

คุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนที่กระทำผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ The Characteristics of the Listed Companies Violated the Securities and Exchange Act B.E. 2535 and Impact on Stock Prices

ภันทิลา พรหมทอง¹ ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์วัฒน์²
Phantila Promthong, Sinchai Paveenpongpat

บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนที่กระทำผิดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศข่าวการกระทำผิด โดยคุณลักษณะที่นำมาศึกษาค้นคว้านี้ ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการที่ดี และขนาดของสำนักงานสอบบัญชี กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการประกาศข่าวการกระทำผิดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 – พ.ศ. 2558 จำนวน 47 บริษัท 63 เหตุการณ์ วิธีการศึกษาใช้สถิติทดสอบ *t-Test* และ *Chi-Square test* ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีการกระทำผิดจะมีขนาดของกิจการเล็กกว่า มีระดับการกำกับดูแลกิจการที่ด้อยกว่า และถูกตรวจสอบโดยสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็ก (Non-Big 4) มากกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิด ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นพบว่าบริษัทที่กระทำผิดและไม่ได้กระทำผิดไม่ได้มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน สำหรับผลการทดสอบด้านการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ พบว่าเมื่อมีการประกาศข่าวการกระทำผิดจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบว่าการกระทำผิดที่มีโทษต้องดำเนินคดีอาญาจะมีผลกระทบในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าการกระทำผิดที่มีโทษเปรียบเทียบปรับอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ : พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กระทำผิด ราคาหลักทรัพย์

¹ หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

² คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

* Corresponding Author e-mail : phantila.pr@gmail.com

Abstract

This study aimed at identifying characteristics of the listed companies violated The Securities and Exchange Act B.E. 2535 and the response of stock prices on the announcement of violation. The characteristics used for this study comprised of firm size, shareholder structure, corporate governance, and audit firm size. The samples for the study were companies listed on The Stock Exchange of Thailand (SET), as well as stock Market for Alternative Investment (MAI) which were on the announcement of violation by The Securities and Exchange Commission (SEC) during 2010 – 2015 for the numbers of 47 companies and 63 events. The method used here is t-Test and Chi-Square test at the level of confidence 95%

The findings revealed that the violated companies had smaller firm size, less corporate governance and more audited by small audit firms (Non-Big 4) than the non-violated companies. Whereas, in regard to the shareholder structure, there was no difference in the shareholders structure between violated companies and non-violated companies. Regarding the test results on the response of stock prices, there was negative impact on stock prices when announcement the violation. In addition, The violated companies with the criminal penalties had negative impact on stock prices more than the violated companies with the fine penalties on statistical significance.

Keywords : The Securities and Exchange Act B.E. 2535, Violated, Stock Prices

บทนำ

ปัญหาการทุจริตคอร์รัปชันถือได้ว่าเป็นปัญหาใหญ่ที่เกิดขึ้นในประเทศต่างๆ ทั่วโลก ไม่ว่าจะเป็นประเทศที่พัฒนาแล้วหรือประเทศด้อยพัฒนา สำหรับประเทศไทยปัญหาการทุจริตคอร์รัปชันเกิดขึ้นมาช้านานในทุกภาคส่วนไม่ว่าจะเป็นภาครัฐหรือเอกชน และมีแนวโน้มที่จะทวีความรุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ โดยมูลนิธิองค์กรเพื่อความโปร่งใสในประเทศไทยได้เปิดเผยผลการจัดอันดับดัชนีชี้วัดภาพลักษณ์คอร์รัปชัน ประจำปี 2558 พบว่าประเทศไทยได้คะแนน 38 คะแนน จาก 100 คะแนน อยู่อันดับที่ 76 จาก 168 ประเทศทั่วโลก และเป็นอันดับที่ 3 ในกลุ่มประเทศอาเซียน จึงแสดงให้เห็นว่าปัญหาการทุจริตคอร์รัปชันยังเป็นปัญหาสำคัญที่ประเทศไทยต้องเร่งแก้ไข ซึ่งปัจจุบันรัฐบาลให้ความสำคัญในการแก้ไขปัญหาดังกล่าว โดยกำหนดให้เป็นวาระแห่งชาติ มีการจัดทำงบประมาณในลักษณะบูรณาการเพื่อให้การทำงานมีความเป็นเอกภาพสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกัน นอกจากการแก้ไขปัญหารัฐบาลแล้ว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ก็มีความสำคัญเป็นอย่างยิ่งในการมีส่วนร่วมต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน เนื่องจากเป็นตลาดทุนที่สำคัญที่มีบทบาทในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน ทางเลือกของการออม และการกระจายความเสี่ยงโดยปราศจากตัวกลาง เป็นสถาบันที่ให้มาซื้อขายหุ้นของบริษัทต่างๆ เมื่อต้องการเปลี่ยนแปลงเป็นเงินก็นำหุ้นมาขายในตลาดหลักทรัพย์ได้อย่างสะดวก ขณะเดียวกันคนที่มีเงินต้องการลงทุนก็สามารถซื้อหุ้นได้

การเข้ามาระดมทุนหรือลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีกฎ ระเบียบ ข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามเพื่อป้องกันการเอาเปรียบ สร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุน เพื่อให้ธุรกิจต่างๆ สามารถเข้ามาระดมทุนระยะยาวไปประกอบธุรกิจได้มากขึ้น ช่วยให้ระบบเศรษฐกิจของประเทศเติบโต มีการจ้างงาน มีรายได้จากการส่งออก รัฐบาลเก็บภาษีไปพัฒนาประเทศได้มากขึ้น ถ้าความเชื่อมั่นของตลาดทุนหายไปธุรกิจและระบบเศรษฐกิจก็มีปัญหา นี่จึงเป็นเหตุผลที่ว่า การทำลายความเชื่อมั่นโดยทำผิดกฎหมายจึงถือเป็นเรื่องร้ายแรง ดังนั้น กรรมการหรือผู้บริหารซึ่งเปรียบเสมือนหัวเรือใหญ่ที่จะนำบริษัทจดทะเบียนไปสู่ความสำเร็จ และนำผลกำไรย้อนกลับมาสู่นักลงทุนทุกคน กรรมการหรือผู้บริหารจะต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความรับผิดชอบ รับผิดชอบ และซื่อสัตย์สุจริต ไม่ฉกฉวยผลประโยชน์จากบริษัทและสร้างความไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ แต่ก็ยังคงมีกรรมการหรือผู้บริหารบางส่วนที่เอาเปรียบฉกฉวยผลประโยชน์ให้ตนเองและพวกพ้องซึ่งถือว่าการทุจริต ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) จึงมีการบังคับใช้กฎหมายพร้อมทั้งมีบทลงโทษสำหรับผู้ที่ฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญคือให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนและป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ในลักษณะหรือรูปแบบต่างๆ จึงได้มีการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ขึ้นเพื่อเป็นองค์กรอิสระในการทำหน้าที่กำกับดูแลและพัฒนาตลาดทุน โดยมีภารกิจหลักในการ “กำกับและพัฒนาตลาดทุนของประเทศให้มีประสิทธิภาพ ยุติธรรม โปร่งใส และน่าเชื่อถือ” มีเครื่องมือในการบังคับใช้กฎหมาย 3 ช่องทางหลัก ได้แก่ การลงโทษทางปกครอง การลงโทษทางบริหาร และการดำเนินการทางอาญา

อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่าจะมีบทลงโทษ ปัญหาการกระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ ก็ยังคงมีอยู่เรื่อยๆ ยกตัวอย่างเช่นกรณีของ 1) ประธานกรรมการ และกรรมการผู้อำนวยการของบริษัท นิปปอนแพ็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ได้มีการทุจริต ยักยอกทรัพย์สินของบริษัทรวมเป็นเงินประมาณ 179.6 ล้านบาท และยังได้ปลอมแปลงเอกสารและลงบัญชีเป็นเท็จ ทำให้บัญชีของบริษัทแสดงเงินลงทุนในหลักทรัพย์ และบัญชีรายได้ไม่ตรงกับความเป็นจริง ก.ล.ต. จึงได้สั่งให้บริษัทจัดให้มีการตรวจสอบเป็นกรณีพิเศษ (Special audit) เพื่อให้งบการเงินของบริษัทแสดงฐานะการเงินที่แท้จริง และไม่มีรายการอื่นที่เป็นการทุจริตที่จะกระทบต่อสิทธิของผู้ลงทุน 2) กรรมการผู้จัดการของบริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน) ขายหุ้นธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) ที่ลงทุนไว้ในราคาต่ำกว่าราคาตลาดให้แก่บุคคลอื่นที่ตนมีส่วนเกี่ยวข้องและมีผลประโยชน์ร่วม ทำให้บริษัทได้รับความเสียหายเบื้องต้นคิดเป็นมูลค่ากว่า 300 ล้านบาท 3) กรรมการและผู้บริหารของบริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน) และบริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน) จัดทำบัญชีและงบการเงินเท็จโดยการบันทึกเจ้าหนี้ต่างประเทศค่าซื้อวัตถุดิบต่ำกว่าความเป็นจริงเพื่อหลีกเลี่ยงผลขาดทุนที่สูงมาก เนื่องจากราคาต้นทุนการผลิตสูง ในขณะที่ขายสินค้าในราคาตลาดที่ต่ำกว่า เป็นต้น ดังนั้นจึงเป็นเหตุผลหนึ่งที่ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาถึงคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ และผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศข่าวเกี่ยวกับการกระทำผิด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียนที่มีการกระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ
2. เพื่อศึกษาถึงผลกระทบด้านการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ รวมถึงความแตกต่างของผลกระทบกรณีที่เป็นความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญากับความผิดที่เปรียบเทียบปรับ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. การเปิดเผยข้อมูลการกระทำผิดและบทลงโทษสำหรับผู้กระทำผิดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ช่วยให้คณะกรรมการ กรรมการ ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ได้ปฏิบัติหน้าที่ของตนเองด้วยความระมัดระวังอีกทั้งตระหนักถึงผลกระทบต่างๆ ที่อาจจะเกิดขึ้น
2. เป็นแนวทางให้กับนักลงทุน นักวิเคราะห์ทางการเงินใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน และฐานะทางการเงินของกิจการต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพและถูกต้องสมเหตุสมผลมากยิ่งขึ้น ประกอบกับดูการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาตัดสินใจซื้อ ขาย หรือถือครองหลักทรัพย์ได้อย่างรวดเร็ว

ทบทวนวรรณกรรม

การทุจริตคอร์รัปชัน (Anti - corruption)

คอร์รัปชัน (Corruption) มีความหมายหลากหลายขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์การใช้ หลักการหรือมุมมอง ในทางศีลธรรม ทางการเมือง หรือทางเศรษฐศาสตร์ ในมุมมองของพฤติกรรมหรือการกระทำนั้น คอร์รัปชัน อาจจัดเป็นอาชญากรรม (Crime) ประเภทหนึ่ง ในบางกรณีคอร์รัปชันอาจจะถูกมองในความหมายที่แคบ และต่างจากการโกง ยักยอก ริดไถ การชู้ โดยมองว่าคอร์รัปชันเป็นการกระทำของคนสองฝ่ายที่หาประโยชน์ร่วมกันจากฝ่ายที่สาม เช่น การติดสินบน

องค์การสหประชาชาติให้ความหมายคอร์รัปชัน คือ ไม่ใช่แค่พฤติกรรม แต่เป็นปรากฏการณ์ (Phenomenon) ในทางสังคม การเมือง และเศรษฐศาสตร์ ที่เป็นปัญหาสำคัญและเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนา เศรษฐกิจและสังคมทั่วโลก และองค์การระหว่างประเทศด้านความโปร่งใส สำหรับ Transparency International (TI) ให้นิยามคำว่า คอร์รัปชัน คือ การใช้อำนาจที่ได้รับความไว้วางใจในทางที่ผิด (Abuse of entrusted power) เพื่อประโยชน์ส่วนบุคคลซึ่งใช้ได้ทั้งภาครัฐและเอกชน

ประชาคมยุโรปได้ให้คำจำกัดความคอร์รัปชัน หมายถึง การใช้อำนาจสาธารณะที่มีขอบเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว หรือการให้สินบน และความประพฤติทั้งหลายของบุคคลซึ่งได้รับมอบหมายหน้าที่และความรับผิดชอบในภาครัฐหรือเอกชน ประพฤติที่ฝ่าฝืนหน้าที่ของตน โดยไม่สมควรกับตำแหน่งหน้าที่ของตน ในฐานะเจ้าพนักงานแห่งรัฐ เจ้าหน้าที่ในหน่วยงานเอกชน ตัวแทนหรือฐานะความสัมพันธ์อื่นๆ โดยมีประสงค์ให้ได้รับประโยชน์ใดๆ โดยมีขอบสำหรับตนเองหรือผู้อื่น

