

อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ กรรมการอิสระ คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และ
กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Influences of Corporate Governance, Independent Directors,
Shareholders' Meeting Quality and Cash Flow from Operating Activities
on Earnings Quality of Listed Companies on the Stock Exchange of
Thailand

อวยชัย ศุภพร

หลักสูตรบริหารธุรกิจบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

E-mail: uaychai_s@mail.rmutt.ac.th

กุสุมา ดำพิทักษ์

อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

E-mail: kusuma@rmutt.ac.th

Uaychai Suppaporn

Student, Master Business Administration,

Rajamangala University of Technology Thanyaburi

Kusuma Dampitakse

Lecturer, Master of Business Administration Program

Rajamangala University of Technology Thanyaburi

รับเข้า: 14 มีนาคม 2564 แก้ไข: 31 มีนาคม 2564 ตอรับ: 8 เมษายน 2564

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ สัดส่วนกรรมการอิสระ คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัท รายงานประจำปี รายงานการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ และผลการประกาศคะแนนโครงการประเมินคุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้น เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ.2560-พ.ศ.2562 รวม 3 ปี สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน สถิติเชิงอนุมานใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิจัย พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไร ส่วนผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและผลการประเมินคุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้นไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: คุณภาพกำไร การกำกับดูแลกิจการ คุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้น กรรมการอิสระ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

Abstract

This study aims to investigate the influence of corporate governance, independent committee, shareholder meeting quality, and cash flow from operating activities on the earnings quality of listed companies on The Stock Exchange of Thailand SET 100 group. Data was collected from the Company's financial statements, annual report, Stock Market's Supervision Report, and the results of the announcement of project scores assessment of the quality of shareholders' meetings from 2017 to 2019. The statistics used for data analysis were descriptive statistics including maximum, minimum, mean, and standard deviation, and Inferential statistics using multiple regression analysis. The results revealed that Independent Board Proportion and cash flows from operating activities had a positive influence on earnings quality. In addition, it found that no significant influence of corporate governance assessment and the assessment of the quality of the shareholders' meeting on earnings quality.

Keyword: earnings quality, CG score, AGM level, independent committee, cash flow from operating activities

บทนำ

งบการเงินเป็นข้อมูลสำคัญที่ใช้แสดงฐานะการเงิน และผลการดำเนินงานของบริษัทโดยข้อมูลทางการเงินมีผลต่อการตัดสินใจในเรื่องราวต่าง ๆ ของผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้เสีย เช่น นักลงทุน ธนาคารหรือเจ้าหนี้ เป็นต้น ดังนั้นงบการเงินที่ดีควรมีความถูกต้องน่าเชื่อถือ และแสดงผลการดำเนินงานตามความเป็นจริง และการที่ผู้ลงทุนของนักลงทุนจะเลือกลงทุนในแต่ละบริษัทนั้น มักจะพิจารณาในปัจจัยหลายปัจจัย เช่น ผลประกอบการของบริษัท การใช้อัตราส่วนทางการเงินในการเปรียบเทียบ อย่างไรก็ตามเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ที่ดี ผู้บริหารอาจทำการตกแต่งงบการเงิน ซึ่งไม่ได้

