



ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดี
และความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

โดย

นางสาวสุชญา แต่งผล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดี
และความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

โดย

นางสาวสุชญา แต่งผล



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญา

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558


ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATION BETWEEN FIRM PERFORMANCE, CORPORATE
GOVERNANCE, CORPORATE OWNERSHIP AND EXECUTIVE
COMPENSATION

BY

MISS SUCHAYA TANGPOL



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวสุชญา แต่งผล

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดี
และความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร


ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่..... 13 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

| | |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| หัวข้อการค้นคว้าอิสระ | ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร |
| ชื่อผู้เขียน | นางสาวสุชญา แต่งผล |
| ชื่อปริญญา | วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต |
| สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย | การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ |
| อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ | รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ |
| ปีการศึกษา | 2558 |

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 300 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีการทางสถิติโดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

จากการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานทางตลาด (TOBIN) และการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน (DUAL) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทมีผลการดำเนินงานทางตลาดซึ่งวัดโดย Tobin's Q สูงขึ้น ค่าตอบแทนของผู้บริหารก็จะเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ตัวแปร Tobin's Q คำนวณมาจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ซึ่งสะท้อนถึงขนาดและความน่าสนใจลงทุนของหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจที่จะบริหารจัดการองค์กรให้มีมูลค่าตลาดดีที่สุดใน เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น และหากบริษัทใดมีผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการควบคู่กับตำแหน่งประธานบริหารแสดงให้เห็นว่ามีการรวมอำนาจภายในบริษัทไว้คนเดียว ส่งผลให้มีค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหารเพิ่มขึ้นเช่นกัน

คำสำคัญ: ค่าตอบแทนของผู้บริหาร, ผลการดำเนินงานทางตลาด, การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการควบคู่กับตำแหน่งประธานบริหาร

| | |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Independent Study Title | THE RELATION BETWEEN FIRM PERFORMANCE, CORPORATE GOVERNANCE, CORPORATE OWNERSHIP AND EXECUTIVE COMPENSATION |
| Author | Miss Suchaya Tangpol |
| Degree | Master Of Science |
| Major Field/Faculty/University | Financial Management Commerce And Accountancy Thammasat University |
| Independent Study Advisor | Associate Professor Monvika Phadoongsitthi Ph.D. |
| Academic Years | 2015 |

ABSTRACT

This study aims to examine the relation between firm performance, corporate governance, corporate ownership and executive compensation of SET100 using multiple regression analysis. This study is performed by using 300 samples during the period of 2012 to 2014

The result shows that executive compensation is significantly positively related to market value of a company and CEO duality. This result suggests that Thai executives are remunerated by Tobin's q which is a measure of performance and CEO duality. The Tobin's q ratio is calculated by dividing the sum of market capitalization at a year-end and the book value of liabilities with the book value of assets. If market capitalization is increased, the executive compensation will be higher. Moreover, the evidence shows that if the Chief Executive Officer (CEO) also holds the position of the chairman of the board, the executive compensation will get higher.

Keywords: executive compensation, Tobin's q, CEO duality

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความรู้และความช่วยเหลืออย่างดียิ่งของรองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัย ที่ได้ให้คำแนะนำและเสนอแนะข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์ต่อการทำงานวิจัย ตลอดจนแก้ไขปรับปรุงงานวิจัยให้มีความถูกต้องและสมบูรณ์มากขึ้น นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่ได้สละเวลามาเป็นกรรมการสอบและได้ให้ข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยเป็นอย่างมาก

อีกทั้งผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษาอยู่ในคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี หลักสูตรควบตรี-โท มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ รวมทั้งขอขอบคุณเพื่อนร่วมหลักสูตร ที่คอยสนับสนุน ให้การช่วยเหลือ และเป็นกำลังใจตลอดมา นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และสมาชิกในครอบครัวทุกคน ที่คอยให้คำปรึกษา ให้การสนับสนุน และเป็นกำลังใจที่ดีมาโดยตลอด

ประโยชน์อันเกิดจากงานวิจัยฉบับนี้ขอมอบแต่คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้แก่ผู้วิจัยตั้งแต่ต้นจนจบการศึกษา

นางสาวสุชญา แต่งผล

สารบัญ

| | หน้า |
|------------------------------------------------------|------|
| บทคัดย่อภาษาไทย | (1) |
| บทคัดย่อภาษาอังกฤษ | (2) |
| กิตติกรรมประกาศ | (3) |
| สารบัญตาราง | (6) |
| สารบัญภาพ | (7) |
| บทที่ 1 บทนำ | 1 |
| 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา | 1 |
| 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา | 4 |
| 1.3 ขอบเขตของการศึกษา | 4 |
| 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ | 4 |
| บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 5 |
| 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง | 5 |
| 2.1.1 ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency Theory) | 5 |
| 2.1.2 ทฤษฎีการจ่ายค่าตอบแทน (Incentive Effect) | 6 |
| 2.1.3 ค่าตอบแทนผู้บริหาร | 7 |
| 2.1.4 ผลการดำเนินงานของกิจการ | 7 |
| 2.1.5 ธุรกิจครอบครัว | 9 |
| 2.1.6 การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) | 9 |
| 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง | 11 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| บทที่ 3 วิธีการวิจัย | 19 |
| 3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา | 19 |
| 3.2 วิธีการวิจัย | 20 |
| บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล | 22 |
| 4.1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย | 22 |
| 4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น | 23 |
| 4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) | 30 |
| 4.4 อภิปรายผลการวิจัย | 34 |
| บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ | 36 |
| 5.1 สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล | 36 |
| 5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย | 37 |
| 5.3 ข้อเสนอแนะต่อการทำวิจัยในอนาคต | 38 |
| รายการอ้างอิง | 39 |
| ประวัติผู้เขียน | 44 |

สารบัญตาราง

| ตารางที่ | หน้า |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 4.1 ตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย | 22 |
| 4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2557 | 28 |
| 4.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ตัวแปร dummy variable ปี พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2557 | 29 |
| 4.4 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ | 30 |
| 4.5 ตารางทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม | 31 |
| 4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) | 32 |
| 4.7 สรุปผลการทดสอบ | 33 |

สารบัญญภาพ

| ภาพที่ | หน้า |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 4.1 ค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 23 |
| 4.2 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 24 |
| 4.3 ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 24 |
| 4.4 ค่าเฉลี่ยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 25 |
| 4.5 การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 25 |
| 4.6 สัดส่วนการเป็นธุรกิจครอบครัว ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 26 |
| 4.7 ขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง | 26 |

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือเป็นการลงทุนในตลาดรอง ซึ่งเป็นการซื้อขายเปลี่ยนมือผู้ถือหุ้น สามารถทำได้เฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นตลาดที่มีระเบียบแบบแผน เป็นเหมือนศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นศูนย์กลางในการรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียน เพื่อให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการลงทุน ซึ่งในปัจจุบันคนส่วนใหญ่นิยมลงทุนผ่านตราสารทุนมากขึ้น เนื่องจากให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนด้วยวิธีอื่นๆ เช่น การฝากเงินกับธนาคาร หรือลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล อีกทั้งในปัจจุบันก็มีการให้ความรู้เรื่องการลงทุนผ่านตราสารทุนมากขึ้น มีช่องทางการลงทุนที่ง่ายดาย เทคโนโลยีในปัจจุบันสามารถทำให้เข้าถึงข้อมูลข่าวสารด้านการลงทุนได้อย่างรวดเร็ว เอื้อประโยชน์แก่นักลงทุนเป็นอย่างมาก และเนื่องจากการลงทุนผ่านตราสารทุนมีความเสี่ยงนักลงทุนจึงจำเป็นต้องศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จะลงทุนอย่างถี่ถ้วน ข้อมูลที่สำคัญที่จะนำมาใช้ตัดสินใจลงทุนก็คืองบการเงินของบริษัท โดยเฉพาะเรื่องความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ซึ่งสะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัทได้เป็นอย่างดี แสดงถึงความสามารถของผู้บริหารในการบริหารกิจการ กำหนดนโยบาย ที่สร้างผลตอบแทนสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น

ผู้บริหารจะต้องแสดงความสามารถในการสร้างผลกำไรเพื่อดึงดูดเงินลงทุน ซึ่งผลการดำเนินงานก็จะเป็นตัวสะท้อนประสิทธิภาพในการบริหารงานของผู้บริหาร และนำไปสู่การตัดสินใจว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารทั้งในรูปแบบที่เป็นเงินสด และไม่ใช่นเงินสด ดังนั้น ค่าตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับ ก็จะขึ้นอยู่กับตำแหน่ง ความรับผิดชอบ ผลการดำเนินงาน รวมทั้งความรู้ความสามารถของผู้บริหาร

สำหรับประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับค่าตอบแทนกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารไว้ว่า “ค่าตอบแทนควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ระดับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือน โบนัส และค่าตอบแทนจูงใจในระยะยาว ควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน” (กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) โดยผู้ที่ประเมินค่าตอบแทนกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารก็คือกรรมการที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารหรือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนจะประเมินผลการดำเนินงานของกรรมการ

ผู้จัดการและผู้บริหารเป็นประจำทุกปี โดยพิจารณาจากผลปฏิบัติงานในด้านต่างๆ การปฏิบัติตามวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ในระยะยาว การพัฒนาผู้บริหาร ฯลฯ และจัดทำผลการประเมินเสนอให้คณะกรรมการบริษัทพิจารณาให้ความเห็นชอบต่อไป

หากพิจารณาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีหรือแบบ 56-1 พบว่า บริษัทส่วนใหญ่จะมีรายงานการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารว่าพิจารณาตามความสมเหตุสมผล คำนึงถึงความสอดคล้องกับผลการดำเนินงานและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละท่าน ซึ่งก็สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยมีการใช้ตัววัดผลการดำเนินงานที่หลากหลาย ดังเช่น Lambert and Larcker (1987) พบว่ากำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง กุลจิรา สมวงศ์ (2550) พบว่าผลการดำเนินงานที่สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ก็มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารเช่นกัน ในขณะที่ Merhibi et al. (2006) แสดงให้เห็นว่า หากผู้บริหารสามารถบริหารจัดการสินทรัพย์ทำให้เกิดกำไร ผู้บริหารก็จะได้รับค่าตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย

อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติพบว่าการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารบางกรณีไม่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของกิจการดังตัวอย่างของธนาคารโกลด์แมนแซกส์ ธนาคารมีปัญหา ประสิทธิภาพวิกฤตทางการเงิน มีรายได้เพียง 2,300 ล้านดอลลาร์แต่กลับสามารถจ่ายโบนัสได้สูงถึง 4,800 ล้านดอลลาร์ หรือกรณีของบริษัทอเมริกันอินเตอร์เนชันแนลกรุ๊ป (AIG) จ่ายเงินโบนัสและค่าชดเชยให้กับพนักงานเป็นเงินรวม 165 ล้านดอลลาร์ ทั้งที่บริษัทมีผลประกอบการขาดทุนและต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐบาล เช่นเดียวกับกรณีของซีทีกรุ๊ปและเมอร์ริล ลินช์ ที่ขาดทุนรวมมากกว่า 27,000 ล้านดอลลาร์ แต่ซีทีกรุ๊ปจ่ายโบนัสสูงถึง 5,330 ล้านดอลลาร์ ขณะที่เมอร์ริล ลินช์ จ่ายไป 3,600 ล้านดอลลาร์ (พัชรินทร์ ภัทรวานิชานนท์, 2552) รวมทั้งการล่มสลายของบริษัท Enron ซึ่งแผนการจ่ายค่าตอบแทนและผลประโยชน์ต่างๆ ของ Enron จะมุ่งทำให้ผู้บริหารร่ำรวยขึ้นมากกว่ามุ่งจะสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ทำให้บุคคลภายนอกเริ่มให้ความสนใจต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารมากขึ้น (เสาวนีย์ พิสิฐานุสรณ์, 2545) ทั้งนี้การจ่ายค่าตอบแทนที่ไม่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทดังกล่าวสะท้อนถึงความอ่อนแอของระบบการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับค่าตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีความสอดคล้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ ระบบการกำกับดูแลกิจการที่ใช้อยู่ในกิจการขณะนั้นมีประสิทธิภาพเพียงพอหรือไม่

