

# อิทธิพลของรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร และการกำกับดูแลกิจการที่มีผลต่อต้นทุนเงินลงทุน : การวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลช่วงยาวแบบไม่สมดุลด้วยแบบจำลอง Fixed Effects

The Influence of Discretionary Accruals and Corporate Governance on Cost of Equity Capital : Using Unbalanced Panel Data with Fixed Effects Regression Model

สุภาวดี สุชีชีพ มอส์<sup>1</sup>

Supawadee Sukeecheep Moss<sup>1</sup>

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการวิเคราะห์อิทธิพลของรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนเงินลงทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยนี้ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ 2 กลุ่ม คือ 1. รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารโดยประมาณค่าจากค่าสัมบูรณ์ด้วยแบบจำลอง Performance Matched Discretionary Accruals และ 2. การกำกับดูแลกิจการซึ่งประกอบด้วย การคว่ำตำแหน่งของคณะกรรมการบริษัทที่มากกว่า 1 ตำแหน่งในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทขนาดของคณะกรรมการ การคว่ำตำแหน่งของซีอีโอและประธานคณะกรรมการ ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินและบัญชีของคณะกรรมการตรวจสอบ ความเห็นของผู้สอบบัญชี ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร และ ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงิน ส่วนตัวแปรตามที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้คือ ต้นทุนของเงินลงทุนที่ประมาณค่าจากแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) จากการวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลช่วงยาวแบบไม่สมดุลด้วยแบบจำลอง Fixed Effects พบว่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีอิทธิพลในการเพิ่มต้นทุนของเงินลงทุน ในทางตรงกันข้าม ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงินและบัญชีของคณะกรรมการตรวจสอบ และผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงินมีอิทธิพลในการลดต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ

**คำสำคัญ:** รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร, การกำกับดูแลกิจการ, ต้นทุนเงินลงทุน

<sup>1</sup>อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

<sup>1</sup>Lecturer, Accounting Department, Business Administration and Information Technology Faculty Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi, Email: ssukeech@gmail.com

## ABSTRACT

The main objective of this study is to analyze the influence of discretionary accruals and corporate governance on the cost of equity capital in Thai listed companies. Two groups of independent variable are comprised in this study: 1. discretionary accruals estimated from Performance matched discretionary accruals model and 2. corporate governance mechanisms included: board independence, board size, CEO-chair duality, audit committee financial expertise, audit opinion, managerial ownership and institutional shareholders. The dependent variable in this study is the cost of equity capital estimated from the capital assets pricing model (CAPM). Using unbalanced panel data with fixed effects model, this study reveals that companies with greater discretionary accruals and higher proportion of managerial ownership are likely to have higher cost of equity capital. In contrast, the companies with greater board independence, board size, audit committee financial expertise, and institutional shareholders are likely to experience lower cost of equity capital.

**Keyword:** Discretionary Accruals, Corporate Governance, Cost of Equity Capital

## บทนำและความสำคัญของปัญหาของการวิจัย

ในสภาวะแวดล้อมทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงไปในยุคปัจจุบัน ส่งผลให้ความเป็นเจ้าของ (Ownership) และการควบคุม (Control) ถูกแยกออกจากกันอย่างมีนัยสำคัญ ผู้ถือหุ้น (Shareholders) หรือเจ้าของกิจการ (Owner) อาจจะไม่ใช่มุบุคคลที่เข้ามาบริหารกิจการ ดังนั้นกิจกรรมทางธุรกิจต่างๆ จะถูกดำเนินการโดยกลุ่มผู้บริหาร (Management team) รูปแบบการบริหารธุรกิจที่เปลี่ยนไปนี้จะไม่ก่อให้เกิดปัญหาในการบริหารธุรกิจหากความต้องการของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารเป็นไปในทิศทางเดียวกัน แต่ในความเป็นจริงการแยกส่วนระหว่างความเป็นเจ้าของกิจการและอำนาจในการควบคุมนี้อาจก่อให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของกิจการ ปัญหาดังกล่าวเรียกว่าปัญหาตัวแทน (Agency problem) ในงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวเกี่ยวกับทฤษฎีนี้ไว้ว่าปัญหาตัวแทนจะมีบุคคลเข้ามาเกี่ยวข้องกับ 2 ฝ่ายคือ ตัวการ (Principal) และ ตัวแทน (Agent) ตัวการหรือผู้ถือหุ้นจะจ้างตัวแทนหรือผู้บริหารเข้ามาบริหารงานในกิจการแทนตัวการหรือผู้ถือหุ้น ตัวแทนหรือผู้บริหารมีอำนาจในการตัดสินใจในทางธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งอาจจะส่งผลให้ตัวการสูญเสียผลประโยชน์หากตัวแทนตัดสินใจผิดพลาดเนื่องจากเงินที่นำไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงเป็นเงินที่ผู้ถือหุ้นหรือ

ตัวการนำมาลงทุน อีกตัวอย่างหนึ่งให้เห็นชัดเจนคือการจ่ายผลประโยชน์ตอบแทน (Compensation) ให้ผู้บริหารหากผู้บริหารดำเนินงานเป็นไปตามเป้าหมาย ซึ่งเงินตอบแทนให้ผู้บริหารมักจะถูกติดกับตัวเลขทางการบัญชี เพื่อให้บรรลุเป้าหมายและได้รับผลตอบแทนที่ผู้บริหารต้องการ ผู้บริหารอาจจะตกแต่งตัวเลขทางบัญชีให้สะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการ (Ahmad, Saleh, Iskandar, & Alias, 2011; Strobl, 2013) การปฏิบัติการณ์ดังกล่าวของผู้บริหารส่งผลให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับข้อมูลทางการเงินที่แท้จริง ซึ่งส่งผลให้การลงทุนของผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยง (Investment risk) และในท้ายที่สุดผู้ถือหุ้นอาจตัดสินใจการผิดพลาดเนื่องจากใช้ข้อมูลที่มีความเสี่ยงสูงจากผู้บริหาร เพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงและโอกาสในการตัดสินใจผิดพลาดจากการใช้ข้อมูลทางการเงินของผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นจะเรียกร้องผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น (Required high returns) ซึ่งผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นเรียกร้องก็คือค่าใช้จ่ายของกิจการที่เรียกว่าต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ (Cost of equity capital)

เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไปอนุญาตให้ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการประมาณการตัวเลขโดยใช้เกณฑ์คงค้าง ซึ่งอาจเป็นการเปิดช่องโหว่ให้ผู้บริหารใช้เป็นโอกาสในการตกแต่งและบิดเบือนข้อเท็จจริงของข้อมูลทางการเงินบัญชี เครื่องมือชนิดหนึ่งที่ผู้บริหารนิยมใช้ในการจัดการตัวเลขทางการบัญชีก็คือ การประมาณ

การตัวเลขทางการบัญชีโดยใช้เกณฑ์คงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) ผลการวิจัยในอดีตพบว่าการใช้ผู้ถือหุ้นใช้ราคาหุ้นเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจลงทุนจะเป็นแรงกดดันให้ผู้บริหารบิดเบือนข้อเท็จจริงในงบการเงิน (Strobl, 2013) ส่งผลให้การลงทุนของผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงและต้นทุนของเงินลงทุนสูงขึ้น ผลงานวิจัยของ Botosan, Plumlee, and Xie (2004) และ Gray, Koh, and Tong (2009) พบว่าข้อมูลทางการเงินที่มีคุณภาพและโปร่งใสสามารถลดต้นทุนเงินลงทุนของกิจการได้ และ Bhattacharya, Daouk, and Welker (2003) พบว่าบริษัทที่มีการตกแต่งตัวเลขทางการเงินมีแนวโน้มที่จะมีต้นทุนของเงินลงทุนที่สูงขึ้น

