



การสมรู้ร่วมคิดระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินและผู้บริหาร

โดย

นายภูมิพรรณ ศิริตันติวัฒน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การสมรู้ร่วมคิดระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินและผู้บริหาร

โดย

นายภูมิพรรณ ศิริตันติวัฒน์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE COLLUSION BETWEEN  
CONTROLLING SHAREHOLDERS AND MANAGERS

BY

MR. BHUMBHAN SIRITANTIWAT



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 2014

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายภูมิพรรณ ศิริตันตีวัฒน์

เรื่อง

การสมัรู้ร่วมคิดระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินและผู้บริหาร  
ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน


27 เม.ย. 2558

เมื่อ วันที่ .....


ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
\_\_\_\_\_  
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

  
\_\_\_\_\_  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี

  
\_\_\_\_\_  
(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ ไรจงกิจอำนวยการ)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การสมรู้ร่วมคิดระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม ส่วนเกินและผู้บริหาร
ชื่อผู้เขียน	นายภูมิพรรณ ศิริตันตวิวัฒน์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2557

### บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้ได้ศึกษาถึงการสมรู้ร่วมคิดกันระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินและผู้บริหาร โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงาน และสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน (Excess control) ซึ่งหมายถึงสิทธิในการออกเสียง (Voting rights) ที่มากกว่าสิทธิในกระแสเงินสด (Cash flow rights) โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดใหญ่และสภาพคล่องสูง 81 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2556

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าการมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน ไม่ทำให้เกิดการร่วมมือกันระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหาร จากการที่สิทธิในการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงาน ซึ่งหมายถึงผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีการลดต้นทุนความเสี่ยงให้ผู้บริหาร

**คำสำคัญ:** ค่าตอบแทนผู้บริหาร, การยกยอก, โครงสร้างการถือหุ้น, อำนาจควบคุมส่วนเกิน, การกำกับดูแลกิจการ

Independent Study Title	THE COLLUSION BETWEEN CONTROLLING SHAREHOLDERS AND MANAGERS
Author	Mr. Bhumbhan Siritantiwat
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2014

### ABSTRACT

This research studies about the collusion between controlling shareholders with excess control, voting rights exceed cash flow rights, and managers of firm by finding the relationship between managerial pay to corporate performance and excess control. This study uses 81 high trading volume and high market capitalization companies listed in Stock Exchange of Thailand from 2009 to 2013.

The result suggests that the collusion doesn't occur as the excess control has positive relationship to managerial pay to corporate performance. This means that the major shareholders with excess control do not weaken performance-based incentives which are managers' risky cost.

**Keywords:** Managerial compensation, Collusion, Ownership structure, Excess control, Corporate governance

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้จะสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีมิได้หากไม่ได้รับความช่วยเหลือจากผู้ที่เกี่ยวข้องหลายท่านด้วยกัน โดยเฉพาะ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่เปิดโอกาสให้นำเสนอหัวข้อการศึกษาอิสระ คอยให้คำแนะนำ รับฟังปัญหา ให้คำปรึกษา และชี้แนะแนวทางแก้ไขเกี่ยวกับงานศึกษาอิสระ รวมถึงสละเวลาตรวจทานข้อมูลเพื่อให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยดี อีกทั้งขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ประธานกรรมการสอบการศึกษาอิสระ ที่ให้ความกรุณาสละเวลาอันมีค่าเพื่อรับฟังการรายงานการค้นคว้าอิสระตั้งแต่เริ่มต้นจนเสร็จสมบูรณ์ อีกทั้งยังให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์เพื่อปรับปรุงให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านในหลักสูตรควบบริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการแบบบูรณาการ) และวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ได้ให้ความรู้ ให้คำปรึกษา ให้ประสบการณ์ ทำให้ผู้วิจัยมีความรู้และสามารถนำมาประยุกต์และต่อยอดเป็นการศึกษาอิสระฉบับนี้ได้อย่างสมบูรณ์ รวมถึงเจ้าหน้าที่ในคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีทุกคนที่ดูแล จัดการ และดำเนินการเกี่ยวกับการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ให้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณครอบครัว ที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจมาโดยตลอด และได้คอยช่วยเหลืออำนวยความสะดวกในด้านต่าง ๆ ตลอดระยะเวลาการค้นคว้าอิสระครั้งนี้

ท้ายที่สุด ผู้วิจัยขอขอบพระคุณรุ่นพี่ที่เคยทำการค้นคว้าอิสระนี้ ที่ได้ช่วยเหลือการเข้าถึงข้อมูลเชิงลึก แนะนำแนวทาง ให้คำปรึกษาต่าง ๆ รวมถึงขอขอบคุณเพื่อน ๆ ในหลักสูตรควบบริหารธุรกิจและบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ (IBMP 5) ทุกคน ที่ให้ความช่วยเหลือทั้งในด้านการหาประเด็นการค้นคว้าอิสระที่น่าสนใจ การเก็บข้อมูล การทดสอบผลการวิจัย การจัดทำรูปเล่มงานวิจัย อีกทั้งยังให้กำลังใจ และผลักดันให้ผู้วิจัยทำการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้เสร็จสมบูรณ์ลุล่วงไปได้ด้วยดี

ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือมาโดยตลอดไว้ ณ ที่นี้

นายภูมิพรรณ ศิริตันดิวัฒน์

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความสำคัญและความเป็นมาของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 สิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น	4
2.1.1.1 สิทธิในเชิงการเงิน	4
2.1.1.2 สิทธิในการควบคุม	4
2.1.1.3 สิทธิในข้อมูล	5



2.1.2 ปัญหาตัวแทน	5
2.1.2.1 Agency Problem Type 1	5
2.1.2.2 Agency Problem Type 2	6
2.1.2.3 Agency Problem Type 3	6
2.1.3 Incentive effect	6
2.1.4 Entrenchment effect	6
2.1.5 สิทธิในการควบคุมส่วนเพิ่ม	6
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.2.1 อิทธิพลของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น	8
2.2.2 เกณฑ์การให้ผลตอบแทนของผู้บริหาร	9
2.2.3 ผลจากการมีอำนาจควบคุมส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	10
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	12
3.1 สมมติฐานการวิจัย	12
3.2 การเก็บและรวบรวมข้อมูล	13
3.3 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย	14
3.3.1 ตัวแปรตาม	14
3.3.1.1 ค่าตอบแทนการดำเนินงานของผู้บริหาร	14
3.3.2 ตัวแปรอิสระ	14
3.3.2.1 สัดส่วนระหว่างสิทธิในการออกเสียงต่อสิทธิในกระแสเงินสด ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่	14
3.3.2.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	15
3.3.3 ตัวแปรควบคุม	15
3.3.3.1 ขนาดของบริษัท	15
3.3.3.2 ราคาปิดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี	15
3.3.3.3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	15
3.3.3.4 ตัวแปรหุ่นซึ่งแสดงถึงอำนาจควบคุมและอำนาจบริหาร	15
3.3.3.5 คะแนนบรรษัทภิบาล	16

3.3.3.6 จำนวนคณะกรรมการ	16
3.3.3.7 สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ	16
3.4 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหาร อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และสัดส่วนระหว่าง สิทธิ์ในการออกเสียงต่อสิทธิ์ในกระแสเงินสด	16
3.5 สถิติที่ใช้ในงานวิจัย	17
3.5.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	18
3.5.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย	18
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	19
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	19
4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์	20
4.3 การวิเคราะห์ถดถอย	23
4.4 การวิเคราะห์เพิ่มเติม	24
4.4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	25
4.4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์	25
4.4.3 การวิเคราะห์ถดถอย	25
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	28
5.1 สรุปผลการวิจัย	28
5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย	29
5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต	30
รายการอ้างอิง	31
ประวัติผู้เขียน	34

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 รายละเอียดการจัดเก็บข้อมูล	14
4.1 การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา	20
4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	22
4.3 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างปฏิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ที่มีผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร	23
4.4 การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา กรณีวิเคราะห์เพิ่มเติม	25
4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร กรณีวิเคราะห์เพิ่มเติม	26
4.6 ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างปฏิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ที่มีผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร	27