นอกจากประเด็นเรื่องความสอดคล้องกันของผลการดำเนินงานของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหารแล้ว ในประเทศไทย บริษัทใหญ่ๆ ส่วนใหญ่มีพื้นฐานมาจากการเป็นธุรกิจครอบครัว (Family Businesses) จากการสำรวจข้อมูลของมูลนิธิสถาบันอนาคตไทยศึกษา พบว่าร้อยละ 80 ของธุรกิจในประเทศไทยเป็นธุรกิจครอบครัว และจากการประเมินของไอโอดีพบว่าร้อยละ 33 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่ม SET100 เป็นธุรกิจครอบครัว (กรุงเทพธุรกิจ, 2557) ซึ่งธุรกิจครอบครัวก็มีทั้งข้อดีและข้อเสีย ข้อเสียคือธุรกิจครอบครัวอาจจะมีปัญหาเรื่องของการควบคุมภายใน ความโปร่งใสในการบริหารงาน มีความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ที่เป็นครอบครัว) จะใช้อำนาจตัดสินใจ บริหารงานโดยไม่คำนึงถึงผู้ถือหุ้นรายย่อยอื่นๆ ในขณะที่ข้อดีคือผู้บริหารมีความทุ่มเทในการบริหารธุรกิจ ทำให้การบริหารธุรกิจมีความต่อเนื่อง ผู้บริหารที่มาจากธุรกิจครอบครัวจะคำนึงถึงผลตอบแทนระยะยาวมากกว่าผลกำไรระยะสั้น และที่สำคัญความต้องการของเจ้าของและผู้บริหารจะไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งเรื่องของเป้าหมายของธุรกิจ และวิธีการบริหารธุรกิจ ทำให้ไม่มีความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและผู้บริหาร จะเห็นได้ว่าธุรกิจครอบครัวนั้นมักจะแยกไม่ออกระหว่างความเป็นเจ้าของกิจการและอำนาจในการบริหาร ซึ่งจากงานวิจัยในอดีต Wiwattanakantang (2000) พบว่า คนในครอบครัวมักมีความเกี่ยวข้องกับการบริหารและควบคุมการดำเนินงานของบริษัทในอัตราร้อยละ 75 ของธุรกิจครอบครัวทั้งหมด สำหรับประเทศไทยธุรกิจครอบครัวมีมากถึงร้อยละ 70 (สำนักพัฒนาธุรกิจอุตสาหกรรม กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม, 2544; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นธุรกิจครอบครัวหรือควบคุมการบริหารโดยบุคคลในครอบครัวถึงร้อยละ 65 โดยมีมูลค่ารวมของทรัพย์สินประมาณ 2.35 ล้านล้านบาท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550) ซึ่ง Basu et al., (2007) กล่าวว่าบริษัทที่มีการบริหารงานแบบระบบครอบครัว ผู้บริหารระดับสูงจะมีค่าตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทอื่นๆ จากข้อมูลดังกล่าวทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาว่าความเป็นเจ้าของกิจการของผู้บริหารมีอิทธิพลต่อค่าตอบแทนของผู้บริหารหรือไม่

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีแรงจูงใจที่จะศึกษาค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบว่ามีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารที่เหมาะสมหรือไม่ โดยพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาดังนี้

- 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการทั้งผลการดำเนินงานทางบัญชีและผลการดำเนินงานทางตลาดกับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหาร
- 2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหาร
- 3) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหาร

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการศึกษาวิจัยโดยการประมวลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มุ่งประโยชน์ที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถพิจารณาได้ว่าบริษัทจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารได้สอดคล้องกับผลการดำเนินงานและการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือไม่ ความเป็นเจ้าของกิจการมีส่วนในการกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารหรือไม่ ซึ่งทั้งหมดนี้สะท้อนถึงระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีและความน่าเชื่อถือของบริษัท นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเหล่านี้ไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ รวมทั้งหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลของงานวิจัยชิ้นนี้ไปประเมินความเหมาะสมของการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของแต่ละบริษัท ซึ่งเป็นประโยชน์ในการวิเคราะห์ระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การค้นคว้าอิสระนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 index ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ซึ่งจากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถรวบรวมประเด็นสำคัญที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยได้ดังนี้

- ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency Theory)
- ทฤษฎีการจ่ายค่าตอบแทน (Incentive Effect)
- ค่าตอบแทนผู้บริหาร
- ผลการดำเนินงานของกิจการ
- ธุรกิจครอบครัว
- การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)

2.1.1 ทฤษฎีตัวการและตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีนี้มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling ในปี 1976 โดยทฤษฎีนี้ได้กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่าง “ตัวการ” และ “ตัวแทน” โดยมีการแทน “ตัวการ” (Principal) ด้วยผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท ผู้ซึ่งต้องการให้บริษัทมีกำไรและมีผลตอบแทนจากการดำเนินงานที่สูง คุ่มค่ากับเงินที่ลงทุนไปให้มากที่สุด โดยจะไม่สนใจวิธีการได้มาของผลตอบแทนเหล่านั้น และ “ตัวแทน” (Agent) คือผู้บริหารของบริษัทหรือคณะกรรมการของบริษัทซึ่งเป็นผู้บริหารขององค์กร ได้รับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือนและโบนัสต่างๆ เปรียบเสมือนลูกจ้าง ซึ่งในที่นี้แทนด้วยกรรมการบริษัท ผู้ซึ่งมีหน้าที่ต้องทำให้ผู้ว่าจ้างหรือตัวการมีความพึงพอใจสูงสุด โดยใช้วิธีการที่มีประสิทธิภาพ ภายใต้ค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุด โดยการดูแล ควบคุมเจ้าหน้าที่บริหารงานให้เป็นไปอย่างถูกต้องและเหมาะสม ทฤษฎีนี้มองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ “ตัวการ” (Principal) จึงต้องเลือก “ตัวแทน” (Agent) เข้ามาช่วย

บริหารกิจการ ในขณะเดียวกัน “ตัวแทน” ผู้ซึ่งมีหน้าที่รับผิดชอบการดำเนินงานของกิจการ จำเป็นต้องรายงานผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงิน รวมทั้งบริหารงานให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ “ตัวการ”

การแบ่งแยกกันอย่างชัดเจนระหว่างความเป็นเจ้าของและฝ่ายจัดการ ทำให้เกิดปัญหาตามมา กล่าวคือหากผู้บริหารหรือกรรมการดำเนินกิจการโดยใช้เงินทุนของผู้ถือหุ้น ไปสร้างผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นได้คุ้มกับเงินลงทุน สร้างผลตอบแทนสูงสุดให้ผู้ถือหุ้น มีจุดมุ่งหมายเดียวกัน ก็จะไม่เกิดปัญหา แต่หากผู้บริหารหรือกรรมการดำเนินกิจการขัดกับเป้าหมายทางการลงทุนของผู้ถือหุ้นที่ต้องการผลตอบแทนสูงสุด มีการขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) จากการที่ผู้ถือหุ้นมอบหมายให้ผู้บริหารและกรรมการบริหารงานแทน เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้การตัดสินใจของผู้บริหาร ซึ่งผู้บริหารอาจตัดสินใจดำเนินการโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์หรือความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543) การที่ผู้บริหารเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตน ก็จะทำให้เกิดปัญหา Agency Problems ตามมา

จะเห็นได้ว่าปัญหาตัวแทนไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารเพียงเท่านั้น แต่ทฤษฎีนี้ยังสามารถใช้ได้อีกในหลายๆ บริบท ซึ่งสามารถแบ่งประเภทของปัญหาตัวแทนนี้ได้ 3 ประเภทหลักๆ ได้แก่

- ปัญหาระหว่างเจ้าของกิจการกับผู้บริหาร พบครั้งแรกโดย Berle and Means (1932) ปัญหานี้เกิดเมื่อเจ้าของจ้างผู้บริหารมาเป็นตัวแทนในการบริหารบริษัท ทำให้ผลการดำเนินงานเป็นไปตามทิศทางที่ผู้บริหารต้องการซึ่งอาจขัดกับความต้องการของเจ้าของ
- ปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย จะเกิดเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความเห็นร่วมกันแต่มีความต้องการต่างจากผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจมากกว่าสามารถนำความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาสู่ตนเองได้ (Fama and Jensen.,1983) พบในประเทศที่มีการถือหุ้นกระจุกตัวหรือเป็นธุรกิจครอบครัว และกฎหมายเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยยังไม่มี การบังคับใช้อย่างจริงจัง (Demsetz and Lehn.,1985)
- ปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท คือผู้ถือหุ้นตัดสินใจเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง โดยไม่คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายอื่นๆ ซึ่งการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นอาจทำให้ผู้มีส่วนได้เสียฝ่ายอื่นๆ เสียเปรียบ

2.1.2 ทฤษฎีการจ่ายค่าตอบแทน (Incentive Effect)

ทฤษฎีนี้เกี่ยวข้องกับการจ่ายค่าตอบแทนตามผลงาน มาจากทั้งทางด้านจิตวิทยาและทางด้านเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีผลลัพธ์ที่เหมือนกันคือการเชื่อมโยงการจ่ายค่าตอบแทนกับผลงานควรทำให้ผลการปฏิบัติงานดีขึ้น ซึ่งทางด้านจิตวิทยาอธิบายว่าผู้ได้รับค่าตอบแทนจะมีแรงจูงใจในการ

ดำเนินงานมากขึ้น เป็นผลต่อเนื่องจากการคาดหวัง ตั้งเป้าหมาย และมีแรงเสริมเพิ่มขึ้นในการดำเนินงานให้บรรลุเป้าหมาย

2.1.3 ค่าตอบแทนผู้บริหาร

ในการพิจารณาค่าตอบแทนของผู้บริหาร ควรพิจารณาตามความเหมาะสมและพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบ ด้วยความเป็นธรรมและรักษาผลประโยชน์ให้กับกิจการ

ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ.2555 หมวด 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ ระบุว่าคณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ การกำหนดค่าตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติค่าตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบของค่าตอบแทนกรรมการควรเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรมการที่มีคุณภาพตามที่ต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร คณะกรรมการควรพิจารณาจัดให้มีคณะกรรมการชุดย่อย คือคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน ที่ประกอบด้วยสมาชิกส่วนใหญ่ที่เป็นกรรมการอิสระ และประธานควรเป็นกรรมการอิสระ โดยคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนทำหน้าที่พิจารณาหลักเกณฑ์ในการจ่ายและรูปแบบค่าตอบแทนของกรรมการ และผู้บริหารระดับสูงเพื่อเสนอความเห็นต่อคณะกรรมการ โดยคณะกรรมการเป็นผู้อนุมัติค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง ส่วนค่าตอบแทนของกรรมการ คณะกรรมการจะต้องนำเสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้เป็นผู้อนุมัติ ซึ่งค่าตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท โดยระดับค่าตอบแทนที่เป็นเงินเดือน โบนัส และค่าตอบแทนจูงใจในระยะยาวควรสอดคล้องกับผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน และต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นได้รับ รวมถึงความยั่งยืนของบริษัท (หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน, 2555)

2.1.4 ผลการดำเนินงานของกิจการ

ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี (Accounting-based Measure) และ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Marketing-based Measure)

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนนี้จะเกี่ยวข้องกับส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึงรวมถึงส่วนทุน กำไรสะสม และเงิน

สำรวจต่างๆ โดยไม่รวมหนี้สิน จึงวัดผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้นโดยเฉพาะ ทำให้ทราบว่าเงินลงทุนที่ได้จากส่วนของเจ้าของ กิจการได้นำมาลงทุน และบริหารจัดการเพื่อสร้างประโยชน์และผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นอย่างไร กล่าวคืออัตราส่วนนี้สามารถแสดงถึงความสามารถและผลการดำเนินงานของผู้บริหารในการสร้างผลกำไรเพื่อตอบแทนผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นอัตราส่วนที่สำคัญ เพราะแสดงถึงผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ หากอัตราส่วนนี้สูงแสดงให้เห็นว่ากิจการมีการบริหารงานและการลงทุนอย่างถูกต้อง บริหารเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ สร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้สูง (อริกา แรมวิโรจน์, 2549) โดย ROE สามารถแยกองค์ประกอบได้ 3 ส่วนตาม Dupont Analysis ได้ดังนี้

- Net Profit Margin คือความสามารถในการทำกำไรจากยอดขาย โดยดูจากกำไรสุทธิ (Net Profit) ต่อยอดขาย (Sales) ซึ่งเป็นอัตราส่วนทางการเงินที่อธิบายถึงความสามารถในการเปลี่ยนยอดขายให้เป็นผลกำไร

- Asset Turnover คือความสามารถในการสร้างยอดขายจากสินทรัพย์ สามารถอธิบายว่าสินทรัพย์ที่มีอยู่สามารถผลิตสินค้าออกมาได้มากน้อยเพียงใด โดยคำนวณจากยอดขาย (Sales) ต่อบริษัทรวม (Total Asset) ดูว่ายอดขายเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์ที่มี