แสดงถึงฐานะทางการเงิน และผลการดำเนินงานที่ถูกต้อง โดยมีเหตุจูงใจบางอย่าง เช่น ผลตอบแทนของผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลกำไรของบริษัท หรือแรงกดดันจากกลุ่มผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีต่อผู้บริหารเนื่องจากทำผลงานได้ไม่ตามเป้าหมายเป็นเวลาหลายปี ทำให้นอกจากข้อมูลทางการเงินแล้ว อาจจะต้องนำข้อมูลอื่นๆ มาพิจารณาประกอบด้วย เช่น การกำกับดูแลกิจการ ในปัจจุบันหลักการกำกับดูแลกิจการก็เป็นส่วนหนึ่งที่แสดงให้เห็นถึงศักยภาพของการบริหารองค์กรของผู้บริหาร ซึ่งจะอธิบายได้ว่าบริษัทนั้นมีการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับใด ซึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน โดยงานวิจัยระบุไว้ว่าการกำกับดูแลกิจการ จะส่งผลต่อการจัดการรายได้และค่าใช้จ่าย ทำให้คุณภาพกำไรสูงขึ้น (Affaf et al., 2020) และนอกจากการกำกับดูแลที่ดีแล้ว ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนก็เป็นส่วนสำคัญที่จะแสดงให้เห็นผลประกอบการของบริษัท เนื่องจากหากบริษัทมีผลประกอบการที่ดี นักลงทุนจะให้ความสนใจในการเข้ามาลงทุน และหากการลงทุนมากพอที่จะมีสิทธิ์ในการแสดงความคิดเห็น เหล่านี้ก็จะสามารถนำไปช่วยปรับปรุงการดำเนินการของบริษัทได้ (อนุวัฒน์ ภักดี และ ศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2562) และความคิดเห็นเหล่านี้ก็เกิดจากการประชุมของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นภาระหน้าที่ขั้นพื้นฐานของผู้ถือหุ้น ทำให้การประชุมผู้ถือหุ้นยังถือเป็นส่วนหนึ่งในการสร้างธรรมาภิบาลที่ดีต่อองค์กรอีกด้วย ซึ่งสามารถวัดได้จากการประเมินคุณภาพการจัดการประชุมผู้ถือหุ้น ที่ก่อตั้งโดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย นอกจากนี้สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระและกระแสด้านของกิจการก็เป็นปัจจัยสำคัญในการพิจารณาว่าคัมค่าที่จะลงทุนหรือไม่ ในบางกรณีเราพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแต่มีกรรมการอิสระที่มากำกับดูแลกิจการไม่มาก ก็ส่งผลเสียต่อความมั่นใจของนักลงทุนได้เช่นกัน ในขณะที่เดียวกันกระแสด้านจากกิจการดำเนินงานก็มีผลต่อการวัดความสามารถในการจ่ายปันผลของนักลงทุนได้ และสร้างความเชื่อมั่นว่าบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างแน่นอน (ฉมพร มีชนะ และคณะ, 2562)

จากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะทำการศึกษาถึงอิทธิพลที่มีต่อคุณภาพกำไร โดยศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยในเรื่องของ การกำกับดูแลกิจการ กรรมการอิสระ คุณภาพการจัดการประชุมผู้ถือหุ้นและกระแสด้านจากกิจกรรมดำเนินงาน โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีมูลค่าในการลงทุนและได้รับความสนใจจากนักลงทุนค่อนข้างสูง เพื่อที่จะนำผลการวิจัยมาใช้เป็นข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนแก่ผู้ลงทุน ตลอดจนนำมาเป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจเกี่ยวกับการวางแผนการดำเนินงานของผู้บริหาร

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อคุณภาพกำไร
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณภาพการจัดการประชุมผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไร

3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของสัดส่วนกรรมการอิสระของกิจการที่มีต่อคุณภาพกำไร
4. เพื่อศึกษาอิทธิพลของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีต่อคุณภาพกำไร

