market with Heterogenously-Informed Traders." **Journal of Financial Economics**. 14: 71-100.

- Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2001). "Corporate Governance and Equity Prices." **MBER Working Paper Series**. 8449, 1-18.
- Gonzalez, J. S. & Meca, E. G. (2013). "Does Corporate Governance Influence Earning Management in Latin American Markets?." **J Bus Ethics**. 121(2014): 419-440.
- Guo, F. & Ma, S. (2015). "Ownership Characteristics and Earnings Management in China." **The Chinese Economy**. 48(2015): 372-395.
- Gul, F. A. & Leung, S. (2004). "Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosures." **Journal of Accounting and Public Policy**. 23(5): 351-379.
- Hackston, D. & Milne, M. J. (1996). "Some Determinants of Social and Environmental Disclosures in New Zealand Companies." **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. 9(1): 77-108.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (1998). "Multivariate data analysis." **Upper Saddle River**. NJ: Prentice hall. 5(3).
- Hall, B. H. & Lerner Josh. (2009). "The Financing of R&D and Innovation." **National Bureau of Economic Research**. Cambridge. Working Paper 15325: 1-55
- Haniffa, R. & Hudaib, M. (2006). "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies." **Journal of Business Finance & Accounting**. 33 (7-8): 1034-1062.
- Harrison, J.S., Bosse, D.A. & Phillips, R.A. (2010). "Managing for Stakeholders, Stakeholder Utility Functions & Competitive Advantage." **Strategic Management Journal**, 58-74.
- Hasan, M. S., Hossain, S. Z. & Swieringa, R. J. (2013). "Corporate Governance and Financial Disclosures: Bangladesh Perspective." **Research Journal of Finance and Accounting**. 4(1): 109-119.
- Hassan, O. A. G. & Marston, C. (2010). "Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature – A Review Article." **SSRN**. 1-50.
- He, W., Lilian, N. Zaiats, N. & Zhang B. (2016). "Dividend Policy and Earnings Management Across Countries." **Journal of Corporate Finance**. 1-40.
- Healy, P. M. (1985). "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions." **Journal of Accounting and Economics**. North-Holland. 7(1985): 85-107.



- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). "A Review of the Empirical Disclosure Literature." **Journal of Accounting and Economics**. 31: 405-440.
- Healy, P. M. & Wahlen J. M. (1999). "A review of The Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting." **Accounting Horizons**. 13(DEC.): 365-383.
- Hellwig, M. F. (1980). "On the Aggregation of Information in Competitive Markets." **Journal of Economic Theory**. 22(1980): 477-498.
- Hendriksen, E. S. & Breda, M. F. (2002). "Theory of Accounting." Text and Reading. **McGraw Hill**. 2<sup>nd</sup> Edition. Newyork. 50-56.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2012). "Information Disclosure and Corporate Governance." **The Journal of Finance**. 67(1): 195-233
- Hirschman, A. O. (1970). "Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States." Harvard University Press. Cambridge.
- Ho, S. S. M. & Wong, K. S. (2001). "A Study of the Relationship between Corporate Governance Structure and the Extent of Voluntary Disclosure." **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. 10(2): 139-156.
- Hope, O. K. (2003). "Firm-Level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin." **Journal of International Financial Management and Accounting**. 14(3): 218-246.
- Hosseini, K., Vahab, R. & Behzad, G. (2014). "Earning Management and Dividend Policy Among Listed Companies in Tehran Stock Exchange." **Asian Journal of Research in Banking and Finance**. 4(4): 206-219.
- How, Janice C. Y., Verhoeven Peter & Huang, Caro X. (2005). "Information Asymmetry Surrounding Earnings and Dividend Announcements: An Intra-Day Analysis." **Mathematics and Computers in Simulation**. ELSEVIER. 68(2005): 463-473.
- Hutton, A. P. & Stocken P. C. (2007). Effect of Reputation on the Credibility of Management Forecasts. **Working Paper**. SSRN.
- Im, C. C., Kim, J. H. & Choi, M. K. (2015). "Dividend Policy and Earnings Management: Based on Discretionary Accruals and Real Earnings Management." **Advanced Science and Technology Letters**. 114: 33-39.

- Jamalinesari, S. & Soheili, H. (2015). "The Relationship between Information Asymmetry and Mechanisms of Corporate Governance of Companies in Tehran Stock Exchange." 6<sup>th</sup> World Conference on Psychology Counseling and Guidance. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**. 205(2015): 505-509
- Jans, M., Orens, R. & Lybaert, N. (2008). "The Relation between Disclosure Quality, Income Smoothing and Earnings' Timeliness." **ResearchGate**. 1-16.
- Jensen C. Michael. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance, and Takeovers." **The American Economic Review**. 76(2): 323-329.
- Jensen C. Michael. (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." **The Journal of Financial**. V.XLVII (3): 831-880.
- Jensen C. Michael & Meckling H. William. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure." **Journal of Financial Economics**. 3(4): 305-360.
- Jeppsson Hans. (2013). "Information Asymmetry, Disclosures and The Financing of R&D." **The School of Business**. Economics and Law at University of Gothenburg: 1-231.
- Jo, Hoje. (2007). "Disclosure Frequency and Earnings Management." **Journal of Financial Economics**. 84.2(2007): 1-47.
- Jones, J. J. (1991). "Earning Management During Import Relief Investigations." **Journal of Accounting Research**. 29(2): 193-228
- Kanagaretnam K., Lobo J. G. & Whalen J. D. (2007). "Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?." **Journal of Accounting and Public Policy**. 26(2007): 497-522.
- Kaplan S. R. & Atkinson A. A. (1998). "Advanced Management Accounting." **Prentice-Hall International Editions Series**. 3<sup>rd</sup> Edition.
- Kato, k., Kunimura, M. & Yoshida, Y. (2003). "Dividend Behavior and Pure Accrual Management of Japanese Bank." **SSRN Electronic Journal**. Osaka University Economics Working paper. 2003(1): 1-20.
- Khodamipour, A. & Ghadiri, M. (2009). "The Relationship between Accruals and Information Asymmetry in TSE." **Accounting Achievements**, 2: 1-29.

- Klein, A. (2002). "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management." **Journal of Accounting and Economics**. 33(3): 375-400.
- Kline, R. B. (2011). "Principles and Practice of Structural Equation Modeling." **Guilford Press**. New York.
- Kothari, S. P., Mizik N. & Roychowdhury S. (2012). "Managing for the Moment: The Role of Real Activity versus Accruals Earnings Management in SEO Valuation." **The Accounting Review**. 91(2): 559-586.
- Kothari, S. P., Shanken, J. & Sloan, R. (1995). "Another Look at The Cross-Section of Expected Stock Returns." **Journal of Finance**. 50: 185-224.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). "Performance Matched Discretionary Accrual Measures." *Journal of Accounting and Economics*. 39: 163-197.
- Kraft, A., Lee, B. S. & Lopatta, K. (2014). "Management Earnings Forecasts, Insider Trading, and Information Asymmetry." **Journal of Corporate Finance**. 26(2014): 96-123.
- Kreps, G. L. (1990). "Organizational Communication." **Theory and Practice**. 2<sup>nd</sup> Editions. Longman. New York.
- Krippendorff, K. (1980). "Content Analysis: An Introduction to Its Methodology." University of Pennsylvania. London.
- Kyle, A. S. (1985). "Continuous Auctions and Insider Trading" **Econometrica**, 53(6): 1315-1355.
- LaFond, R. & Watts, R. L. (2008). "The Information Role of Conservatism" **Accounting Review**. 83: 447-479.
- Lakhal, Nadia. (2015). "Corporate Disclosure, Ownership Structure and Earnings Management: The Case of French-Listed Firms." **The Journal of Applied Business Research**. 31(4): 1493-1504.
- Lambert, A. R. & Verrecchia E. R. (2010). "Cost of Capital in Imperfect Competition Settings." *Accounting Workshop*. Chicago Booth: 1-33.
- Lang, H. P. & Stulz, R. M. (1994). "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance." **Journal of Political Economy**. 102(6): 1248-1280.