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 แผนผังการถือหุ้นของครอบครัว กรณีที่ 1	7
2.2 แผนผังการถือหุ้นของครอบครัว กรณีที่ 2	8



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความสำคัญและความเป็นมาของปัญหา

จากการศึกษาก่อนหน้านี้มีการชี้แจงให้เห็นถึงสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ในการควบคุมบริษัท (Controlling Shareholders) หรือเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Major Shareholders) สูงขึ้นในบริษัทสมัยใหม่ ไม่ว่าจะมาในรูปแบบ Pyramids, Cross-Holding, Multiple-Class Share ก็ตาม ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ในการควบคุมคือผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ในการออกคะแนนเสียง (Voting Right) สูงกว่าสิทธิ์ในกระแสเงินสด (Cash Flow Right) การมีสิทธิ์ในการควบคุมส่วนเกินนี้ (Excess Control) ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแนวโน้มที่จะยักยอก (Tunneling) นำผลประโยชน์จากทรัพย์สินบริษัทหรือผลตอบแทนอื่น ๆ เพื่อเป็นประโยชน์ต่อตัวเอง เช่น การโอนย้ายทรัพย์สิน, การใช้บริษัทกู้เงินให้ตนเอง เป็นต้น

โดยปกติแล้วการยักยอกจะเกิดขึ้นได้ยากหากปราศจากความเห็นชอบจากผู้บริหาร (Manager) โดยผู้บริหารมีอำนาจในการเข้าถึงข้อมูลส่วนบุคคล การตัดสินใจต่าง ๆ และรับผิดชอบต่อผลประโยชน์ต่าง ๆ ของบริษัท จึงเป็นการตั้งสมมติฐานโดยนัยว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะให้ความร่วมมือกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการยักยอกด้วย

อย่างไรก็ตาม การตั้งสมมติฐานเช่นนั้นจะเป็นไปได้เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารต่างมีผลประโยชน์ทั้งคู่ แต่สำหรับผู้บริหารนั้นได้ประโยชน์ต่างจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เนื่องจากต้องเผชิญกับความเสี่ยงและต้นทุนทางการยักยอกที่สูงกว่าและได้ผลประโยชน์ไม่มากพอ นอกจากนี้การยักยอกยังนำมาซึ่งความเสี่ยงที่บริษัทจะต้องเจอจากข้อมูลที่สาธารณชนได้รับทราบและมีผลต่อการดำเนินงานและผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งความเสี่ยงเหล่านี้มีผลกระทบโดยตรงต่อการตัดสินใจและการทำงานของผู้บริหารนั่นเอง ดังนั้นผู้บริหารต้องเผชิญความเสี่ยงที่มากขึ้นอีกเมื่อผลตอบแทนของผู้บริหารขึ้นอยู่กับความสามารถในการบริหารบริษัทให้ได้ตามเป้าหมาย เพราะการยักยอกนี้ย่อมส่งผลกระทบต่อศักยภาพบริษัทและมูลค่าของบริษัท ซึ่งกลับกลายเป็นการลดมูลค่าของผู้บริหารเองในที่สุด ผลประโยชน์ส่วนใหญ่จึงตกไปอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สิ่งนี้เองจึงทำให้ผู้จัดการมีแนวโน้มต่อต้านการยักยอก แต่ในปัจจุบันนั้นยังมีการร่วมมือกันยักยอกอยู่ โดยอาจมีสาเหตุดังนี้

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจเบ็ดเสร็จที่จะควบคุมผู้บริหารและบริษัท จึงสามารถเลือกคณะกรรมการได้ กำหนดค่าจ้างที่ผู้บริหารจะได้ การจ้างผู้บริหาร เป็นต้น นำมาซึ่งผลประโยชน์จาก

การยกยอกที่มากขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยังมีสิทธิ์ในการควบคุมส่วนเกิน

จึงได้มาทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงความเป็นไปได้ที่จะมีการยกยอกของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้บริหาร โดยพิจารณาจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิ์ในการควบคุมส่วนเกินมีแนวโน้มที่จะลดระดับเกณฑ์ในการได้ค่าจ้างของผู้บริหารที่ผูกติดไว้กับความสามารถในการทำผลตอบแทนให้กับบริษัท ในการลดระดับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่เนื่องจากการทำเช่นนั้นเป็นการช่วยผู้บริหารให้มีต้นทุนความเสี่ยงการยกยอกน้อยลง และช่วยอำนวยความสะดวกให้ผู้บริหารร่วมมือยกยอกมากยิ่งขึ้นเนื่องจากสามารถทำผลประโยชน์ให้มากขึ้นต่อทั้งสองฝ่าย จึงทำให้ได้ข้อสมมติว่าสิทธิ์ในการควบคุมส่วนเกินจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับเกณฑ์ในการได้ค่าจ้างของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงแล้ว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีต้นทุนในการลดเกณฑ์นี้ด้วยเช่นกันและผู้บริหารไม่ได้รับผลตอบแทนขึ้นอยู่กับเกณฑ์การบริหารงานเพียงอย่างเดียว จึงทำให้ต้องเปรียบเทียบผลประโยชน์และผลเสียที่เกิดขึ้นนั่นเอง

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง 81 บริษัทย้อนหลังเป็นเวลา 5 ปี ตั้งแต่ 2552-2556 โดยเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) มีผู้ถือหุ้นใหญ่ที่มีอำนาจในการควบคุมมากกว่าสิทธิ์ในการได้รับกระแสเงินสด มีแนวโน้มที่จะสมรู้ร่วมคิดกับผู้บริหารในการยกยอกทรัพย์สินของบริษัท ด้วยการลดเกณฑ์ด้านการดำเนินงานที่มีผลต่อการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร นำมาซึ่งแรงจูงใจในการร่วมมือของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นใหญ่

## 1.3 ขอบเขตงานวิจัย

ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมต่อสิทธิ์ในกระแสเงินสด และผลตอบแทนของผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ถูกจัดอันดับบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดี และมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงและสม่ำเสมอ 100 อันดับ (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2556 และทำการคัดกรองโดยไม่รวมบริษัทกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และกลุ่มธุรกิจประกันภัย-ประกันชีวิต รวมถึงกลุ่มบริษัทที่มีผลการดำเนินงานซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อทรัพย์สิน (ROA) ที่น้อยกว่าหรือเท่ากับศูนย์ ซึ่งได้เก็บข้อมูลทุติยภูมิจาก SETSMART, แบบแสดงรายการ 56-1 ที่บริษัทเป็นผู้เปิดเผยข้อมูลตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

#### 1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียโดยเฉพาะผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทใน SET100 ได้มีการตรวจสอบการยกยอกผ่านการสังเกตผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับ

เพื่อให้ผู้กำหนดนโยบายเล็งเห็นถึงการพยายามทำการทุจริตด้วยการร่วมมือกันระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้บริหารในภาพรวมแทนการพยายามป้องกันแบบเฉพาะจุด เพราะวิธีการยกยอกนั้นมีหลากหลายมาก

เพื่อให้ผู้กำหนดนโยบายดูแลเกี่ยวกับบรรษัทภิบาล (Corporate governance) ของบริษัท รวมถึงปรับปรุง พัฒนาให้หลักบรรษัทภิบาลมีความเข้มแข็งและสามารถให้ความยุติธรรมกับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้ผู้วิจัยได้ทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยจะแบ่งหัวข้อ ออกเป็น 2 ส่วนหลัก ๆ ได้แก่ 1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและ 2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 สิทธิพื้นฐานของผู้ถือหุ้น (Shareholder's rights)

###### 2.1.1.1 สิทธิในเชิงการเงิน (Economic rights)

ผู้ถือหุ้นที่ได้ลงทุนในบริษัทใด ๆ แล้ว ย่อมต้องการผลตอบแทนในเชิง การเงินที่เติบโตขึ้น ซึ่งเป็นไปได้ 2 ทางที่ผู้ถือหุ้นจะได้กำไร ได้แก่ เมื่อบริษัทได้กำไรและมีการแบ่ง กำไรมาให้ผู้ถือหุ้นหรือการจ่ายเงินปันผล (Dividend) และ เมื่อผู้ถือหุ้นสามารถขายหุ้นซึ่งอาจมี ผลกำไรได้ (Capital gain)