- Financial Leverage คือการวัดความเสี่ยงของธุรกิจทางการเงิน โดยดูจากอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์รวม (Total Asset) ต่อกำไรสุทธิของผู้ถือหุ้น (Shareholder's Equity)

อย่างไรก็ตาม ROE เป็นตัวชี้วัดที่ใช้ข้อมูลจากงบการเงินในอดีต ซึ่งอาจไม่สะท้อนความเป็นไปของบริษัทในปัจจุบัน อีกทั้งข้อมูลในบัญชียังขึ้นอยู่กับดุลพินิจของผู้บริหาร การคำนวณตัวเลขจากงบการเงินอาจมีการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีได้ ทำให้อาจไม่สะท้อนผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างแท้จริง งานวิจัยนี้จึงได้ศึกษาตัววัดผลการดำเนินงานทางตลาด (Marketing-based Measure) ด้วย

Tobin's Q เป็นตัววัดมูลค่าทางตลาด ถูกคิดค้นโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์เมื่อปี ค.ศ. 1981 ซึ่งอัตราส่วน Tobin's Q คือมูลค่าทางการตลาด (Market Value) ขององค์กรต่อราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์ขององค์กร ซึ่งมูลค่าตลาดขององค์กรจะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่ถืออยู่ในมือผู้ถือหุ้นและมูลค่าตลาดของหนี้สินโดย Professor James T. Tobin เชื่อว่าค่า Tobin's Q เป็นตัววัดที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท ซึ่ง Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดที่เหมาะสมในการดำเนินงาน (Lang and Stulz, 1993) และถือเป็นตัวแทนมูลค่าขององค์กรที่ดี แสดงถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนโดยวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี หาก Tobin's Q มีค่าสูง

แสดงว่าผู้บริหารสามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่ง Tobin's Q สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total debt}}{\text{Total assets}}$$

2.1.5 ธุรกิจครอบครัว

ธุรกิจครอบครัว หมายถึง (1) มีคนในครอบครัวถือครองหุ้นในธุรกิจรวมกันมากกว่าร้อยละ 50 หรือ (2) คนในครอบครัวมีอำนาจในการบริหารจัดการอย่างน้อยร้อยละ 50 และ/หรือ (3) จำนวนสมาชิกของคณะกรรมการบริหารมากกว่ากึ่งหนึ่งมาจากครอบครัวเดียวกัน (Hayward, 1989) หรือ หมายถึงธุรกิจที่มีตระกูลใหญ่ที่สุดถือหุ้นอยู่ ซึ่งอาจมีความสัมพันธ์โดยตรงทางสายเลือดหรือการแต่งงาน มีสิทธิในการออกเสียงมากพอที่จะควบคุมการบริหารจัดการภายในบริษัทได้ รวมทั้งมีการวางแผนถ่ายโอนธุรกิจไปสู่ทายาทรุ่นต่อไป (Westhead and Cowling, 1997) หรืออาจสรุปได้ว่า ธุรกิจครอบครัวคือธุรกิจที่ถูกครอบครองความเป็นเจ้าของโดยครอบครัว และเครือญาติ ซึ่งมีคนในตระกูลที่มีสายเลือดเดียวกัน หรือการแต่งงานกัน และมีการวางแผนให้ธุรกิจได้ดำเนินต่อไปจากรุ่นสู่รุ่น โดยคนในครอบครัวจะมีบทบาทในการบริหารกิจการและตัดสินใจในเรื่องต่างๆ และมีสิทธิออกเสียงที่มากพอที่จะดำเนินการได้

ทั้งนี้ ธุรกิจครอบครัว (Family Businesses) ถือเป็นรูปแบบธุรกิจที่มีอยู่ทั่วโลก (Montgomery and Sinclair, 2000) ซึ่งมีบทบาทต่อระบบเศรษฐกิจเป็นอย่างมาก ถือเป็นกลไกหลักในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจทั่วโลก จะเห็นได้จากร้อยละ 75 ถึงร้อยละ 90 ของธุรกิจทั่วโลกเป็นธุรกิจครอบครัวหรือถูกควบคุมโดยคนในครอบครัว (Lank, Owens, Martinez and Riedel, 1998) ในสหรัฐอเมริกา มีจำนวนธุรกิจครอบครัวสูงถึง 2 ใน 3 ของธุรกิจทั้งหมด ส่วนในประเทศแถบเอเชียจากการศึกษาพบว่าร้อยละ 75 เป็นธุรกิจครอบครัว

จะเห็นได้ว่าในธุรกิจครอบครัว เจ้าของบริษัทจะมีหน้าที่ในการบริหารกิจการด้วย ซึ่งเป็นปัญหาด้านผลประโยชน์ทับซ้อนระหว่างทั้งสองบทบาท ผลการดำเนินงานของธุรกิจครอบครัวกับค่าตอบแทนของผู้บริหารมักเป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Basu et al., 2007)

2.1.6 การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) หรือ บรรษัทภิบาล หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำและการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขันเพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดีโดยรวมประกอบ (สังเวียน อินทรวิชัย, 2548) กล่าวคือเป็นการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และ

คำนึงถึงผู้ที่ส่วนได้เสียทุกฝ่าย ซึ่งในกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นอย่างมาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปควบคุม ดูแล บริหารกิจการอย่างใกล้ชิด จำเป็นต้องแต่งตั้งบุคคลเข้าไปเป็นกรรมการเพื่อควบคุมการทำงานของผู้บริหาร ดังนั้นเพื่อให้เกิดความมั่นใจและไว้วางใจจากผู้ถือหุ้น บริษัทก็จะต้องมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี กรรมการจะต้องทำหน้าที่รักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น ดูแลผู้บริหารและฝ่ายจัดการให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่คุ้มค่า ให้สิทธิผู้ถือหุ้นในการรับรู้ข้อมูลของบริษัท และสามารถตรวจสอบการทำงานของกรรมการและผู้บริหารได้ ซึ่งการที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีย่อมส่งผลดีต่อทั้งบริษัท และตลาดทุนโดยรวม ซึ่งการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กรธุรกิจ มีวัตถุประสงค์คือ เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้กับองค์กร (Competitiveness) สร้างผลกำไร ความมีเสถียรภาพ ความเจริญเติบโต และความผูกพันสังคม เพิ่มโอกาสในการเสาะหาพันธมิตรทางธุรกิจที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี รวมทั้งเพิ่มโอกาสในการเข้าสู่ตลาดทุนโลก (สมคิด บางโม, 2549)

ในปี พ.ศ. 2545 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เสนอหลักกำกับดูแลกิจการที่ดี 15 ข้อ กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทต้องเปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามหลักการ เพื่อแสดงให้เห็นถึงการมีระบบการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใสและตรวจสอบได้ ซึ่งจะช่วยสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ต่อมาในปี พ.ศ. 2549 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นำข้อปฏิบัติ 15 ข้อที่ประกาศใช้เมื่อปี พ.ศ.2545 มาปรับปรุงแก้ไขเพิ่มเติมเพื่อให้สามารถเทียบเคียงกับหลักสากลตาม The Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD Principles of Corporate Governance ปี 2014) และข้อเสนอของธนาคารโลกจากการเข้าร่วมโครงการ Corporate Governance – Reports on the Observance of Standards and Codes (CG-ROSC) ซึ่งประกอบด้วยหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งมีเนื้อหาแบ่งได้เป็น 5 หมวด ดังนี้

หมวดที่ 1 สิทธิของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในความเป็นเจ้าของ โดยสามารถควบคุมบริษัทผ่านการแต่งตั้งคณะกรรมการให้ทำหน้าที่แทนตนและมีสิทธิในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญของบริษัท บริษัทจึงควรส่งเสริมให้ผู้ถือหุ้นได้ใช้สิทธิของตน

หมวดที่ 2 การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นทุกราย ทั้งผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่ไม่เป็นผู้บริหาร รวมทั้งผู้ถือหุ้นต่างชาติ ควรได้รับการปฏิบัติที่เท่าเทียมกันและเป็นธรรม ผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่ถูกละเมิดสิทธิควรมีโอกาสได้รับการชดเชย

หมวดที่ 3 บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย กล่าวคือ ผู้มีส่วนได้เสียควรได้รับการดูแลจากบริษัทตามสิทธิที่มีตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง คณะกรรมการควรพิจารณาให้มีกระบวนการส่งเสริมให้

เกิดความร่วมมือระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียในการสร้างความมั่งคั่ง ความมั่นคงทางการเงินและความยั่งยืนของกิจการ

หมวดที่ 4 การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส กล่าวคือ คณะกรรมการควรกำกับดูแลให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลสำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ทั้งข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่มีใช้ข้อมูลทางการเงินอย่างถูกต้อง ครบถ้วน ทันเวลา โปร่งใส ผ่านช่องทางที่เข้าถึงข้อมูลได้ง่าย มีความเท่าเทียมกัน และน่าเชื่อถือ

หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ กล่าวคือ คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท คณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ

การกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ บรรษัทภิบาล จึงถือเป็นโครงสร้างและกระบวนการภายในของกิจการ ที่มีไว้สำหรับกำหนดทิศทางและสอดส่องดูแลผลการปฏิบัติงานของกิจการ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มและส่งเสริมการเติบโตอย่างมั่นคง โดยการดูแลไม่ใช่เฉพาะในส่วนที่เป็นกิจการ แต่ยังครอบคลุมในส่วนที่เป็นผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมดที่อยู่โดยรอบกิจการด้วย ภายใต้เงื่อนไขความรับผิดชอบต่อสังคมในฐานะพลเมืองบริษัท (Corporate Citizen) การมีคุณธรรม คำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายอย่างเท่าเทียมกัน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงถือเป็นกลไกการดำเนินงานในกิจการที่เชื่อมโยงสู่กระบวนการภายนอก ภายใต้จุดมุ่งหมายที่สร้างประโยชน์ให้กับกิจการและส่วนรวม ซึ่งจะนำไปสู่ความยั่งยืนในระยะยาว

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบหลักฐานว่าผลกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหารระดับสูง(CEO) (Lambert and Larcker, 1987; Sloan, 1993; Natarajan, 1996) ซึ่งงานวิจัยของ Sloan ในปี 1993 ได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทนิยมทำสัญญาค่าตอบแทนผู้บริหารโดยผูกกับตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี เพื่อช่วยป้องกันผู้บริหารจากความผันผวนของตลาด นอกจากนี้ จากการศึกษาแนวปฏิบัติในการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร พบว่าบริษัทมักใช้ตัววัดผลการดำเนินงานทางบัญชี 2 ตัวขึ้นไป ในการกำหนดแผนค่าตอบแทนแบบจูงใจ (Incentive plan) และอัตราความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) เป็นหนึ่งในตัววัดผลการดำเนินงาน ซึ่งมักจะนิยมใช้ กำไรสุทธิ (Net Profit) กำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กำไรต่อหุ้น

(EPS) ฯลฯ (Ittner et al., 1997) ซึ่งมีงานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ศึกษาเกี่ยวกับประเด็นนี้

กุลจิรา สมวงศ์ (2550) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับค่าตอบแทนผู้บริหารโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในช่วงปี 2546-2550 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร แสดงให้เห็นว่า หากบริหารจัดการสินทรัพย์แล้วก่อให้เกิดกำไร ผู้บริหารก็จะได้รับค่าตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย เช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น ผู้บริหารก็จะได้รับค่าตอบแทนที่สูงขึ้น

เช่นเดียวกับงานวิจัยของ ปัทมา วรรณะ (2554) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิกับค่าตอบแทนผู้บริหารโดยเก็บข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 328 บริษัท (1,426 ตัวอย่าง) ในช่วงปี พ.ศ.2550-พ.ศ.2553 พบว่ากำไรสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ Merhebi, Pattenden, Swan and Zhou (2006) ที่ได้ศึกษาการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานและขนาดกิจการ (รายได้รวม) ในประเทศอิตาลี โดยใช้ตัววัดคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลการวิจัยพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตาม พบงานวิจัยที่ให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างออกไป คืองานวิจัยของ Firth, Fung and Rui (2005) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศจีน โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศจีน พบว่ากิจการมีอำนาจในการควบคุมผู้ถือหุ้นมากเป็นผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการไม่ได้มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

ทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางบัญชีกับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยใช้อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรเพื่อพิจารณาว่าผลการดำเนินงานทั้งทางบัญชีส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารหรือไม่ ซึ่งจากงานวิจัยในอดีตทำให้ผู้วิจัยคาดว่าผลการดำเนินงานในอดีตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

H1: ผลการดำเนินงานทางบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

นอกจากนี้ ยังมีการใช้ตัววัดอื่นๆ เช่น งานวิจัยของ Kumar and Kaura (2002) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับตัววัดความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่ม เช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA), มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) พบว่าค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับกำไรทางบัญชีแต่ไม่มีความสัมพันธ์กับตัววัดความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่ม ซึ่งให้ผลการวิจัยเช่นเดียวกับงานวิจัยของ ทิพวรรณ ถาวร (2549) แสดงให้เห็นว่าระบบค่าตอบแทนผู้บริหารในปัจจุบัน ส่งเสริมให้ผู้บริหารทำกำไรทางบัญชีให้กับกิจการซึ่งอาจไม่เพิ่มมูลค่าให้แก่องค์กรหรือผู้ถือหุ้นเลยก็ได้ อีกทั้งจากงานวิจัยของ Farrell, Friesen and Hersch (2007) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ พบว่าเมื่อมูลค่าที่แท้จริงของกิจการเพิ่มขึ้น ค่าตอบแทนผู้บริหารจะไม่เพิ่มขึ้นทันที แสดงให้เห็นว่ากิจการไม่ได้หวังเพียงแค่ผลกำไรในระยะสั้นเท่านั้น ผู้บริหารจำเป็นต้องสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการอย่างต่อเนื่อง จึงจะมีการพิจารณาเพิ่มค่าตอบแทนผู้บริหาร แต่ในทางตรงกันข้ามหากมูลค่าที่แท้จริงของกิจการลดลง ผู้บริหารจะถูกปรับลดค่าตอบแทนทันที แสดงให้เห็นว่ากิจการต้องการกำไรระยะยาวมากกว่าผลกำไรระยะสั้น

จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงานทางการตลาดกับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยจะใช้ Tobin's Q เพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงานทางการตลาด เพื่อพิจารณาว่า ผลการดำเนินงานทางการตลาดส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารหรือไม่

H2: ผลการดำเนินงานทางการตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากการสำรวจบริษัทมหาชนพบว่า การเชื่อมโยงผลการดำเนินงานกับค่าตอบแทนผู้บริหารมีส่วนช่วยในการปรับปรุงการกำกับดูแลกิจการ และการประเมินผลการดำเนินงานของผู้บริหาร ทำให้สามารถบอกได้ว่าผู้บริหาร (CEO) ได้แสดงความรับผิดชอบต่อกรรมการและแสดงถึงการถ่วงดุลอำนาจอย่างสมบูรณ์ เป็นการเสริมสร้างความเข้มแข็งให้กับระบบบริษัทมหาชน (IANS, 2011)

ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี คณะกรรมการที่เป็นผู้ถือหุ้นที่แต่งตั้งมาขึ้นควรประกอบด้วยกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งคณะและต้องไม่น้อยกว่า 3 คน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555) นอกจากนี้ กิจการควรกำหนดความเหมาะสมของคุณสมบัติของกรรมการอิสระให้เข้มงวดกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำของสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพื่อความเป็นอิสระที่แท้จริงและมีความเหมาะสมกับลักษณะธุรกิจของบริษัท และสัดส่วนของกรรมการอิสระยังส่งผลต่อค่าตอบแทนด้วย โดยบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูงจะมีการจ่ายค่าตอบแทนของ CEO ที่สูงด้วย (Core et

al., 1999) ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Basu et al. (2007) ที่พบว่าบริษัทที่ใช้หลักการกำกับดูแลกิจการอย่างมีประสิทธิภาพจะมีการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ โดยเครื่องมือที่สำคัญของหลักการกำกับดูแลกิจการคือ จำนวนกรรมการอิสระ ซึ่งจากการศึกษานี้สามารถทำนายได้ว่า หากค่าตอบแทนผู้บริหารสามารถสะท้อนถึงประสิทธิภาพของการกำกับดูแลในการควบคุมปัญหาตัวแทนได้ การจ่ายค่าตอบแทนที่สูงแสดงถึงการกำกับดูแลที่ขาดประสิทธิภาพในการจัดการผลการดำเนินงานในอนาคตและจะมีปัญหาตัวแทนเกิดขึ้น กล่าวคือ ผู้บริหารได้รับค่าตอบแทนที่เกินความเหมาะสมและบริษัทจะเกิดปัญหาตัวแทนทำให้ผลการดำเนินงานแย่ลง

โดยหากพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนผู้บริหาร พบว่ายังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน ทำให้ผู้วิจัยสนใจประเด็นดังกล่าว และจากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ทำให้ผู้วิจัยคาดว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

H3: สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

นอกจากนี้ จากหลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ในหมวดที่ 5 ความรับผิดชอบของคณะกรรมการกล่าวไว้ว่า ประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน คณะกรรมการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการให้ชัดเจน เพื่อไม่ให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการออกจากบุคคลที่ดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ ซึ่งจากงานวิจัยในอดีตพบว่า ประธานกรรมการ ซึ่งดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) จะส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารและค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ซึ่งถ้าผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธาน เจ้าหน้าที่บริหาร และประธานกรรมการควบคู่กัน บริษัทจะมีการจ่ายค่าตอบแทนให้กับประธานเจ้าหน้าที่บริหารในอัตราที่สูง (Coakley and Iliopoulou, 2006) ซึ่งสอดคล้องกับ Bebchuck and Fried (2003) และ Bebchuck et al. (2002, 2004) ซึ่งกล่าวว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการด้วยจะมีอิทธิพลในการจ่ายค่าตอบแทน ซึ่งเป็นการหาประโยชน์ให้กับตัวเองแทนที่จะแสวงหาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Sapp (2008) พบว่าประธานกรรมการ ซึ่งดำรงตำแหน่งควบประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Duality) จะมีการจ่ายค่าตอบแทนที่สูง ซึ่งหมายความว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร มีอำนาจในการตัดสินใจจึงสามารถเพิ่มค่าตอบแทนได้

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการควบตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกันกับค่าตอบแทนผู้บริหาร ทำให้ผู้วิจัยสนใจประเด็นดังกล่าว และจากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ทำให้ผู้วิจัยคาดว่า การควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการและกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

H4: CEO Duality มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

สำหรับประเทศไทย ธุรกิจส่วนใหญ่มีพื้นฐานมาจากธุรกิจครอบครัว จากงานวิจัยของเนตรนภา ไวทย์เลิศศักดิ์ (2549) แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่ของประเทศที่พัฒนาแล้วเช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และญี่ปุ่น มีวิวัฒนาการมาจากบริษัททุนนิยมส่วนตัวหรือทุนนิยมครอบครัว ไปสู่บริษัททุนนิยมบริหารหรือบริษัทสมัยใหม่ (Modern Corporation) ที่หุ้นของบริษัทถูกถือครองแบบกระจาย มีการแยกระหว่างความเป็นเจ้าของกับผู้บริหารอย่างชัดเจน ซึ่งแตกต่างกับธุรกิจหลักๆ ของไทย ไทยยังคงเป็นธุรกิจครอบครัว (ทุนนิยมครอบครัว) มีการถือหุ้นอย่างกระจุกตัวสูงมาก แม้ว่าจะมีการแปลงสภาพเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วก็ตาม

ในธุรกิจครอบครัว การบริหารกิจการจะเป็นในลักษณะที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นเข้ามาบริหารงานเอง ซึ่งปัญหพ ตั้งศรีวงศ์(2549) ได้กล่าวไว้ว่า ระบบธุรกิจครอบครัวไทยมักจะแยกไม่ออก ระหว่างความเป็นเจ้าของและอำนาจในการบริหารกิจการ เนื่องจากการกระจุกตัวของหุ้นในการเริ่มต้นสร้างธุรกิจในระยะแรกจะอยู่ในกลุ่มญาติพี่น้องและคนในครอบครัวเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งการที่เจ้าของเป็นผู้บริหารธุรกิจเองมักเป็นปัญหาด้านผลประโยชน์ทับซ้อนระหว่างทั้งสองบทบาท ดังนั้น ผลการดำเนินงานของธุรกิจครอบครัวกับค่าตอบแทนของผู้บริหารมักไปในทิศทางเดียวกัน จากที่กล่าวไปข้างต้นว่าตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะทำเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าธุรกิจและมักเกิดปัญหา “ต้นทุนตัวแทน” ขึ้นกับธุรกิจครอบครัว (Gomez-Melia, 1998) ดังนั้น ผู้บริหารระดับสูงโดยเฉพาะผู้ที่เป็สมาชิกครอบครัว มักเรียกค่าตอบแทนในระดับที่สูงมากจากธุรกิจ ซึ่งตรงกับ Basu et al.(2007) ที่ได้กล่าวไว้ว่าบริษัทที่มีการบริหารงานแบบครอบครัว ผู้บริหารระดับสูงจะมีค่าตอบแทนที่สูงกว่า ส่งผลให้เกิดเป็นประเด็นความขัดแย้งระหว่างครอบครัวและสมาชิกที่ไม่ได้มากจากครอบครัว

จากงานวิจัยของ Suehiro (2001) พบว่าธุรกิจครอบครัวมักจะให้คนในครอบครัวดำรงตำแหน่งกรรมการหรือผู้บริหารอย่างน้อย 1 คนคิดเป็นร้อยละ 80 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wiwattanakantang (2000) ซึ่งพบว่าธุรกิจครอบครัวบางบริษัทสมาชิกในครอบครัวไม่ได้ดำรงตำแหน่งเพียงตำแหน่งเดียว โดยจำนวนตำแหน่งเฉลี่ยที่สมาชิกในครอบครัวเข้ามาดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการคิดเป็น 1.97 และจำนวนตำแหน่งที่สมาชิกในครอบครัวเข้ามาดำรงตำแหน่งสูงสุดคือ

7 ตำแหน่ง นอกจากนี้ยังพบว่าร้อยละ 70 ของบริษัทไทย ผู้ถือหุ้นมักมีส่วนร่วมในการบริหารองค์กร ทั้งในฐานะกรรมการบริษัทและผู้บริหารระดับสูง โดยเฉพาะธุรกิจครอบครัวที่มักจะแต่งตั้งสมาชิกในครอบครัวให้ดำรงตำแหน่งกรรมการและผู้บริหารระดับสูง โดยการมีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารกิจการของคนในครอบครัวคิดเป็นร้อยละ 75 ของธุรกิจครอบครัวทั้งหมด แสดงให้เห็นว่าธุรกิจครอบครัวนั้นคนในครอบครัวจะเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องในการบริหารธุรกิจมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทประเภทอื่นๆ และจากงานวิจัยของ ปทมา วรณะ (2554) ที่ได้ศึกษาความเป็นเจ้าของธุรกิจกับคำตอบแทนผู้บริหาร โดยศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึงปี พ.ศ.2553 พบว่าความเป็นเจ้าของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคำตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการกำหนดคำตอบแทนผู้บริหารนอกจากจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานแล้วยังขึ้นอยู่กับความเป็นเจ้าของด้วย หากมีความเป็นเจ้าของกิจการสูง ก็ส่งผลให้ผู้บริหารได้รับคำตอบแทนที่มากขึ้น