- Lang, M. & Lundholm, R. (2000). "Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?" **Contemporary Accounting Research**. 17(4): 623-662.
- La Porta, R., Lopez, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). "The Quality of Government." NBER Working Paper Series. 6727: 1-44
- Lara, J. M.G., Osma, B. G. & Penalva, F. (2009). "Accounting conservatism and corporate governance." **Rev Account Stud**. 14: 161-201.
- Lasdi Lodovicus. (2013). "The Effect of Information Asymmetry on Earnings Management Through Accrual and Real Activities During Global Financial Crisis." **Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura**. 16(2): 325-338.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U. & Sarig, O. H. (2000). "Dividend Policy: Its Impact on Firm Value." **Harvard Business School Press**. Massachusstes. Boston.
- Lee, E., Walker, M. & Zhu, J. Y. (2015). "Corporate Dividend Payout and Earnings Management: Evidence from Chinese Regulatory Changes." **SSRN**. 1-62.
- Lefort, F. (2005). "Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America." **Revista Abante**. 8(1): 55-84.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). "Earnings management and Investor Protection: An International Comparison." **Journal of Financial Economics**. 69: 505-527.
- Leuz, C. & Verrecchia, R. E. (2000). "The Economic Consequences of Increased Disclosure." **Journal of Accounting Research**. 38: 91-124.
- Levin, J. (2001). "Information and the Market for Lemons." **Rand Journal of Economics**. 32: 657-666.
- Li, Ting & Zaiats, Nataliya. (2016). "Information Environment and Earnings Management of Dual Class Firms Around the World." **Journal of Banking and Finance**. 1-57.
- Lin, D., Kuo, H. C. & Wang, L. H. (2014). "Can Disclosure Quality Explain Dividend Payouts?" **International Business Research**. 7(7): 10-22.
- Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes." **The American Economic Review**. 46: 97-113.
- Liu, Nan & Espahbodi, Reza. (2014). "Does Dividend Policy Drive Earnings Smoothing?." American Accounting Association. **Accounting Horizons**. 28(3): 501-528.

- Liu, Qiao & Lu, Zhou. (2007). "Corporate Governance and Earnings Management in the Chinese Listed Companies: A Tunneling Perspective." **Journal of Corporate Finance**. 13(2007): 881-906
- Lo, K., Ramos, F. & Rogo, R. (2017). "Earnings Management and Annual Report Readability." **Journal of Accounting and Economics**. 63(2017): 1-25.
- Lobo, G & Zhou, J. (2001). "Disclosure Quality and Earnings Management." **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**. 8(1): 1-20.
- Loh, Lawrence & Venkatraman, N. (1993). "Corporate Governance and Strategic Resource Allocation: The Case of Information Technology Investments." Working Paper. Alfred P. Sloan School of Management. 2- 31.
- Luo, M. M. & Plumlee, M. (2008). "Voluntary Disclosure and Dividend Policy." **Researchgate**. 1-35.
- Malik, Mahfuja. (2015). "Corporate Governance and Real Earnings Management: The Role of the Board and Institutional Investors." **Journal of Knowledge Globalization**. 8(1): 37-87.
- Man, C. K. & Wong, B. (2013). "Corporate Governance and Earnings Management: A Survey of Literature." **The Journal of Applied Business Research**. 29(2): 391-418.
- Marciukaityte, D. & Szewczyk S. (2011). "Financing Decisions and Discretionary Accruals: Managerial Manipulation or Managerial Overoptimism." **Review of Behavioral Finance**, 3, 91-114.
- Marston, C. L. & Shrikes, P. J. (1991). "The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article." **British Accounting Review**. 23: 195-210.
- McColgan, Patrick. (2001). "Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective." **University of stathclyde**: 3-13.
- McRey, S. B. II. (2009). "The Impact of Selected Corporate Governance Variables in Mitigating Earnings Management in the Philippines" **DLSU Business & Economics Review**. 19.1 (2009): 17-27.
- McMullen, D. A. (1996). "Audit Committee Performance: An investigation of the Consequences Associated with Audit Committees." **A Journal of Practice & Theory**. 15 (1): 87-103.
- McNichols, M. F. (2000). "Research Design Issues in Earnings Management Studies." **Journal of Accounting and Public Policy**. 19: 313-345.

- Meiryani. (2015). "Mechanism of Good Corporate Governance, Earnings Management on Financial Performance in Banks Listed in Indonesia Stock Exchange Using Path Analysis." **Australian Journal of Basic and Applied Sciences**, 9(23) July 2015: 573-584.
- Menon, K & Williams, J. D. (1994). "The Use of Audit Committees for Monitoring." **Journal of Accounting and Public Policy**. 13: 121-139.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." **Journal of Business**. 34: 411-433.
- Miller, Paul B. W. & Bahnsen, P. R. (2002). "Quality Financial Reporting." **McGraw-Hill**. New York.
- Moghri, A. E. & Galogah, S. S. (2013). "Effect of Earnings Management on Dividend Policy: Evidence From Tehran Stock Exchange." **World of Sciences Journal**. 1(2): 58-65.
- Moerman, R. W. (2010). "The Impact of Information Asymmetry on Debt Pricing and Maturity." **ResearchGate**. 1-62.
- Monnakgotla Zanele. (2014). "A Comparative Analysis of the Abnormal Returns Made by Acquirers in Acquisitions on the Johannesburg Securities Exchange South Africa (JSE)." **University of the Witwatersrand**: 1-105.
- Monsusu, A. F. & Aderemi, A. A. (2014). "The Effects of Earnings Management on Dividend Policy in Nigeria." **The SIJ Transactions on Industrial, Financial & Business Management (IFBM)**. 2(3): 145-152.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1988). "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*. 20: 293-315.
- Mousa, S. N. (2015). "The Effect of Financial Statement Disclosure on Stock Prices on Industrial Shareholding Companies." **European Journal of Business and Social Sciences**. 4(7): 13-20.
- Mulford, W. C. & Comiskey, E. E. (1996). "Financial Warnings: Detecting Earning Surprises, Avoiding Business Troubles, Implementing Corrective Strategies." **John Wiley & Sons, Inc**. Newyork.
- Mulford, W. C. & Comiskey, E. E. (2002). "The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices." **John Wiley & Sons, Inc**. Newyork. 1-408

- Myers, S. & Majluf, N. (1984). "Corporate Investment and Financing Policies When Firms Have Information That Investors Do Not Have." **Journal of Financial Economics**. 13: 187-222.
- Myring, M. & Shortridge, R. T. (2010). "Corporate Governance and The Quality of Financial Disclosures." **International Business & Economics Research Journal**. 9(6): 103-110.
- Nayyar, P. R. (1990). "Information Asymmetries: A Source of Competitive Advantage for Diversified Service Firms." **Strategic Management Journal**. 11(7): 513-519.
- Ni, X. & Zhang, H. (2019). "Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure and Dividend Payouts: Evidence from A Quasi-Natural Experiment" **Accounting & Finance**. 58(5): 1-32.
- Niu, Flora F. (2006). "Corporate Governance and the Quality of Accounting Earnings: A Canadian Perspective." **International Journal of Managerial Finance**. 2(4):302-327.
- Nooraisah, K. (2012). "Disclosure Quality Determinants and Consequences." **Durham E-Theses**. 1-437.
- Norby, L. (2001). "Corporate Governance I Danmark: Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark." **Corporate Governance**. 1-72.
- Nuryaman. (2014). "The Influence of Asymmetric Information on the Cost of Capital with the Earning Management as Intervening Variable." **Journal of Advanced Management Science**. 2(1): 42-49.
- OECD. (2004). "The OECD Principles of Corporate Governance." **Organisation for Economic Co-Operation and Development**. 184-194.
- Ohadi, F. & Shamsjahan, T. (2013). "Information Disclosure Quality and Earnings Management Evidence from Tehran Stock Exchange." **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**. 5(1): 223-227.
- Okpara, G. C. (2010). "Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence from Nigeria." **International Journal of Economics and Finance**. 2(4): 212-220.