ปัญหาการใช้เกณฑ์คงค้างในการประมาณการตัวเลขทางการบัญชีภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร เป็นปัญหาที่สำคัญและได้รับความสนใจจากนักวิชาการและนักวิจัยทั่วโลกในการพยายามหาเครื่องมือเข้ามาช่วยลดปัญหาดังกล่าว และในที่สุดการนำการ “กำกับดูแลกิจการ หรือ บรรษัทภิบาล” เข้ามาเป็นกลไกสำคัญในการลดพฤติกรรมทางลบของผู้บริหารในการจัดการตัวเลขทางการเงิน นักวิจัยและนักวิชาการจำนวนมากเชื่อว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดปัญหาการตกแต่ง บิดเบือน หรือ จัดการตัวเลขทางการเงินของผู้บริหารได้ (Abed, Al-Attar, & Suwaidan, 2012; Ali Shah, Butt, & Hasan, 2009; Banko, Frye, Wang, & Whyte, 2013; Davidson, Goodwin-Stewart, & Kent, 2005; Peasnell, Pope, & Young, 2004; Xie, Davidson, & DaDalt, 2003; Zouari & Rebai, 2009) อย่างไรก็ตามในประเทศไทยความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลกิจการยังไม่ชัดเจนไม่ว่าการกำกับดูแลกิจการจะสามารถลดปัญหาการจัดการกำไรและต้นทุนเงินลงทุนได้จริงหรือไม่ ด้วยเหตุนี้งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ดังนี้

## 2. วัตถุประสงค์ในการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินลงทุนและระดับเกณฑ์คงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินลงทุนและการกำกับดูแลกิจการ

## 3. ทฤษฎีวรรณกรรมและแนวคิด

### 3.1 ต้นทุนของเงินลงทุน (Cost of Equity Capital)

ต้นทุนเงินลงทุนคือจำนวนเงินที่กิจการจ่ายไปสำหรับการใช้ทุนของกิจการ หรืออีกนัยหนึ่งก็คือค่าตอบแทนที่จะต้องจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นที่นำเงินมาลงทุนในกิจการ การทำความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของความโปร่งใสในข้อมูลทางการเงินและต้นทุนของเงินลงทุนนั้นสำคัญมากเนื่องจากความไม่โปร่งใสของข้อมูลทางการเงินส่งผลให้เกิดความไม่มั่นใจในการลงทุนของผู้ถือหุ้น และความไม่มั่นใจดังกล่าวผู้ถือหุ้นจะต้องการผลตอบแทนหรือเงินปันผลที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงในการลงทุนและผลที่ตามมา ก็คือการที่กิจการมีต้นทุนการใช้เงินลงทุนที่สูงขึ้น (Poshakwale & Curtis, 2005) Biddle, Hilary, and Verdi (2009) กล่าวว่าไว้ว่าคุณภาพของรายงานทางการเงินที่สูงจะช่วยลดอันตรายจากศีลธรรม (Moral Hazard) และการตัดสินใจในการลงทุนผิดพลาด ซึ่งในการวัดความมีคุณภาพของรายงานทางการเงินนั้น Jonas and Blanchet (2000) ใช้วิธีการวัด 2 วิธีคือ วัดจากความต้องการของผู้ใช้รายงานทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มที่คำนึงถึงความถูกต้องและความมีประโยชน์ในการนำข้อมูลทางการเงินไปใช้ในการตัดสินใจเชิงธุรกิจ ตัววัดตัวที่สองคือวัดจากผู้ถือหุ้นซึ่งบุคคลกลุ่มนี้จะคำนึงถึงความเพียงพอ ความโปร่งใสและความเปิดเผยข้อมูลที่เพียงพอ ในปัจจุบันงานวิจัยเกี่ยวกับต้นทุนของเงินลงทุนจะได้รับความสนใจจากนักวิชาการและวิจัยอย่างมากในด้านความสัมพันธ์ที่มีต่อการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส ซึ่งผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของต้นทุนเงินลงทุนและระดับของการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใส จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนที่หนึ่งคือข้อมูลทางการเงิน (Financial disclosure) และส่วนที่สองคือข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงิน (Non-financial disclosure)

การศึกษาด้านต้นทุนของเงินลงทุนในปัจจุบันส่วนใหญ่จะเน้นไปในการศึกษาผลกระทบของข้อมูลทางการเงินที่มีต่อต้นทุนของเงินลงทุน (Botosan et al., 2004; and Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011) ซึ่งโดยทั่วไปแล้วผลการศึกษาพบว่าระดับของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินอย่างโปร่งใสมีความสัมพันธ์ทางลบกับต้นทุนของเงินลงทุน กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือกิจการที่มีระดับการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสูงจะมีต้นทุนเงินลงทุนต่ำ

นั่นเอง นั่นก็หมายความว่านักลงทุนมองว่าการที่กิจการมีการเปิดเผยข้อมูลอย่างโปร่งใสจะทำให้ความเสี่ยงในการลงทุนของนักลงทุนลดลงจึงต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต่ำเมื่อเทียบกับกิจการที่มีการเปิดเผยข้อมูลที่อยู่ในระดับต่ำ ยกตัวอย่างเช่น Poshakwale and Courtis (2005) ศึกษาความสัมพันธ์ของระดับการเปิดเผยข้อมูลกับต้นทุนเงินลงทุน ของธนาคารในกลุ่มประเทศยุโรป อเมริกาเหนือ และออสเตรเลีย จำนวน 135 ธนาคาร พบว่าการเปิดเผยข้อมูลในระดับสูงจะช่วยลดต้นทุนเงินลงทุนของกิจการโดยเฉพาะอย่างยิ่งการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการจัดการความเสี่ยงของกิจการจะช่วยลดต้นทุนของเงินลงทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ Eaton, Nofsinger, and Weaver (2007) เสนอว่าการที่กิจการใช้มาตรฐานการบัญชีที่แตกต่างกันอย่างเช่นการใช้มาตรฐานการบัญชีที่รับรองโดยทั่วไปของอเมริกา (US GAAP) และมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standards: IAS) จะส่งผลให้ค่าระดับการเปิดเผยข้อมูลนั้นแตกต่างกัน Eaton et al. (2007) ค้นพบว่า การเปิดเผยข้อมูลในระดับสูงจะช่วยลดการเข้าถึงข้อมูลอย่างไม่เท่าเทียมกัน (Information Asymmetry) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้

สำหรับข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลทางการเงิน Richardson and Welker (2001) ศึกษาข้อมูลตัวอย่างในประเทศแคนาดา ระหว่างปี 1990 ถึง 1992 การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility Reporting) จะช่วยลดต้นทุนของเงินลงทุนได้ การศึกษาของ Richardson and Welker (2001) ตรงกันข้ามกับ Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang (2011) และ El Ghoul, Guedhami, Kwok, and Mishra (2011) ซึ่งนักวิจัยสองกลุ่มหลังพบว่ากิจการที่มีต้นทุนเงินลงทุนสูงในปีที่ผ่านมา มีแรงจูงใจในการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับความรับผิดชอบต่อสังคมสูงขึ้นในปีปัจจุบันเพื่อเป็นการเรียกภาพลักษณ์ของกิจการกลับคืนมา ถึงแม้ว่าการศึกษาเกี่ยวกับต้นทุนของเงินลงทุนและการเปิดเผยข้อมูลโปร่งใสจะได้รับความสนใจจากนักวิจัยเป็นจำนวนมาก แต่การศึกษาด้านทุนเงินลงทุนกับการรายงานการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่จะใช้รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นการวัดค่าการจัดการกำไร (Earnings Management) ยังคงมีอยู่ไม่มากนัก ยกตัวอย่างเช่น Kasznik (2004) และ Hribar and Jenkins (2004)