ความหมายของการคอร์รัปชันตามประมวลกฎหมายอาญา หมายความว่า การใช้อำนาจหน้าที่ เพื่อแสวงหาประโยชน์อันมิชอบด้วยกฎหมาย ไม่ว่าจะเป็นการเรียกรับ หรือการให้สัญญา โดยข้าราชการ หรือเป็นการให้หรือสัญญาว่าจะให้โดยเอกชนก็ตาม ดังนั้นในมุมมองทางกฎหมายแล้ว การแสวงหาประโยชน์

อันมิชอบด้วยกฎหมายทุกลักษณะไม่ว่าจะเป็นการเรียกรับ หรือเพื่อตอบแทนในรูปทรัพย์สิน เงินทอง หรือตำแหน่งหน้าที่การงานเพื่อตนเองหรือบุคคลอื่นล้วนแล้วแต่เป็นความผิดทางกฎหมายทั้งสิ้น

ทั้งนี้เมื่อนำนิยามของการคอร์รัปชันดังกล่าวข้างต้นมาประยุกต์ใช้กับภาคธุรกิจ จึงหมายถึง การที่ กรรมการหรือผู้บริหารบริษัทใช้อำนาจในตำแหน่งหน้าที่ซึ่งตนได้มาจากผู้ถือหุ้นหรือตัวแทนผู้ถือหุ้น ในการบริหารงานและดำเนินนโยบายของบริษัทเพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตนหรือเพื่อบุคคลอื่น ซึ่งผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการทุจริตคอร์รัปชันในแวดวงธุรกิจโดยส่วนมากจะเป็นผลประโยชน์ทางการเงิน โดยส่วนใหญ่พฤติกรรมกรรมการทุจริตคอร์รัปชันในภาคเอกชน ได้แก่ การฝ่าฝืนไม่ปฏิบัติตามขั้นตอน กฎระเบียบ ของกฎหมาย การปกปิดข้อเท็จจริง การสร้างข้อมูลเท็จ การยกยอกเงินบริษัท การใช้ข้อมูลภายใน ซึ่งพฤติกรรมเหล่านี้ถือว่ามี ความผิดและจะต้องถูกลงโทษตามกฎหมาย (The Thailand Development Research Institute, 2011)

พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ในการตราพระราชบัญญัติฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์ที่สำคัญ คือให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุนและป้องกันการกระทำอันไม่เป็นธรรมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักทรัพย์ในลักษณะ หรือรูปแบบต่างๆ และได้มีการจัดตั้ง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ขึ้น เพื่อเป็นองค์กรอิสระในการทำหน้าที่กำกับดูแล และพัฒนาตลาดทุน มีเครื่องมือในการบังคับใช้กฎหมายพร้อมทั้งมีบทลงโทษสำหรับผู้ฝ่าฝืนหรือไม่ปฏิบัติตาม ซึ่งบทลงโทษมี 2 ประเภท คือ ความผิดที่เปรียบเทียบปรับได้ หากยอมรับ และชำระค่าปรับครบถ้วนภายในเวลาที่กำหนดถือว่าคดีเป็นอันเลิกกัน และความผิดที่ไม่สามารถเปรียบเทียบปรับได้หรือกรณีที่ไม่ผู้กระทำความผิดไม่ยอมรับการเปรียบเทียบปรับ ก.ล.ต. จะส่งเรื่องดำเนินคดีอาญาต่อไป

ความผิดที่เปรียบเทียบปรับได้ เช่น บริษัทที่ออกหลักทรัพย์ไม่ได้จัดทำและส่งงบการเงิน รายงานเกี่ยวกับฐานะการเงินและผลการดำเนินงาน ห้ามบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จ หรือทำให้ผู้อื่นสำคัญผิด ในข้อเท็จจริง ห้ามแพร่ข่าวว่าหลักทรัพย์จะมีราคาสูงขึ้นหรือลดลง ห้ามแพร่ข่าวอันเป็นเท็จให้เลื่องลือ ห้ามซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ต่อตนเองหรือผู้อื่น ห้ามซื้อขายหลักทรัพย์โดยอำพราง เพื่อให้บุคคลทั่วไปหลงผิด สำหรับความผิดที่เปรียบเทียบปรับไม่ได้ต้องดำเนินคดีอาญา เช่น ผู้บริหารที่ฉ้อโกง ประชาชน ผู้บริหารที่กระทำความผิดหน้าที่โดยทุจริตจนเป็นเหตุให้เกิดความเสียหายแก่ทรัพย์สิน ของนิติบุคคล ผู้บริหารที่ยกยอกทรัพย์สินโดยทุจริต ผู้บริหารที่ทำให้ทรัพย์สินของนิติบุคคลเสียหาย ผู้บริหาร ที่กระทำหรือยินยอมให้กระทำความผิดเกี่ยวกับบัญชีหรือเอกสาร

โครงสร้างการถือหุ้น (Ownership structure)

โครงสร้างการถือหุ้น แบ่งเป็นสองแบบตามลักษณะการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น ได้แก่ โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว และโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว

โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed ownership) โครงสร้างแบบนี้ในแต่ละบริษัท จะมีผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนมากโดยแต่ละรายจะถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยมากเพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน ดังนั้นผู้ถือหุ้นจะว่าจ้างผู้บริหารที่ตนคิดว่ามีความสามารถเข้ามาบริหารงานในบริษัทแทนตน ข้อดีของโครงสร้างแบบนี้คือ ความคล่องตัวในการบริหารงานของผู้บริหาร แต่ก็มีข้อเสียคือ ผู้ถือหุ้นมักละเลยการให้การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพและเพียงพอต่อบริษัท เนื่องจากผู้ถือหุ้นแต่ละรายมีส่วนได้เสีย (Cash flow rights)

ในบริษัทค่อนข้างน้อย ดังนั้นความเป็นเจ้าของและอำนาจควบคุมของโครงสร้างแบบนี้จะถูกแยกจากกัน ซึ่งส่วนใหญ่โครงสร้างแบบนี้มักพบในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา และอังกฤษ

โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated ownership) โครงสร้างแบบนี้จะมีผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือหลายรายที่มีจำนวนหุ้นและสิทธิออกเสียงที่มีสาระสำคัญ เรียกว่า ผู้มีอำนาจควบคุมกิจการ ซึ่งจะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการบริหารงานและกำหนดนโยบายของบริษัท ข้อดีของโครงสร้างแบบนี้คือผู้มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนได้เสียในบริษัทมากจึงให้ความสำคัญกับการติดตามกำกับดูแลการบริหารงานของบริษัทอย่างใกล้ชิด แต่มีข้อเสียคือผู้มีอำนาจควบคุมสามารถเข้ามาแทรกแซงการบริหารงานและการกำหนดนโยบายที่สำคัญได้ง่าย ดังนั้นความเป็นเจ้าของและอำนาจควบคุมของโครงสร้างแบบนี้จะอยู่รวมกัน ซึ่งส่วนใหญ่โครงสร้างแบบนี้มักพบมากในประเทศแถบเอเชียและยุโรปบางประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ไทย และเยอรมัน

Coffee (2005 อ้างถึงใน Boonyawat & Manawapat, 2011) ได้ตั้งข้อสังเกตว่า โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจายตัวมักมีแรงจูงใจในการทุจริตที่เกิดจากการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีที่นำเสนอในรายงานทางการเงิน เช่น การรับรู้รายได้เร็วหรือช้าเกินไป ในขณะที่โครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัทมักมีแรงจูงใจในการทุจริตโดยการสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จมากกว่าการทุจริตในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีที่นำเสนอในรายงานทางการเงิน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ตั้งเป็นข้อสมมติฐานว่า ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ทางธรรมาภิบาลร่วมกันสองลักษณะ ลักษณะแรกผู้บริหารเป็นผู้ที่เห็นประโยชน์ส่วนตนอย่างยิ่ง (Self-interest) และจะทำการใดๆ เพื่อให้ผลประโยชน์ทั้งที่อยู่ในรูปของตัวเงินและมิได้อยู่ในรูปของตัวเงินตกแก่ตนและพวกพ้องให้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ ส่วนลักษณะที่สองเป็นลักษณะของผู้ที่ฉวยโอกาสอย่างยิ่ง (Opportunistic) โดยผู้บริหารจะพยายามหาและสร้างโอกาสให้ตนสามารถตักตวงผลประโยชน์โดยการใช้อำนาจที่ตนมีอยู่ ภายใต้เงื่อนไขที่การกระทำนั้นเป็นการกระทำที่ถูกต้อง ในความหมายแคบคือเป็นการกระทำที่พิสูจน์ไม่ได้หรือพิสูจน์ได้ยากว่าเป็นการกระทำที่ผิดกฎ ระเบียบ ข้อบังคับของกิจการ เป็นการผิดสัญญา หรือเป็นการผิดกฎหมาย

อีกทั้งทฤษฎีนี้มองว่ามนุษย์ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำการใดๆ เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งนั้น ดังนั้นผู้บริหารจะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าหนทางนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนเองด้วย สมมติฐานที่อยู่เบื้องหลังทฤษฎีตัวแทนนี้ก็คือผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารต่างมีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน (Conflict of interest) โดยที่ผู้บริหารจะสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตนเอง โดยไม่คำนึงว่าการกระทำนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นหรือไม่ ดังนั้นผู้บริหารย่อมเลือกวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่จะช่วยสร้างผลประโยชน์หรือความมั่งคั่งให้กับตนเองสูงสุด ซึ่งก่อให้เกิดแนวคิดเกี่ยวกับการตกแต่งกำไร (Earnings management)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้เล็งเห็นความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้อย่างชัดเจน เนื่องจากประชาชนจำนวนมากซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการบริษัทได้อย่างใกล้ชิด

จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมดูแลผู้บริหารบริษัทอีกทอดหนึ่ง การที่จะเกิดความมั่นใจและไว้วางใจกันเป็นทอดๆ เช่นนี้ได้ก็จะต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ กรรมการต้องทำหน้าที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ ไม่ใช่ตำแหน่งในการหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัท ดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่างบเงินลงทุนที่ใส่เข้ามาในบริษัท ในขณะที่เดียวกันก็ต้องให้สิทธิผู้ถือหุ้นรับทราบข้อมูลของบริษัท ตัดสินใจในเรื่องสำคัญ รวมถึงตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหาร ซึ่งการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลดีทั้งบริษัทและตลาดทุนโดยรวม คือ ประโยชน์ต่อบริษัท ได้แก่ สามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม การมีต้นทุนการเงินที่เหมาะสมช่วยลดต้นทุนการผลิตทำให้สามารถแข่งขันได้ ประโยชน์ต่อตลาดทุนโดยรวม ได้แก่ สร้างความเชื่อมั่น เพิ่มความต้องการซื้อ เพิ่มสภาพคล่อง และระดับราคา ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนของบริษัท จึงสรุปได้ว่ากลไกการกำกับดูแลที่ดีช่วยแก้ไขปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีวัตถุประสงค์และหน้าที่หลัก คือ การกำกับการติดตามการควบคุม และการดูแลตัวแทน เพื่อให้ทรัพยากรของกิจการได้นำไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ ประสิทธิภาพ ตรงตามเป้าหมาย ทั้งนี้เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตอบแทนกลับไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเป็นธรรม

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ได้มีการจัดโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการที่ดีบริษัทจดทะเบียน ซึ่งหลักเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณา แบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น (Rights of shareholders)

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (Equitable treatment of shareholders)

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (Roles of stakeholders)

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส (Disclosure and transparency)

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (Board responsibilities)

โดยจำนวนหลักเกณฑ์และการให้น้ำหนักในแต่ละหมวดเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี หลังจากนั้นผลสำรวจที่จัดทำขึ้นจะมีการพิมพ์เผยแพร่ในรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) และรายงานดังกล่าวได้รับการยอมรับจากคณะกรรมการบริษัทมหาชนชาติว่าจะเป็นเครื่องมือที่ช่วยกระตุ้นให้เกิดการพัฒนาในบริษัทไทย จึงได้มีมติสนับสนุนให้ IOD ดำเนินการอย่างต่อเนื่องต่อไป (Thai Institute of Directors, 2015)

ทฤษฎีประสิทธิภาพของตลาดทุน

Efficient market theory (Fama, 1970) เป็นทฤษฎีที่ชี้ให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์จะเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพถ้าราคาหลักทรัพย์เป็นผลสะท้อนอย่างเต็มที่ (Full reflect) จากข้อมูลที่มีอยู่ ซึ่งหมายความว่า การรับรู้ข้อมูลจะไม่ทำให้บุคคลใดๆ สามารถทำกำไรได้จากตลาด ทั้งนี้เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ตามทฤษฎีนี้จะแบ่งออกเป็น 3 ระดับ โดยแบ่งออกเป็น 3 รูปแบบตามชุดของข้อมูล ประกอบด้วย

1. สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak form efficient market hypothesis) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลตลาด (Market information) ของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต

2. สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง (Semi-strong form efficient market hypothesis) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลสาธารณะทั้งหมด (Public information)

3. สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong form efficient market hypothesis) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลส่วนบุคคล (Private information)

กล่าวโดยสรุปได้ว่าการศึกษาประสิทธิภาพตลาดทุนจะพิจารณาว่าราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไปเพื่อตอบสนองต่อข้อมูลที่เข้ามาในตลาดทุนว่า มีความผิดปกติใดๆ หรือไม่ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนหรือไม่ อย่างไร และราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวกับข้อมูลข่าวสารได้รวดเร็วเพียงใด โดยเฉพาะสมมติฐานประสิทธิภาพตลาดทุนระดับปานกลาง ซึ่งให้ความสำคัญกับข่าวสารข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน

สมมติฐานงานวิจัย

ปัจจัยหนึ่งที่อาจมีความสัมพันธ์กับการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ คือ คุณลักษณะของบริษัทงานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาถึงคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียน โดยคุณลักษณะที่นำมาศึกษาในงานวิจัยนี้ประกอบด้วยดังต่อไปนี้

ขนาดของกิจการ

ACFE (Association of Certified Fraud Examiners) ได้ตีพิมพ์ “Report to the Nation on Occupational Fraud and Abuse” สรุปผลสำรวจการทุจริตฉ้อฉลในองค์กรว่าองค์กรขนาดเล็กมักตกเป็นเหยื่อการทุจริตฉ้อฉลได้มากกว่าองค์กรขนาดใหญ่ (Supphatada, 2010) อีกทั้งกิจการขนาดเล็กที่มีเจ้าของเพียงคนเดียวหรือเพียงไม่กี่คน มีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรให้ดูต่ำเพื่อหลีกเลี่ยงภาษี เนื่องจากภาษีเป็นต้นทุนตัวหนึ่ง ดังนั้นการเสียภาษีมาก ๆ จะทำให้ธุรกิจไม่สามารถลดราคาสินค้าลงมาสู้กับคู่แข่งจนอาจทำให้ธุรกิจไม่สามารถอยู่รอดได้ (Akeattaporn, 2010) จึงได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_1 : บริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีขนาดของกิจการเล็กกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

โครงสร้างการถือหุ้นจะสะท้อนถึงอำนาจการควบคุมของบริษัท ซึ่งมีผลกระทบต่อแรงจูงใจของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจการควบคุมในการจัดทำรายงานทางการเงินที่แตกต่างกัน โดยผู้มีอำนาจควบคุมในโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวจะมีแรงจูงใจในการปรับแต่งตัวเลขทางบัญชีที่นำเสนอในรายงานทางการเงิน ส่วนผู้มีอำนาจควบคุมในโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะมีแรงจูงใจในการสร้างรายการทางการเงินที่เป็นเท็จ (Boonyawat & Manawapat, 2011) และจากการศึกษาของ Bunhao (2013) พบว่าบริษัทที่ถูกสั่งให้แก้ไขงบการเงินมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่ไม่ถูกสั่งให้แก้ไขงบการเงิน จึงได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H_2 : บริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

การกำกับดูแลกิจการที่ดี

งานวิจัยในอดีตหลายฉบับชี้ให้เห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้การตกแต่งกำไรลดลง คุณภาพกำไรเพิ่มขึ้น อีกทั้งทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นด้วย และจากการศึกษาของ Beasley, Carcello, Hermanson, & Lapides (2000) พบว่าบริษัทที่มีการทุจริตกับบริษัทที่ไม่มีการทุจริตจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแตกต่างกัน โดยบริษัทที่มีการทุจริตจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีอ่อนแอกว่า Prithaun (2007) พบว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยที่ทำให้ข้อมูลกำไรสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น นั่นคือ ผู้ใช้งบการเงินให้ความสำคัญกับการมีบริษัทภิบาลที่ดีหรืออีกนัยหนึ่งคือบริษัทภิบาลที่ดีช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ Mombun & Visedsun (2015) พบว่าประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดการกำไร แสดงให้เห็นว่าเมื่อมีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูงจะทำให้การจัดการกำไรน้อยลง จึงได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H₃ : บริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี

Uraiphon (2005) ศึกษาข้อมูลที่เป็นตัวบ่งชี้การทุจริตในรายงานทางการเงิน : กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีการทุจริตในรายงานทางการเงิน ซึ่งแบ่งเป็น 2 กรณี คือ กรณี 1 กระทำผิดความผิดหน้าที่ในการเปิดเผยข้อมูล กรณี 2 กระทำผิดความผิดกรณีบอกกล่าวข้อความอันเป็นเท็จทำให้ผู้อื่นสำคัญผิดในข้อเท็จจริง เปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีการทุจริตในรายงานทางการเงิน ผลการศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนที่ทุจริตกรณี 1 และ 2 ถูกตรวจสอบโดยสำนักงานบัญชีขนาดใหญ่ น้อยกว่าบริษัทจดทะเบียนที่ไม่มีการทุจริต ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Toommanon (2005) ที่พบว่าบริษัทที่ถูกสั่งให้แก้ไขงบการเงินหรือจัดให้มีผู้สอบบัญชีตรวจสอบเป็นกรณีพิเศษ ส่วนใหญ่ถูกตรวจสอบโดยสำนักงานบัญชีขนาดเล็ก มีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 76.9 จึงได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H₄ : ขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

การตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์

งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า การถูกกล่าวโทษจาก ก.ล.ต. มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง เช่น งานวิจัยของ Feroz, Park & Pastena (1991) พบว่า การถูกตรวจสอบและถูกกล่าวโทษจาก SEC ราคาหลักทรัพย์จะลดลง ประมาณ 13% และถ้ามีการประกาศว่ามีข้อผิดพลาดทางด้านบัญชีราคาหลักทรัพย์จะลดลงประมาณร้อยละ 6 ผลกระทบเชิงลบเหล่านี้บ่งบอกถึงแรงจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารต้องการหลีกเลี่ยงไม่ให้ถูกตรวจสอบจาก SEC ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Dechow, Sloan & Sweeney (1996) ที่พบว่าในกลุ่มตัวอย่างที่ถูกกล่าวโทษจาก SEC ในช่วงปี ค.ศ. 1982 – ค.ศ. 1992 ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อการประกาศข่าวโดยลดลงประมาณร้อยละ 9 และกลุ่มตัวอย่างนี้มีความสัมพันธ์กับ Bid-ask spreads ที่เพิ่มสูงขึ้น มีนักวิเคราะห์ติดตามน้อยลง มีดอกเบียร์ระยะสั้นสูงขึ้น และการพยากรณ์ที่ผิดพลาดของนักวิเคราะห์มีจำนวนเพิ่มขึ้นด้วย General Accounting Office (2002) พบว่าราคาหลักทรัพย์ลดลงหลังจากวันที่ประกาศให้มีการปรับปรุงงบการเงินย้อนหลังประมาณร้อยละ 10 จาก 689 บริษัทที่มีการ