- Osma, B. G. & Saorin, E. G. (2011). "Corporate Governance and Impression Management in Annual Results Press Releases." **Accounting, Organizations and Society**. 36 (2011): 187-208.
- Palazzo, F. & Zhang, M. (2017). "Information Disclosure and Asymmetric Speed of Learning in Booms and Busts." **Economics Letters**. 158(2017): 37-40
- Parmar, B., Harrison, J. S., Freeman, R. E. & Colle, S. D. (2010). "Stakeholder Theory: The State of the Art." **The Academy of Management Annals**. June 2010: 1-61.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F. & Young, S. (1999). "Detecting Earnings Management Using Cross-Sectional Abnormal Accruals Models." **Journal Accounting and Business Research**. 30(4): 1-31.
- Pearce, J. & Zahra, S. (1992). "Board Composition From A Strategic Contingency Perspective." **Journal of Management Studies**. 29: 411-438.
- Pellisserry, F. (2012). "Disclosure of Financial Information and Corporate Governance." **SSRN**. 1-9
- Petersen, C. & Plenborg, T. (2006). "Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark." **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. 15 (2): 127-149.
- Phillips, R. (2003). "Stakeholder theory & organizational ethics." San Francisco: Berrett-Koehler Publishers. 11.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (2006). "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis." **Journal of Finance**. 61: 2725-2751.
- Post, J., Preston, L.E. & Sachs, S. (2002). "Redefining the Corporation; Stakeholder Management & Organizational wealth." **Stanford, CA: Stanford University Press**.
- Post, J., Preston, L.E. & Sachs, S. (2002). "Managing the Extended Enterprise: The New Stakeholder View." **California Management Review**. 45(1): 6-28.
- Purwanti M. & Kurniawan A. (2013). "The Effect of Earnings Management and Disclosure on Information Asymmetry." **International Journal of Scientific & Technology Research**. 2(8): 98-107.



- Rabelo, F. & Coutinho, L. (2001). "Corporate Governance in Brazil." **OECD Development Centre**. 1-67.
- Raheja, C. G. (2005). "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards." **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. ResearchGate. 1-53.
- Rahimian, Nezamodin, Salehnezhad, S.H., & Saleki, A. (2009). The relationship between some mechanisms of corporate governance and information asymmetry in firms listed in Tehran Stock Exchange. **Review of Accounting and Auditing**, 16(58), 86-71.
- Raithatha, M. & Bapat, V. (2014). "Impact of Corporate Governance on Financial Disclosures: Evidence from India." **Corporate Ownership & Control**. 12(1): 874-889.
- Ramachandran, J., Ngete, Z. A., Subramanian, R. & Sambasivan, M. (2014). "Does Corporate Governance Influence Earnings Management?: Evidence from Singapore." Proceedings of the Australian Academy of Business and Social Sciences Conference 2014. 1-13.
- Ramalingegowda, S., Wang, C. S. & Yu, Y. (2012). "The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions." **Accounting Review, Forthcoming**. 1-50.
- Riahi, Y. & Ben Arab, M. (2011). "Disclosure Frequency and Earnings Management: An Analysis in the Tunisian Context." **Journal of Accounting and Taxation**. 3(3): 47-59.
- Riahi, R. & Omri, A. (2013). "Cultural Relativism in Earnings Management." **International Journal of Management and Business Research**. 3(3): 281-295.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T. & Tuna, I. (2005). "Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices." **Journal of Accounting and Economics**. 39(2005): 437-485.
- Richardson, V. (2000). "Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence." **Review of Quantitative Finance and Accounting**. 15(4): 325-347.
- Ronen Joshua. & Yaari Varda. (2010). "Earnings Management Emerging Insights in Theory Practice and Research." **Springer**. New York, NY. 1-556.
- Rosenstein Stuart & Wyatt G. Jeffrey. (1990). "Outside Director, Board Independence, and Shareholder Wealth." **Journal of Financial Economics**. 26(2): 175-191.
- Roychowdhury Sugata. (2006). "Earning Management through Real Activities Manipulation." **Journal of Accounting and Economics**. 42(2006): 335-370.

- Saeed, A. & Zamir, F. (2020). "How does CSR Disclosure affect Dividend Payments in Emerging Markets?" **Emerging Markets Review**. 2020: 1-46.
- Sahar, M. E. & Mayahi, N. (2014). "Asymmetric Information and Dividend Payout Policy: Evidence from Iran Stock Exchange." **Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences**. 4(S1): 30-35.
- Saini, J. S. (2010). "Information Asymmetry, Segment Disclosures, and Cost of Equity Capital." The Faculty of Graduate College of the Oklahoma State University. **The Degree of Doctor of Philosophy**. 1-100.
- Salehi, H., Rezaie, H. & Ansari, F. (2014). "Corporate Governance and Information Asymmetry." **Management Science Letters**. 4(2014): 1829-1836.
- Salimi Somayeh & Naslmosavi Seyedhossein. (2015). "Investigating the Relation between Earnings Management and Information Asymmetry of Listed Companies in Tehran Stock Exchange." **Buletin Tekno Tanaman**. 2(2015): 324-326.
- Saltaji, MF. Issam. (2013). "Corporate Governance and Agency Theory How to Control Agency Costs." **Internal Auditing & Risk Management**. Annul 8. Number 4(32): 47-60.
- Sarbanes-Oxley Act. (2002). "Sarbanes-Oxley Act of 2002 Corporate Responsibility." Public Law 107-204. 107<sup>th</sup> Congress.
- Sartono Agus. (1995). "Financial Management." **BPFE**. 2<sup>nd</sup> Edition. London.
- Saudagaran, S. M. & Meek, G. K. (1997). "A Review of Research on the Relationship between International Capital Markets and Financial Reporting by Multinational Firms." **Journal of Accounting Literature**. 16: 127-159.
- Savoy, S. (2006). "Earning Management, Investment, and Dividend Payment." **Journal of Financial Economic**. 12: 198-236.
- Schipper, K. (1983). "Commentary on Earnings Management." **Accounting Horizons**. 3 (4): 91-102.
- Scott, W. R. (2003). "Financial Accounting Theory." **Prentice Hall Pup**. 3<sup>rd</sup> Edition.
- Seresht, D. J., Eivami, F. & Mohammadi, S. (2015). "A study on the Relationship between Information Asymmetry and Earnings Management in Companies Listed in Tehran Stock Exchange." **IPASJ International Journal of Management**. 3(2): 31- 38.

- Sharpe, F. William. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." **The Journal of Finance**. American Finance Association. 19(3): 425-442.
- Shleifer Andrei. (1986). "Do Demand Curves for Stock Slope Down?." **Journal of Finance**. 41(1986): 579-590.
- Shleifer Andrei & Vishny, W. R. (1989). "Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." **Journal of Financial Economics**. 25(1): 123-139.
- Shroff, N., Sun, A. X., White, H. D. & Zhang, W. (2013). "Voluntary Disclosure and Information Asymmetry: Evidence from the 2005 Securities Offering Reform." **Journal of Accounting Research**. 1-59.
- Siregar, S. V. & Bachtiar, Y. (2005). "Corporate Social Reporting Empirical Evidence from Indonesia Stock Exchange." **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**. 3(3): 241-252.
- Sisidia, R., Wolfe, D. B. & Sheth, J. (2007). "Firms of Endearment: How World-Class Companies Profit from Passion & Purpose." **Upper Saddle River**. NJ: Wharton School Publishing.
- Smith, C. W. & Warner, J. B. (1979). "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants." **Journal of Financial Economics**. 7(2): 117-161.
- Smith, J. V., Adhikari, A & Tondkar, R. H. (2005). "Exploring Differences in Social Disclosure Internationally: A Stakeholder Perspective." **Journal of Accounting and Public Policy**. 24(2): 123-151.
- Srikanth, P. & Prasad, M. N. D. (2015). "Impact of Earnings Management on Dividend Policy: Empirical Evidence from India." **Nitte Management Review**. 9(1): 14-30.
- Swai, Janeth P. & Mbogela, Cosmas S. (2016). "Accrual-Based versus Real Earnings Management; The Effect of Ownership Structure: Evidence from East Africa." **ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives**. 5.2 (2016): 121-140.
- Sweeting A. & Tao X. (2016). "Dynamic Oligopoly Pricing with Asymmetric Information Implications for Mergers." **Department of Economics**. November 2016: 1-42.