พบว่าบริษัทที่เคยถูกตลาดหลักทรัพย์สั่งให้แก้ไขงบการเงินมีต้นทุนเงินลงทุนสูงกว่าบริษัทปกติ ในขณะที่ Bhattacharya et al. (2003) ศึกษางบการเงินของบริษัททั่วโลกจาก 34 ประเทศซึ่งรวมถึงประเทศไทยด้วย ในระหว่างปี 1984 ถึง 1998 ผลการศึกษาของพวกเขาแสดงให้เห็นว่าการตกแต่งกำไร โดยใช้วิธีการจัดการกำไร (Earnings management) การหลีกเลี่ยงการขาดทุน (Loss avoidance) และการเกลี้ยกำไรให้สม่ำเสมอ (Income smoothing) ส่งผลให้ข้อมูลในรายงานทางการเงินมีความเสี่ยงสูงขึ้น และทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนสูงขึ้นตามไปด้วย

### 3.2 การจัดการกำไร (Earnings Management)

ในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในปัจจุบันส่งผลให้กลุ่มของผู้บริหารถูกจ้างและคัดเลือกมาจากคณะกรรมการกิจการ ด้วยลักษณะการแยกความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการเช่นนี้ก่อให้เกิดความเลื่อมล้ำในการเข้าถึงข้อมูล โดยเฉพาะอย่างยิ่งมาตรฐานการบัญชีให้อำนาจผู้บริหารในการใช้ดุลยพินิจในการประมาณการตัวเลขทางการบัญชี ดังนั้นผู้บริหารอาจจะใช้ช่องโหว่ในการตกแต่งหรือจัดการตัวเลขทางการบัญชีให้ตอบสนองผลประโยชน์ส่วนตัวของผู้บริหารเอง ยกตัวอย่างเช่น บ่อยครั้งผลตอบแทนของผู้บริหารจะผูกติดอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดจากตัวเลขทางการเงิน และเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ผู้บริหารต้องการ กลุ่มผู้บริหารอาจจะมีการตกแต่งหรือจัดการตัวเลขทางการเงินเพื่อให้สะท้อนผลการดำเนินงานที่ดีของกิจการ กลยุทธ์ที่กลุ่มผู้บริหารนิยมใช้ก็คือการจัดการกำไรที่ใช้ในกลุ่มบริษัทที่มีคดีอื้อฉาวทางการเงิน เช่น Enron, Xerox, WorldCom, Aldelphia, Tyco, และ HIH เป็นต้น การล้มละลายของบริษัทดังกล่าวส่งผลให้นักวิชาการและนักวิจัยให้ความสนใจและแสดงความเป็นห่วงเกี่ยวกับวิธีที่กลุ่มบริษัทเหล่านี้ใช้ในการตกแต่งงบการเงินของกิจการ (Ebrahim, 2007; Johl, Jubb, & Houghton, 2007). Healy and Wahlen (1999) กล่าวเกี่ยวกับการจัดการกำไร (Earnings Management) ไว้ว่า การจัดการกำไรคือการที่ผู้บริหารกิจการมีอำนาจในการใช้ดุลยพินิจในการรายงานและเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของการรายงานทางการเงินเพื่อที่จะบิดเบือนตัวเลขทางเศรษฐกิจที่แท้จริงที่แสดงต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ และการบิดเบือนนั้นเพื่อให้สะท้อนถึงสัญญาต่างๆ ที่ผูกพันกับตัวเลขทางการเงิน

(Healy & Wahlen, 1999, หน้า 368.) การใช้เกณฑ์คงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารเป็นวิธีหนึ่งที่ผู้บริหารนำมาใช้ในการจัดการกำไรมานานกว่า 2 ทศวรรษ งานวิจัยของ Subramanyam (1996) กล่าวว่า การที่ผู้บริหารตกแต่งงบการเงินผ่านรายการเกณฑ์คงค้างก็เพราะว่ารายการคงค้างเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ ในทางเดียวกัน Healy and Wahlen (1999) พบว่าผู้บริหารเลือกรายการคงค้างเพื่อสะท้อนตัวเลขที่รายงานในงบการเงินเนื่องจากตัวเลขทางการเงินเป็นสัญญาณแสดงถึงมูลค่าของกิจการ และตัวเลขทางการเงินเป็นเหมือนภาษาที่จะบอกกับผู้ถือหุ้นว่ากิจการมีผลการดำเนินงานดีเพียงใด การที่ผู้บริหารใช้เกณฑ์คงค้างภายใต้ดุลยพินิจของตนในการประมาณการตัวเลขทางการเงินบัญชีนั้นมีผลร้ายอย่างมากสำหรับการคาดการณ์ผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการในอนาคต (Kao, Wu, & Yang, 2009; Stehle, Ehrhardt, & Przyborowsky, 2000; Teoh, Welch, & Wong, 1998) อีกทั้งผู้ถือหุ้นยังอาจจะได้รับข้อมูลที่เท็จเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งเป็นสาเหตุให้ผู้ถือหุ้นตัดสินใจการลงทุนผิดพลาด เลือกลงทุนผิดและเรียกร้องผลตอบแทนสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงในการลงทุน (N. Bhattacharya, Desai, & Venkataraman, 2013; Bhattacharya et al., 2003; Chen, Chen, Lobo, & Wang, 2011).

### 3.3 การกำกับดูแลกิจการ (Corporate governance)

งานวิจัยมากมายกล่าวว่าการกำกับดูแลกิจการช่วยเพิ่มความโปร่งใสให้กับข้อมูลทางการเงินเนื่องจาก การกำกับดูแลกิจการคือ ระบบภายในและภายนอกที่นำมาใช้ตรวจสอบกิจการเพื่อสร้างความมั่นใจว่ากิจการมีความรับผิดชอบและดำเนินการเพื่อผลประโยชน์เพื่อผู้ถือหุ้นทุกคน (Solomon อ้างในงานวิจัยของ Brennan & Solomon, 2008) ในขณะที่ OECD (2004) ได้ให้คำจำกัดความใน Principle of Corporate Governance ไว้ว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นระบบที่เกี่ยวข้องกับ ผู้บริหารกิจการ คณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ การกำกับดูแลกิจการสามารถทำให้กิจการบรรลุวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ รวมทั้งยังมีการติดตามผลการดำเนินงานของกิจการอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ในประเทศไทย คณะกรรมการบริษัท