สมมติฐานการวิจัย

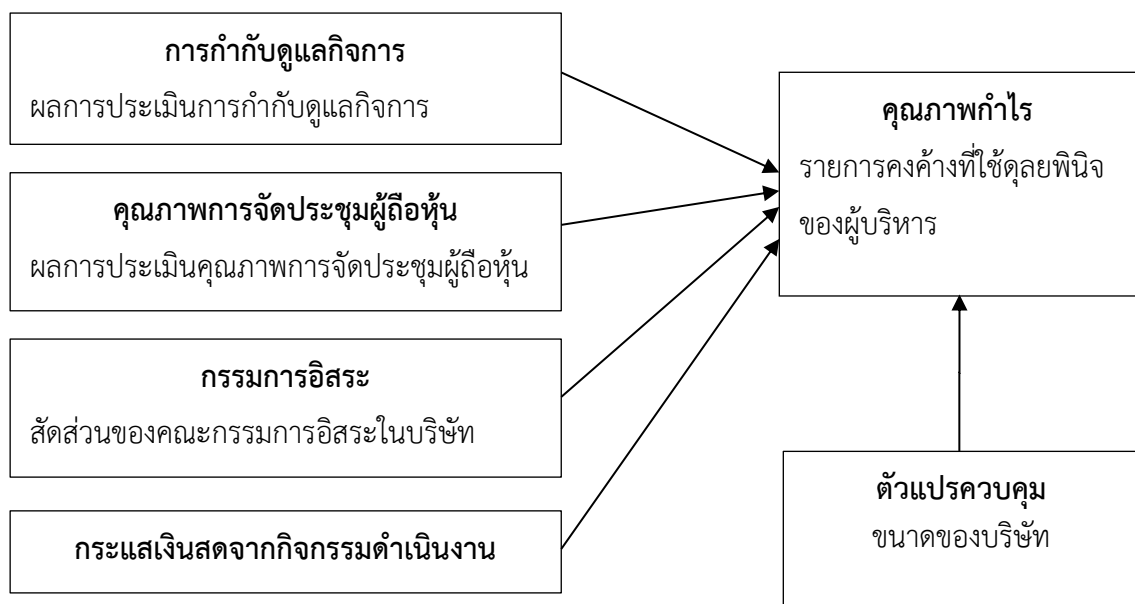
สมมติฐานที่ 1 ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG SCORE) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไร

สมมติฐานที่ 2 ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญ (AGM LEVEL) มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพกำไร

สมมติฐานที่ 3 สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไร

สมมติฐานที่ 4 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไร

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

การทบทวนวรรณกรรม

สำนักงานคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ (2560) ได้ให้คำนิยามสำหรับการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยเพิ่มมูลค่าและความยั่งยืนของบริษัท โดยแสดงถึงประสิทธิภาพของการบริหารจัดการบริษัทที่มีความโปร่งใส ตรวจสอบได้และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุก

ฝ่าย และนอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะต้องคำนึงถึงเรื่องความสามารถในการดำเนินการในระยะยาว จริยธรรมในการประกอบธุรกิจ ผลประโยชน์ต่อสังคมและการปรับตัวภายใต้การเปลี่ยนแปลง จากหลักการดังกล่าวทำให้มีการกำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Corporate Governance Code (CG Code) ฉบับปี 2560 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อมุ่งหวังให้กิจการมีผลประกอบการที่ดีอย่างต่อเนื่องในระยะยาว มีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้น ผู้ที่เกี่ยวข้องและผู้มีส่วนได้เสีย และยังเป็นแนวทางให้คณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนในการปฏิบัติหน้าที่ ตลอดจนสามารถปรับตัวภายใต้ความเปลี่ยนแปลง เพื่อพัฒนาตลาดทุนและส่งเสริมมูลค่าทางเศรษฐกิจโดยรวมให้เติบโตอย่างมีคุณภาพ

คณะกรรมการอิสระ หมายถึง คณะกรรมการที่ไม่ทำหน้าที่จัดการบริษัท ทั้งบริษัทในเครือ บริษัทร่วมและบริษัทที่เป็นกรรมการอยู่ และต้องไม่มีความสัมพันธ์กับผู้บริหารของบริษัทนั้นๆ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์, 2560)

สิทธิของผู้ถือหุ้น เมื่อผู้ถือหุ้นเข้ามาถือหุ้นในบริษัทแล้วจะถือว่าเป็นผู้มีอำนาจในการควบคุมบริษัท แม้จะไม่ได้ทำหน้าที่ในการบริหารบริษัท ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับสิทธิที่เท่าเทียมกันดังต่อไปนี้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์, 2562)

1. ผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับเงินปันผลของบริษัท โดยต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเป็นไปตามนโยบายของบริษัท
2. ผู้ถือหุ้นมีสิทธิได้รับข่าวสารและข้อมูลของบริษัทที่เท่าเทียมกัน เพื่อเป็นข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของผู้ถือหุ้น
3. ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงและลงคะแนนในที่ประชุมของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ.2535 ได้ระบุไว้ว่าจะต้องมีการจัดประชุมผู้ถือหุ้นอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง และผู้ถือหุ้นทุกคนจะมีสิทธิ์ออกเสียงลงคะแนนในวาระต่างในที่ประชุมได้ โดย 1 หุ้นที่ผู้ถือหุ้นถือจะมีสิทธิ์เท่ากับ 1 เสียง
4. สิทธิในการจองหุ้นใหม่ของบริษัท เมื่อบริษัทมีการออกหุ้นเพื่อทำการเพิ่มทุน ผู้ถือหุ้นเดิมจะมีสิทธิ์ที่สามารถซื้อหุ้นที่ออกใหม่ได้ก่อนที่จะออกขายให้แก่ประชาชนทั่วไป