โดยสิทธิในการได้รับเงินปันผลถือเป็นสิทธิในกระแสเงินสดของบริษัท (Cash flow right) เป็นไปได้อย่างจำกัด โดยในทางกฎระเบียบจะได้รับเงินปันผลไม่มากกว่าที่ คณะผู้บริหารของบริษัทได้ประกาศไว้ แต่ผู้บริหารก็ไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลเสมอไปโดยอาจนำ เงินไปลงทุนในบริษัทต่อไปได้เช่นกัน ผู้ถือหุ้นจึงมีสิทธิในเงินปันผลหลังจากได้รับเงินปันผลแล้วเท่านั้น

สำหรับสิทธิในการขายหุ้นนั้น ผู้ถือหุ้นจะได้ประโยชน์เมื่อการขายหุ้นทำ ให้เกิดผลกำไร อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นสามารถขายหุ้นเมื่อใดก็ได้ที่ต้องการเช่นกันเปรียบเทียบหุ้นเป็น ทรัพย์สินส่วนบุคคล และการครอบครองหุ้นหรือขายออกไปจะไม่ส่งผลกระทบต่อบริษัทโดยตรง เนื่องจากบริษัทบริหารงานโดยคณะผู้บริหารไม่ใช่ผู้ถือหุ้น เมื่อบริษัทสามารถทำผลประกอบการมาได้ ดีก็จะทำให้ราคาของหุ้นนั้นสูงขึ้นตามไปด้วย

###### 2.1.1.2 สิทธิในการควบคุม (Controlling rights)

ลักษณะของการถือหุ้นที่สร้างความแตกต่างของผู้ถือหุ้นกับบริษัทคือการ มีสิทธิในการรับเงินปันผลของบริษัทและสิทธิในการควบคุมบริหารบริษัท ถึงแม้ผู้ถือหุ้นจะมีหุ้นใน บริษัทแต่ไม่ได้หมายความว่าจะมีสิทธิในการบริหารบริษัทโดยตรง แต่อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นก็ยังมีสิทธิ ในการควบคุมบริษัททางอ้อมอยู่ โดยการลงคะแนนเสียง (Vote) ในประเด็นที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับ การดำเนินธุรกิจนั่นเอง เช่น การลงคะแนนเสียงเพื่อเลือกผู้บริหาร เป็นต้น



แต่ในทางปฏิบัติแล้วผู้ถือหุ้นทั่วไปไม่ได้สนใจหรือไม่มีความรู้มากพอในสิทธิ์ของตนในการควบคุมบริษัทมากนัก จึงทำให้ผู้ถือหุ้นทั่วไปที่ถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยไม่มีพลังมากพอในการต่อกรกับผู้บริหาร จึงทำให้ละเลยการออกเสียงและยอมรับในการตัดสินใจของผู้บริหารในการดำเนินธุรกิจ

### 2.1.1.3 สิทธิในข้อมูล (Information rights)

ผู้ถือหุ้นมีสิทธิ์ที่จะได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารของบริษัทในด้านต่าง ๆ อย่างถูกต้อง และต่อเนื่อง เพื่อนำมาวิเคราะห์และตัดสินใจใช้สิทธิ์ในเชิงการเงินและสิทธิ์ในการควบคุมได้อย่างเหมาะสม

### 2.1.2 ปัญหาตัวแทน (Agency problem)

ปัญหาจากตัวแทนเกิดขึ้นเนื่องจากเป้าหมายที่ต่างกันระหว่างเจ้าของและผู้บริหาร (Jensen and Meckling., 1976) โดยเป้าหมายของเจ้าของ ได้แก่ ความเจริญเติบโตของบริษัท กำไรที่มากขึ้น เป็นต้น ซึ่งแตกต่างจากผู้บริหารที่เป้าหมายหลัก ได้แก่ ค่าจ้าง โบนัส และผลประโยชน์อื่น ๆ ที่ไม่ได้เป็นรูปแบบของตัวเงิน เช่น รถประจำตำแหน่ง เป็นต้น ปัญหาที่ตามมาเกิดขึ้นเมื่อเจ้าของและผู้บริหารมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric information) เป็นความขัดแย้งในผลประโยชน์ (Conflict of interest) โดยผู้บริหารย่อมมีข้อมูลมากกว่าและเป็นการยากที่เจ้าของจะตรวจสอบได้ เกิดเป็นต้นทุนที่บริษัทต้องแบกรับเรียก Agency cost นั้นเอง

เนื่องจากปัญหาตัวแทนไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารเท่านั้น แต่ทฤษฎีนี้สามารถประยุกต์ใช้กับความสัมพันธ์อีกหลากหลายในขอบเขตของบริษัท กล่าวคือปัญหานี้อาจไม่ได้เกิดระหว่างบุคคลสองฝ่าย แต่อาจรวมถึงทุก ๆ ฝ่ายที่อยู่ในบริษัทที่มีการดำเนินการร่วมกันอยู่ ซึ่งเราสามารถแบ่งประเภทของปัญหาตัวแทนนี้ได้เป็น 3 ประเภทหลัก ๆ ได้แก่

#### 2.1.2.1 Agency Problem Type 1

ซึ่งเป็นปัญหาระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหาร ซึ่งพบครั้งแรกโดย Berle and Means (1932) ปัญหานี้เกิดขึ้นเมื่อเจ้าของบริษัทไม่ได้มีอำนาจในการบริษัท และมีการจ้างผู้บริหารมาบริหารงานบริษัทแทน ในการบริหารงานนี้ทำให้ผลประโยชน์และผลการดำเนินงานเป็นไปในทางที่เป็นความต้องการของฝ่ายบริหารเอง ซึ่งอาจขัดแย้งกับความต้องการของเจ้าของ เช่น ใช้เงินของบริษัทในการทำธุรกรรมด้านการเงินต่างๆ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อตัวผู้บริหารเอง มีการลงทุนในสิ่งที่ไม่จำเป็นหรือลงทุนในสิ่งที่มีราคาสูงเกินจริง ผู้บริหารพยายามที่จะทำตำแหน่งตัวเองให้สูงขึ้นเพื่อให้มีชื่อเสียง เป็นที่เคารพ และผลตอบแทนที่มากขึ้น มีการใช้จ่ายฟุ่มเฟือยซึ่งไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัท แต่เป็นประโยชน์ให้ตัวเอง รวมทั้งพยายามออกกฎระเบียบต่าง ๆ เพื่อคุ้มครองตำแหน่งงานของตัวเอง เป็นต้น

### 2.1.2.2 Agency Problem Type 2

ซึ่งเป็นปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ปัญหาตัวแทนนี้เกิดขึ้นเมื่อมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่กลุ่มหนึ่งที่มีความเห็นร่วมกันแต่มีความต้องการหรือความสนใจต่างไปจากผู้ถือหุ้นรายย่อยทั้งหลาย ซึ่งผู้ถือหุ้นรายใหญ่อย่อมมีอำนาจในการตัดสินใจที่มากกว่าและสามารถนำความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายย่อยมาสู่ตนเองได้ (Fama and Jensen., 1983) ปัญหาตัวแทนนี้พบได้ในประเทศที่บริษัทส่วนมากมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่กระจุกตัวหรือเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ก่อตั้ง และกฎหมายเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยยังไม่ถูกบังคับใช้อย่างจริงจัง (Demsetz and Lehn., 1985)

### 2.1.2.3 Agency Problem Type 3

ซึ่งเป็นปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัท โดยผู้ถือหุ้นย่อมต้องการตัดสินใจเพื่อประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก และลดมูลค่าหรือทำให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทต้องเสียเปรียบ เช่น ผู้ถือหุ้นตัดสินใจปิดโรงงานการผลิตในพื้นที่ที่พนักงานไม่สามารถหางานใหม่ได้ หรือการตัดสินใจทางเลือกใหม่ที่อาจเสี่ยงกว่าเดิม แต่ไม่เป็นที่ถูกใจของผู้ให้เงินกู้ เป็นต้น