ภิบาลแห่งชาติให้คำจำกัดความของการกำกับดูแลกิจการไว้ว่า การกำกับดูแลกิจการเป็นระบบที่ก่อให้เกิดโครงสร้างของกระบวนการบริหารและการควบคุมในการสร้างความโปร่งใสในธุรกิจและสร้างความยั่งยืนของกิจการและตลาดทุน เพื่อเพิ่มผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการในระยะยาว โดยคำนึงถึงความมีจริยธรรมทางธุรกิจ ผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียต่างๆ รวมทั้งสังคม (National Corporate Governance Committee, 2013) การกำกับดูแลกิจการที่ดียังสามารถสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารและคณะกรรมการกิจการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้น และปฏิบัติงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก นักวิชาการและนักวิจัยมากมายกล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการสามารถสร้างประสิทธิภาพในการควบคุมภายใน ส่งเสริมคุณภาพของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน สร้างความน่าเชื่อถือให้กับข้อมูลทางการเงิน และลดพฤติกรรมในการตกแต่งงบการเงินของผู้บริหารได้ (Abed et al., 2012; Becker, Defond, Jiambalvo, & Subramanyam, 1998; Bédard, Chtourou, & Courteau, 2004; Davidson et al., 2005; Ebrahim, 2007; Klein, 2002; Park & Shin, 2004)

จากคำจำกัดความข้างต้นจะเห็นได้ว่ากลไกของการกำกับดูแลกิจการสามารถลดพฤติกรรมตกแต่งงบการเงินของผู้บริหารและความเสี่ยงในการลงทุนของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นผู้ถือหุ้นจะเรียกร้องผลตอบแทนที่ต่ำลงนั้นก็หมายถึงต้นทุนเงินลงทุนที่ต่ำลงของกิจการ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยเพิ่มประสิทธิภาพกิจกรรมในการติดตามและควบคุมผู้บริหารและปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นการสนับสนุนคำกล่าวนี้ Cheng, Collins, and Huang (2006) พบหลักฐานในงานวิจัยของพวกเขาว่าการเพิ่มกฎเกณฑ์เกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นสามารถลดต้นทุนเงินลงทุนของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม Huang, Wang, and Zhang (2009) กลับมองในทางกลับกัน พวกเขาเห็นว่าการเพิ่มกฎเกณฑ์เกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้นไม่มีประโยชน์อะไรเลยถ้าหากบริษัทนั้นเป็นบริษัทที่มีการกระจุกตัวสูงของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร เนื่องจากบุคคลเหล่านี้เป็นผู้บริหารเองและก็เป็นผู้ถือหุ้นในขณะเดียวกัน พวกเขาจะต้องปกป้องผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอยู่แล้ว งานวิจัยของ Huang et al. (2009) พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารจะทำให้ลดปัญหาตัวแทน (Agency problem) และลด



ต้นทุนเงินลงทุนของบริษัท ในขณะที่งานวิจัยของ Reverte (2009) พบว่ากลไกของการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมีองค์ประกอบดังนี้ เช่น ความเป็นอิสระของคณะกรรมการกิจการ ขนาดของคณะกรรมการกิจการ การมีตัวตนของผู้ตรวจสอบ และคณะกรรมการพิจารณาผลตอบแทนผู้บริหาร และการทำสองหน้าที่ของประธานกรรมการฝ่ายบริหาร จะช่วยลดต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ Upadhyay and Sriram (2011) พบว่าขนาดของคณะกรรมการกิจการเป็นกลไกที่สำคัญในการลดต้นทุนเงินลงทุนและเพิ่มความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงิน งานวิจัยล่าสุดของ Dao, Huang, and Zhu (2012) กลับพบว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการตรวจสอบบริษัทอาวุโสมากจะทำให้ต้นทุนเงินลงทุนลดลง ที่เป็นแบบนี้เพราะว่านักลงทุนส่วนใหญ่เชื่อมั่นในความรู้และประสบการณ์ของคณะกรรมการตรวจสอบอาวุโส

#### 4. ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2546-2553 และมีขอบเขตทางด้านการศึกษาเลือกกลุ่มตัวอย่างคือกลุ่มตัวอย่างที่ถูกเลือกมาทำการศึกษาในงานวิจัยนี้ประกอบไปด้วยบริษัทที่มีกลุ่มบริษัทในสถาบันการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 5. สมมติฐานงานวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตข้างต้นจึงเป็นที่มาสมมติฐานดังนี้คือ

H1: ระดับรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

H2: ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

H3: การควมตำแหน่งระหว่างซีอีโอและประธานคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

H4: ความเชี่ยวชาญทางการเงินและการบัญชีของคณะกรรมการตรวจสอบมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

H5: ความเห็นของผู้สอบบัญชีในรายงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

H6: ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

H7: ผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ

### 6. ระเบียบวิธีวิจัย

#### 6.1 วิธีการเก็บข้อมูลและการเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การเลือกตัวอย่างเริ่มตั้งแต่การใช้จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดที่มีรายชื่ออยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดที่มีรายชื่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ 31 ธันวาคม 2553 ซึ่งในวันนี้มีบริษัทจำนวน 553 บริษัท ขั้นตอนที่สองคัดบริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์ออกได้แก่ 63 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มตลาดทางเลือกในการระดมทุนของธุรกิจหรือกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (Market for Alternative Investments :MAI) 8 บริษัทจากกลุ่มฟื้นฟูหลักทรัพย์ (REHABCO) 27 บริษัทกองทุนอสังหาริมทรัพย์และ 65 บริษัทจากกลุ่มธุรกิจการเงินและประกันภัย เนื่องจากกิจการเหล่านี้มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มปกติ ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่เหลือคือ 390 บริษัท และศึกษา 8 ปีจึงทำให้กลุ่มตัวอย่างที่จะศึกษาทั้งหมด 3,120 ตัวอย่าง (Firms-year)

#### 6.2 การวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลช่วงยาวแบบไม่สมดุลด้วยแบบจำลอง Fixed Effects

งานวิจัยฉบับนี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตามด้วยวิธีช่วงยาวแบบไม่เท่ากัน (Unbalanced panel data) การวิเคราะห์ด้วยวิธีนี้จะทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามลดลง ซึ่งจะทำให้การประมาณค่าตัวแปรที่ใช้มีค่าความเป็นอิสระมากขึ้น ดังนั้นการประมาณค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจะมีประสิทธิภาพมากขึ้น อีกทั้งการใช้การวิเคราะห์แบบ Panel data สามารถลดปัญหา Heterogeneity ระหว่างตัวแปรได้มากกว่าการใช้ข้อมูลแบบตัดขวาง (Cross section data) ตัวอย่างที่แสดงในงานวิจัยของ พิริยะกุล (2013) แสดงให้เห็นว่าความต้องการซื้อลดลงในขณะที่ราคาสินค้าลดลง ซึ่งผลจากการใช้สมการถดถอย (Ordinary Least Squares: OLS) ดังกล่าวขัดแย้งกับหลักเกณฑ์ในบริบททั่วไปหรือตรรกะของความเป็นจริง พิริยะกุล (2013) ให้ความคิดเห็นว่าเป็นเช่นนี้เนื่องจากเกิดปัญหาที่เรียกว่า Omission