การประชุมผู้ถือหุ้นถือเป็นส่วนหนึ่งของสิทธิของผู้ถือหุ้นและมีความสำคัญในการดำเนินงานของบริษัท เนื่องการดำเนินบางอย่างของบริษัทไม่สามารถกระทำการโดยไม่ผ่านมติความเห็นของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องมีการจัดประชุมผู้ถือหุ้นขึ้นเพื่อให้มีการลงมติเห็นชอบในการกระทำการของบริษัท ซึ่งต้องได้รับเสียงข้างมากในที่ประชุมเพื่อให้มติผ่านที่ประชุม ทำให้สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย ได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการจัดประชุมสามัญผู้ถือหุ้น จึงได้จัดโครงการคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นสามัญขึ้นมา เพื่อยกระดับคุณภาพและมาตรฐานการจัดประชุมผู้ถือหุ้นให้มีมาตรฐานในระดับสากล และยังส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นตระหนักถึงสิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหุ้นที่ต้องพึงปฏิบัติอีกด้วย (สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย, 2563)

แนวคิดเกี่ยวกับคุณภาพกำไร คุณภาพกำไรเป็นเครื่องมือที่ใช้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทซึ่ง ศิริมา แก้วเกิด (2559) ได้อธิบายไว้ว่า คุณภาพกำไร หมายถึง กำไรที่เกิดจากการดำเนินงานปกติที่สามารถนำกลับมาเปลี่ยนเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงที่เพียงพอต่อการชดเชยกับรายจ่ายที่เกิดขึ้นของกิจการ โดยคุณภาพกำไรเป็นกำไรสุทธิระหว่างบัญชีกับกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่หักด้วยรายการพิเศษของผู้บริหาร นอกจากนี้การวิเคราะห์คุณภาพกำไรด้วยวิธีรายการคงค้าง จำนวนรายการคงค้างที่สามารถแปลงเป็นเงินสดได้น่าเชื่อถือ จะเป็นข้อบ่งชี้ถึงกำไรสุทธิที่เป็นกำไรที่ได้มาจากการบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) ซึ่งรายการคงค้างจะเป็นตัวเป็นเปรียบเทียบกับกำไรในงบกำไรขาดทุน หากรายการคงค้างมีค่าน้อย จะแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิแสดงออกมาในรูปแบบของกระแสเงินสด ซึ่งหมายถึงคุณภาพกำไรที่ดีของบริษัท แต่หากรายการคงค้างมีค่ามาก จะแสดงให้เห็นถึงกำไรของบริษัทที่ไม่สามารถแปลงออกมาในรูปแบบของกระแสเงินสดได้ ส่งผลให้คุณภาพกำไรลดลง (ดารานาถ พรหมอินทร์, 2561)

วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2562 จำนวน ตัวอย่างทั้งสิ้น 189 ตัวอย่าง โดยไม่ได้นำข้อมูลของบริษัทในกลุ่ม SET 100 ที่อยู่กลุ่มธุรกิจธนาคารการเงินและหลักทรัพย์ เนื่องจากมีงบการเงินแตกต่างจากธุรกิจทั่วไปและบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET 100 ไม่ครบ 3 ปีมาใช้ในการทดสอบ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562)

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัท รายงานประจำปี รายงานการกำกับดูแลตลาดหลักทรัพย์ และผลการประกาศคะแนนโครงการประเมินคุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้น เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ.2560-พ.ศ.2562 รวม 3 ปี

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาทฤษฎีและข้อมูลจากแหล่งต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง และมีตัวแปรที่ศึกษาดังนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ได้แก่

1. การกำกับดูแลกิจการวัดจากผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) โดยใช้คะแนนที่ประกาศในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นวัดจากผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM Level) ที่ประกาศในผลการประกาศคะแนนโครงการการประเมินคุณภาพการประชุมผู้ถือหุ้น ที่จัดโดยสมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย (2563)

3. กรรมการอิสระวัดจากสัดส่วนคณะกรรมการอิสระบริษัท (Committee) โดยใช้ข้อมูลของรายชื่อของกรรมการของบริษัทที่ประกาศในรายงานประจำปี คำนวณเป็นอัตราส่วนร้อยละเมื่อเทียบกับคณะกรรมการทั้งหมด

4. กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ใช้ข้อมูลในงบกระแสเงินสดของกิจการที่เปิดเผยไว้ในงบการเงิน

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZE) วัดโดยใช้สินทรัพย์รวมของกิจการ ณ วันสิ้นงวดของบริษัท

ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ตัวแปรตามที่ใช้ในการหาความสัมพันธ์ของการวิจัยครั้งนี้คือ คุณภาพกำไรโดยวัดจากรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารจะมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับคุณภาพกำไร กล่าวคือหากมีรายการที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารสูง คุณภาพกำไรของบริษัทจะต่ำ ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้นำแบบจำลอง Extended Modified Jones (Yoon & Miller, 2002) มาใช้ในการศึกษาครั้งนี้

สถิติที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยได้ใช้สถิติเชิงพรรณนาในการอธิบายถึงลักษณะของค่าตัวแปรต่างๆ โดยสถิติที่ใช้ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics) ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้สถิติวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

2.1 ค่าสัมประสิทธิ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์จะอธิบายถึงระดับความสัมพันธ์ของตัวแปร หากค่าที่ใช้ทดสอบมีมากกว่า 0.70 และ -0.70 แสดงว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity)

2.2 การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) เป็นวิเคราะห์สมการของตัวแปรอิสระ โดยตัวแปรอิสระที่จะนำมาทดสอบจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยมีสมการถดถอยเชิงพหุคูณดังต่อไปนี้

$$DA = \beta_0 + \beta_1(CG \text{ Score}) + \beta_2(AGM \text{ Level}) + \beta_3(Committee) + \beta_4(CFO) + \beta_5(SIZE) + e_1$$

โดยกำหนดให้แต่ละตัวแปรแทนค่าต่อไปนี้

DA	=	คุณภาพกำไร (รายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร)
CG Score	=	ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

AGM Level	=	ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น
Committee	=	สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ
CFO	=	กระแสเงินสดจากกิจการดำเนินงาน
SIZE	=	ขนาดของกิจการ
e	=	ความคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

1. ผลวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา สามารถสรุปการวิเคราะห์ข้อมูลได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม

ตัวแปร	N	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (SD)
DA	189	-.70	.23	-.0342	.08891
CG Score	189	3.0	5.0	4.476	.6488
AGM Level	189	3.0	5.0	4.381	.5582
Committee	189	.13	.86	.4219	.12861
CFO (ล้านบาท)	189	-15,503.12	69,131.69	93,91.96	14,052.04
Size (ล้านบาท)	189	3,406.76	63,4733.23	116,679.25	145,588.83

จากตารางที่ 1 พบว่ารายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร (DA) พบว่า มีค่าเฉลี่ย -0.0342 เท่า โดยมีค่าคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 0.23 เท่า และค่าต่ำสุดอยู่ที่ -0.7 เท่า ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG Score) พบว่ามีค่าเฉลี่ยคะแนนอยู่ที่ 4.476 คะแนน โดยมีค่าคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 5 คะแนน และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3 คะแนน ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM Level) พบว่ามีค่าเฉลี่ยคะแนนอยู่ที่ 4.381 คะแนน โดยมีค่าคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 5 คะแนน และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3 คะแนน สัดส่วนกรรมการอิสระ (Committee) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 42.19 โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 86 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 13 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9,391.96 ล้านบาท โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 69,131.69 ล้านบาท ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -15,503.12 ล้านบาท ขนาดของกิจการ พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 116,679.25 ล้านบาท โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 63,4733.23 ล้านบาท ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3,406.76 ล้านบาท