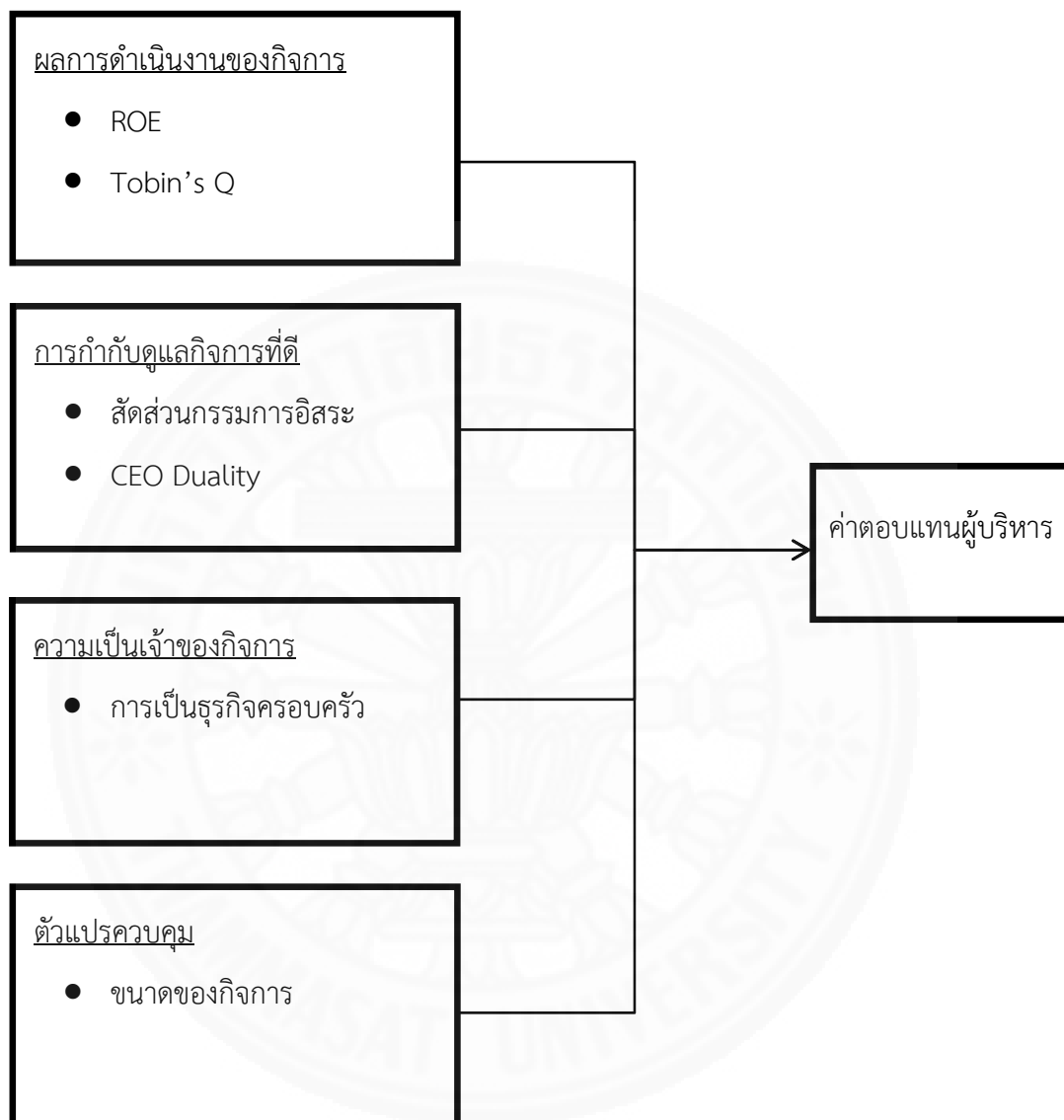
Aronoff and Ward (1997) ได้ให้ความเห็นว่าผู้บริหารที่เป็นเจ้าของและสมาชิกครอบครัวควรยอมที่จะรับคำตอบแทนที่เป็นตัวเงินในลักษณะที่จ่ายตามผลงานและอยู่บนพื้นฐานของคำตอบแทนที่จ่ายกันตามตลาด เพื่อความอยู่รอดของธุรกิจครอบครัว ในขณะที่ Snelly (1995) เห็นว่าควรกำหนดอัตราคำตอบแทนไว้เป็นทางการและกำหนดอัตราการจ่ายโบนัสตามผลงานสำหรับทุกคนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจ อย่างไรก็ตาม Daily et. al.,(1998) เห็นว่าคำตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นเจ้าของกิจการยังเป็นสิ่งจูงใจที่จำเป็นสำหรับการจัดการธุรกิจครอบครัว ดังนั้น ควรมีคณะกรรมการพิจารณาคำตอบแทนให้กับผู้เกี่ยวข้องทุกคนในธุรกิจครอบครัว และที่สำคัญควรแบ่งแยกการจัดการออกจากความเป็นเจ้าของอย่างเด็ดขาด ซึ่งจะสามารถสร้างประสิทธิผลให้เกิดขึ้นกับกระบวนการสืบทอดธุรกิจครอบครัวได้ สามารถดึงดูดสมาชิกครอบครัวให้มีความสนใจเข้ามาบริหารจัดการธุรกิจครอบครัวเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ที่ดีและยั่งยืนต่อไป

จากที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นเจ้าของกิจการกับคำตอบแทนผู้บริหาร โดยตัวแปรที่จะใช้วัดความเป็นเจ้าของกิจการคือการเป็นธุรกิจครอบครัว เนื่องจากการเป็นธุรกิจครอบครัวสะท้อนถึงความเป็นเจ้าของกิจการที่มีอำนาจในการบริหารและตัดสินใจทางธุรกิจ ซึ่งจากการทบทวนงานวิจัยในอดีตทำให้ผู้วิจัยคาดว่าความเป็นเจ้าของกิจการซึ่งวัดโดยการเป็นธุรกิจครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคำตอบแทนผู้บริหาร

H5: ความเป็นธุรกิจครอบครัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคำตอบแทนผู้บริหาร

นอกจากประเด็นเรื่องผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และความเป็นเจ้าของกิจการของผู้บริหารแล้ว จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งหมายความว่า กิจการขนาดใหญ่จะมีความชัดเจนในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารโดยไม่คำนึงถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจากงานวิจัยของ กุลจิรา สมวงศ์ (2550) พบว่าขนาดของบริษัท (Total Asset) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Merhebi et al. (2006) และ Basu et al. (2007) ที่พบว่าขนาดของบริษัทมีผลกระทบต่อค่าตอบแทนในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือถ้าขนาดของบริษัทใหญ่ขึ้น การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจะมากขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าหากบริหารจัดการสินทรัพย์แล้วก่อให้เกิดกำไร ผู้บริหารก็จะได้รับค่าตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงกำหนดให้ขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม

จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยสามารถสรุปตัวแปรที่จะใช้ในงานวิจัยนี้ได้ดังนี้



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีดัชนีราคาหุ้นที่ใช้แสดงระดับและความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นสามัญ 100 ตัว ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ ทำให้กลุ่ม SET100 เป็นกลุ่มตัวอย่างที่น่าเชื่อถือ โดยจะเก็บข้อมูลในปี 2555-2557 เป็นระยะเวลา 3 ปี ทั้งนี้ไม่รวมกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน และธุรกิจประกันภัย เนื่องจากโครงสร้างทางการเงิน โครงสร้างการดำเนินงาน รวมถึงการกำกับดูแลของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากธุรกิจอื่นอย่างมีนัยสำคัญ โดยจะเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน แบบ 56-1 ซึ่งรวบรวมอยู่ในฐานข้อมูล SETSMART รวมทั้งข้อมูลที่รวบรวมอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- ข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหาร รวบรวมจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 ณ สิ้นรอบบัญชี ซึ่งเป็นผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่กรรมการบริหารและผู้บริหารทุกราย เนื่องจากข้อกำหนดของสำนักงาน ก.ล.ต. กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผยค่าตอบแทนของกรรมการบริหารและผู้บริหารเป็นยอดรวม ทำให้ในประเทศไทยบริษัทไม่ได้เปิดเผยค่าตอบแทนของผู้บริหารเป็นรายบุคคล ทั้งนี้จะเลือกพิจารณาเฉพาะค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน เนื่องจากสามารถวัดค่าได้อย่างแม่นยำ และน่าเชื่อถือกว่าข้อมูลค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวเงิน ซึ่งจะนำข้อมูลยอดรวมค่าตอบแทนผู้บริหารมาหารด้วยจำนวนผู้บริหารแต่ละบริษัท เพื่อหาค่าเฉลี่ยของผู้บริหารแต่ละท่านต่อไป ซึ่งวิธีการคำนวณมีดังนี้

$$\text{ค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนผู้บริหาร} = \frac{\text{ผลรวมค่าตอบแทนผู้บริหาร}}{\text{จำนวนผู้บริหาร}}$$

- ผลการดำเนินงานทางบัญชี จะใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสามารถหาข้อมูลได้จากงบการเงิน

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

- ผลการดำเนินงานทางตลาด จะใช้ Tobin's Q ซึ่งตัวแปรดังกล่าวได้จากการนำข้อมูลจากงบการเงินและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาคำนวณดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{Market Capitalization} + \text{Total debt})}{\text{Total assets}}$$

- ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการ อันได้แก่สัดส่วนกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัท รวบรวมจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนประจำปี ซึ่งแต่ละบริษัทจะมีการระบุข้อมูลนี้ไว้อย่างชัดเจน ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{สัดส่วนกรรมการอิสระ} = \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระในคณะกรรมการ}}{\text{จำนวนกรรมการทั้งคณะกรรมการ}}$$

- CEO duality เป็นตัวแปร Dummy ระบุการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ซึ่งจะรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 เช่นกัน โดยกำหนดให้ DUAL=1 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนเดียวกับประธานบริหาร และ DUAL=0 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนละคนกับประธานบริหาร

- ความเป็นเจ้าของกิจการ วัดจากการเป็นธุรกิจครอบครัวโดยใช้เกณฑ์ของธนาคารโลกที่มีชื่อว่า "20% cut-off" กล่าวคือผู้ถือหุ้นที่เป็นคนในครอบครัวซึ่งมีนามสกุลเดียวกัน ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่า 20% ให้ถือว่าเป็นธุรกิจครอบครัว เพราะสัดส่วน 20% ถือว่ามากเพียงพอที่จะควบคุมการบริหารของบริษัทนั้นๆ ได้ แม้จะเป็นบริษัทมหาชนแล้วก็ตาม (เนตรนภา, 2549) โดยงานวิจัยนี้จะใช้ตัวแปร dummy หากจัดว่าเป็นธุรกิจครอบครัวตัวแปร FAM=1 ในทางตรงกันข้าม หากไม่เป็นธุรกิจครอบครัวตัวแปร FAM=0

- ขนาดของกิจการ รวบรวมข้อมูลจากงบแสดงฐานะทางการเงินของกิจการ โดยใช้สินทรัพย์รวมของกิจการ ณ สิ้นรอบบัญชีเป็นตัววัด

3.2 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการทางสถิติโดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยใช้รูปแบบจำลองดังนี้

$$\text{COMP}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROE}_t + \alpha_2 \text{TOBIN}_t + \alpha_3 \text{IND}_t + \alpha_4 \text{DUAL}_t + \alpha_5 \text{FAM}_t + \alpha_6 \text{SIZE}_t + \varepsilon_t$$

ตัวแปรตาม $COMP_t$ คือ ค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ณ เวลาที่ t ตัวแปรอิสระ ROE_t คือ ผลการดำเนินงานทางบัญชี วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ เวลาที่ t $TOBIN_t$ คือ ผลการดำเนินงานทางการตลาด วัดโดยค่า Tobin's Q ณ เวลาที่ t IND_t คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท ณ เวลาที่ t $DUAL_t$ คือ CEO duality เป็นตัวแปร Dummy ระบุการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ณ เวลาที่ t FAM_t คือ การเป็นธุรกิจครอบครัว ณ วันที่ t ตัวแปรควบคุม $SIZE_t$ คือ ขนาดของบริษัท ณ เวลาที่ t

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในบทนี้จะนำเสนอผลการวิจัยอันได้แก่ จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และการใช้วิธีการทางสถิติโดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

4.1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 เป็นระยะเวลา 3 ปี ไม่รวมกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน และธุรกิจประกันภัย เนื่องจากโครงสร้างทางการเงิน โครงสร้างการดำเนินงาน รวมถึงการกำกับดูแลของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ในขั้นต้นจะได้กลุ่มตัวอย่าง 300 ตัวอย่าง ไม่รวมกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน 38 ตัวอย่าง และตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน 29 ตัวอย่าง ดังนั้น จึงมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยทั้งสิ้น 233 ตัวอย่าง ซึ่งสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ตัวอย่างที่ใช้ศึกษาในงานวิจัย

| | 2555 | 2556 | 2557 | รวม |
|--------------------------------------------------|------|------|------|-----|
| SET100 | 100 | 100 | 100 | 300 |
| <u>ไม่รวม</u> ตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน | 13 | 12 | 13 | 38 |
| <u>ไม่รวม</u> ตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน | 8 | 9 | 12 | 29 |
| จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย | 79 | 79 | 75 | 233 |

4.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

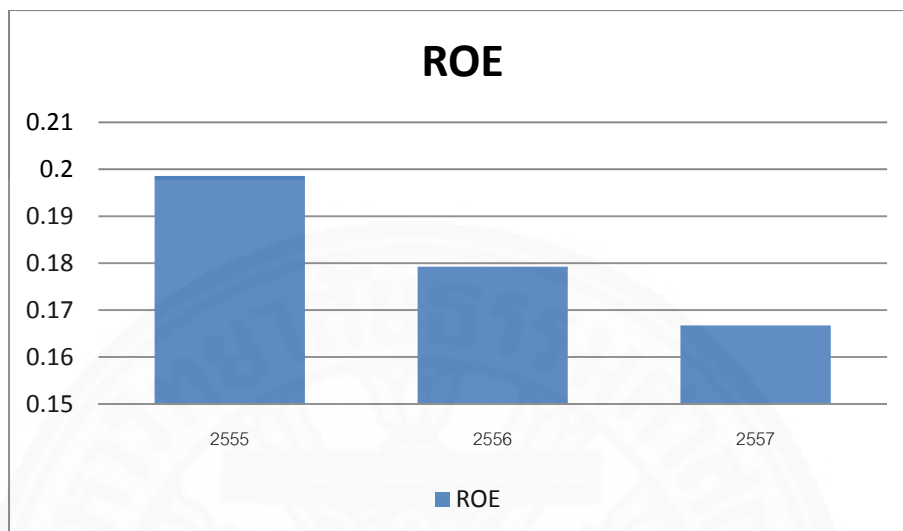
ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วยตัวแปรตาม คือค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหาร และตัวแปรอิสระ อันได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), ผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q), สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท, การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน, การเป็นธุรกิจครอบครัว และตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