### 2.1.3 Incentive effect

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายค่าตอบแทนตามผลงานมาจากทั้งด้านจิตวิทยาและทางด้านเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีความเหมือนกันในผลลัพธ์อย่างมีนัยสำคัญแต่มีความแตกต่างกันในการอธิบายผลลัพธ์ที่เกิดขึ้น ผลลัพธ์ที่เหมือนกันคือการเชื่อมโยงการจ่ายค่าตอบแทนเข้ากับผลงานควรทำให้ผลการปฏิบัติงานดีขึ้น ซึ่งในเชิงจิตวิทยาได้อธิบายว่าผู้ได้รับค่าตอบแทนจะมีแรงจูงใจในการดำเนินงานมากยิ่งขึ้น เป็นผลต่อเนื่องจากการคาดหวัง ตั้งเป้าหมาย และมีแรงเสริมเพิ่มขึ้นในการดำเนินงานให้บรรลุเป้าหมาย

### 2.1.4 Entrenchment effect

เมื่อใดก็ตามที่มีผู้มีอำนาจในบริษัทโดยอาจเป็นผู้ถือหุ้นหรือผู้บริหารก็ตาม จะมีแนวโน้มที่ผู้มีอำนาจเหล่านั้นจะใช้บริษัทเป็นเครื่องมือเพื่อสร้างประโยชน์ให้แก่ตนเองแทนที่จะเป็นผู้ถือหุ้นรายอื่น (Weisbach., 1998) ทำให้เกิดปัญหาตัวแทนตาม

### 2.1.5 สิทธิในการควบคุมส่วนเพิ่ม (Excess Control)

สิทธิในการควบคุมส่วนเพิ่มคือ สิทธิของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสิทธิในการออกเสียงมากกว่าสิทธิในกระแสเงินสด ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสิทธิในการควบคุมบริษัทได้มากกว่า โดยสามารถคำนวณความต่างของสิทธิได้ดังนี้

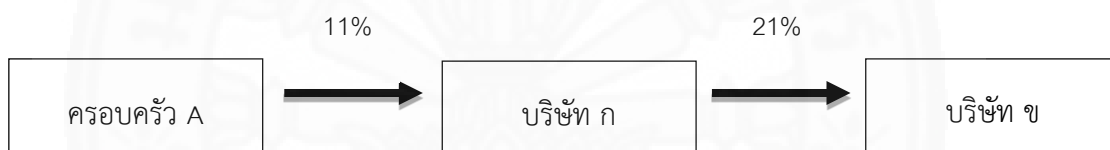
ข้อมูลสิทธิในกระแสเงินสด และสิทธิในการออกเสียงได้พิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยการเลือกผู้ถือหุ้นชั้นที่ 1 (Immediate ownership) คือผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นมากที่สุด เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทต่าง ๆ อาจมีโครงสร้างที่ซับซ้อน เช่น บริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบปิระมิด การถือหุ้นแบบไขว้ หรือมีผู้ถือหุ้นเป็นบริษัทในเครือเดียวกัน ทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถใช้ประโยชน์จากช่องว่างในหลักการ 1 หุ้น 1 โหวต (One share one vote) เพราะโครงสร้างผู้ถือหุ้นดังกล่าวเอื้อประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิในการออกเสียงมากกว่าจำนวนหุ้นที่ถือครองอยู่หรือเกิดสิทธิในการควบคุมส่วนเพิ่มได้

ดังนั้น จะต้องสืบค้นไปถึงผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่แท้จริง (Ultimate shareholder) โดย Claessens et al. (2002) ได้ศึกษาวิธีการจำแนกสิทธิของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสิทธิในกระแสเงินสด ดังต่อไปนี้

### กรณีที่ 1

สมมติ ครอบครัว A เป็นผู้ถือหุ้นในบริษัท ก 11% และ บริษัท ก ถือหุ้นในบริษัท ข 21% ดังภาพที่ 1

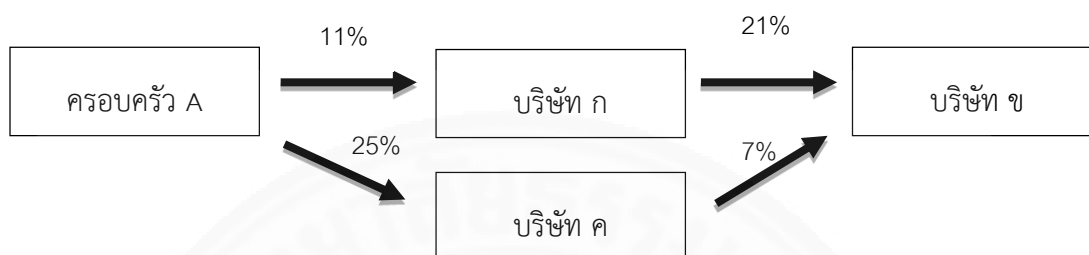


ภาพที่ 2.1 : แผนผังการถือหุ้นของครอบครัว กรณีที่ 1

- สิทธิในการออกเสียง (Voting Right) ของครอบครัว A ในบริษัท ข จะนับจากสัดส่วนที่น้อยที่สุดในห่วงโซ่ที่แสดงนี้ คือ 11%
- สิทธิในกระแสเงินสด (Cash Flow Right) จะเป็นไปตามสัดส่วนผู้ถือหุ้น นั่นคือ ผลคูณของสัดส่วนตามห่วงโซ่ คือ  $(11 \times 21) / (100 \times 100) = 2.31\%$

## กรณีที่ 2

เป็นการถือหุ้นไขว้กันโดยบริษัท A เป็นผู้ถือหุ้นบริษัท ก 11% และบริษัท ก ถือหุ้นบริษัท ข 21% นอกจากนี้ครอบครัว A ยังถือหุ้นในบริษัท ค 25% และบริษัท ค ถือหุ้นบริษัท ข 7% ดังภาพที่ 2



ภาพที่ 2.2 : แผนผังการถือหุ้นของครอบครัว กรณีที่ 2

- สิทธิในการออกเสียง (Voting Right) ของครอบครัว A ในบริษัท ข จะนับจากสัดส่วนที่น้อยที่สุดในห่วงที่แสดงนี้ คือ  $11\% + 7\% = 18\%$
- สิทธิในกระแสเงินสด (Cash flow right) จะเป็นไปตามสัดส่วนผู้ถือหุ้น นั่นคือ ผลคูณของสัดส่วนตามห่วงโซ่ คือ  $[(11 \times 21) / (100 \times 100)] + [(25 \times 7) / (100 \times 100)] = 4.06\%$

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องนั้น ผู้วิจัยได้แบ่งหัวข้อที่เกี่ยวข้องออกเป็น 3 ส่วนหลัก ๆ ได้แก่

1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น
2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเกณฑ์การให้ผลตอบแทนของผู้บริหาร
3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลที่เกิดขึ้นจากการมีอำนาจส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

### 2.2.1 อิทธิพลของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น

ในส่วนแรกจะกล่าวถึงงานวิจัยเกี่ยวกับอิทธิพลของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นทั้งรายใหญ่และรายย่อย และพิจารณาว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้มีการร่วมมือกับผู้บริหารเพื่อทำการทุจริตหรือยกยอกบริษัท และยึดผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นรายย่อย งานวิจัยส่วนใหญ่จะละเลยผลกระทบจากการยกยอกของผู้บริหาร Burkart, Panunzi and Shleifer (2003) พบว่ามีเหตุปัจจัยในการสมรู้ร่วมคิดมากกว่าในธุรกิจครอบครัวระหว่างผู้ก่อตั้งและผู้บริหารโดยการลดการตรวจสอบการดำเนินงาน ซึ่งงานวิจัยชิ้นนี้คาดว่าจะได้ผลลัพธ์สอดคล้องไปกับงานวิจัยของ Burkart et al. (2003) เพียงแต่