- Talebghasabi, M. & Lak, L. (2014). "The Effect of the Disclosure of Financial Information Quality on the Relationship between Abnormal Earning and Abnormal Stock Returns in Tehran Stock Exchange." **Journal of Novel Applied Sciences**. 3(6): 638-643.
- Vermeeren, Jacques (2006). "Corporate Governance." **Theory, History and Practice**. 1-12.
- Verrecchia, E. Robert. (2001). "Essays on Disclosure." **Journal of Accounting and Economics**. 32(1-3): 97-180.
- Vojtech, C. M. (2012). "The Relationship between Information Asymmetry and Dividend Policy." 1-54.
- Wang, Li-Hsun. (2017). "Accounting Quality and Informantion Asymmetry of Foreign Direct Investment Firms." **Research in International Business and Finance**. 1-22.
- Wang, Q., Wong, T. J. & Xia, L. (2008). "State Ownership, The Institutional Environment, and Auditor Choice: Evidence Form China." **Journal of Accounting and Economics**. 46: 112-134.
- Watts, R. L. (2003). "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications" **Accounting Horizons**. 17: 207-221.
- Watts, R. L. & Zimmerman J. L. (1978). "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards." **The Accounting Review**. LIII (1): 112-134.
- Watts, R. L. & Zimmerman J. L. (1986). "Positive Accounting Theory." **Prentice-Hall Inc**. 431-436.
- Weisbach, M. (1988). "Outside Directors and CEO Turnover." **Journal of Financial Economics**. 20: 431-460
- Welker, M. (1995). "Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets." **Contemporary Accounting Research**. 11(2): 801-827.
- Wittenberg-Moerman Regina. (2010). "The Impact of Information Asymmetry on Debt Pricing and Maturity." **The University of Chicago Booth School of Business**. 1-62.
- Wiyadi, Veno, Andri & Sasongko, Noer. (2015). "Information Asymmetry and Earning Management: Good Corporate Governance as Moderating Variable." **South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law**. 7(2): 54-61.

- Xie, B., Davidson, W. N. & Dadalt, P. J. (2003). "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee." **Journal of Corporate Finance**. 9(3): 295-316.
- Yang, W. S., Chun, L. S. & Ramadili, S. M. (2009). "The Effect of Board Structure and Institutional Ownership Structure on Earnings Management." **Int. Journal of Economics and Management**. 3(2): 332 – 353.
- Yoon, Soon Suk, Miller, Gary (2002). "Cash from Operations and Earnings Management in Korea." **International Journal of Accounting**. 37: 395-412
- Yoon, Soon Suk, Miller, Gary & Jiraporn, Pornsit (2006). "Earnings Management Vehicles for Korean Firms." **Journal of International Financial Management and Accounting**. 17(2): 85-109.
- Zare, R., Moradi, J. & Valipour, H. (2013). "Dividend Policy and Information Asymmetry from the Signaling Perspective." **Asian Economic and Financial Review**. 3(4): 445-463.
- Ziabari, A. Z., Samadi, M., Meshki, M. & Masouleh, H. P. (2014). "Study of the Relationship between Information Asymmetry and Cash Dividend Policy." **Management and Administrative Sciences Review**. 3(4): 615-623.
- .

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก  
แบบคำนวณดัชนีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน

## ดัชนีการเปิดเผยรายการ

รายการ	มี	ไม่มี
score	1	0
1. หมวดการเปิดเผยด้านกลยุทธ์		
1.1 เปิดเผยเป้าหมายและวัตถุประสงค์องค์กร		
1.2 เปิดเผยกลยุทธ์การกำกับดูแล		
1.3 เปิดเผยการดำเนินการให้บรรลุวัตถุประสงค์องค์กร		
1.4 เปิดเผยขอบเขตระยะเวลาดำเนินการตามวัตถุประสงค์องค์กร		
1.5 เปิดเผยทัศนคติที่แสดงถึงจริยธรรม		
1.6 เปิดเผยกลยุทธ์สิ่งแวดล้อม		
1.7 เปิดเผยแยกส่วนงาน		
1.8 เปิดเผยการเปลี่ยนแปลงค่า ROCE หรือ EVA		
1.9 เปิดเผยความเสี่ยงจากการค้า		
1.10 เปิดเผยความเสี่ยงทางการเงิน		
1.11 เปิดเผยความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยน		
1.12 เปิดเผยการประเมินความเสี่ยงอื่น		
2. หมวดการเปิดเผยการแข่งขันและแนวโน้ม		
2.1 การระบุหลักการตลาด		
2.2 การบรรยายตลาดที่มีลักษณะเฉพาะ		
2.3 ขนาดของตลาด		
2.4 บรรยายลักษณะการแข่งขัน		
2.5 อุปสรรคในการแข่งขัน		
2.6 การคาดการณ์การเจริญเติบโตทางการตลาด		
2.7 การเปลี่ยนแปลงส่วนแบ่งการตลาด		
2.8 ผลกระทบจากอุปสรรคที่มีต่อกำไร		
2.9 ผลกระทบของการแข่งขันที่มีต่อกำไร		
2.10 การคาดการณ์ส่วนแบ่งตลาด		
2.11 ผลกระทบต่ออุปสรรคที่มีต่อกำไรในอนาคต		
2.12 ผลกระทบต่อการแข่งขันที่มีต่อกำไรในอนาคต		



3. หมวดการเปิดเผยเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์		
3.1 ลักษณะทางธุรกิจ		
3.2 สินค้าหรือบริการหลัก		
3.3 ลักษณะเฉพาะของสินค้าหรือบริการ		
3.4 ความรวดเร็วในการค้า		
3.5 การลงทุนในรายจ่ายการวิจัยและพัฒนา		
3.6 การลงทุนในสายการผลิต		
3.7 การปรับปรุงวงจรสินค้า		
3.8 สัดส่วนการนำเข้าและส่งออก		
3.9 สินค้าใหม่		
3.10 การปฏิเสธและของเสียที่พบ		
3.11 ปริมาณการผลิต		
3.12 การเปลี่ยนแปลงเครื่องมือ		
3.13 การเปลี่ยนแปลงวัตถุดิบ		
4. หมวดการเปิดเผยกลยุทธ์ทางการตลาด		
4.1 กลยุทธ์ทางการตลาด		
4.2 กลยุทธ์การขาย		
4.3 ช่องทางการจัดจำหน่าย		
4.4 ต้นทุนในการขายและการตลาด		
4.5 ค่าความนิยมของสินค้า		
4.6 การหมุนเวียนของลูกค้า		
4.7 ความพึงพอใจของลูกค้า		
4.8 เกี่ยวกับลูกค้าโดยรวม		
4.9 รายได้จากสินค้าและบริการ		
4.10 คำสั่งซื้อค้างไว้		
4.11 สัดส่วนคำสั่งซื้อและสินค้าที่จะส่งในปีถัดไป		
4.12 ปริมาณการรับคำสั่งซื้อใหม่		
4.13 การเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับสินค้า		
5. หมวดการทรัพยากรบุคคล		

5.1 ประสบการณ์ทำงานฝ่ายบริหาร		
5.2 เกี่ยวกับแรงงาน		
5.3 ค่าใช้จ่ายในการฝึกอบรม		
5.4 อัตราการหมุนเวียนพนักงาน		
5.5 รายได้เฉลี่ยต่อพนักงาน		
5.6 อายุเฉลี่ยของพนักงาน		
5.7 อายุของพนักงานในตำแหน่งสำคัญ		
5.8 การใช้เทคโนโลยีในการทำงาน		
5.9 การลงทุนในระบบ ERP		
5.10 กลยุทธ์เกี่ยวกับเงินทุนบุคคล		
5.11 กลยุทธ์เกี่ยวกับระบบ ERP		
รวม		