แผนภาพที่ 4.1 ค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง



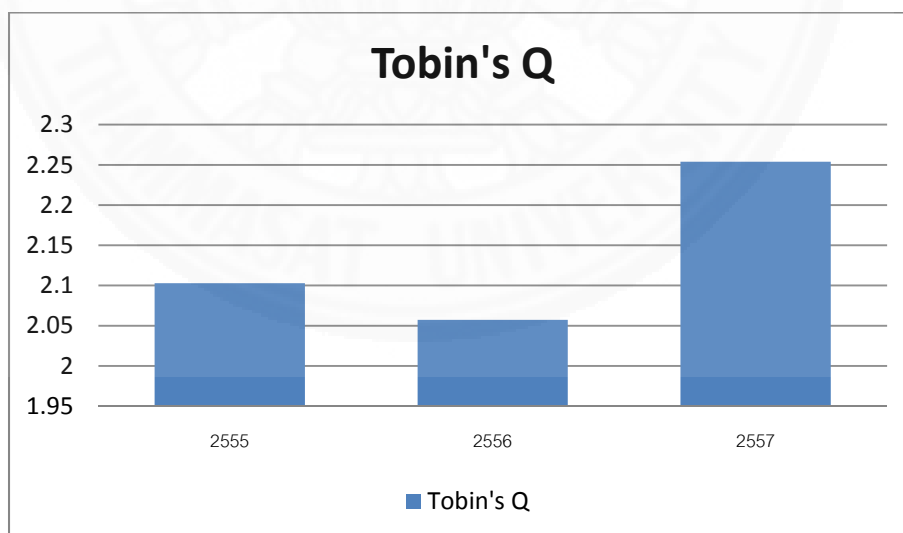
แผนภาพที่ 4.2 ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่ม

ตัวอย่าง

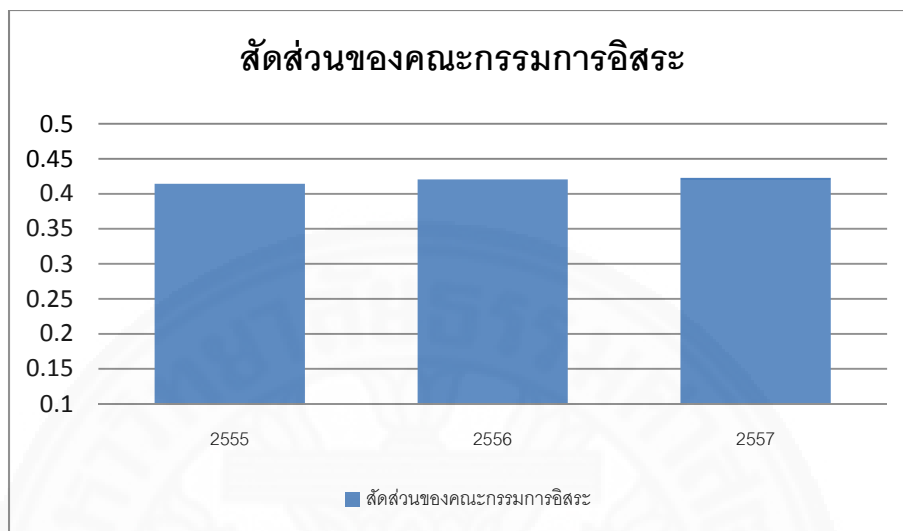


แผนภาพที่ 4.3 ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่ม

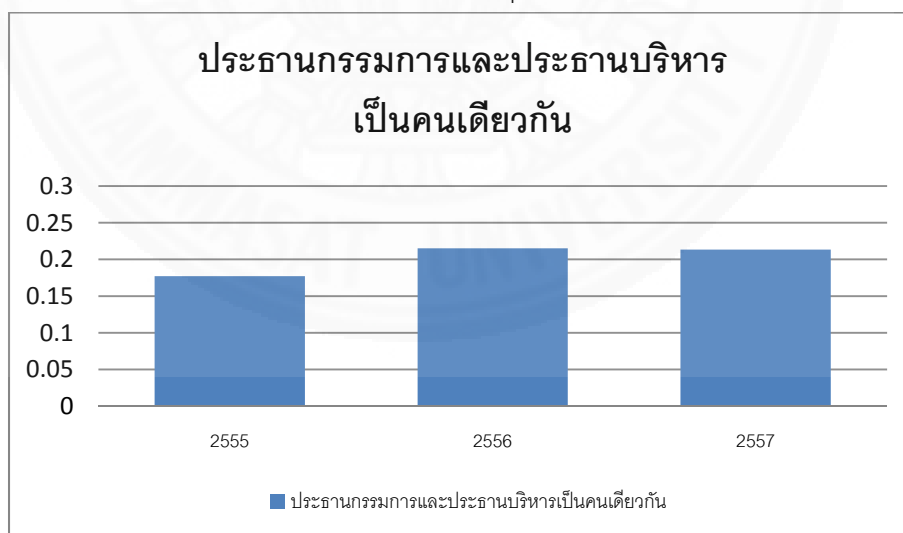
ตัวอย่าง



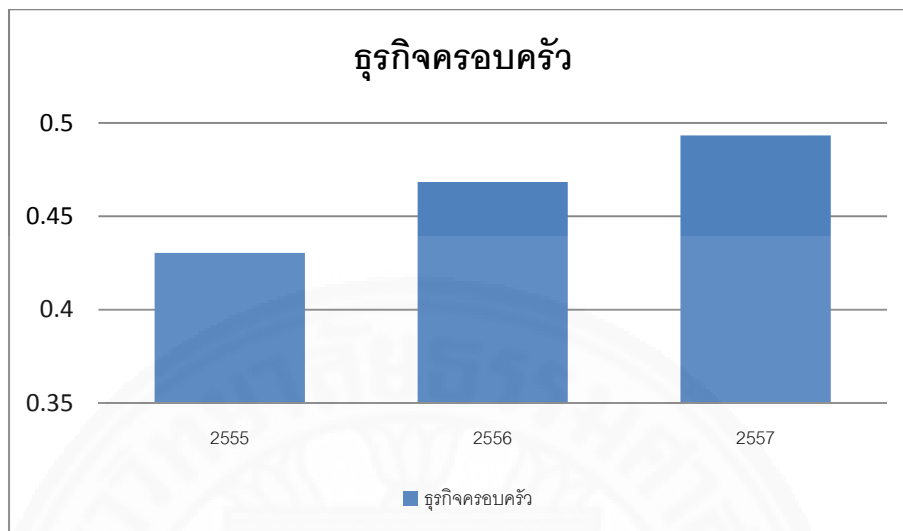
แผนภาพที่ 4.4 ค่าเฉลี่ยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง



แผนภาพที่ 4.5 สัดส่วนการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกันของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง



แผนภาพที่ 4.6 สัดส่วนการเป็นธุรกิจครอบครัวของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง



แผนภาพที่ 4.7 ขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2557 ของกลุ่มตัวอย่าง



แผนภาพที่ 4.1 แสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 มีแนวโน้มที่ลดลงอย่างมากในปี พ.ศ. 2556 และพุ่งสูงขึ้นในปี พ.ศ. 2557 ซึ่งตรงกันข้ามกับค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในแผนภาพที่ 4.2 ที่แสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องในทุกๆ ปี อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินควบคู่กับค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q) ในแผนภาพที่ 4.3 พบว่ามีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือมีค่าลดลงในปี พ.ศ. 2556 และเพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2557 แสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินมีการเคลื่อนไหวเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q)

แผนภาพที่ 4.4 แสดงถึงค่าเฉลี่ยสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท พบว่ามีระดับที่ใกล้เคียงกันในทุกๆ ปี เนื่องจากตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี กำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดำรงสัดส่วนกรรมการอิสระไว้อย่างน้อย 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมด เพื่อให้คณะกรรมการมีความเป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร จากการศึกษา กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 มีสัดส่วนกรรมการอิสระเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณร้อยละ 42 ซึ่งสูงกว่าร้อยละ 33.33 ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้

แผนภาพที่ 4.5 แสดงถึงร้อยละการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกันของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ในปี พ.ศ. 2555 - พ.ศ. 2557 พบว่ามีระดับที่ใกล้เคียงกัน กล่าวคือ มีการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกันคิดเป็นร้อยละ 18 ร้อยละ 21 และร้อยละ 21 ตามลำดับ ซึ่งตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประธานกรรมการและกรรมการบริหารควรมีหน้าที่ความรับผิดชอบที่ต่างกัน เพื่อให้คนใดคนหนึ่งมีอำนาจโดยไม่จำกัด ควรแยกบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและบุคคลที่ดำรงตำแหน่งประธานบริหารออกจากกัน ซึ่งจากการศึกษาพบว่ามีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 มีการแยกตำแหน่งประธานกรรมการออกจากประธานบริหารสูงถึงประมาณร้อยละ 80

แผนภาพที่ 4.6 แสดงสัดส่วนการเป็นธุรกิจครอบครัวของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 โดยใช้เกณฑ์ของธนาคารโลกที่มีชื่อว่า "20% cut-off" กล่าวคือผู้ถือหุ้นที่เป็นคนในครอบครัวซึ่งมีนามสกุลเดียวกันถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่า 20% ให้ถือว่าเป็นธุรกิจครอบครัว จากการศึกษาค้นพบว่าในปี พ.ศ. 2555 - พ.ศ.

2557 ธุรกิจครอบครัวคิดเป็นร้อยละ 43 ร้อยละ 47 และร้อยละ 49 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าธุรกิจครอบครัวเพิ่มขึ้นในทุกๆ ปี

แผนภาพที่ 4.7 แสดงขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 วัดโดยสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมของงานวิจัยนี้ พบว่าในระหว่างปี พ.ศ. 2555 และปี พ.ศ. 2557 ค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัทมีระดับที่ใกล้เคียงกัน อยู่ที่ประมาณ 94,000 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ในปี พ.ศ.2556 ค่าเฉลี่ยของขนาดของบริษัทในกลุ่ม SET100 วัดโดยสินทรัพย์รวมมีค่าลดลงอยู่ที่ 90,000 ล้านบาท

ตารางที่ 4.2 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างปี พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2557

| ตัวแปร | ขนาดตัวอย่าง | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|-----------|--------------|--------|-----------|--------|--------|
| COMP (m.) | 233 | 7.558 | 5.181 | 1.016 | 34.2 |
| ROE (%) | 233 | 18.20 | 20.980 | -104 | 86.16 |
| Tobin's Q | 233 | 2.143 | 1.805 | 0.674 | 15.063 |
| IND | 233 | 0.419 | 0.099 | 0.333 | 0.846 |
| ln(SIZE) | 233 | 24.281 | 1.259 | 21.668 | 28.220 |

$COMP_t$ คือ ค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ณ เวลาที่ t

ROE_t คือ ผลการดำเนินงานทางบัญชี วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ เวลาที่ t

$TOBIN_t$ คือ ผลการดำเนินงานทางการตลาด วัดโดยค่า Tobin's Q ณ เวลาที่ t

IND_t คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท ณ เวลาที่ t

$\ln(SIZE_t)$ คือ ขนาดของบริษัท ณ เวลาที่ t (วัดโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม)

ตารางที่ 4.2 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2557 ในกลุ่ม SET100 จะเห็นได้ว่าค่าตอบแทนผู้บริหารของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.558 ล้านบาท ผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 18.204 ในขณะที่ผลการดำเนินงานทางตลาดซึ่งวัดโดย Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 214.30 ในส่วนของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการบริษัทพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 41.9

ตารางที่ 4.3 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ตัวแปร dummy variable
ปี พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2557

| ตัวแปร | ขนาดตัวอย่าง | ความถี่ | ร้อยละ |
|--------|--------------|---------|--------|
| DUAL | 233 | 47 | 20.2 |
| FAM | 233 | 108 | 46.4 |

$DUAL_t$ คือ CEO duality เป็นตัวแปร Dummy ระบุการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ณ เวลาที่ t

FAM_t คือ การเป็นธุรกิจครอบครัว ณ วันที่ t

จากตารางที่ 4.3 พบว่าการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการควบคู่กับประธานบริหารในคนเดียวกัน (DUAL) เฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 20.2 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ส่วนใหญ่มีการแบ่งแยกหน้าที่ความรับผิดชอบของประธานกรรมการและประธานบริหารอย่างชัดเจน อีกทั้งยังพบว่าร้อยละ 46.4 ของกลุ่มตัวอย่างเป็นธุรกิจครอบครัว