จะใช้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินแทนครอบครัวผู้ก่อตั้งบริษัท เพื่อหาความเป็นไปได้ที่จะมีการสมรู้ร่วมคิดกับผู้บริหารบริษัท

นอกจากนั้นยังคาดว่าจะสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang and Xiao (2011) ที่ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีนและพบว่าผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมีการยกย่องทรัพย์สินโดยรวมมือกับผู้บริหารโดยการลดค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงานลง กล่าวคือ การโยกย้ายทรัพย์สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับค่าจ้างของผู้บริหารต่อศักยภาพที่ผู้บริหารทำได้ ซึ่ง Wang and Xiao (2011) ได้ใช้อัตราตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแทนศักยภาพที่ผู้บริหารทำได้ โดยงานวิจัยชิ้นนี้จะศึกษาจากการมีอำนาจในการควบคุมส่วนเกินแทนอำนาจในการควบคุมในงานวิจัยของ Wang and Xiao (2011) ที่เป็นเหตุให้เกิดการยกยอกและเปรียบเทียบกับผลตอบแทนต่อความสามารถในการดำเนินงานของผู้บริหาร

### 2.2.2 เกณฑ์การให้ผลตอบแทนของผู้บริหาร

ในส่วนที่สองจะกล่าวถึงงานวิจัยที่เกี่ยวกับการได้รับผลตอบแทนของผู้บริหารซึ่งพบโดย Aggarwal & Samwick (1999) ว่าไม่ได้ถูกผูกติดกับศักยภาพในการดำเนินงานเพียงอย่างเดียวโดยพบว่าขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ อีก โดยพบว่าเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทคู่แข่งด้วย ซึ่งการมีเกณฑ์ที่หลากหลายมากขึ้นนี้ทำให้เกิดการให้ค่าตอบแทนที่เหมาะสมมากที่สุด โดยพบว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีคู่แข่งจำนวนมากจะให้น้ำหนักกับเกณฑ์ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทคู่แข่งมาก นอกจากนั้นยังมีปัจจัยด้านขนาดของบริษัท การเติบโตของบริษัท โอกาสในการขยายกิจการ การลดลงของกำไร เป็นต้น

สอดคล้องกับ Lambert and Larcker (1987) ซึ่งได้ศึกษาว่าผลตอบแทนของผู้บริหารนั้นแตกต่างกันออกไปตามลักษณะหน้าที่ของผู้บริหาร รวมถึงประเภทของบริษัท และสภาพแวดล้อมภายในและภายนอกบริษัทด้วย จึงได้ทำการศึกษาเพื่อหาน้ำหนักของปัจจัยที่เป็นตัวชี้วัดศักยภาพในการดำเนินงานของผู้บริหารเพื่อแสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่สำคัญที่สุด

Colpan and Yoshikawa (2012) ได้ศึกษาพบว่าความร่วมมือกันระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการยกยอกโดยการวัดมาจากค่าตอบแทนของผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงาน แต่เมื่อนำไปใช้งานนักลงทุนที่ต้องการพิจารณาปัจจัยเหล่านี้จะพิจารณาเพื่อตอบสนองเป้าหมายในการลงทุนของตนเอง และพบอีกว่าบรรษัทภิบาล (Corporate governance) เป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารได้ สอดคล้องกับการศึกษาของ Core et al. (1999) ซึ่งได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของคณะกรรมการและสิทธิ์ในความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการเพื่อเป็นตัวแทนของบรรษัทภิบาล ว่ามีผลต่อค่าตอบแทนของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) มากน้อยเพียงใด โดยพบว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะได้รับผลตอบแทนมากยิ่งขึ้น

เมื่อโครงสร้างบรรษัทภิบาลไม่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือเมื่อบริษัทมีบรรษัทภิบาลที่แย่นำมาซึ่งปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่รุนแรงขึ้น ซึ่งส่งผลให้บริษัทมีการดำเนินงานที่แย่ง

Cooper, Gulen and Rau (2009) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับและศักยภาพของหุ้นบริษัทนั้น ๆ โดยใช้มูลค่าตามบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหุ้นเป็นตัววัดศักยภาพ และพบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของหุ้นที่เพิ่มขึ้น แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อทรัพย์สินรวม

### 2.2.3 ผลจากการมีอำนาจควบคุมส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ในส่วนนี้จะกล่าวถึงผลกระทบต่อบริษัทหากมีอำนาจส่วนเกินของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จากงานวิจัยที่ศึกษาโดย Chen, Firth, Gao and Rui (2006) จากข้อมูลบริษัทในประเทศจีน โดยเปรียบเทียบบริษัทที่มีการยกยอกทรัพย์และไม่มีการยกยอกทรัพย์ พบว่าผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนเกี่ยวข้องร่วมกัน โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระ จำนวนครั้งของการประชุมของคณะกรรมการบริษัท ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของประธานบริษัท เป็นไปในทิศทางเดียวกับแนวโน้มการยกยอกทรัพย์นอกจากนั้นยังนำมาซึ่งคุณภาพของผลประกอบการที่แย่งด้วย

Lin, Ma and Xuan (2011) ได้ศึกษาบริษัทในสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 ถึง 2002 พบว่าบริษัทที่บุคคลภายในเป็นผู้ถือหุ้นมีอำนาจควบคุมส่วนเกินมากมีแนวโน้มหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก กล่าวคือ หากบริษัทมีบุคคลภายในบริษัทที่เป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินมากจะทำให้ใช้เงินจากบริษัทลำบาก โดยจะพบมากในบริษัทที่มีการรายงานข้อมูลบริษัทที่โปร่งใสสูงนี้ทำให้เกิดปัญหาตัวแทนที่เกี่ยวข้องกับอำนาจในการควบคุมและส่งผลกระทบต่อการเงินของบริษัทและผลการดำเนินการและการลงทุนได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Liu and Tian (2012) ที่ได้ศึกษาผลจากการมีอำนาจควบคุมส่วนเกินกับการตัดสินใจก่อนหน้าของบริษัทในประเทศจีน โดยพบว่าบริษัทที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินเพิ่มขึ้นจะทำการก่อนหน้ามากขึ้นและพบว่าใช้เพื่อการยกยอกทรัพย์มากกว่าเพื่อการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบัน (NPV) เป็นบวก ทำให้สรุปผลได้ว่าในตลาดที่กำลังพัฒนาซึ่งกฎหมายยังคุ้มครองเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นได้ไม่ดี ผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ควบคุมจะกู้เงินเพื่อทำการยกยอกระหว่างบริษัทหรืออาจมีบริษัทที่สามมาเกี่ยวข้องเช่นเดียวกับการศึกษาของ Aslan and Kumar (2012) ได้ศึกษาพบว่าโครงสร้างของการมีอำนาจควบคุมมีผลต่อต้นทุนของการก่อนหน้าในทางเดียวกัน โดยพบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ในการควบคุมบริษัทจะเพิ่มต้นทุนจากปัญหาตัวแทน (Agency Cost) ในการก่อนหน้า และผู้ถือหุ้นที่ควบคุมนี้จะชั่งน้ำหนักระหว่างผลประโยชน์ส่วนตัวที่จะได้และต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น เนื่องจากการผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสามารถใช้เงินกู้เพื่อทำการยกยอกทรัพย์สินได้และไม่ทำให้ต้นทุนการกู้ยืมสูงเกินไปด้วยการใช้อำนาจต่อรองกับเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นรายย่อย