ซื้อขายหลักทรัพย์ Palmrose, Richardson & Scholz (2004) พบว่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ปกติ สะสมมีความสัมพันธ์กับการประกาศปรับปรุงงบการเงินย้อนหลัง โดยเกิดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไม่ปกติ สะสม (Cumulative Abnormal Return) ประมาณร้อยละ -9 หลังจากมีการประกาศ 2 วัน

ดังนั้นเพื่อทดสอบว่าช่วงเวลาที่ ก.ล.ต. ประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ ราคาของหลักทรัพย์แตกต่างไปจากช่วงเหตุการณ์ปกติหรือไม่ จึงได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H₅: การประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีผลกระทบต่อเชิงลบกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และเพื่อทดสอบความแตกต่างของราคาหลักทรัพย์ กรณีความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญากับกรณีความผิดที่เปรียบเทียบปรับ ในช่วงเวลาที่ ก.ล.ต. ประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ จึงได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H₆: การประกาศข่าวเกี่ยวกับความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญา มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบมากกว่าความผิดที่เปรียบเทียบปรับ

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (SET และ MAI) ปี พ.ศ. 2558 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวนทั้งสิ้น 633 บริษัท การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ใช้วิธีการคัดเลือกแบบเจาะจง (Purposive sampling) จากการประกาศข่าวการกระทำผิดของ ก.ล.ต. ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 – พ.ศ. 2558 โดยคัดเลือกเฉพาะการกระทำผิดของคณะกรรมการ กรรมการ ผู้บริหาร ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีการกระทำผิดทั้ง 2 รูปแบบ คือ การกระทำผิดของคณะกรรมการ กรรมการ ผู้บริหาร และการกระทำผิดของนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ผู้แนะนำการลงทุนที่ปรึกษาการลงทุน มีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 47 บริษัท สำหรับกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ใช้วิธีการคัดเลือกแบบโควตา (Quota sampling) ตามสัดส่วนแต่ละอุตสาหกรรมของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ จำนวน 47 บริษัทเช่นเดียวกัน เพื่อนำมาเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มบริษัทที่กระทำผิดและไม่ได้กระทำผิด ดังนั้น จึงมีกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 47 คู่หรือจำนวนทั้งสิ้น 94 บริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งรวบรวมได้จากข้อมูลที่เผยแพร่ผ่านทางเว็บไซต์ของ ก.ล.ต. (www.sec.or.th) เว็บไซต์ของบริษัทและเอกสารเผยแพร่ของบริษัทที่ออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (<http://market.sec.or.th/public/idisc/th/FinancialReport>) เว็บไซต์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (www.thai-iod.com) และจาก Thomson Datastream

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ แยกตามประเภทอุตสาหกรรม ประเภท

ประเภทอุตสาหกรรม	SET		MAI		รวม	
	ความถี่	ร้อยละ	ความถี่	ร้อยละ	ความถี่	ร้อยละ
ทรัพยากร	4	8.51	1	2.13	5	10.64
เทคโนโลยี	7	14.89	0	0.00	7	14.89
บริการ	12	25.53	1	2.13	13	27.66
สินค้าอุตสาหกรรม	6	12.77	1	2.13	7	14.90
สินค้าอุปโภคบริโภค	3	6.38	0	0.00	3	6.38
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	9	19.15	3	6.38	12	25.53
รวม	41	87.23	6	12.77	47	100.00

จากตารางที่ 1 พบว่า กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ส่วนใหญ่อยู่ในตลาด SET จำนวน 41 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 87.23 และส่วนใหญ่เป็นประเภทอุตสาหกรรมบริการจำนวน 13 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 27.66 รองลงมาเป็นประเภทอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 12 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 25.53 ซึ่งกล่าวสรุปได้ว่ากลุ่มตัวอย่างที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่อยู่ในตลาด SET และประเภทอุตสาหกรรมบริการจะมีการกระทำผิดมากกว่าประเภทอุตสาหกรรมอื่นๆ

ตารางที่ 2 กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ แยกตามลักษณะการกระทำผิด

ลักษณะการกระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ	ความถี่	ร้อยละ
1. ไม่ปฏิบัติตามหน้าที่ตามที่กฎหมายกำหนดในการประชุมผู้ถือหุ้น	1	2.13
2. การใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหุ้น	12	25.53
3. สั่งให้แก้ไขงบการเงิน หรือสั่งให้ความร่วมมือกับผู้สอบบัญชีในการตรวจสอบงบการเงิน หรือจัดให้มีผู้สอบบัญชีตรวจสอบเป็นกรณีพิเศษ	25	53.19
4. การปกปิดข้อเท็จจริง การสร้างข้อมูลเท็จ	3	6.38
5. การทุจริต การยกยอกเงินบริษัท	6	12.77
รวม	47	100.00

จากตารางที่ 2 พบว่า ลักษณะการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ที่มีจำนวนมากที่สุดคือ การสั่งให้แก้ไขงบการเงิน หรือสั่งให้ความร่วมมือกับผู้สอบบัญชีในการตรวจสอบงบการเงิน หรือจัดให้มีผู้สอบบัญชีตรวจสอบเป็นกรณีพิเศษ จำนวน 25 ปีบริษัท คิดเป็นร้อยละ 53.19 รองลงมาเป็นการใช้ข้อมูลภายในซื้อขายหุ้น จำนวน 12 ปีบริษัท คิดเป็นร้อยละ 25.53

ตารางที่ 3 กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ แยกตามโทษของการกระทำผิด

โทษของการกระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ	ความถี่	ร้อยละ
1. เปรียบเทียบปรับ	38	80.85
2. ต้องดำเนินคดีอาญา	5	10.64
3. ทั้งเปรียบเทียบปรับและต้องดำเนินคดีอาญา	4	8.51
รวม	47	100.00

จากตารางที่ 3 พบว่า บริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ กรณีที่ได้รับโทษเปรียบเทียบปรับ มีจำนวนมากที่สุด คือจำนวน 38 ปีบริษัท คิดเป็นร้อยละ 80.85 รองลงมาเป็นโทษที่ต้องดำเนินคดีอาญา จำนวน 5 ปีบริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.64

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบความแตกต่างขนาดของกิจการ

		Group Statistics				
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Size	Violation	47	21.5442	1.41684	0.20667	
	Non-Violation	47	22.3562	1.42762	0.20824	
Independent Samples Test						
t-test for Equality of Means						
		t	df	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
Size	Equal variances assumed	-2.768	92	0.007	0.004*	-0.81196

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 4 พบว่า บริษัทที่กระทำผิดมีขนาดของกิจการ ซึ่งแทนด้วยค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเฉลี่ยเท่ากับ 21.5442 ซึ่งต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิด ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.3562 โดยมีค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -2.768 และค่า Sig. (1-tailed) เท่ากับ 0.004 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ($\alpha=0.05$) ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จึงยอมรับสมมติฐาน H_1 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ.หลักทรัพย์ฯ มีขนาดของกิจการเล็กกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติม โดยใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีแทนการใช้ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ซึ่งตัด Outlier ออกจำนวน 1 ตัวอย่าง ผลการทดสอบพบว่าบริษัทที่กระทำผิดมีขนาดกิจการเล็กกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิด เช่นเดียวกัน ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบสมมติฐาน H_1 โดยใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (ล้านบาท)

		Group Statistics				
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Size	Violation	46	4,413.1509	6,605.8367	973.9775	
	Non-Violation	47	12,402.7791	18,475.4859	2,694.9266	
Independent Samples Test						
<i>t</i> -test for Equality of Means						
		<i>t</i>	df	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
Size	Equal variances assumed	-2.788	57.794	0.007	0.004*	-7,989.6282

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบความแตกต่างของสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น

		Group Statistics				
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
Share	Violation	47	0.4931	0.21101	0.03078	
	Non-Violation	47	0.4485	0.17926	0.02615	
Independent Samples Test						
<i>t</i> -test for Equality of Means						
		<i>t</i>	df	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
Share	Equal variances assumed	1.103	92	0.273	0.137	0.44454

จากตารางที่ 6 พบว่า บริษัทที่กระทำผิด มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 0.4931 ซึ่งมีการกระจุกตัวมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิด ที่มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.4485 โดยมีค่าสถิติทดสอบ *t* เท่ากับ 1.103 และค่า Sig. (1-tailed) เท่ากับ 0.137 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญ ($\alpha=0.05$) ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_2 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่กระทำผิดและไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความแตกต่างของคะแนนประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดี

		Group Statistics				
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
CG	Violation	47	1.30	0.587	0.086	
	Non-Violation	47	2.51	0.930	0.136	
Independent Samples Test						
<i>t</i> -test for Equality of Means						
		<i>t</i>	df	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
CG	Equal variances not assumed	-7.564	77.626	0.000	0.000*	-1.213

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 7 พบว่า บริษัทที่กระทำผิด มีค่าเฉลี่ยของคะแนนประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดี เท่ากับ 1.30 ซึ่งต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิด ที่มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 2.51 โดยมีค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -7.564 และค่า Sig. (1-tailed) เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ($\alpha=0.05$) ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จึงยอมรับสมมติฐาน H_3 แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีประสิทธิภาพการกำกับดูแลกิจการที่ดีน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ได้กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 8 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ขนาดของสำนักงานสอบบัญชี

<i>Chi-Square Test</i>			
	Value	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	10.407 ^a	0.015	0.006
Fisher's Exact Test	10.397		0.005*

a. 4 cells (50.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 0.50

จากตารางที่ 8 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของสำนักงานสอบบัญชีกับการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ พบว่า ความถี่ที่คาดหวังในแต่ละเซลล์ (cell) ต่ำกว่า 5 เป็นจำนวน 4 เซลล์ (cell) คิดเป็นร้อยละ 50 ซึ่งเกินกว่าร้อยละ 20 ของจำนวนเซลล์ (cell) ทั้งหมด ดังนั้นจึงใช้วิธีการคำนวณค่า Sig. ด้วยวิธี Fisher's Exact Test ซึ่งผลการทดสอบได้ค่า Exact Sig. (2-sided) เท่ากับ 0.005 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ($\alpha=0.05$) ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จึงยอมรับสมมติฐาน H_4 แสดงให้เห็นว่าขนาดของสำนักงานสอบบัญชีมีอิทธิพลต่อการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 9 ผลการทดสอบความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์หลังจากที่มีการประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ

<i>One-Sample Statistics</i>				
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CAR±1	63	-0.022475	0.0918696	0.0115745

<i>One-Sample Test</i>					
Test Value = 0					
	<i>t</i>	df	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
CAR±1	-1.942	62	0.057	0.028*	-0.0224746

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 9 พบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ (CAR) หลังจากที่มีการประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ± 1 วัน มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.022475 ค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -1.942 และค่า Sig. (1-tailed) เท่ากับ 0.028 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ($\alpha=0.05$) ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จึงยอมรับสมมติฐาน H_5 แสดงให้เห็นว่าการประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีผลกระทบต่อเชิงลบกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 10 ผลการทดสอบความแตกต่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ระหว่างความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญา และความผิดที่เปรียบเทียบปรับ

Group Statistics						
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	
CAR ± 1	Criminal	15	-0.057687	0.1398740	0.0361153	
	Fine	48	-0.011471	0.0691844	0.0099859	
Independent Samples Test						
t-test for Equality of Means						
		t	df	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)	Mean Difference
CAR ± 1	Equal variances assumed	-1.728	61	0.089	0.045*	-0.0462158

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากตารางที่ 10 พบว่า ความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญา มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของราคาหลักทรัพย์ (CAR) เท่ากับ -0.057687 ซึ่งสูงกว่าความผิดที่เปรียบเทียบปรับ ที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.011471 โดยมีค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -1.728 และค่า Sig. (1-tailed) เท่ากับ 0.045 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญ ($\alpha=0.05$) ณ ความเชื่อมั่นร้อยละ 95 จึงยอมรับสมมติฐานงาน H_6 แสดงให้เห็นว่าการประกาศข่าวเกี่ยวกับความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญา มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบมากกว่าความผิดที่เปรียบเทียบปรับอย่างมีนัยสำคัญ