variable bias หรือการที่มีปัจจัยอื่นๆ ที่ไม่ได้ถูกกำหนด ขึ้นมาเป็นตัวแปรส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปร ต้นนั่นเอง ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้วิธีการวิเคราะห์ด้วย วิธีช่วงยาว (Panel data) แทนการใช้สมการถดถอย (OLS) แบบธรรมดา เพื่อแก้ปัญหา Heterogeneity และ Omission variable bias ที่อาจเกิดขึ้นในการทำการวิจัย การ วิเคราะห์ Panel data สามารถทำได้ 3 วิธี คือ 1. Pooled OLS regression 2. Fixed effects regression model และ 3. Random effects regression model (พิริยะกุล, 2013) จากเหตุผลที่กล่าวไปแล้วข้างต้นถึงจุดอ่อนของ OLS ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงเลือกใช้เพียง Fixed effects หรือ Random effect เพียงอย่างใดอย่างหนึ่ง ดังนั้นการเลือก ใช้ Fixed effects หรือ Random effects ในงานวิจัยฉบับ นี้จะใช้ Hausman Test มาเป็นเครื่องมือในการทดสอบซึ่ง ดูได้จากตารางที่ 1 ตารางนี้แสดงผลลัพธ์ของการทดสอบ โดยใช้ Hausman เพื่อทดสอบว่าระหว่าง Fixed effects และ Random effects โมเดลไหนเหมาะสมที่สุดในการ ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยฉบับนี้ Torres-Reyna (2010) กล่าวว่า Fixed effects จะเป็น โมเดลที่เหมาะสมที่สุดหากความน่าจะเป็นที่มากกว่าควา แสคววี (Prob>Chai-square) มีค่าน้อยกว่า 0.05 (มีนัย สำคัญ) แต่ถ้ามีค่ามากกว่า 0.05 (ไม่มีนัยสำคัญ) Random

effects จะเป็นโมเดลที่ควรนำมาใช้ ดังนั้นจากผลการทดสอบในตารางที่ 1 จะเห็นว่า Fixed effects regression model เป็นโมเดลที่เหมาะสมในการศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยฉบับนี้

### 6.3 การวัดมูลค่าของต้นทุนเงินลงทุน

งานวิจัยฉบับนี้ใช้โมเดล Capital Asset Pricing Model (CAPM) เป็นตัวแทนตัวแปรของต้นทุนเงินลงทุน ของกิจการ CAPM ถูกค้นพบโดย Sharpe (1964), Lintner (1965) และ Black (1972) ซึ่งการค้นพบครั้งนี้ทำให้เขาได้ รับรางวัลโนเบลในปี 1990 หลังจากนั้นก็มีนักวิจัยจำนวนหนึ่ง ได้ตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับจุดอ่อนของ CAPM เช่นการใช้ค่าเบต้า ของตลาดเพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายผลตอบแทน จากการลงทุนได้ (Banz, 1981; Basu, 1977; Bhandari, 1988; Rosenberg, Reid, & Lanstein, 1985) ถึงแม้จะมีการถกเถียงกันแต่งานวิจัยล่าสุดไม่พบข้อเสียในการใช้ CAPM และยืนยันว่าโมเดลนี้ยังคงเป็นโมเดลที่น่าเชื่อถือ ในการวัดต้นทุนของเงินลงทุน (Da, Guo, & Jagannathan, 2012; Jagannathan & Meier, 2002) อีกทั้งยังคงมีนัก วิจัยจำนวนมากให้ความเชื่อมั่นและใช้ CAPM เป็นตัววัด ต้นทุนของเงินลงทุน (Ashton, 1995; Graham & Harvey, 2001; Harris, Marston, Mishra, & O'Brien, 2003; Kielholz, 2000; Welch, 2008)

ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้ CAPM ในการวัดค่าต้นทุนเงินลงทุนของกิจการ โดยสมการแสดงด้านล่างนี้

$$CAPM_{it} = Rf_t + \beta_{it} \times (Rm_t - Rf_t) \quad (\text{สมการที่ 1})$$

โดย:

$CAPM_{it}$  = ต้นทุนเงินลงทุนที่คำนวณจาก Capital Asset Pricing model

$Rf_t$  = อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง จากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 91 วัน

$\beta_{it}$  = ค่าเบต้าหรือค่าวัดความเสี่ยงที่กำจัดไม่ได้ของตลาดที่ได้จากการคำนวณของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ Market model ในการคำนวณดังนั้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ =  $\text{Alpha}_i + \text{Beta}_i \times \text{ผลตอบแทนของตลาด}$

$Rm_t$  = ดัชนีผลตอบแทนรวมของตลาด (Total return index) จากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งคำนวณได้ ดังนี้

$$TR_t = \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Closing Price}_t \times \text{Outstanding Shares}_t)}{\sum_{i=1}^n [(\text{Closing Price}_{t-1} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1}) \pm (\text{Adjusted Price} \times \text{Adjusted Shares})]} - 1 \right] + \text{Total Dividend Yield}_t$$

$$\text{Total Dividend Yield}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Dividend per share} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1})}{\sum_{i=1}^n [(\text{Closing Price}_{t-1} \times \text{Outstanding Shares}_{t-1}) \pm (\text{Adjusted Price} \times \text{Adjusted Shares})]}$$

หรือ  $(Rm_t - Rf_t)$  = risk premium

ตาราง 1 Hausman Test

hausman fixed random

	Coefficients			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
empmt1	.0229481	.0125993	.0103488	.0089937
bint	-.0127486	-.0026301	-.0101184	.0084638
bind	-.1266787	-.0886327	-.038046	.0209294
bsize	-.0024737	-.0020061	-.0004676	.0014828
ceodual	-.0008192	-.0017134	.0008941	.0054208
acexpert	-.0364663	-.0127934	-.0236729	.0145499
adopin	.0032813	.0022491	.0010321	.0036742
mngown	.0838287	.026704	.0571247	.013161
inssahare	-.0412798	-.0079902	-.0332897	.0157133
roa	.0212842	.0160043	.00528	.0156759
lev	.0093572	.0059167	.0034405	.0221174
cfo	-.002398	-.001559	-.0008389	.0014535
logasset	-.0111396	.0007057	-.0118452	.0084937
mtb	.0023313	.0017224	.0006088	.000479
big4	-.0102034	-.0041889	-.0060145	.005812
block	.0007412	.000178	.0005632	.0001282
beta	.2519629	.2557902	-.0038273	.0041994
ifrs	-.0742182	-.0816185	.0074003	.0028112

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(18) = (b-B)' [(V\_b-V\_B)^(-1)] (b-B)  
 = 60.12  
 Prob>chi2 = 0.0000



#### 6.4 การประมาณค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร

การประมาณค่ารายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารจะเริ่มจากการประมาณรายการคงค้างรวม ซึ่งการประมาณการรายการคงค้างรวมสามารถทำการประมาณได้ด้วย 2 วิธีคือการใช้วิธีการประมาณจากข้อมูลในงบแสดงฐานะทางการเงิน (Balance sheet approach) และวิธีการประมาณจากข้อมูลในงบกระแสเงินสด (Cash flow approach) ดังตัวอย่างแสดงในสมการที่ 2 และ 3 ตามลำดับ

$$ToAcc_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + \Delta STD_{i,t} - \Delta DEP_{i,t} \quad (\text{สมการที่ 2})$$

โดย :

- ToAcc<sub>i,t</sub> = รายการคงค้างรวมของกิจการ i ปี t  
 ΔCA<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการ i ปี t  
 ΔCL<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ i ปี t  
 ΔCASH<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ i ปี t  
 ΔSTD<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงของเงินกู้ระยะยาวและระยะสั้นของกิจการ i ปี t  
 ΔDEP<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงในค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายสินทรัพย์ i ปี t

การคำนวณรายการคงค้างรวมสามารถคำนวณได้จากข้อมูลในงบกระแสเงินสด โดยการนำกำไรก่อนหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและรายการพิเศษ (EBXI<sub>i,t</sub>) ลบด้วยเงินสดสุทธิจากกิจกรรมการดำเนินงาน (CFO<sub>i,t</sub>) จากสมการด้านล่าง

$$ToAcc_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (\text{สมการที่ 3})$$