Jiang, Kim and Pang (2011) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัญหาตัวแทนโดยศึกษาจากบริษัท 2,822 บริษัทจาก 22 ประเทศในแถบเอเชียตะวันออกและแถบยุโรปตะวันตก พบว่าบริษัทซึ่งมีบุคคลภายในที่มีอำนาจในการควบคุมส่วนเกินมากมีแนวโน้มที่จะลดการลงทุนที่มีผลต่อศักยภาพในการดำเนินงานของบริษัทและสนใจราคาตลาดของบริษัทน้อยลง ซึ่งอาจเกิดจากการยกยอทรัพย์ซึ่งจากการศึกษาของ Zhang, Gao, Guan and Jiang (2014) โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศจีนเพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับต่อศักยภาพในการดำเนินงานของผู้บริหารโดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Managerial pay-performance) กับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมส่วนเกิน (Excess control) โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบ นั่นคือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินทำการสมรู้ร่วมคิดและยกยอทรัพย์บริษัทด้วยการลดผลตอบแทนที่ขึ้นอยู่กับความสามารถในการบริหารของผู้บริหาร (Performance-based incentive)

นอกจากนั้น Claessens, Djankov, Fan and Lang (2002) ได้ศึกษาข้อมูลจากบริษัทมหาชนกว่า 1,301 แห่งในเอเชียตะวันออก โดยพบว่ามูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตามสิทธิ์ในกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นสอดคล้องตาม Incentive effects แต่มูลค่ากิจการจะลดลงเมื่อสิทธิ์ในการควบคุมบริษัทสูงกว่าสิทธิ์ในกระแสเงินสด สอดคล้องตาม Entrenchment effects นั่นคือเมื่อมีผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมมากยิ่งขึ้นยังมีแนวโน้มแสวงหาผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง

## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

ในบทนี้จะกล่าวถึงแนวทางในการออกแบบสมมติฐาน การเก็บข้อมูล และแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน โดยมีรายละเอียดดังนี้

### 3.1 สมมติฐานการวิจัย

จากทฤษฎีปัญหาระหว่างเจ้าของกับตัวแทนพบว่า การจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารควรขึ้นอยู่กับศักยภาพที่ผู้บริหารทำได้ โดยที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ยอมรับได้ด้วยถึงเกณฑ์การตัดสินใจภาพ ทฤษฎีตัวแทนทำให้พบว่ามีการเปรียบเทียบความคุ้มค่า (Trade-off) ระหว่างการกำหนดผลตอบแทนที่จะผู้บริหารจะได้รับและความเสี่ยงที่ผู้บริหารจะต้องเผชิญในการดำเนินงานด้วย ยิ่งผู้บริหารมีต้นทุนและความเสี่ยงในการดำเนินงานมาก ย่อมต้องการผลตอบแทนที่มากด้วยเช่นกัน

สิทธิ์ในการควบคุมส่วนเพิ่มกำหนดความเสี่ยงทั้งหมดเอาไว้ เช่น ความเสี่ยงของผู้บริหาร, ความเสี่ยงในการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย เป็นต้น และสิทธิ์ในการควบคุมที่มากนี้มีผลต่อผู้บริหารมากหากผลตอบแทนของผู้บริหารถูกผูกติดไว้กับศักยภาพในการดำเนินงาน

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจควบคุมบริษัทและมักเข้ามารบกวนกิจกรรมการลงทุน การจัดหาเงิน และข้อมูลการตัดสินใจต่าง ๆ ของบริษัท การเข้ามารบกวนนี้ทำให้มีผลกระทบต่อกระบวนการดำเนินการและผลการดำเนินการของบริษัทซึ่งอยู่นอกเหนือการควบคุมของผู้บริหารนี้ส่งผลให้ศักยภาพในการดำเนินงานออกมาไม่ดั่งนั้นเอง จึงอาจกล่าวได้ว่าผู้บริหารแบกรับความเสี่ยงจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของผู้บริหารนั่นเอง

กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ผู้บริหารจะสูญเสียผลตอบแทนหากผลตอบแทนถูกอ้างอิงส่วนใหญ่มาจากศักยภาพในการดำเนินงาน และนำมาซึ่งการปลดออกจากตำแหน่งทำให้สูญเสียรายได้และนำมาซึ่งชื่อเสียงในทางลบ จึงกล่าวได้ว่าผู้บริหารแบกรับต้นทุนในการบริหารงานไว้สูงด้วยเช่นกัน หากผลตอบแทนถูกผูกติดไว้กับศักยภาพในการดำเนินงาน

ในส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นจะยังมีอำนาจหากมีสิทธิ์ส่วนเกินที่มาก และมีผลกระทบต่อผู้บริหารมากโดยที่ผู้บริหารไม่สามารถจัดการได้ ผู้บริหารอาจตอบโต้การใช้อำนาจโดยการต่อต้านและเปิดเผยข้อมูลการยกยอกของผู้ถือหุ้นรายใหญ่แก่สาธารณะ นี่ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เลือกที่จะลดระดับเกณฑ์การให้ผลตอบแทนแก่ผู้บริหารซึ่งสามารถช่วยลดความเสี่ยงและลดต้นทุน ความเสี่ยง



ของผู้บริหารเองได้เนื่องจากผู้บริหารไม่ต้องกังวลมากถึงค่าตอบแทนที่น้อยลงเมื่อศักยภาพเท่าเดิม และได้ผลประโยชน์เพิ่มเติมจากการร่วมมือกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่

อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมก็ต้องแบบรับต้นทุนในการลดระดับเกณฑ์ศักยภาพในการดำเนินงานด้วยเช่นกัน เพราะเมื่อผู้บริหารมีเกณฑ์ที่ต่ำลงก็มีแนวโน้มทำกำไรได้ไม่เท่าที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ในระยะยาวทำให้มีทรัพยากรในการขยายธุรกิจไม่เพียงพอได้และทำให้มูลค่าที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ต้องการไม่สามารถเป็นจริงได้ นี่ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจน้อยลงในการลดระดับเกณฑ์เช่นกัน

ทั้งหมดนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต้องเปรียบเทียบความคุ้มค่าเช่นกันถึงประโยชน์ที่จะได้รับและต้นทุนที่ต้องใช้ นั่นคือหากได้รับผลประโยชน์มากกว่าต้นทุนที่ต้องเสียไป ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะยอมช่วยลดระดับเกณฑ์ที่ใช้กับผู้บริหาร ซึ่งนี้ทำให้ได้ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสิทธิ์ส่วนเพิ่ม (Excess Control) และเกณฑ์การวัดศักยภาพในการดำเนินงาน (Performance-based) ซึ่งสรุปว่ามีการสมรู้ร่วมคิดกันระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหาร และหากมีความสัมพันธ์เชิงบวกกัน นั่นหมายถึงไม่มีการสมรู้ร่วมคิดกันนั่นเองกล่าวโดยสรุปคือ

*Excess Control* ส่งผลทางลบต่อ *Performance-based incentive* แสดงถึง มีการสมรู้ร่วมคิด

*Excess Control* ไม่ส่งผลทางลบต่อ *Performance-based incentive* แสดงถึง ไม่มีการสมรู้ร่วมคิด

### 3.2 การเก็บและรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยชิ้นนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิ์ในการควบคุมส่วนเพิ่มโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ และผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับ โดยกลุ่มตัวอย่างเป้าหมาย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดใหญ่และมีความเคลื่อนไหวอยู่ในระดับที่ดี 100 บริษัท (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2552 – 2556 และได้มีเกณฑ์ในการคัดบริษัทโดยเลือกเฉพาะบริษัทที่อยู่ในการจัดอันดับมากกว่า 5 ครั้งจาก 10 ครั้งภายใน 5 ปี รวมถึงมีผลการดำเนินงานที่ดี กล่าวคือมีความสามารถในการสร้างกำไรต่อทรัพย์สิน (ROA) ในทางบวก เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทที่ไม่สามารถสร้างผลกำไรได้ย่อมไม่ต้องการให้ผลประโยชน์จากการแบ่งปันด้วยการร่วมมือยกยก และคัดบริษัททางด้านการเงินออก ทำให้เหลือบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 81 บริษัท

ข้อมูลที่จะนำมาใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้ เก็บข้อมูลมาจาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี โดยเก็บข้อมูลมาจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)), เว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุน Settrade ([www.settrade.com](http://www.settrade.com)), เว็บไซต์ของบริษัทใน SET100, ฐานข้อมูลใน SETSMART