อภิปรายผล

บริษัทจดทะเบียนที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ส่วนใหญ่มีลักษณะเป็นกิจการขนาดเล็ก เนื่องจากกิจการขนาดเล็กมีระดับการควบคุมภายในหรือมีการตรวจสอบภายในอย่างเป็นระบบน้อยกว่า กิจการขนาดใหญ่ จึงมักตกเป็นเหยื่อการทุจริตดื้อฉอได้มากกว่าองค์กรขนาดใหญ่ ประกอบกับบริษัทที่ได้รับรางวัลการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน ที่จัดขึ้นโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) จะมีโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี เช่น มีความเป็นอิสระของการตรวจสอบ การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของกรรมการอิสระ ทำให้เกิดความโปร่งใส ตรวจสอบได้ ดังนั้นการไม่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือมีการกำกับดูแลกิจการที่ต่ำ อาจทำให้เกิดการใช้ตำแหน่งหน้าที่ในการหาประโยชน์หรือฉวยโอกาสจากบริษัทเพื่อประโยชน์ส่วนตัวหรือพวกพ้อง ทำให้เกิดการทุจริตต่างๆ และบริษัทที่กระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ ส่วนใหญ่จะใช้บริการของสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็ก (Non-Big 4) มากกว่า เนื่องจากการใช้ผู้สอบบัญชีจากสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็ก (Non-Big 4) มีต้นทุนค่าบริการที่ถูกกว่า ทำให้ประหยัดค่าใช้จ่าย ในขณะที่สำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big 4) คิดค่าบริการสูงด้วยชื่อเสียงของบริษัท เพราะการรับรองงบการเงินจะรับรองในนามของบริษัทมิได้รับรองในนามของบุคคล ดังนั้นหากเกิดข้อผิดพลาดหรือเกิดความเสียหายก็นำมาซึ่งการเสื่อมเสียชื่อเสียง ซึ่งน่าจะสะท้อนความแตกต่างของคุณภาพงานสอบบัญชีระหว่างสำนักงานสอบบัญชีขนาดเล็ก (Non-Big 4) กับสำนักงานสอบบัญชีขนาดใหญ่ (Big 4) สำหรับโครงสร้างผู้ถือหุ้น พบว่าบริษัทที่กระทำผิดและไม่ได้กระทำผิดไม่ได้มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้สาเหตุอาจเนื่องมาจากกลุ่มตัวอย่างมีขนาดเล็กข้อมูลไม่เพียงพอต่อการทดสอบ และอาจมีตัวแทน (Nominee) ถือหุ้นอยู่ ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 รายแรกของจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว ไม่เป็นข้อมูลผู้ถือหุ้นที่แท้จริง (Beneficial owner)

นอกจากนี้ยังพบว่าการประกาศข่าวการกระทำผิดตาม พ.ร.บ. หลักทรัพย์ฯ มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และกรณีที่เป็นความผิดที่ต้องดำเนินคดีอาญาจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบมากกว่าความผิดที่ต้องเปรียบเทียบปรับ แสดงให้เห็นว่าเมื่อมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน มีผลทำให้นักลงทุนเกิดความไม่เชื่อมั่น ราคาหลักทรัพย์ก็จะปรับตัวลดลง และหากเป็นการทุจริตคอร์รัปชันที่ทำให้เกิดความเสียหายเป็นวงกว้างในระบบเศรษฐกิจ นักลงทุนยังเกิดความไม่เชื่อมั่นเพิ่มสูงขึ้นทำให้ราคาหลักทรัพย์ยังปรับตัวลดลง

เอกสารอ้างอิง

- Akeattaporn, P. (2010). The Motivations of Creative Accounting. *Journal of Accounting Profession*, 6(17), 19-21. (In Thai)
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Lapides, P. D. (2000). Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizons*, 14(4), 441-454.
- Boonyawat, K., & Manawapat, S. (2011). An Ownership Structure and the Quality of a Financial Report. *Executive Journal*, 31(2), 152-158. (In Thai)

- Bunhao, S. (2013). **A Survey Study of Accused Companies to the Financial Statements Correcting or the Auditor's Audit Special Case Arrangement: A Case Study of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand.** Master of Independent Study in Accountancy, Faculty of Management and Tourism, Burapha University. (In Thai)
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, 13(1), 1-36.
- Mombun, C., & Visedsun, N. (2015). The Relationship between Good Corporate Governance and Earnings Management of Thai Listed Companies: Case of the Company Having a Different Structure of Shareholder's. **Journal of Accounting Profession**, 11(31), 91-104. (In Thai)
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Finance**, 25(2), 383-417.
- Feroz, E. H., Park, K., & Pastena, V. S. (1991). The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. **Journal of Accounting Research**, 29, 107-142.
- General Accounting Office. (2002). Financial Statement Restatement: Trends, Market Impact, Regulatory Responses, and Remaining Challenges. **Report GAO-03-138.**
- Palmrose, Z., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements. **Journal of Accounting and Economic**, 37, 59-89.
- Prithaun, J. (2007). **The Impact of Good Corporate Governance, Quality of Auditors, and Quality of Earnings on Value Relevance of Earnings: Evidence from The Stock Exchange of Thailand.** Master Thesis in Accountancy, Graduate School, Burapha University. (In Thai)
- Supphatada, S. (2010). Report to the Nation on Occupational Fraud and Abuse a Case of "Fraudulent in Organizations". **Journal of Accounting Profession**, 6(17), 16-18. (In Thai)
- Thai Institute of Directors. (2015). **Corporate Governance Report of Thai Listed Companies.** Retrieved June 10, 2016, from/ <http://www.thaiiod.com/imgUpload/file/CGR%202015/CGR%202015Criteria.pdf> (In Thai)

- The Thailand Development Research Institute. (2011). **Corruption in the Private Sector: Preventive and Remedial Measures**. Bangkok: The Thailand Development Research Institute. from/http://www.sec.or.th/TH/AboutUs/Pages/linkintroduction/secact_th.aspx (In Thai)
- Toommanon, V. (2005). The Study of The Securities and Exchange Commission of Thailand to the Financial Statements Correcting or the Auditor's Audit Special Case Arrangement of Thai Listed Companies During 2003-2005. **Chulalongkorn Business Review**, 27(104), 1-20. (In Thai)
- Uraiphon, C. (2005). **The Study of Information as the Indicators of the Fraudulent Financial reporting: The evidence from The Stock Exchange of Thailand**. Master Thesis in Accountancy, Graduate School, Burapha University. (In Thai)