เนื่องจากมีข้อจำกัดด้านข้อมูลที่เก็บจากงบแสดงฐานะทางการเงินของกิจการ เช่นค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายสินทรัพย์ ไม่สามารถเก็บได้เพราะข้อมูลที่มีแสดงตัวเลขเฉพาะสินทรัพย์สุทธิ อีกทั้ง Hribar and Collins (2002) เสนอว่าการประมาณค่ารายการคงค้างรวมจากงบกระแสเงินสดมีความน่าเชื่อถือกว่างบแสดงฐานะทางการเงิน และงานวิจัยของ Cornett, Marcus, and Tehranian (2008) ไม่พบความแตกต่างของการประเมินรายการคงค้างรวมจาก 2 วิธีนี้ ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงใช้การประเมินรายการคงค้างรวมจากงบกระแสเงินสด จากนั้นจะทำการประเมินรายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (Non-discretionary accruals) โดยใช้โมเดลที่พัฒนาจาก Modified Jones model (1995) คือ Performance Matched Discretionary Accruals model (2005) ซึ่งพัฒนาจาก Kothari, Leone, and Wasley (2005) ดังสมการที่ 4

$$NDA_{i,t} = \alpha 1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha 4 (ROA_{i,t}) \quad (\text{สมการที่ 4})$$

โดย:

- NDA<sub>i,t</sub> = รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารของกิจการ i, ปี t  
 A<sub>i,t-1</sub> = สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของกิจการ i, ปี t  
 ΔREV<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของกิจการ i, ปี t  
 ΔAR<sub>i,t</sub> = การเปลี่ยนแปลงลูกหนี้การค้าของกิจการ i, ปี t  
 PPE<sub>i,t</sub> = ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของกิจการ i, ปี t  
 ROA = ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของกิจการ i, ปี t  
 α1, α2, α3, α4 = firm-specific parameters จากการประมาณค่าในสมการที่ 5

$$\frac{ToACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 (ROA_{i,t}) \quad (\text{สมการที่ 5})$$

โดย:

$ToACC_{i,t}$	=	รายการคงค้างรวมของกิจการ i, ปี t
$A_{i,t-1}$	=	สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของกิจการ i, ปี t
$\Delta REV_{i,t}$	=	การเปลี่ยนแปลงในรายได้ของกิจการ i, ปี t
$PPE_{i,t}$	=	ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของกิจการ i, ปี t
$ROA_{i,t}$	=	ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ของกิจการ i, ปี t

ดังนั้นรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารจะคำนวณได้จากสมการที่ 6 ดังนี้

$$DA_{i,t} = \frac{ToACC_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t} \quad (\text{สมการที่ 6})$$

โดย:

$DA_{i,t}$	=	รายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารของกิจการ i, ปี t
$ToACC_{i,t}$	=	รายการคงค้างรวมของกิจการ i, ปี t
$A_{i,t-1}$	=	สินทรัพย์รวม 1 ปีก่อนหน้าของกิจการ i, ปี t
$NDA_{i,t}$	=	รายการคงค้างที่ไม่อยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารของกิจการ i, ปี t

## 6.5 การทดสอบสมมติฐานโดยใช้ Panel data Fixed effect Regression model

ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินลงทุน ระดับรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร และการกำกับดูแลกิจการ สามารถทดสอบได้ดังสมการที่ 7 ดังนี้

$$CAPM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 |EMPMt2_{i,t}| + \beta_2 BINT_{i,t} + \beta_3 BIND_{i,t} + \beta_4 BSIZE_{i,t} + \beta_5 CEODUAL_{i,t} + \beta_6 AC EXPERT_{i,t} + \beta_7 ADOPIN_{i,t} + \beta_8 MNGOWN_{i,t} + \beta_9 INSSHARE_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} LEV_{i,t} + \beta_{12} CFO_{i,t} + \beta_{13} LOGASSET_{i,t} + \beta_{14} MTB_{i,t} + \beta_{15} BIG4_{i,t} + \beta_{16} BLOCK_{i,t} + \beta_{17} BETA_{i,t} + \beta_{18} IFRS_{i,t} + \sum SECTOR_{i,t} + \sum YEAR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{สมการที่ 7})$$

โดย:

$CAPM_{i,t}$	=	ต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการ i, ปี t
$ EMPMt2_{i,t} $	=	ค่าสัมประสิทธิ์ของระดับรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารของกิจการ i, ปี t
$BINT_{i,t}$	=	สัดส่วนของการควมตำแหน่งของคณะกรรมการบริหารมากกว่า 1 ตำแหน่งในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกิจการ i, ปี t
$BIND_{i,t}$	=	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระของกิจการ i, ปี t
$BSIZE_{i,t}$	=	ขนาดของคณะกรรมการบริหารของกิจการ i, ปี t
$CEODUAL_{i,t}$	=	ใช้ตัวแปรหุ่นกำหนดค่า “1” ถ้าประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายบริหาร เป็นคนๆ เดียวกับประธานบริษัทและกำหนดค่า “0” ถ้าสองตำแหน่งนี้ดำรงโดยบุคคลคนละคนกันของกิจการ i, ปี t

ACEXPERT <sub>i,t</sub>	=	สัดส่วนของคณะกรรมการตรวจสอบที่จบการศึกษาทางด้านการศึกษาบัญชีและการเงินหรือมีประสบการณ์การทำงานที่เกี่ยวข้องกับการบัญชีและการเงินของกิจการ i, ปี t
ADOPIN <sub>i,t</sub>	=	ใช้ตัวแปรหุ่นกำหนดค่า “0” ถ้ากิจการได้รับรายงานความเห็นของผู้สอบบัญชีอย่างไม่มีเงื่อนไขและกำหนดค่า “1” ถ้าได้รับรายงานความเห็นของผู้สอบบัญชีเป็นอย่างอื่นของกิจการ i, ปี t
MNGOWN <sub>i,t</sub>	=	อัตราร้อยละรวมของหุ้นที่ถือครองโดยกลุ่มผู้บริหารของกิจการ i, ปี t
INSSHARE <sub>i,t</sub>	=	อัตราร้อยละรวมของหุ้นที่ถือครองโดยกลุ่มสถาบันการเงินของกิจการ i, ปี t
CONTROL VARIABLES <sub>i,t</sub>	=	ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA), อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน leverage ratio (LEV), กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (CFO), เนชั่นรัลลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (LOGASSET), อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB), ใช้ตัวแปรหุ่นโดยกำหนดค่า “1” ถ้ากิจการตรวจสอบบัญชีโดยสำนักงานสอบบัญชีกลุ่มบริษัท Big4 และกำหนดค่า “0” ถ้าใช้บริการของสำนักงานสอบบัญชีอื่น, อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลธรรมดาที่ถือหุ้นเกิน 5% (BLOCK), ค่าความเสี่ยงในระบบที่ไม่สามารถกำจัดได้ (BETA), ใช้ตัวแปรหุ่นโดยกำหนดค่า “1” ถ้ากิจการใช้มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ และกำหนดค่า “0” ถ้าใช้มาตรฐานอื่น
SECTOR <sub>i,t</sub>	=	ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมของกิจการ i, ปี t
YEAR <sub>i,t</sub>	=	ตัวแปรหุ่นปีของกิจการ i, ปี t

ตาราง 2 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ของต้นทุนเงินลงทุนโดยวัดค่าจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) และระดับรายการคงค้างภายใต้ดุลพินิจของผู้บริหารโดยวัดค่าจากการคำนวณโดยใช้แบบจำลอง Performance Matched Discretionary Accruals (2005) งานวิจัยในอดีตพบว่าไม่ว่าจะเป็นการพยายามตกแต่งกำไรให้ไปในทิศทางลบหรือบวก การกระทำดังกล่าวจะส่งผลเสียให้กับผู้ถือหุ้นไม่แตกต่างกัน ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงเลือกใช้ค่าสัมประสิทธิ์ของระดับรายการคงค้างภายใต้ดุลพินิจของผู้บริหาร (Epps & Guthrie, 2010) ส่วนตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ ได้แก่ การควบตำแหน่งของคณะกรรมการบริหาร (Board interlocking) ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริหาร (Board independence) ขนาดของคณะกรรมการบริหาร (Board size) การควบตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานบริษัทโดยบุคคลคนเดียว (CEO-Chairman duality) ความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชีและการเงินของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit committee financial expertise) ความเห็นของผู้สอบบัญชี (Audit opinion) ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (Managerial shareholders) และผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันการเงิน (Institutional shareholders)

**ตาราง 2** การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินลงทุน ระดับรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร และการกำกับดูแลกิจการ

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =    2287
Group variable: cocode1                    Number of groups =    385

R-sq:  within = 0.6231                     Obs per group:  min =     1
        between = 0.8560                    avg =           5.9
        overall = 0.7168                    max =           8

corr(u_i, Xb) = -0.4882                    F(17,1885)      =   183.32
                                                Prob > F        =    0.0000
    
```

capm	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
empmt2	.0554903	.0203335	2.73	0.006	.0156117	.0953688
bint	-.0064031	.011365	-0.56	0.573	-.0286924	.0158863
bind	-.1163744	.0274937	-4.23	0.000	-.1702958	-.0624531
bsize	-.0028282	.0016117	-1.75	0.079	-.0059892	.0003328
ceodual	.0034578	.0065488	0.53	0.598	-.0093859	.0163016
acexpert	-.0267643	.0150672	-1.78	0.076	-.0563144	.0027857
adopin	.0042341	.0052254	0.81	0.418	-.006014	.0144822
mngown	.0731228	.0184125	3.97	0.000	.0370117	.1092339
inssahare	-.0491747	.0225942	-2.18	0.030	-.093487	-.0048624
lev	-.020084	.0215969	-0.93	0.353	-.0624403	.0222723
cfo	-.0001901	.003225	-0.06	0.953	-.006515	.0061349
logasset	-.0104206	.0081732	-1.27	0.202	-.0264501	.0056088
mtb	.0026039	.0007408	3.52	0.000	.0011511	.0040566
big4	-.0160392	.0066592	-2.41	0.016	-.0290993	-.002979
block	.000642	.0001667	3.85	0.000	.0003151	.0009689
wbeta	.3670919	.0077757	47.21	0.000	.3518421	.3823417
ifrs	-.0684609	.005261	-13.01	0.000	-.0787788	-.0581429
_cons	.2345695	.1202939	1.95	0.051	-.0013536	.4704927
sigma_u	.05111956					
sigma_e	.08645594					
rho	.25904556	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(384, 1885) = 0.96 Prob > F = 0.6968 (est4 stored)

## 7. อภิปรายผลงานวิจัย

จากตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ กล่าวคือต้นทุนของเงินลงทุน (CAPM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับรายการคงค้างภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (EMPMt2) อย่างมีนัยสำคัญ ด้วยค่า  $P < 0.01^{***}$  ด้วยค่าสถิติ  $t = 2.73$  ผลการศึกษาอธิบายได้ว่าเมื่อไรก็ตามที่ผู้บริหารใช้อำนาจของตนในการจัดการหรือตกแต่งตัวเลขกำไร เมื่อนั้นนักลงทุนจะมีความเสี่ยงในการใช้ข้อมูลทางการเงินที่สูงขึ้น จนทำให้เรียกร้องผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนของกิจการสูงตามไปด้วย ในขณะที่ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท (BIND) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินลงทุน (CAPM) อย่างมีนัยสำคัญ ด้วยค่า  $P < 0.01^{***}$  ด้วยค่าสถิติ  $t = -4.23$  ซึ่งหมายความว่าการที่คณะกรรมการบริษัทมีความเป็นอิสระมากเท่าไร ประสิทธิภาพในการสอดส่องดูแลพฤติกรรมของผู้บริหารก็จะยิ่งมีมากขึ้นเท่านั้น ดังนั้นความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริหารช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนของนักลงทุน จึงมีผลทำให้ต้นทุนเงินลงทุนของกิจการลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีในอดีต ในทางเดียวกันขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE) ก็ถูกพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินลงทุน (CAPM) อย่างมีนัยสำคัญด้วยค่า  $P < 0.10^*$  ด้วยค่าสถิติ  $t = -1.75$  ซึ่งหมายความว่าจำนวนกรรมการที่มากขึ้นจะทำให้ต้นทุนเงินลงทุนของกิจการลดลง เนื่องจากพวกเขาสามารถช่วยกันปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ความมีความรู้ความเชี่ยวชาญทางด้านบัญชีและการเงินของคณะกรรมการตรวจสอบ (ACEXPERT) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินลงทุน (CAPM) อย่างมีนัยสำคัญ ด้วยค่า  $P < 0.10^*$  ด้วยค่าสถิติ  $t = -1.78$  ผลลัพธ์นี้อธิบายได้ว่าการที่คณะกรรมการตรวจสอบมีความรู้หรือประสบการณ์ทางด้านบัญชีและการเงินจะช่วยให้การตรวจสอบตัวเลขทางการเงินที่ผู้บริหารจัดทำขึ้นเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ จึงทำให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจในตัวเลขทางการเงินของบริษัทซึ่งมีผลทำให้ต้นทุนเงินลงทุนของกิจการลดลง แต่ในทางกลับกัน ความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร (MNGOWN) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินลงทุน (CAPM) อย่างมีนัยสำคัญ ด้วยค่า  $P < 0.01^{***}$  ด้วยค่าสถิติ  $t = 3.97$  ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวอธิบายได้ว่าการที่ผู้บริหารกิจการเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความเสี่ยงในการลงทุนและเกรงกลัว

ต่อการเข้าถึงข้อมูลอย่างไม่เท่าเทียมกัน (Information asymmetry) ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงเรียกร้องผลตอบแทนในการลงทุนที่มากขึ้นจนทำให้ต้นทุนเงินลงทุนของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย ในขณะที่ ความเป็นเจ้าของของสถาบันการเงิน (INSSAHARE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินลงทุน (CAPM) อย่างมีนัยสำคัญ ด้วยค่า  $P < 0.05^{**}$  ด้วยค่าสถิติ  $t = -2.18$  นั้นหมายความว่าหากผู้ถือหุ้นเป็นสถาบันการเงิน ความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงินของบริษัทควรจะมากขึ้นเนื่องจากสถาบันการเงินมีความภูมิ ระเบียบในการกำกับดูแลและการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะไปลงทุนอย่างละเอียดถี่ถ้วน ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงมั่นใจว่าหากสถาบันการเงินลงทุนในบริษัทใดแล้ว บริษัทนั้นก็จะจะเป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการบริหารงาน ดังนั้นจึงทำให้ความเสี่ยงในการลงทุนของผู้ถือหุ้นลดลงและต้นทุนเงินลงทุนของบริษัทก็ลดลงตามไปด้วย ในส่วนของตัวแปรควบคุม อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB), ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นบุคคลธรรมดา (BLOCK), และค่าเบต้าของตลาด (BETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนของเงินลงทุน ในขณะที่บริษัทที่ใช้บริการการตรวจสอบบัญชีด้วยสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (BIG4) และปฏิบัติตามมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (IFRS) จะมีต้นทุนเงินลงทุนที่ลดลง

## 8. สรุปผลการวิจัย

ผลลัพธ์จากการทดสอบสมมติฐานในการศึกษาครั้งนี้สรุปได้ว่าหากผู้บริหารของบริษัทใช้ดุลยพินิจในการตกแต่งหรือจัดการตัวเลขกำไรของบริษัทมากเกินไป และการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของกิจการเป็นบุคคลกลุ่มเดียวกับผู้บริหาร จะทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความไม่มั่นใจในการลงทุน และเรียกร้องผลตอบแทนในการลงทุนที่สูงขึ้นเพื่อไปชดเชยความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น จึงทำให้กิจการมีต้นทุนเงินลงทุนที่สูงขึ้นตามไปด้วย แต่ในทางกลับกัน ความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัท จำนวนของคณะกรรมการบริษัทที่มีมากขึ้น ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ทางการบัญชีและการเงินของคณะกรรมการตรวจสอบ และความเป็นเจ้าของของสถาบันการเงินจะช่วยทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความมั่นใจว่าข้อมูลทางการเงินมีความโปร่งใสและมีการตรวจตราและกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพ จึงทำให้ความเสี่ยงในการลงทุนลดลง ข้อมูลทางการเงินมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น จึงทำให้ต้นทุนเงินลงทุนของกิจการลดลง



## เอกสารอ้างอิง

พิริยะกุล, ม. (2013). Panel data analysis. วารสารรามคำแหง สาขาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี, 30(2), 41-54.

## References

- Abed, S., Al-Attar, A., & Suwaidan, M. (2012). Corporate Governance and Earnings Management: Jordanian Evidence. *International Business Research*, 5(1), 216-225.
- Ahmad, A., Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Alias, M. A. (2011). The monitoring role of institutional investors and earning opacity. *Peranan pengawasan pelabur institusi dan keaburan perolehan*, 32, 83-101.
- Ali Shah, S. Z., Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Corporate Governance and Earnings Management an Empirical Evidence Form Pakistani Listed Companies. *European Journal of Scientific Research*, 26(2), 624-638.
- Ashton, D. (1995). The cost of equity capital and a generalisation of the dividend growth model. *Accounting and business research*, 26(1), 3-17.
- Banko, J., Frye, M. B., Wang, W., & Whyte, A. M. (2013). Earnings management and annual general meetings: The role of managerial entrenchment. *Financial Review*, 48(2), 259-282.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Bédard, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing*, 23(2), 13-35.
- Bhandari, L. C. (1988). Debt/equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 43(2), 507-528.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. (2003). The world price of earnings opacity. *The accounting review*, 78(3), 641-678.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131.
- Black, F. (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. *The Journal of Business*, 45(3), 444-455.
- Botosan, C., Plumlee, M., & Xie, Y. (2004). The role of information precision in determining the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 9(2-3), 233-259.

- Brennan, N., & Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(7), 885-906.
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G., & Wang, Y. (2011). Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), 892-925.
- Cheng, C. A., Collins, D., & Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27(2), 175-204.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Da, Z., Guo, R.-J., & Jagannathan, R. (2012). CAPM for estimating the cost of equity capital: Interpreting the empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 204-220.
- Dao, M., Huang, H. W., & Zhu, J. (2012). The effects of audit committee members' age and additional directorships on the cost of equity capital in the usa. *European Accounting Review*.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, 45(2), 241-267.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Eaton, T. V., Nofsinger, J. R., & Weaver, D. G. (2007). Disclosure and the cost of equity in international cross-listing. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(1), 1-24.
- Ebrahim, A. (2007). Earnings management and board activity: an additional evidence. *Review of Accounting and Finance*, 6(1), 42-58.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Epps, R. W., & Guthrie, C. P. (2010). Sarbanes-Oxley 404 material weaknesses and discretionary accruals. *Accounting Forum*, 34, 67-75.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.
- Gray, P., Koh, P. S., & Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(1-2), 51-72.
- Harris, R. S., Marston, F. C., Mishra, D. R., & O'Brien, T. J. (2003). Ex ante cost of equity estimates of S&P 500 firms: The choice between global and domestic CAPM. *Financial Management*, 51-66.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its implications for Standard Setting. *American Accounting Association Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. doi: 10.1111/1475-679x.00041

- Hribar, P., & Jenkins, N. T. (2004). The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies, 9*(2-3), 337-356.
- Huang, H., Wang, Q., & Zhang, X. (2009). The effect of CEO ownership and shareholder rights on cost of equity capital. *Corporate Governance, 9*(3), 255-270.
- Jagannathan, R., & Meier, I. (2002). Do we need CAPM for capital budgeting? : National Bureau of Economic Research.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.
- Johl, S., Jubb, C. A., & Houghton, K. A. (2007). Earnings management and the audit opinion: evidence from Malaysia. *Managerial Auditing Journal, 22*(7), 688-715.
- Jonas, G., & Blanchet, J. (2000). Assessing quality of financial reporting. *Accounting Horizons, 14*(3), 353-363.
- Kao, J. L., Wu, D., & Yang, Z. (2009). Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. *Journal of Banking & Finance, 33*(1), 63-76.
- Kaszniak, R. (2004). Discussion of "the effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital". *Review of Accounting Studies, 9*(2-3), 357-367.
- Kielholz, W. (2000). The cost of capital for insurance companies.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics, 33*, 375-400.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics, 39*, 163-197.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics, 47*(1), 13-37.
- National Corporate Governance Committee. (2013). Definitions of Corporate Governance. Retrieved 25 June, 2013, from [http://www.cgthailand.org/SetCG/about/about\\_en.html](http://www.cgthailand.org/SetCG/about/about_en.html)
- OECD. (2004). OECD Principles of Corporate Governance: Organisation for Economic Co-Operation and Development.
- Park, Y. W., & Shin, H.-H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance, 10*, 431-457.
- Peasnell, K., Pope, P., & Young, S. (2004). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *The department of Accounting and Finance Lancaster university management school*, 1-45.
- Poshakwale, S., & Courtis, J. K. (2005). Disclosure level and cost of equity capital: Evidence from the banking industry. *Managerial and Decision Economics, 26*(7), 431-444.
- Reverte, C. (2009). Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms. *Corporate Governance, 9*(2), 133-145.
- Richardson, A., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society, 26*(7), 597-616.

- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-16.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Stehle, R., Ehrhardt, O., & Przyborowsky, R. (2000). Long-run stock performance of German initial public offerings and seasoned equity issues. *European Financial Management*, 6(2), 173-796.
- Strobl, G. (2013). Earnings Manipulation and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 51(2), 443-479.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* 13(6), 1935-1974.
- Torres-Reyna, O. (2010). Panel Data Analysis Fixed & Random Effects. Retrieved from <http://dss.princeton.edu/traning/>
- Upadhyay, A., & Sriram, R. (2011). Board size, corporate information environment and cost of capital. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(9-10), 1238-1261.
- Welch, I. (2008). The consensus estimate for the equity premium by academic financial economists in December 2007. Available at SSRN 1084918.
- Xie, B., Davidson, W., & DaDalt, P. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.
- Zouari, A., & Rebaï, I. (2009). Institutional ownership differences and earnings management: A neural networks approach. *International Research Journal of Finance and Economics*, 34, 42-55.