4.3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

| | COMP(m.) | ROE | TOBIN | IND | DUAL | FAM | ln(SIZE) |
|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
| COMP(m.) | | | | | | | |
| ROE | 0.0695 | | | | | | |
| TOBIN | 0.0783 | 0.5970* | | | | | |
| IND | 0.0847 | -0.1019 | -0.1919* | | | | |
| DUAL | 0.1174 | -0.0463 | -0.0912 | -0.1948* | | | |
| FAM | -0.1591* | -0.0579 | -0.025 | -0.1402* | 0.2834* | | |
| ln(SIZE) | 0.3360* | -0.3024* | -0.3056* | 0.3126* | -0.1161 | -0.3484* | |

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

$COMP_t$ คือ ค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ณ เวลาที่ t

ROE_t คือ ผลการดำเนินงานทางบัญชี วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ เวลาที่ t

$TOBIN_t$ คือ ผลการดำเนินงานทางการตลาด วัดโดยค่า Tobin's Q ณ เวลาที่ t

IND_t คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท ณ เวลาที่ t

$DUAL_t$ คือ CEO duality เป็นตัวแปร Dummy ระบุการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ณ เวลาที่ t

FAM_t คือ การเป็นธุรกิจครอบครัว ณ วันที่ t

$\ln(SIZE_t)$ คือ ขนาดของบริษัท ณ เวลาที่ t (วัดโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม)

จากตารางที่ 4.4 แสดงให้เห็นผลของการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent variables) และตัวแปรอิสระ (Independent Variables) พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน (COMP) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการเป็นธุรกิจครอบครัว (FAM) แต่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับขนาดของบริษัท ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม

นอกจากนี้ ตารางที่ 4.4 ยังแสดงให้เห็นถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ด้วยกันโดยจากการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระเป็นคู่พบว่าไม่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ตัวใดที่มีค่าสูง แสดงให้เห็นว่าไม่เกิดสภาพสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะแสดงความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันเมื่อมีค่าเป็นบวก และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเมื่อมีค่าเป็นลบ จะเห็นได้ว่า ตัวแปร ROE ซึ่งสะท้อนถึงผลการดำเนินงานทางบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับตัวแปรผลการดำเนินงานทางตลาดซึ่งวัดโดย Tobin's Q ในขณะที่ตัวแปร Tobin's Q มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท (IND) ซึ่งตัวแปรสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท (IND) นั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน (DUAL) และตัวแปรการเป็นธุรกิจครอบครัว (FAM) โดยทั้ง 2 ตัวแปร มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

ตารางที่ 4.5 ตารางทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

| Variable | VIF | 1/VIF |
|----------|------|-------|
| TOBIN | 1.65 | 0.606 |
| ROE | 1.62 | 0.616 |
| ln(SIZE) | 1.41 | 0.707 |
| FAM | 1.26 | 0.795 |
| IND | 1.16 | 0.858 |
| DUAL | 1.14 | 0.881 |

ROE_t คือ ผลการดำเนินงานทางบัญชี วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ เวลาที่ t

$TOBIN_t$ คือ ผลการดำเนินงานทางการตลาด วัดโดยค่า Tobin's Q ณ เวลาที่ t

IND_t คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท ณ เวลาที่ t

$DUAL_t$ คือ CEO duality เป็นตัวแปร Dummy ระบุการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ณ เวลาที่ t

FAM_t คือ การเป็นธุรกิจครอบครัว ณ วันที่ t
 $\ln(SIZE_t)$ คือ ขนาดของบริษัท ณ เวลาที่ t (วัดโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม)

จากตารางที่ 4.5 ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม พบว่าค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าไม่เกิน 5 ดังนั้น ตัวแปรทุกตัวจึงไม่อยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวในแบบจำลองอธิบายถึงความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร (COMP) ได้

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของแบบจำลอง

$$COMP_t = \alpha_0 + \alpha_1 ROE_t + \alpha_2 TOBIN_t + \alpha_3 IND_t + \alpha_4 DUAL_t + \alpha_5 FAM_t + \alpha_6 SIZE_t + \varepsilon_t$$

| | Coefficients | Standard Error | t Stat | P-value |
|-------------|--------------|----------------|--------|---------|
| Intercept | -35.99 | 7.19 | -5.01 | 0.00 |
| ROE | 2.59 | 1.88 | 1.38 | 0.17 |
| TOBIN | 0.47* | 0.22 | 2.15 | 0.03 |
| IND | 1.59 | 3.37 | 0.47 | 0.64 |
| DUAL | 2.68** | 0.82 | 3.27 | 0.00 |
| FAM | -0.62 | 0.69 | -0.90 | 0.37 |
| $\ln(SIZE)$ | 1.69** | 0.29 | 5.80 | 0.00 |

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

$COMP_t$ คือ ค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ณ เวลาที่ t
 ROE_t คือ ผลการดำเนินงานทางบัญชี วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ณ เวลาที่ t
 $TOBIN_t$ คือ ผลการดำเนินงานทางการตลาด วัดโดยค่า Tobin's Q ณ เวลาที่ t
 IND_t คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท ณ เวลาที่ t

| | |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $DUAL_t$ | คือ CEO duality เป็นตัวแปร Dummy ระบุการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ณ เวลาที่ t |
| FAM_t | คือ การเป็นธุรกิจครอบครัว ณ วันที่ t |
| $\ln(SIZE_t)$ | คือ ขนาดของบริษัท ณ เวลาที่ t (วัดโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) |

ตารางที่ 4.6 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตาม ผลการวิเคราะห์พบว่าผลการดำเนินงานทางตลาด (TOBIN) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 เนื่องจากมีค่า P-VALUE เท่ากับ 0.03 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมุติฐานที่ว่าผลการดำเนินงานทางตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร และสำหรับตัวแปรการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน (DUAL) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 เนื่องจากมีค่า P-VALUE เท่ากับ 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 ดังนั้นจึงยอมรับสมมุติฐานที่ว่า CEO Duality มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร นอกจากนี้ ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญภายใต้ระดับนัยสำคัญ 0.01 เช่นกัน เนื่องจากมีค่า P-VALUE = 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 ทั้งนี้ ผลการทดสอบสมมุติฐานทั้งหมดสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 4.7

ตารางที่ 4.7 สรุปผลการทดสอบ

| | สมมุติฐานวิจัย | ผลการทดสอบ |
|----|-----------------------------------------------------------|-----------------|
| H1 | ผลการดำเนินงานทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร | ปฏิเสธสมมุติฐาน |
| H2 | ผลการดำเนินงานทางตลาดมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร | ยอมรับสมมุติฐาน |
| H3 | สัดส่วนของกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร | ปฏิเสธสมมุติฐาน |
| H4 | CEO Duality มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร | ยอมรับสมมุติฐาน |
| H5 | ความเป็นธุรกิจครอบครัวมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร | ปฏิเสธสมมุติฐาน |
| - | ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร | ยอมรับสมมุติฐาน |

4.4 อภิปรายผลการวิจัย

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยศึกษาในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ซึ่งผลการวิจัยพบว่าผลการดำเนินงานทางบัญชีที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Firth, Fung and Rui (2005) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศจีน พบว่าผลการดำเนินงานของกิจการไม่ได้มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร ในขณะที่ผลการดำเนินงานทางตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากบริษัทมีผลการดำเนินงานทางตลาดซึ่งวัดโดย Tobin's Q สูงขึ้น ค่าตอบแทนของผู้บริหารก็จะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน แสดงให้เห็นว่าการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินมีการประเมินผลตามผลการดำเนินงานทางตลาดของบริษัทซึ่งวัดโดย Tobin's Q ทั้งนี้ตัวแปร Tobin's Q คำนวณมาจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) คำนวณได้จากจำนวนหุ้นทั้งหมดคูณราคาตลาด ซึ่งสะท้อนถึงขนาดและความน่าสนใจลงทุนของหลักทรัพย์ ดังนั้น ผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจที่จะบริหารจัดการองค์กรให้มีมูลค่าตลาดดีที่สุด เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Farrell, Friesen and Hersch (2007) ที่ได้ทำการศึกษาพบว่าค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่าที่แท้จริงของกิจการ โดยเมื่อมูลค่าที่แท้จริงของกิจการเพิ่มขึ้น ค่าตอบแทนผู้บริหารจะไม่เพิ่มขึ้นทันที แสดงให้เห็นว่ากิจการไม่ได้หวังเพียงแค่ผลกำไรในระยะสั้นเท่านั้น ผู้บริหารจำเป็นต้องสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการอย่างต่อเนื่อง จึงจะมีการพิจารณาเพิ่มค่าตอบแทนผู้บริหาร แต่ในทางตรงกันข้ามหากมูลค่าที่แท้จริงของกิจการลดลง ผู้บริหารจะถูกปรับลดค่าตอบแทนทันที แสดงให้เห็นว่ากิจการต้องการกำไรระยะยาวมากกว่าผลกำไรระยะสั้น

สำหรับตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีอันได้แก่ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัทและการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน หรือ CEO duality มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากบริษัทใดมีผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการควบคู่กับตำแหน่งประธานบริหารแสดงให้เห็นว่ามีการรวมอำนาจภายในบริษัทไว้ในคนเดียว ทำให้มีความเป็นเจ้าของบริษัทสูงขึ้น ส่งผลให้มีค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหารเพิ่มขึ้น ซึ่ง

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Coakley and Iliopoulou (2006) ที่พบว่า ถ้าผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการควบคู่กัน บริษัทจะมีการจ่ายค่าตอบแทนให้กับประธานเจ้าหน้าที่บริหารในอัตราที่สูง เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Bebchuck and Fried (2003) และ Bebchuck et al. (2002, 2004) ซึ่งกล่าวว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการด้วยจะมีอิทธิพลในการจ่ายค่าตอบแทน ซึ่งเป็นการหาประโยชน์ให้กับตัวเองแทนที่จะแสวงหาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังมีงานวิจัยของ งานวิจัยของ Sapp (2008) ที่พบว่า ประธานกรรมการซึ่งดำรงตำแหน่งควบประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Duality) จะมีการจ่ายค่าตอบแทนที่สูง ซึ่งหมายความว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร มีอำนาจในการตัดสินใจจึงสามารถเพิ่มค่าตอบแทนได้

อีกทั้งงานวิจัยนี้ยังได้ศึกษาความเป็นเจ้าของกิจการโดยใช้ตัวแปรการเป็นธุรกิจครอบครัวในการศึกษา พบว่าการเป็นธุรกิจครอบครัวไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับตัวแปรควบคุมอย่างขนาดของกิจการซึ่งพิจารณาจากสินทรัพย์รวมพบว่ามี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ กุลจิรา สมวงศ์ (2550), Merhebi et al. (2006) และ Basu et al. (2007) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือถ้าขนาดของกิจการใหญ่ขึ้น การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจะมากขึ้นตามไปด้วย

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การกำกับดูแลกิจการที่ดีและความเป็นเจ้าของกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 โดยเก็บข้อมูลในปี 2555 ถึงปี 2557 เป็นระยะเวลา 3 ปี ทั้งนี้ไม่รวมกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน และธุรกิจประกันภัย เนื่องจากโครงสร้างทางการเงิน โครงสร้างการดำเนินงาน รวมถึงการกำกับดูแลของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากธุรกิจอื่นอย่างมีนัยสำคัญ โดยจะเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน แบบ 56-1 ซึ่งรวบรวมอยู่ในฐานข้อมูล SETSMART รวมทั้งข้อมูลที่รวบรวมอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ประกอบด้วยตัวแปรตาม คือค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหาร และตัวแปรอิสระอันได้แก่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), ผลการดำเนินงานทางการตลาด (Tobin's Q), สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการของบริษัท, การดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน, การเป็นธุรกิจครอบครัว และตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท (สินทรัพย์รวม)

ผลการวิจัยพบว่าผลการดำเนินงานทางการตลาด (TOBIN) และการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน (DUAL) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากบริษัทมีผลการดำเนินงานทางการตลาดซึ่งวัดโดย Tobin's Q สูงขึ้น ค่าตอบแทนของผู้บริหารก็จะเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน แสดงให้เห็นว่าการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินมีการประเมินผลตามผลการดำเนินงานทางการตลาดของบริษัทซึ่งวัดโดย Tobin's Q ทั้งนี้ตัวแปร Tobin's Q คำนวณมาจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ซึ่งสะท้อนถึงขนาดและความน่าสนใจลงทุนของหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้บริหารจึงมีแรงจูงใจที่จะบริหารจัดการองค์กรให้มีมูลค่าตลาดที่ดีที่สุด เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Farrell, Friesen and Hersch (2007) สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน (CEO duality) กับค่าตอบแทนผู้บริหาร นั้นหมายความว่าหากบริษัทใดมีผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการควบคู่กับตำแหน่งประธานบริหาร แสดงให้เห็นว่ามีการรวมอำนาจภายในบริษัทไว้ในคนคนเดียว ทำให้มีความเป็นเจ้าของบริษัทสูงขึ้น