ภาคผนวก ข  
แบบสัมภาษณ์เชิงลึก  
เพื่องานวิจัยเชิงคุณภาพ

## แบบสัมภาษณ์เชิงลึกสำหรับการทำวิจัย

**เรื่อง การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

### คำชี้แจง

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการวิจัยครั้งนี้ เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุของการจัดการกำไร การกำกับดูแลกิจการ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำผลการศึกษาและผลการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลจากการวิจัยนำมาออกแบบเป็นแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลสำหรับผู้มีส่วนได้เสียใช้ประโยชน์ในการประกอบการตัดสินใจ และเพื่อยืนยันตัวแบบที่ได้จากการศึกษาเชิงปริมาณเพื่อนำไปใช้งานได้จริง ข้อมูลที่ได้รับจากท่านจักมีประโยชน์และทรงคุณค่าต่องานวิชาการเป็นอย่างมากที่สามารถให้เหตุผลต่อข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นเพื่อนำไปพัฒนาตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการประกอบการตัดสินใจในข้อมูลของผู้ใช้ข้อมูล

เพื่อให้ได้มาซึ่งข้อมูลที่มีความครบถ้วน เหมาะสมและมีประสิทธิภาพ ผู้วิจัยจึงขอความอนุเคราะห์จากท่านกลุ่มผู้ใช้งานข้อมูลเกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ และประกอบกับท่านผู้มีความรู้และความสามารถพร้อมทั้งประสบการณ์เกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เป็นผู้ทรงคุณค่าต่องานวิจัยในครั้งนี้ โปรดให้ข้อมูลตามข้อเท็จจริง เพื่อประโยชน์ในการศึกษาและวิจัยในครั้งนี้เท่านั้น โดยผู้วิจัยจะทำการรักษาความลับในข้อมูลตามข้อเท็จจริงที่ท่านได้ตอบสัมภาษณ์และไม่ทำการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการสัมภาษณ์โดยระบุตัวตนว่าแต่ละท่านได้ตอบแบบสัมภาษณ์ว่าอย่างไร แต่จะทำการเปิดเผยข้อมูลเป็นภาพรวมในการสัมภาษณ์เท่านั้น

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณท่านผู้มีความเมตตาในการตอบสัมภาษณ์และได้เสียสละเวลาอันมีค่าของท่านเพื่อให้ได้ข้อมูลที่ถูกต้อง สมบูรณ์และครบถ้วนในครั้งนี้เป็นอย่างสูง

ขอขอบพระคุณที่ได้ให้ข้อมูล ณ โอกาสนี้

(นายปฐมชัย กรเลิศ)

นักศึกษาปริญญาเอกหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต  
สาขาการบัญชี คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

### ตอนที่ 1. ข้อมูลทั่วไปของผู้ตอบสัมภาษณ์

ชื่อ-นามสกุล.....

ข้อมูลอื่น.....

ลักษณะความเกี่ยวข้องกับในฐานะผู้ใช้ข้อมูล.....

### ตอนที่ 2. ความคิดเห็นเกี่ยวกับปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

#### คำอธิบาย

1. ความหมายของความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) หมายถึง ความแตกต่างระหว่างข้อมูลสารสนเทศที่เกิดขึ้นโดยตัวแทนหรือจากหลักการ ที่ทำให้แต่ละฝ่ายผู้ใช้ข้อมูลได้รับรู้ข้อมูลสารสนเทศดังกล่าวที่ไม่เท่าเทียมกัน และสร้างความได้เปรียบและเสียเปรียบจากความแตกต่างดังกล่าว

2. ให้ท่านตอบสัมภาษณ์ตาม โครงสร้างของงานวิจัย

#### คำถามในการสัมภาษณ์

1. ท่านมีความคิดเห็นอย่างไรเกี่ยวกับปัจจัยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นและ โครงสร้างกรรมการที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

คำตอบสัมภาษณ์ของท่าน .....

.....

2. ท่านมีความคิดเห็นอย่างไรเกี่ยวกับปัจจัยการจัดการกำไรที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

คำตอบสัมภาษณ์ของท่าน .....

.....

3. ท่านมีความคิดเห็นอย่างไรเกี่ยวกับปัจจัยการจ่ายเงินปันผลหรือ นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

คำตอบสัมภาษณ์ของท่าน .....

.....  
.....

4. ท่านมีความคิดเห็นอย่างไรเกี่ยวกับปัจจัยคุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

คำตอบสัมภาษณ์ของท่าน .....

.....  
.....  
.....

5. ท่านมีความคิดเห็นอย่างไรเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล

คำตอบสัมภาษณ์ของท่าน .....

.....  
.....  
.....

6. ข้อเสนอแนะเพิ่มเติม

คำตอบสัมภาษณ์ของท่าน .....

.....  
.....  
.....

ขอบพระคุณเป็นอย่างสูงที่ท่านได้ให้ความอนุเคราะห์ต่อการตอบสัมภาษณ์ในคราวนี้

ภาคผนวก ค  
โปรแกรมและคู่มือการใช้  
แบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล

## บทนำ

ความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้นจากการที่เกิดความแตกต่างในการรับรู้ข้อมูลไม่ว่าจะเป็นเรื่องของระยะเวลาในการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร การรับรู้ข้อมูลของกิจการไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งเป็นสิ่งที่ทำให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียภายนอกหรือผู้ต้องการใช้ข้อมูลภายนอกรับรู้ข้อมูลข่าวสารหรือสิ่งใดที่ไม่เทียบกับผู้ที่มีส่วนได้เสียภายในกิจการหรือผู้ที่มีส่วนได้เสียที่มีตำแหน่งอยู่ในกิจการที่ผู้ที่มีส่วนได้เสียสนใจ เป็นสิ่งที่แสดงให้เห็นว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลจะสร้างความได้เปรียบกับผู้ที่ได้รับรู้ข้อมูลของกิจการที่สนใจมากกว่า หรือรวดเร็วกว่าเป็นเหตุทำให้ผู้ที่มีส่วนได้เสียที่ได้เปรียบสามารถใช้ข้อมูลข่าวสารดังกล่าว เพื่อประโยชน์ส่วนตัวคนไม่ว่าจะเป็น ความได้เปรียบในการจัดสรรเงินทุนที่ลงทุนในกิจการ การใช้ข้อมูลเพื่อเอื้อประโยชน์ของตนเอง อาจจะใช้ในการคาดการณ์ในเรื่องผลตอบแทนได้มากกว่าผู้ที่มีส่วนได้เสียทั่วไป ส่งผลกระทบทำให้ตลาดขาดสัมบูรณ์ลงไป ซึ่งมีสาเหตุและปัญหาจากหลากหลายปัจจัย ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยด้านการจัดการกำไร ไม่ว่าจะเป็นการใช้ดุลยพินิจในรายการคงค้าง การบิดเบือนตัวเลขทางการเงินเพื่อเอื้อประโยชน์แก่ผู้ชักกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง ปัจจัยเรื่องการเปิดเผยข้อมูล คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน ที่เราสามารถนำมาคิดวิเคราะห์คำนึงถึงเรื่องอื่นๆ ต่อไปได้ ไม่ว่าจะเป็นคุณภาพของข้อมูล ความเพียงพอของข้อมูล การได้รับข้อมูลที่แสดงถึงความโปร่งใส และอ้างอิงได้ย่อมเป็นประโยชน์แก่ผู้ใช้ในการตัดสินใจ และทำให้ลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ ปัจจัยเรื่องการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างและคุณลักษณะที่ดีของการกำกับดูแลกิจการสามารถสร้างความโปร่งใสและลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงได้ แต่ถ้าหากกิจการมีโครงสร้างที่มีความเสี่ยงต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะก่อให้เกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลขึ้นได้ ปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผล การจ่ายเงินปันผลอาจจะถือเป็นการจ่ายผลตอบแทนจากการลงทุนให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึงการแสดงความมั่งคั่งต่อผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นอาจจะมีความพึงพอใจกับผลตอบแทนที่ได้รับ แต่ในแง่ของการจ่ายเงินปันผลอาจจะเป็นการบิดเบือนหรือสร้างความสนใจให้แก่ผู้ที่ลงทุน แต่ไม่อาจทราบได้ว่าเงินทุนหรือแหล่งที่มาของผลตอบแทนมาจากโครงการใด ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียเผชิญกับความไม่สมมาตรของข้อมูลอีกทั้งการจ่ายเงินจำนวนมากทำให้กระแสเงินสดของกิจการลดลง ซึ่งกระแสเงินสดมีความสำคัญและความจำเป็นต่อการใช้จ่ายดำเนินงานกิจการต่อความเพียงพอของเงินทุนภายในกิจการ ความไม่สมมาตรของข้อมูลจะสร้างความได้เปรียบและเสียเปรียบเกิดขึ้น ผู้สนใจในการลงทุนต้องคำนึงถึงผลกระทบที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล ความเพียงพอของข้อมูลและความโปร่งใสของข้อมูล