2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน สามารถสรุปผลได้ดังต่อไปนี้

2.1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยวิธี Pearson Correlation Coefficient ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ของตัวแปร เพื่อทดสอบว่าตัวแปรแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ โดยสรุปผลได้ตามตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยวิธี Pearson Correlation Coefficient

ตัวแปร	DA	CG Score	AGM Level	Committee	CFO	SIZE
DA	1.000					
CG Score	.166*	1.000				
AGM Level	.054	.304**	1.000			
Committee	-.104	.084	.128*	1.000		
CFO	-.182**	.267**	.113	.208**	1.000	
SIZE	.099	.362**	.000	.327**	.662**	1.000

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากการทดสอบตามตารางที่ 2 พบว่าไม่มีตัวแปรคู่ใดที่มีค่า Pearson Correlation เข้าใกล้ 0.70 และ -0.70 สรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวไม่ได้มีความสัมพันธ์กัน ทำให้ไม่ก่อให้เกิดปัญหาเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) สำหรับการวิเคราะห์การถดถอย (Multiple Linear Regression Analysis) ในส่วนต่อไป

2.2 ผลวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) หลังจากที่ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยวิธี Pearson Correlation Coefficient เพื่อทดสอบว่าตัวแปรที่ใช้จะไม่เกิดปัญหาเชิงเส้นตรง ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณต่อไปและสรุปผลได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

Variable	Unstandardized		Standardized	t	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
ค่าคงที่	-.906	.180		-5.041	.000**
CG Score	.017	.011	.127	1.652	.100
AGM Level	.014	.012	.089	1.217	.225
Committee	-.108	.047	-.164	-2.273	.024*
CFO	-0.000002957	.000	-.467	-5.134	.000**
SIZE	.067	.016	.416	4.207	.000**
R = .411 R ² = .169 Adjust R ² = .146 Durbin Watson 1.520					

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 3 พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยอยู่ที่ -0.164 กล่าวคือหากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้รายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารลดลง 0.164 เท่า ส่งผลให้คุณภาพกำไรเพิ่มขึ้น 0.164 เท่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยอยู่ที่ -0.467 กล่าวคือหากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้รายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารลดลง 0.467 เท่า ส่งผลให้คุณภาพกำไรเพิ่มขึ้นกำไรเพิ่มขึ้น 0.467 เท่า

จากการทดสอบข้างต้นพบว่า สัดส่วนคณะกรรมการอิสระและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับรายการที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร ส่งผลให้คุณภาพกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น โดยเขียนเป็นสมการได้ดังต่อไปนี้

$$DA = -0.164 (\text{Committee}) - 0.467 (\text{CFO})$$

สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาผู้วิจัยสามารถสรุปผลการวิจัยโดยแบ่งเป็นประเด็นดังต่อไปนี้

ผลการกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CG SCORE) จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า มีค่าเฉลี่ยคะแนนอยู่ที่ 4.48 คะแนน โดยมีค่าคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 5 คะแนน และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3 คะแนน และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.65 คะแนน และจากการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า ไม่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น โดยใช้ผลการประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (AGM Level) จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า ค่าเฉลี่ยคะแนนอยู่ที่ 4.38 คะแนน โดยมีค่าคะแนนสูงสุดอยู่ที่ 5 คะแนน และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3 คะแนน และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.56 คะแนน และจากการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า ไม่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

กรรมการอิสระ โดยวัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในบริษัท จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 86 และค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 13 โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ร้อยละ 12.86 และจากการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไรซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานข้อที่ 3 โดยหากบริษัทมีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้คุณภาพกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น 0.164 เท่า

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9,391.96 ล้านบาท โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 69,131.69 ล้านบาท ค่าต่ำสุดอยู่ที่ -15,503.12 ล้านบาท และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 14,052.04 ล้านบาท และจาก และจากการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานพบว่า มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับคุณภาพกำไรซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานข้อที่ โดยหากบริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาท จะทำให้คุณภาพกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น 0.467 เท่า

อภิปรายผล

การศึกษาอิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการ คณะกรรมการอิสระ คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 สามารถนำมาอภิปรายโดยอ้างอิงผลจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

การกำกับดูแลกิจการ ไม่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับผลงานวิจัยของ Affaf et al. (2020) ที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการจะส่งผลต่อการจัดการคุณภาพกำไรของบริษัท ส่งผลให้มีการตกแต่งกำไรลดลง แต่สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ กมลชนก สกฤตเจริญ และ ฐิตาภรณ์ สีนจรรณศักดิ์ (2563) ที่พบว่าการกำกับดูแลกิจการไม่ส่งผลต่อคุณภาพกำไรอย่างมี

สาระสำคัญ เนื่องจากยังคงมีปัจจัยอื่น ๆ ที่เหมาะสมกว่าที่สามารถอธิบายถึงการจัดการคุณภาพกำไรของบริษัท

คุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรอย่างมีนัยสำคัญซึ่งขัดแย้งกับผลงานวิจัยของ ปิยะณัฐ ฤณพทุธอุดม และ สุรีย์ โฆษกรณัฐ (2561) ที่ว่าการเข้าประชุมของผู้ถือหุ้นมีผลต่อคุณภาพกำไรของบริษัท เนื่องจากวาระที่สำคัญต่อการบริหารจะต้องผ่านที่ประชุมผู้ถือหุ้นแต่สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ เกศสุตา ชื่นเพชร และ ชุตินา นาคประสิทธิ์ (2562) ที่ว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อคุณภาพกำไรอย่างมีสาระสำคัญ เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของบริษัทมีเพียงผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่รายเท่านั้น

สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อคุณภาพกำไร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของของ ปิยะณัฐ ฤณพทุธอุดม และสุรีย์ โฆษกรณัฐ (2561); ทิพย์ธัญญา หริณานนท์ (2560) ที่พบว่าจำนวนคณะกรรมการอิสระมีผลต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากหากบริษัทมีคณะกรรมการอิสระเพิ่มขึ้น จะส่งผลต่อการตรวจสอบการทุจริตและกำกับดูแลของกิจการให้มีความโปร่งใสเพิ่มมากขึ้น แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ เกศสุตา ชื่นเพชร และ ชุตินา นาคประสิทธิ์ (2562) ที่พบว่าสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีผลต่อคุณภาพกำไร เนื่องจากถึงแม้จะมีการตรวจสอบแต่อำนาจในการตัดสินใจยังคงอยู่ที่ผู้บริหารอยู่ดี

กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน มีอิทธิพลเชิงบวกต่อคุณภาพกำไร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ฉมพร มีชนะ และคณะ (2562) ที่พบว่าเมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพิ่มขึ้นรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจจะลดลง ซึ่งสอดคล้องกับสมการรายการคงค้างรวม Yoon & Miller (2002) เมื่อนำผลการศึกษามาสรุปจึงพบว่าเมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น จะทำให้บริษัทสามารถสร้างกำไรได้เพิ่มขึ้นทำให้การตกแต่งกำไรน้อยลง และรายการคงค้างที่ใช้ดุลยพินิจของผู้บริหารนั้นลดลงด้วย

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากงานวิจัย

1. จากงานวิจัยพบว่า สัดส่วนของสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรอย่างมีสาระสำคัญ แสดงให้เห็นถึงความโปร่งใสในการดำเนินงานมากกว่าการที่มีกรรมการเป็นบุคลากรในบริษัท นอกจากนี้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานยังเป็นอีกปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไร ซึ่งหากบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูง จะแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินของบริษัท ซึ่งผู้ลงทุนและผู้บริหารสามารถปัจจัยดังกล่าวไปเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจได้

2. จากผลการวิจัยพบว่าปัจจัยในเรื่องของการกำกับดูแลกิจการและคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้นไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อคุณภาพกำไร ทำให้ไม่ควรนำปัจจัยดังกล่าวประกอบการตัดสินใจ