## ตารางที่ 3.1

## รายละเอียดการจัดเก็บข้อมูล

รายละเอียดข้อมูล	เปลี่ยนแปลง	จำนวนตัวอย่าง
บริษัทที่ถูกจัดอันดับอยู่ใน SET100 ในปี 2552-2556 ทั้งหมด		167
Less: บริษัทที่ถูกจัดอันดับน้อยกว่า 6 ครั้ง	(70)	97
Less: บริษัทที่เกี่ยวข้องด้านการเงินและประกันภัย	(14)	83
ข้อมูล 5 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ 2552-2556	5 เท่า	415
Less: ข้อมูลที่หายไป	(1)	414
Less: ข้อมูลที่มี ROA ต่ำกว่าหรือเท่ากับ 0	(25)	389

## 3.3 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรในงานวิจัย

## 3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependence variables)

## 3.3.1.1 ค่าตอบแทนการดำเนินงานของผู้บริหาร (Managerial wage)

ค่าตอบแทนในการดำเนินงานของผู้บริหาร เป็นตัวแปรที่เป็นผลกระทบจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets; ROA) และผลคูณระหว่างสัดส่วนของสิทธิในการควบคุมบริษัทต่อสิทธิในกระแสเงินสด (Excess control) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang & Xiao (2011) โดยเก็บข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในส่วนการจัดการและกำกับดูแลกิจการ โดยใช้ข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งหมดรวม โบนัสประจำปี และเงินที่ถูกบรรจุในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพผู้บริหาร

## 3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independence variables)

## 3.3.2.1 สัดส่วนระหว่างสิทธิในการออกเสียงต่อสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Excess Control)

สัดส่วนระหว่างสิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต่อสิทธิในกระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นตัวแปรหลักในการทดสอบสมมติฐาน ซึ่งทดสอบพร้อมกันกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เพื่อหาความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยข้อมูลในส่วนนี้เก็บมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือ แบบ 56-1 ในส่วนโครงสร้างเงินทุน และทำการวิเคราะห์ตาม Claessens et al. (2002) โดยพบทั้งบริษัทที่มีสิทธิในการออกเสียง (Voting

rights) มากกว่าสิทธิในกระแสเงินสด (Cash flow rights) ซึ่งทำให้ได้ค่ามากกว่า 1 และบริษัทที่มีสิทธิในการออกเสียงเท่ากับสิทธิในกระแสเงินสด ซึ่งทำให้ได้ค่าเท่ากับ 1

### 3.3.2.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on asset; ROA)

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นตัวแปรที่แสดงให้เห็นถึงศักยภาพในการดำเนินงาน ซึ่งนำไปพิจารณาควบคู่กับสัดส่วนสิทธิในการออกเสียงต่อสิทธิในกระแสเงินสด โดยจากงานวิจัยในอดีตพบว่าหากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับผลตอบแทนของผู้บริหาร อีกทั้งอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ยังถูกนำไปศึกษาอัตราค่าตอบแทนต่อศักยภาพในการดำเนินงานของผู้บริหารอีกด้วย โดยข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นี้คำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม และพิจารณาเพียงแค่บริษัทที่มีกำไรเท่านั้น เนื่องจากหากบริษัทขาดทุนจะส่งผลให้ผู้บริหารต้องดำเนินงานให้ดียิ่งขึ้นเพื่อให้บรรลุตามความคาดหวังของเจ้าของเงินทุน ซึ่งทำให้มีแรงจูงใจในการร่วมมือกับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินลดลง

### 3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control variables)

#### 3.3.3.1 ขนาดของบริษัท (Firm size)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าขนาดบริษัทเป็นปัจจัยพื้นฐานปัจจัยหนึ่งที่ต้องควบคุม เนื่องจากส่งผลต่อค่าตอบแทนของผู้บริหารโดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยขนาดของบริษัทนี้เก็บข้อมูลมาจากฐานข้อมูลทุดียูมิใน SETSMART โดยใช้มูลค่าทรัพย์สินรวมของบริษัท ณ วันสิ้นปีของทุก ๆ ปี

#### 3.3.3.2 ราคาปิดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี (Price per book value)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าราคาหุ้นที่สูงขึ้นสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้นนั้นมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนที่ผู้บริหารจะได้รับในทิศทางเดียวกัน โดยราคาปิดต่อมูลค่าตามบัญชีนี้เก็บข้อมูลมาจากฐานข้อมูลทุดียูมิใน SETSMART โดยใช้ราคาปิดต่อมูลค่าตามบัญชีของบริษัท ณ วันสิ้นปีของทุก ๆ ปี

#### 3.3.3.3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt to total asset ratio)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าค่าตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับหนี้สินในทิศทางตรงกันข้าม โดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt to total asset ratio) เก็บข้อมูลมาจากฐานข้อมูลทุดียูมิใน SETSMART โดยเป็นอัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมของบริษัทและสินทรัพย์รวมของบริษัท

#### 3.3.3.4 ตัวแปรหุ่นซึ่งแสดงถึงอำนาจควบคุมและอำนาจบริหาร

ตัวแปรหุ่น (Dummy variable) โดยแสดงถึงอำนาจควบคุมและอำนาจบริหาร จะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อผู้ถือหุ้นหรือตระกูลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คือบุคคลเดียวกับประธาน

เจ้าหน้าที่บริหารของบริษัท (CEO) ซึ่งในส่วนนี้เก็บข้อมูลมาจาก แบบ 56-1 ในส่วนการจัดการและกำกับดูแล และในส่วนโครงสร้างเงินทุน และตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 0 ในกรณีอื่น ๆ

### 3.3.3.5 คะแนนบรรษัทภิบาล (CG-Score)

ข้อมูลคะแนนบรรษัทภิบาล (CG-Score) เป็นข้อมูลที่ได้มีการเก็บและรวบรวมได้แล้วในฐานข้อมูลทุติยภูมิ SETSMART จากแบบทดสอบเพื่อใช้วัดระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งคะแนนจะมีตั้งแต่ 0 ถึง 5 โดย 5 แสดงถึงระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่สุด โดยคะแนนบรรษัทภิบาลนี้เป็นตัวแทนของบรรษัทภิบาลของบริษัท ซึ่งจากการวิจัยก่อนหน้านี้พบว่ามีความสำคัญต่อการกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารและความโปร่งใสในการดำเนินงานของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม

### 3.3.3.6 จำนวนคณะกรรมการ (Size of boards)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าคณะกรรมการมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารและอำนาจในการควบคุมบริษัท โดยจำนวนคณะกรรมการนี้เก็บข้อมูลมาจาก แบบ 56-1 ในส่วนการจัดการและกำกับดูแล โดยใช้ข้อมูลจำนวนคณะกรรมการบริษัท

### 3.3.3.7 สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (Independent boards)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารและอำนาจในการควบคุมบริษัท โดยสัดส่วนคณะกรรมการอิสระนี้เก็บข้อมูลมาจาก แบบ 56-1 ในส่วนการจัดการและกำกับดูแล โดยใช้สัดส่วนระหว่างจำนวนคณะกรรมการอิสระและจำนวนคณะกรรมการของบริษัท

## 3.4 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหาร อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และสัดส่วนระหว่างสิทธิในการออกเสียงต่อสิทธิในกระแสเงินสด

จากการทบทวนวรรณกรรมและแนวคิดในการตั้งสมมติฐานการวิจัย ทำให้การทดสอบความสัมพันธ์มีสมมติฐานดังนี้

H1a: ค่าตอบแทนของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์กับ สัดส่วนระหว่างสิทธิในการออกเสียงต่อสิทธิในกระแสเงินสด พร้อม ๆ กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ซึ่งจากการที่ความสัมพันธ์เป็นไปพร้อม ๆ กันทำให้เกิด Interaction term ของตัวแปรสัดส่วนระหว่างสิทธิในการออกเสียงต่อสิทธิในกระแสเงินสด และตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และเพื่อให้เข้าใจในผลทดสอบมากยิ่งขึ้น จึงได้เพิ่มตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เพื่อหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้บริหารด้วย โดยมีสมการดังนี้

$$Wage = \beta_0 + \beta_1 VRCR * ROA + \beta_2 ROA + \beta_3 Size + \beta_4 PB + \beta_5 Lev + \beta_6 Dual + \beta_7 CG + \beta_8 Sizb + \beta_9 Indb + \varepsilon \dots\dots(1)$$