ซึ่งต้องนำไปใช้ต่อการตัดสินใจลงทุน สำหรับการนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจและประเมินความเสี่ยงจากการลงทุน ผู้ลงทุนอาจตกอยู่ในสถานการณ์การถูกเอาเปรียบเมื่อเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลเกิดขึ้น การตัดสินใจการลงทุนจึงต้องใช้หลักความระมัดระวัง

จากงานวิจัยการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการวิเคราะห์และสังเคราะห์ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล เพื่อใช้เป็นแนวทางในการคิดและประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย ผู้มีความสนใจในการใช้สารสนเทศเพื่อประเมินความเสี่ยงจากการลงทุน เป็นแนวทางการประเมินความเสี่ยงและการเพียงพอในสารสนเทศของกิจการที่สนใจลงทุนจากตัวแบบ

### ตัวแบบการประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลจะประกอบไปด้วย

คำถามประเมินเกี่ยวกับ	จำนวนข้อ
การกำกับดูแลกิจการที่ดี	5
การจ่ายเงินปันผล	1
คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	1 ข้อใหญ่
- ดัชนีการเปิดเผยรายการ	51 คำถาม
การจัดการกำไร	1 ข้อใหญ่
	8 คำถาม
ความไม่สมมาตรของข้อมูล	จากค่าอิทธิพลตาม โมเดลงานวิจัยเชิง ปริมาณ

## โปรแกรมแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล (Thai Version)

แบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล						
คำชี้แจง :	แบบประเมินต่อไปนี้ เป็นแบบประเมินที่ได้จัดทำขึ้นจากผลงานการวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลกระทบต่อ					
	ความไม่สมมาตรของข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และค่าประเมินความไม่					
	สมมาตรของข้อมูลที่ปรากฏถูกประเมินโดยตัวแบบประเมิน ความแม่นยำของแบบประเมินขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริง					
	ของค่าตอบที่ผู้ตอบแบบประเมินได้ทำการตอบ ผู้วิจัยไม่ได้นำผลประเมินไปใช้ในประโยชน์เช่นใด ในอนาคต					
	แบบประเมินต่อไปนี้จะใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย					
ข้อที่	คำถามของตัวแบบประเมิน	ระดับคะแนน				หมายเหตุ
	ระดับ	1	2	3	4	
1	คณะกรรมการบริษัทมีการจัดการประชุมช่วงเวลา ก่อนนำเสนอจำนวนกี่ครั้งต่อปี	0-8 ครั้ง	9-16 ครั้ง	17-24 ครั้ง	> 24 ครั้ง	
	ระบุกรอบระดับคะแนน	2				
2	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (คณะกรรมการอิสระเทียบกับคณะกรรมการทั้งสิ้น)	<23%	23%-42%	43%-60%	>61%	กิจการมีการกำกับดูแลกิจการที่มีโครงสร้าง กรรมการที่อิสระ กรรมการอิสระ จำนวน น้อย จะขาดความรับผิดชอบและ ความซื่อสัตย์ในการดำเนินงาน และ และมีโอกาสเกิดการฉ้อโกงได้ (Ramachandran et al. (2014), Malik (2015))
	ระบุกรอบระดับคะแนน	1				
3	สัดส่วนผู้ถือหุ้นนำกองทุนสถาบัน (รวมสัดส่วนหุ้นของนักลงทุนสถาบัน)	<25%	25%-50%	51%-75%	>75%	
	ระบุกรอบระดับคะแนน	2				
4	สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว (รวมสัดส่วนผู้ถือหุ้นในสกุลหรือมีความใกล้ชิดกัน)	<25%	25%-50%	51%-75%	>75%	หากมีการกำกับดูแลกิจการอยู่ใน โครงสร้างของกิจการที่มีสัดส่วนของการ ถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership) มักจะมีการร่วมผู้ถือหุ้นและ วัตถุประสงค์ร่วมกันและได้ประโยชน์ ร่วมกัน ทำให้เกิดความไม่สมมาตรขึ้น (Fama & Jensen, 1983; Morck et al., 1988)
	ระบุกรอบระดับคะแนน	4				
5	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (รวมสัดส่วนผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก)	<25%	25%-50%	51%-75%	>75%	
	ระบุกรอบระดับคะแนน	1				
6	มูลค่าเงินปันผลต่อหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS) อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)					
	ระดับ	1	2	3	4	
	อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) (เงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น)	<25%	25%-50%	51%-75%	>75%	
	ระบุกรอบระดับคะแนน	ทศนิยม 0.5 ปีขึ้นไป ต่ำกว่า 0.5 ปีครึ่ง				

9	ต่อไปนี้เป็นการคำนวณระดับโอกาสทางการศึกษาก้าวข้ามจากชั้นเรียนหรือระดับชั้นเรียนต่อไปนี้หรือไม่? หากใช่ ให้ใส่ "1" หากไม่ใช่ ให้ใส่ "0"	ใช่/ไม่ใช่/ไม่มี
	ความถี่ของโอกาสที่ผู้เรียนใช้ในการศึกษาก้าวข้าม	มี = 1, ไม่มี/ไม่มี = 0
	7.1 มีการมีวิทยากรหรืออาสาสมัครที่ปรึกษาและเจ้าหน้าที่ที่ปรึกษาจากหน่วยงานภายนอก	
	7.2 มีการมีอาสาสมัครหรืออาสาสมัครที่ปรึกษาที่มีความรู้และประสบการณ์จากหน่วยงานภายนอก	
	7.3 มีการมีอาสาสมัครหรืออาสาสมัครที่มีความรู้และประสบการณ์จากหน่วยงานภายนอก	
	7.4 มีการมีการตั้งมูลนิธิหรือกองทุนเพื่อสนับสนุนการศึกษาก้าวข้าม	
	7.5 มีการมีระบบนโยบายหรือวิธีปฏิบัติที่ส่งเสริมการศึกษาก้าวข้าม	
	7.6 มีการมีการให้ทุนการศึกษาหรือรางวัลแก่ผู้เรียนที่ประสบความสำเร็จในการศึกษาก้าวข้าม	
	7.7 มีการไม่มีการให้ทุนการศึกษาหรือรางวัลแก่ผู้เรียนที่ประสบความสำเร็จในการศึกษาก้าวข้าม	
	7.8 มีการมีการให้ทุนการศึกษาหรือรางวัลแก่ผู้เรียนที่ประสบความสำเร็จในการศึกษาก้าวข้าม	
	รวมคะแนน	0
10	ต่อไปนี้เป็นการคำนวณดัชนีการเปิดโอกาสทางการศึกษาก้าวข้ามหรือไม่? หากใช่ ให้ใส่ "1" หากไม่ใช่ ให้ใส่ "0"	ใช่/ไม่ใช่/ไม่มี
	1. หมวดการเปิดสอนหลักสูตร	มี = 1, ไม่มี = 0
	1.1 เปิดสอนภาษาและวัฒนธรรมต่างประเทศ	
	1.2 เปิดสอนหลักสูตรการศึกษาก้าวข้าม	
	1.3 เปิดสอนการศึกษาก้าวข้ามที่บูรณาการกับหลักสูตร	
	1.4 เปิดสอนเฉพาะระยะเวลาในการศึกษาก้าวข้าม	
	1.5 เปิดสอนที่เน้นการเรียนรู้เชิงบูรณาการ	
	1.6 เปิดสอนหลักสูตรที่เน้นการเรียนรู้	
	1.7 เปิดสอนเฉพาะชั้นเรียน	
	1.8 เปิดสอนการเปลี่ยนแปลงค่า ROCE หรือ EVA	
	1.9 เปิดสอนความรู้เชิงวิชาการ	
	1.10 เปิดสอนความรู้เชิงวิชาการ	
	1.11 เปิดสอนความรู้เชิงวิชาการเกี่ยวกับความแตกต่าง	
	1.12 เปิดสอนการประเมินความเสี่ยงอื่น	
	2. หมวดการเปิดสอนเชิงวิชาชีพและแนวใหม่	มี = 1, ไม่มี = 0
	2.1 การบูรณาการศาสตร์	
	2.2 การบูรณาการศาสตร์ที่เกี่ยวข้องเฉพาะ	
	2.3 ขอบเขตของศาสตร์	
	2.4 ขอบเขตลักษณะการจ้างงาน	
	2.5 อุปกรณ์ในการจ้างงาน	
	2.6 การจัดการเรียนการสอนที่บูรณาการศาสตร์	
	2.7 การเปลี่ยนแปลงระบบการศึกษาศาสตร์	
	2.8 ผลกระทบจากอุปกรณ์ที่ติดต่อกัน	
	2.9 ผลกระทบของการจ้างงานที่ติดต่อกัน	
	2.10 การศึกษาศาสตร์ที่บูรณาการศาสตร์	
	2.11 ผลกระทบต่ออุปกรณ์ที่ติดต่อกันในอนาคต	
	2.12 ผลกระทบต่อการจ้างงานที่ติดต่อกันในอนาคต	
	3. หมวดการเปิดสอนเชิงบูรณาการ	มี = 1, ไม่มี = 0
	3.1 ลักษณะทางธุรกิจ	
	3.2 สินค้าหรือบริการหลัก	
	3.3 ลักษณะเฉพาะของสินค้าหรือบริการ	
	3.4 ความรวดเร็วในการศึกษา	
	3.5 การลงทุนในวิจัยและการพัฒนา	
	3.6 การลงทุนในสาขาการศึกษา	
	3.7 การปรับปรุงงานวิจัย	
	3.8 สัดส่วนการนำเงินเข้าและส่งออก	
	3.9 สินค้าใหม่	
	3.10 การปฏิรูปและของเสียที่พบ	
	3.11 ปริมาณการผลิต	
	3.12 การเปลี่ยนแปลงเชิงวิจัย	
	3.13 การเปลี่ยนแปลงที่ดูดี	
	4. หมวดการเปิดสอนเชิงวิชาการศาสตร์	มี = 1, ไม่มี = 0
	4.1 หลักสูตรวิชาการศาสตร์	
	4.2 หลักสูตรการจ้าง	
	4.3 ช่องทางการจัดจำหน่าย	
	4.4 ต้นทุนในการขายและการตลาด	
	4.5 ค่าความนิยมของสินค้า	
	4.6 การหมุนเวียนของสต็อก	
	4.7 ความพึงพอใจของลูกค้า	
	4.8 เกี่ยวกับลูกค้าโดยรวม	
	4.9 รายได้จากสินค้าและบริการ	
	4.10 ค่าใช้จ่ายที่รับรู้	
	4.11 สัดส่วนกำลังซื้อและสินค้าที่จะส่งในผลิตภัณฑ์	
	4.12 ปริมาณการรับคำสั่งซื้อใหม่	
	4.13 การเปลี่ยนแปลงเกี่ยวกับสินค้า	
	5. หมวดการทรัพยากรบุคคล	มี = 1, ไม่มี = 0
	5.1 ประสิทธิภาพงานด้านบริหาร	
	5.2 เกี่ยวกับแรงงาน	
	5.3 ค่าใช้จ่ายในการฝึกอบรม	
	5.4 อัตราการหมุนเวียนของพนักงาน	
	5.5 รายได้ต่อหัวต่อพนักงาน	
	5.6 อายุเฉลี่ยของพนักงาน	
	5.7 อายุของพนักงานในตำแหน่งสำคัญ	
	5.8 การใช้เทคโนโลยีในการทำงาน	
	5.9 การลงทุนในระบบ ERP	
	5.10 หลักสูตรเกี่ยวกับเงินส่วนบุคคล	
	5.11 หลักสูตรเกี่ยวกับระบบ ERP	
	รวมคะแนนดัชนี	0

คำมีชัยเกี่ยวกับกรอกค่ากับดูแลกิจการที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร	1	ค่าคะแนนระดับ ความไม่สมมาตรของข้อมูล	1
ผลการประเมินโอกาสการเกิดการจัดการกำไร	ระดับน้อยที่สุด	ผลการประเมินการจัดการกำไรที่เกิดขึ้น	ระดับน้อยที่สุด
ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้	ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1	ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2	ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3	ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4	ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5	ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5
			กิจการมีคุณภาพการเปิดเผย รายการที่ดี และมีการกำกับดูแล กิจการที่ดี
ค่าคะแนนระดับ คุณภาพการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงิน	3		
ผลการประเมินคุณภาพการเปิดเผยรายงานจากโครงสร้าง	ระดับปานกลาง		
การกำกับดูแลกิจการและการจัดการกำไร			
ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้		
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1		
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2		
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3		
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4		
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5		

### ตัวอย่างการกรอกแบบประเมิน

1. ตัวแบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล มีการกรอกผลและให้คำตอบดังต่อไปนี้
  - 1.1 คำถามประเภทที่ 1 ให้กรอกผลระดับคะแนนจากคำถามและคำตอบที่ท่านพบจากกิจการที่ท่านสนใจทีละข้อ ในช่องสี่เหลี่ยมในแต่ละข้อคำถาม

แบบประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูล							
ข้อที่	คำถามของตัวแบบประเมิน	คำตอบแบบประเมิน	ระดับคะแนน				หมายเหตุ
		ระดับ	1	2	3	4	
1	คณะกรรมการบริษัทมีการจัดการประชุมช่วงเวลา ก่อนนำเสนอจำนวนกี่ครั้งต่อปี		0-8 ครั้ง	9-16 ครั้ง	17-24 ครั้ง	> 24 ครั้ง	FALSE
	ระบุกรอกระดับคะแนน		กรอกระดับคะแนน				
2	จำนวนคณะกรรมการบริหารในกิจการ		<5 คน	5-9 คน	10-14 คน	>15 คน	-
	ระบุกรอกระดับคะแนน		กรอกระดับคะแนน				
3	สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว		<25%	25%-50%	51%-75%	>75%	-

1.2 คำถามประเภทที่ 2 ถามตอบแบบสอบถามหากมีตามคำถามให้กรอกเลข 1 หากไม่มี กรอกเลข 0

10	ต่อไปนี้เป็นคำถามที่วัดดัชนีการเปิดเผยรายการ ถ้าหากท่านเห็นว่ามีการเปิดเผยข้อมูลให้ใส่ "1" หากไม่พบใส่ "0"								
									ใส่ค่าคะแนน มี = 1 , ไม่มี = 0
	1. หมวดการเปิดเผยด้านกลยุทธ์								
	1.1 เปิดเผยเป้าหมายและวัตถุประสงค์องค์กร								
	1.2 เปิดเผยกลยุทธ์การกำกับดูแล								
	1.3 เปิดเผยการดำเนินการให้บรรลุวัตถุประสงค์								
	1.4 เปิดเผยขอบเขตระยะเวลาดำเนินการตามวัตถุประสงค์								
	1.5 เปิดเผยทัศนคติที่แสดงถึงจริยธรรม								
	1.6 เปิดเผยกลยุทธ์สิ่งแวดล้อม								
	1.7 เปิดเผยแยกส่วนงาน								
	1.8 เปิดเผยการเปลี่ยนแปลงค่า ROCE หรือ EVA								
	1.9 เปิดเผยความเสี่ยงจากการค้า								
	1.10 เปิดเผยความเสี่ยงทางการเงิน								
	1.11 เปิดเผยความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราแลกเปลี่ยน								

หากค้นหารายการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินพบที่ใส่เลข 1 หากไม่พบใส่เลข 0

2. หากท่านกรอกคะแนนในแต่ละข้อที่ส่งผลต่อความไม่สมมาตรของข้อมูล แล้วขึ้นข้อความอัตโนมัติ หรือค่าของข้อมูลอยู่ในจุดที่ต้องคำนึงถึงจะมีข้อความเตือนขึ้นในช่องหมายเหตุในแต่ละข้อ ที่บอกเหตุผลและผลของข้อควรคำนึงดังกล่าว เพื่อให้ผู้ใช้แบบประเมินระมัดระวังในประเด็นดังกล่าวที่ระบบได้แจ้งเตือนที่ส่งผลต่อระดับการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล

ข้อที่	คำถามของตัวแบบประเมิน	ระดับ	ระดับคะแนน				หมายเหตุ
			1	2	3	4	
1	คณะกรรมการบริษัทมีการจัดการประชุมช่วงเวลาก่อนนำเสนองบจำนวนกี่ครั้งต่อปี	ระดับ	1 0-8 ครั้ง	2	3	4	จำนวนครั้งการประชุมทำให้มีความโปร่งใส ในแง่การจัดข้อมูล มีความไม่สมมาตรของข้อมูล จากข้อมูลไม่อาจทำให้เกิดความไม่สมดุล (Kangasarem et al., 2007; Cai et al., 2009)
	ระบุกรอกระดับคะแนน			1			
2	จำนวนคณะกรรมการบริหารในกิจการ	ระดับ	1 <5 คน	2	3	4	
	ระบุกรอกระดับคะแนน			3			
3	สัดส่วนการถือหุ้นในลักษณะของครอบครัว (รวมสัดส่วนผู้ที่มีนามสกุลหรือมีความใกล้ชิดกัน)	ระดับ	1 <25%	2 25%-50%	3 51%-75%	4 >75%	หากการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับสูง จะเกิดการที่สัดส่วนของการถือหุ้นในลักษณะครอบครัว (Family Ownership) มักจะมีการรวมกลุ่มกันและมีวัตถุประสงค์เพื่อมิฉะนั้นได้ประโยชน์ร่วมกัน ทำให้เกิดความไม่สมดุล (Fama & Blume, 1983; Morck et al., 1988)
	ระบุกรอกระดับคะแนน			4			
4	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น	ระดับ	1 <25%	2 25%-50%	3 51%-75%	4 >75%	สัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น การนำเสนองานจะมีความเสี่ยงสูงที่นักลงทุนผู้ถือหุ้นได้เสียโอกาส หรือผู้ถือหุ้น

3. ค่าและคะแนนของปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไรจะขึ้นอัตโนมัติจากการคำนวณของโปรแกรมตามตัวแบบสมการทำนายตามตัวแบบสมการอื่น

5.11 กลยุทธ์เกี่ยวกับระบบ ERP		รวมคะแนน	0	
		ดัชนีทั้งสิ้น		
ค่าคะแนนระดับ การจัดการกำไร		4	ค่าคะแนนระดับ	5
ผลการประเมินการจัดการกำไรที่เกิดขึ้น		ระดับมาก	ผลการประเมิน	ระดับมากที่สุด
ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้		ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1		ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2		ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3		ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4		ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5		ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5
				กิจการมีโครงสร้างกิจการที่เอื้อประโยชน์ต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล อาจมีนโยบายจ่ายเงินปันผลที่ไม่มีความเหมาะสม การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน

4. ค่าคะแนนระดับประเมินความไม่สมมาตรของข้อมูลจะขึ้นอัตโนมัติจากการคำนวณปัจจัยที่มีอิทธิพลและส่งผลตามตัวแบบ จะแสดงระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลเป็น 5 ระดับ และมีข้อความการวิเคราะห์การเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูลอัตโนมัติ จากสมการทำนายที่มีค่าความเชื่อมั่นที่ 29%

5.11 กลยุทธ์เกี่ยวกับระบบ ERP		รวมคะแนน	0	
		ดัชนีทั้งสิ้น		
ค่าคะแนนระดับ การจัดการกำไร		4	ค่าคะแนนระดับ	5
ผลการประเมินการจัดการกำไรที่เกิดขึ้น		ระดับมาก	ผลการประเมิน	ระดับมากที่สุด
ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้		ระดับผลการประเมิน	ระดับคะแนนที่ได้
ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1		ระดับน้อยที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 1
ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2		ระดับน้อย	มีค่าระดับอยู่ที่ 2
ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3		ระดับปานกลาง	มีค่าระดับอยู่ที่ 3
ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4		ระดับมาก	มีค่าระดับอยู่ที่ 4
ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5		ระดับมากที่สุด	มีค่าระดับอยู่ที่ 5
				กิจการมีโครงสร้างกิจการที่เอื้อประโยชน์ต่อการเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล อาจมีนโยบายจ่ายเงินปันผลที่ไม่มีความเหมาะสม การเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน

## ประวัติผู้วิจัย



ชื่อ-สกุล

ปฐมชัย กรเลิศ

วัน เดือน ปี เกิด

วันที่ 25 พฤศจิกายน 2529

สถานที่เกิด

จังหวัดเชียงใหม่

วุฒิการศึกษา

ปี พ.ศ. 2552

บริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการบัญชี

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา

ปี พ.ศ. 2556

บัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ปี พ.ศ. 2565

ปรัชญาคุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม

ผลงานทางวิชาการที่ได้รับการตีพิมพ์

ปี พ.ศ. 2559

ผลกระทบของมาตรฐานการตรวจสอบภายในของส่วน

ราชการที่ต่อประสิทธิภาพการตรวจสอบภายในของส่วน

ราชการ : กรณีศึกษาจังหวัดในภาคกลางของประเทศไทย

ผลงานทางวิชาการที่ได้รับการตีพิมพ์	<p>ปี พ.ศ. 2559          ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจัดการกำไร: กรณีศึกษากลุ่ม          อุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ</p>
	<p>ปี พ.ศ. 2559          การใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการในการพยากรณ์การเข้า          ข่ายอาจถูกเพิกถอนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด          หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย</p>
	<p>ปี พ.ศ. 2559          ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทาง          การเงินกับการจัดการกำไร: กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรม          ประเภทสินค้าอุปโภคและบริโภคในบริษัทจดทะเบียนใน          ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย</p>
	<p>ปี พ.ศ. 2561          การศึกษาและวิเคราะห์ต้นทุน ปริมาณ และกำไรของ          ผลิตภัณฑ์ผ้าฝ้ายทอมือ: กรณีศึกษาหมู่บ้านหนองอาบช้าง          ตำบลสบเตี๊ยะ อำเภอจอมทอง จังหวัดเชียงใหม่</p>
	<p>ปี พ.ศ. 2562          ความรู้ความเข้าใจของนักบัญชีจังหวัดเชียงใหม่เกี่ยวกับการ          บัญชีและภาษีเงินได้นิติบุคคลของกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสีย          สาธารณะ</p>
ใบอนุญาตประกอบวิชาชีพ	<p>ปี พ.ศ. 2560          ใบรับรองคุณวุฒิผู้สอบบัญชีภาษีอากร (Tax Auditor)          จากกรมสรรพากร</p>
ประสบการณ์การทำงาน	<p>ปี พ.ศ. 2553          อาจารย์พิเศษมหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงใหม่</p> <p>ปี พ.ศ. 2553          อาจารย์พิเศษมหาวิทยาลัยแม่โจ้</p>



ตำแหน่งหน้าที่ปัจจุบัน

ปี พ.ศ. 2553

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชีและผู้สอบบัญชีภาษีอากรสำนักงาน  
สอบบัญชี

ปี พ.ศ. 2559

ที่ปรึกษาของบริษัทอุตสาหกรรมและอสังหาริมทรัพย์

ปี พ.ศ. 2559

อาจารย์ประจำมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลล้านนา  
152/37 หมู่ที่ 3 ตำบลช้างเผือก อำเภอเมืองเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ 50300

สถานที่อยู่ปัจจุบัน