ส่งผลให้มีค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหารเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Coakley and Iliopoulou (2006) , Bebchuck and Fried (2003) และ Bebchuck et al. (2002, 2004) ซึ่งกล่าวว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ผู้ที่ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการด้วยจะมีอิทธิพลในการจ่ายค่าตอบแทน ซึ่งเป็นการหาประโยชน์ให้กับตัวเองแทนที่จะแสวงหาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น สำหรับตัวแปรควบคุมอย่างขนาดของกิจการซึ่งพิจารณาจากสินทรัพย์รวมพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ กุลจิรา สมวงศ์ (2550), Merhebi et al. (2006) และ Basu et al. (2007) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือถ้าขนาดของกิจการใหญ่ขึ้น การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจะมากขึ้น

จากผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ทำให้ทราบถึงโครงสร้างการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนทั่วไป ช่วยให้สามารถพิจารณาความน่าเชื่อถือของบริษัทได้ดีขึ้น นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเหล่านี้ไปประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ รวมทั้งหน่วยงานกำกับดูแล เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลของงานวิจัยนี้ไปประเมินความเหมาะสมของการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของแต่ละบริษัท ซึ่งเป็นประโยชน์ในการวิเคราะห์ระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัท

5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย

1) ผู้วิจัยวัดการเป็นธุรกิจครอบครัวโดยใช้เกณฑ์ของธนาคารโลกที่มีชื่อว่า “20% cut-off” กล่าวคือผู้ถือหุ้นที่เป็นคนในครอบครัวซึ่งมีนามสกุลเดียวกันถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่า 20% ให้ถือว่าเป็นธุรกิจครอบครัว ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมกลุ่มธุรกิจครอบครัวทั้งหมด เนื่องจากอาจมีบางกรณีที่ผู้ถือหุ้นมีนามสกุลคนละนามสกุล แต่อยู่ในครอบครัวเดียวกัน

2) กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 ซึ่งรายชื่อบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงทุกๆ 6 เดือน โดยงานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ใน SET100 วันที่ 31 ธันวาคม 2555, 2556 และ 2557

3) ตัวแปรค่าตอบแทนผู้บริหาร เนื่องจากในประเทศไทยบริษัทไม่ได้เปิดเผยค่าตอบแทนของผู้บริหารเป็นรายบุคคลแต่จะเปิดเผยเป็นยอดรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่กรรมการบริหารและผู้บริหารทุกราย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงใช้ข้อมูลยอดรวมค่าตอบแทนผู้บริหารมาหารด้วยจำนวนผู้บริหารแต่ละบริษัท เพื่อนำมาใช้ในงานวิจัยนี้

4) จากผลของการวิจัยอาจเป็นไปได้ว่าค่าตอบแทนผู้บริหารส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการตลาดซึ่งวัดโดย Tobin's Q กล่าวคือ การที่ผู้บริหารได้รับค่าตอบแทนสูง จึงมีแรงจูงใจที่จะทำงานเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับองค์กรมากขึ้น

5.3 ข้อเสนอแนะต่อการทำวิจัยในอนาคต

สำหรับงานวิจัยในอนาคต ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะให้เพิ่มกลุ่มตัวอย่างให้กว้างขึ้น หรืออาจศึกษาโดยใช้กลุ่มตัวอย่างอื่น เช่น บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยพิจารณาแยกเป็นรายอุตสาหกรรม เป็นต้น อีกทั้งอาจศึกษาโดยใช้ตัวแปรอิสระอื่น ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารเช่นกัน เช่น กำไรสุทธิ จำนวนกรรมการที่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ฯลฯ นอกจากนี้ อาจศึกษาค่าตอบแทนผู้บริหารที่ไม่ได้เป็นตัวเงินดังเช่นการจ่ายค่าตอบแทนในรูปแบบของหุ้นสามัญ หรือสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญ (ESOP) ควบคู่กับค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินเพื่อให้ได้ผลการวิจัยที่ครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

วรศักดิ์ ทุมมานนท์.(2543).*คุณรู้จัก Creative accounting และคุณภาพกำไร แล้วหรือยัง?*.

พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพฯ: ไอโอเน็ค อินเตอร์ รีซอสเสส.

สมคิด บางโม.(2549).*จริยธรรมธุรกิจ*.กรุงเทพฯ : พัฒนวิทย์การพิมพ์

เนตรนภา ไวทยเลิศศักดิ์.(2549).*กลุ่มทุนและธุรกิจครอบครัวไทย ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี 2540*.กรุงเทพฯ:โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

บทความวารสาร

กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2555).*ข้อมูลค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน*.ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน.

กลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.(2555).*หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน*.ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน.

บทความหนังสือพิมพ์

กรุงเทพธุรกิจ.(2557).*ตอบโจทย์ธุรกิจครอบครัว : โตได้ยั่งยืนได้*. [ระบบออนไลน์].แหล่งที่มา:
<http://www.bangkokbiznews.com/mobile/view/blog/570416>

วิทยานิพนธ์

กุลจิรา สมวงศ์.(2550).*ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง.การค้นคว้าอิสระคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีมหาวิทยาลัยเชียงใหม่*.

ทิพวรรณ ถาแก้ว.(2549).*ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไรต่อหุ้นและค่าตอบแทนของผู้บริหาร*.กรุงเทพฯมหานคร : สถาบันวิจัยและให้คำปรึกษาแห่งมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- ภูษิต วงศ์หล่อสายชล และ วรรณรพี บานชื่นวิจิตร.(2551).ธุรกิจครอบครัวของบริษัท .จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *วารสารวิชาการ*, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, ปีที่ 28 ฉบับที่ 3 เดือนกรกฎาคม – กันยายน 2551.
- ปัทมา วรรณะ.(2554).ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรทางบัญชี ความเป็นเจ้าของธุรกิจและรายการที่ไม่เกิดขึ้นประจำกับค่าตอบแทนผู้บริหาร : การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.*การศึกษาดุษฎีบัณฑิตกิตติมศักดิ์*,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พัชรินทร์ ภัทรวานิชานนท์.(2552).ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร กับผลตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.*การศึกษาดุษฎีบัณฑิตกิตติมศักดิ์*, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อธิกา แรมวิโรจน์. (2549). การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(Debt to equity ratio : D/E ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.*วิทยานิพนธ์ปริญญาโททางการบัญชี*มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Articles

- Aronoff, Craig E., & Ward, John L. (1997). Preparing your family business for strategic change. *Journal of the family firm institute inc.*
- Basu, S., Hwang, L., Mitsudome, T. and Weintrop, J. (2007). Corporate governance, Top executive compensation and Firm performance in Japan.*Pacific-Basin Finance Journal*: 56-79.
- Bebchuk, Lucian Arye, and Jesse M. Fried. (2003). Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3): 71-92.
- Berle, Adolf A, and Gardiner C. Means.(1932) The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
- Coakley, J. and Iliopoulou, S. (2006). Bidder CEO and Other Executive Compensation in UK M&As. *European Financial Management*, 12: 609–631.
- Conyon, Martin J. (1997). Corporate governance and executive compensation. *University of Warwick*.

- Core, J., Holthausen, R., Larcker, D. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* vol. 51 p. 371-406.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Dodd, E. M., & Berle, A. A. (1933). [Review of The Modern Corporation and Private Property]. *University of Pennsylvania Law Review and American Law Register*, 81(6), 782-785.
- Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C.(1998). Separation of Ownership and Control. *Harvard University Press and Journal of Law and Economics*.
- Farrell Kathleen A., Friesen Geoffrey C. and Hersch Philip L. (2007). How do firms adjust director compensation?. *Department of Finance, University of Nebraska-lincoln, USA*.
- Firth Michael, Fung Peter M.Y. and Rui. Oliver M. (2005). Corporate performance and CEO compensation in China. *The Hong Kong Polytechnic University*.
- Hayward, K. M. and Hayward, R. J. (1989), 'GUTTURAL': ARGUMENTS FOR A NEW DISTINCTIVE FEATURE. *Transactions of the Philological Society*, 87: 179-193.
- Kumar, A. V., & Kaura, M. N. (2002). Executive Compensations and Corporate Performance: An EVA Approach. *South Asian Journal of Management*, 9(3), 12-20.
- Kren, L., Kerr, J. (1997). The effects of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance, *Accounting and Business Research*. vol. 27(4) pp. 297-309.
- Krishna Reddy, Sazali Abidin, Linjuan You, Does corporate governance matter in determining CEO compensation in the publicly listed companies in New Zealand? An empirical investigation, *Managerial Finance*
- Lambert, R. A., & Larcker, D. F.. (1987). An Analysis of the use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research*, 25, 85-125.

- Lang and Stulz.(1993). Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, December 1994, 1248-1280
- Lank, A.R., Owens, R., Martinez, J., Reidel, H., de Visscher, F., & Bruel, M. (1994). The state of family business in various countries around the world. *Journal of the family firm institute inc.*
- Lee, J. (2009) .Executive performance-based remuneration, performance change and board structures. *The International Journal of Accounting*. vol. 44 pp 138-162.
- Ittner et al., (1997) C.D. Ittner, D.F. Larcker, M.V. Rajan The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts. *The Accounting Review*. 72 (2) (1997), pp. 231–255.
- Martin Bugeja, Raymond da Silva Rosa, Lien Duong, H.Y Izan, CEO Compensation from M&As in Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*.
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P.L., Zhou, X. (2006).Australian chief executive officer remuneration: pay and performance, *Accounting and Finance*. vol. 46 pp. 481-497.
- Michael C. Jensen.(1976). A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS. Harvard University Press, December 2000; *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4.
- Michael C. Jensen.(1983). FOUNDATIONS OF ORGANIZATIONAL STRATEGY. Harvard University Press, 1998; *Journal of Law & Economics*, Vol. 26.
- Michael Firth & Peter M. Y. Fung & Oliver M. Rui .(2006). Firm Performance, Governance Structure, and Top Management Turnover in a Transitional Economy. *Journal of Management Studies*, Wiley Blackwell, vol. 43(6), pages 1289-1330, 09
- Montgomery and Sinclair.(2000). Agency Problems in Large Family Business Groups. *entrepreneurship Theory and Practice*. Summer : 367-382.
- Pukthuanthong, K., Talmor, E., Wallace, J.S. (2004). Corporate Governance and Theories of Executive Pay. *Corporate Ownership & Control* vol. 1(2) pp. 94-105.

- Richard A. Lambert, David Larcker .(1987). An Analysis of the use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research*.
- Richard A. Lambert, David Larcker .(1987). Executive compensation effects of large corporate acquisitions. *Journal of Accounting and Public Policy*.
- Sapp, S. G. (2008). The Impact of Corporate Governance on Executive Compensation. *European Financial Management*, 14: 710–746.
- Suehiro ,Akira .(2001).Family business gone wrong? Ownership patterns and Corporate Performance in Thailand. *ADB Institute Working Paper*. No. 19.
- Westhead and Cowling. (1997).The Development of Family Companies: Management and Ownership Imperatives. *Journal of the family firm institute inc*.
- Wiwattanakantang, Yupana .(2001). The Equity Ownership Structure of Thai Firms. CEI Working Paper Series 2001-8, Center for Economic Institutions, *Institute of Economic Research*, Hitotsubashi University.
- Wiwattanakantang, Yupana. (2001). Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand. CEI Working Paper Series 2001-4, Center for Economic Institutions, *Institute of Economic Research*, Hitotsubashi University.
- Zhou, Xianming and Swan, Peter L.(2006). Does Executive Compensation Disclosure Alter Pay at the Expense of Incentives?.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- ปิ่นทพ ตั้งศรีวงศ์.(2549).จุดเปลี่ยน “ธุรกิจครอบครัว ”. [ระบบออนไลน์].แหล่งที่มา: <http://www.gotomanager.com/news/details>. (22 สิงหาคม2549)
- เสาวนีย์ พิสิฐานุสรณ์.(2545). ทำไม Enron ล้มละลาย คำถามที่ยังไม่มีคำตอบ. [ระบบออนไลน์]. แหล่งที่มา:<http://www.gotomanager.com/news/details.aspx?id=2481>(1 มีนาคม 2555)

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวสุชญา แต่งผล

วันเดือนปีเกิด

25 มิถุนายน พ.ศ. 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต

(การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