โดย	<i>Wage</i>	=	Natural Log ของเงินเดือน CEO รวมทั้งโบนัส เป็นรายปี
	<i>VRCR*ROA</i>	=	เพื่อนำมาวัดว่า Excess Control มีผลต่อ ค่าจ้างต่อศักยภาพ ในทิศทางใด โดยตัวแปรนี้เป็นตัวแปรที่สำคัญที่สุดของการวิจัยครั้งนี้ โดยหาค่ามาจาก Natural Log (VRCR) * Natural Log (ROA)
	<i>ROA</i>	=	Natural Log ของ Return on Asset เป็น Proxy ในการวัดศักยภาพ ในการดำเนินงานของผู้บริหาร
	<i>Size</i>	=	Natural Logarithm ของทรัพย์สินทั้งหมด
	<i>PB</i>	=	ราคาตลาดต่อราคาทางบัญชี (Price to Book Value)
	<i>Lev</i>	=	สัดส่วนระหว่างหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
	<i>Dual</i>	=	1 เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นคนเดียวหรือตระกูลเดียวกับ CEO
	<i>CG</i>	=	CG-Score
	<i>Sizb</i>	=	จำนวนคณะกรรมการบริษัท (Size of boards)
	<i>Indb</i>	=	สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ (Independent boards)

ตัวแปรที่สำคัญในทดสอบสมมติฐานการคือ VRCR\*ROA โดยหากพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับ Wage แสดงว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสิทธิ์ในการควบคุมส่วนเกิน (Excess control) มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนแก่ผู้บริหารลดลงเมื่อเทียบกับศักยภาพที่ผู้บริหารทำได้ ทำให้ผู้บริหารมีต้นทุนความเสี่ยงในการดำเนินงานไม่เป็นไปตามเป้าหมายลดลง ซึ่งนำไปสู่การสรุปผลที่ว่าหากผู้บริหารต้องการร่วมมือกับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมจะมีต้นทุนความเสี่ยงลดลง และมีแนวโน้มสมรู้ร่วมคิดกันนั่นเอง

### 3.5 สถิติที่ใช้ในงานวิจัย

ในการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยนี้ เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Models) ซึ่งประกอบไปด้วยข้อมูลใน 2 ส่วนหลัก

### 3.5.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistic)

การวิเคราะห์เชิงพรรณนาเป็นการวิเคราะห์เพื่ออธิบายเกี่ยวกับข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วยจำนวนข้อมูล ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด-สูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

### 3.5.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of hypothesis)

จากข้อมูลที่เก็บมาเป็นลักษณะ Panel Data กล่าวคือเป็นข้อมูลที่ติดตามบันทึกข้อมูลของบริษัทหนึ่ง ๆ เป็นเวลา 5 ปีติดต่อกัน และทำการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression)



## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

#### 4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

จากตารางที่ 4.1 สามารถสรุปข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาได้ว่ามีข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยทั้งสิ้น 414 ตัวอย่าง โดยเป็นจำนวนตัวอย่างก่อนการตัดบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำกว่าหรือเท่ากับศูนย์ และมีรายละเอียดของข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ดังนี้

ค่าเฉลี่ยของค่าตอบแทนผู้บริหารซึ่งมาจากเงินเดือน เงินโบนัสทั้งปี และเงินในกองทุนสำรองเลี้ยงชีพผู้บริหาร คือ 71.96 ล้านบาท โดยมีค่าตอบแทนต่ำสุดที่ 7.68 ล้านบาท และสูงสุดที่ 426.34 ล้านบาท

เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของอำนาจในการควบคุมส่วนเกินซึ่งเป็นความไม่เท่ากันของสิทธิ์ในการออกเสียงหรือการควบคุม และสิทธิ์ในกระแสเงินสดของบริษัท พบว่าสิทธิ์ในการออกเสียง หรือ Voting rights มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 38.79% โดยมีค่าต่ำสุดที่ 4.14% และสูงสุดอยู่ที่ 97.88% ในขณะที่สิทธิ์ในกระแสเงินสด หรือ Cash flow rights มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 34.42% โดยมีค่าต่ำสุดที่ 1.62% และสูงสุดที่ 97.88% ทำให้กล่าวได้ว่าโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีสิทธิ์ในการควบคุมมากกว่าสิทธิ์ในกระแสเงินสดโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 4.37% และเมื่อนำมาคำนวณเป็นสัดส่วนระหว่างสิทธิ์ในการออกเสียงต่อสิทธิ์ในกระแสเงินสด หรือ Voting rights to cash flow rights ซึ่งใช้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและผลตอบแทนผู้บริหาร พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.41 และมีค่าต่ำสุดคือ 1 เนื่องจากสิทธิ์ในการออกเสียงจะไม่น้อยไปกว่าสิทธิ์ในกระแสเงินสด นี่ทำให้พบว่า โดยเฉลี่ยสิทธิ์ในการออกเสียงมีสูงกว่าสิทธิ์ในกระแสเงินสดประมาณ 41%

ในส่วนของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) พบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ 11.58% โดยมีค่าต่ำสุดคือ -25.95% และสูงสุดคือ 65.74%

สำหรับข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท (Firm size) มีค่าเฉลี่ยที่ 74.8 พันล้านบาท โดยมีค่าต่ำสุดที่ 1.71 พันล้านบาท และค่าสูงสุดที่ 1,801 พันล้านบาท ในขณะที่อัตราส่วนระหว่างราคาตลาดต่อราคาตามมูลค่าทางบัญชี (P/B Ratio) มีค่าเฉลี่ยที่ 2.82 อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยที่ 52.32% ซึ่งแสดงถึงบริษัทตัวอย่างส่วนมากมีหนี้สินในโครงสร้างบริษัทกว่าครึ่งหนึ่งของสินทรัพย์ทั้งหมด

ตารางที่ 4.1

## การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Wage	414	71.9660	59.1529	7.68	426.34
VR	414	0.3879	0.1763	0.0414	0.9788
CR	414	0.3442	0.1891	0.0162	0.9788
VR/CR	414	1.4052	1.1929	1.0000	8.2570
ROA	414	11.5805	10.5533	-25.95	65.74
Size	414	74.8001	174.4173	1.7054	1,801.722
P/B	414	2.8175	2.8474	0.22	21.79
Lev	414	0.5232	0.1604	0.1204	0.9770
Dual	414	0.4879	0.5005	0	1
CG	414	4.0749	0.7538	2	5
Sizb	414	11.6836	2.6986	5	21
Indb	414	0.4132	0.1157	0	0.88

สำหรับตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงบุคคลที่เป็นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุม พบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ 0.49 กล่าวคือจากบริษัทตัวอย่าง มีบริษัทที่ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นบุคคลในตระกูลเดียวกันกว่าครึ่งของตัวอย่างทั้งหมด ในส่วนของคะแนนบรรษัทภิบาลบริษัทที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4.07 ซึ่งเป็นระดับที่มาตรฐาน และคณะกรรมการบริษัทโดยเฉลี่ยมีค่า 11.68 โดยมีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยที่ 41.36% ของคณะกรรมการบริษัท

#### 4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation analysis)

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เป็นการวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ซึ่งความสัมพันธ์จะสะท้อนมาในค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ซึ่งจะมีค่าระหว่าง -1 และ 1 โดยหากมีค่าเป็นลบนั้นหมายความว่าระหว่างตัวแปรสองตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม โดยมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามอย่างสิ้นเชิงที่ค่า -1 ในขณะที่จะหากมีค่าเป็นบวกนั้นหมายความว่าระหว่างตัวแปรสองตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่าง



สิ้นเชิงที่ค่า 1 ซึ่งโดยมากเป็นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตัวเดียวกันเอง และหากมีค่าเท่ากับ 0 จะมีความหมายว่าตัวแปรทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน