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. งานวิจัยในครั้งนี้นั้นศึกษาไปที่อิทธิพลที่มีผลต่อคุณภาพกำไรของผลการประเมินการกำกับดูแลกิจการและผลประเมินคุณภาพการจัดประชุมผู้ถือหุ้น ซึ่งได้ศึกษาตัวแปรที่เกี่ยวข้องเพียงบางส่วนเท่านั้น ทำให้ยังมีปัจจัยด้านอื่นที่ส่งผลกระทบต่อคุณภาพกำไรอยู่อีกหลายปัจจัย โดยในงานวิจัยต่อ ๆ ไปอาจนำตัวแปรเหล่านี้เข้ามาใช้ทดสอบด้วย

2. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบนั้นเป็นเพียงบริษัท เฉพาะกลุ่ม SET 100 ไม่ได้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด ซึ่งอาจนำไปใช้อ้างอิงได้ไม่ครบถ้วน โดยในงานวิจัยต่อไป อาจมีการขยายกลุ่มตัวอย่างเพื่อเพิ่มขอบเขตของผลการวิจัยให้กว้างขึ้น

3. การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้ครอบคลุมกลุ่มอุตสาหกรรม ลักษณะ และธุรกรรมของกิจการ ทำให้ผลที่ได้อาจจะไม่เจาะจงธุรกิจที่มีลักษณะเฉพาะในการศึกษาครั้งต่อไปอาจมีการเพิ่มรายละเอียดของอุตสาหกรรมให้มากขึ้น

4. การศึกษาในครั้งนี้นั้นไม่ได้นำข้อมูลจากรายงานของคณะกรรมการและผู้ถือหุ้นมาพิจารณา หากนำมาพิจารณาอาจทำให้สามารถอธิบายผลได้มากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- กมลชนก สกฤตเจริญ และ จิตาภรณ์ สันจรรย์ศักดิ์ (2563). ผลกระทบของการตกแต่งบัญชีและการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและเทคโนโลยี. วารสารมหาจุฬานาครทรรศน์, 7(1): 42-56.
- เกศสุตา ชื่นเพชร และ ชุตินา นาคประสิทธิ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่ม SET 100. RMUTI JOURNAL Humanities and Social Sciences, 6(1): 17-36.
- ฉมพร มีชนะ พัทธนันท์ เพชรเชิดชู และ ศิริเดช คำสุพรหม. (2562, ตุลาคม). คุณภาพกำไรและต้นทุนทางการเงิน: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารสุทธิปริทัศน์, 33(108): 104-119.
- ดารานาถ พรหมอินทร์. (2561). ความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานและคุณภาพกำไรต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี. การศึกษาอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

- ทิพย์ธัญญา หรินานนท์. (2560). อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการจัดการกำไร และเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐศาสตร์: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.
- ปิยะณัฐ ฤณพุดม และ สุรีย์ โปษกรณัญ. (2561). ผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อการบริหารกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารดุสิตบัณฑิตทางสังคมศาสตร์ ฉบับพิเศษ ตุลาคม 2561, 104-119.
- ศิริมา แก้วเกิด. (2559). การวัดคุณภาพกำไรจากการวิเคราะห์งบกระแสเงินสดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร. สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ.
- สมาคมส่งเสริมผู้ลงทุนไทย. (2563). แบบ AGM Checklist. ค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2563, จาก <http://www.thaiinvestors.com/agmform60/>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560. ค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2563, จาก <https://www.sec.or.th/cgthailand/th/pages/cgcode/cgcodeintroduction.aspx>
- _____. (2562). สิทธิผู้ถือหุ้น. ค้นเมื่อวันที่ 15 สิงหาคม 2563, จาก <http://capital.sec.or.th/webedu/upload/file-28072015142628890.pdf>
- อนุวัฒน์ รักดี และ ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2562). โครงสร้างการถือหุ้นโดยชาวต่างชาติและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 39(3): 1-19.
- Affaf, A., Seemb, S., Aamer, S., and Bolaji, T. (2020, April). *Role of discretionary earning management in corporate governance-value and corporate governance-risk. Corporate Governance*, 20(4): 561-581.
- Yoon, S. S., and Miller, G. A. (2002). *Cash from Operations and Earnings Management in Korea. The International Journal of Accounting*, 37(4): 395-412.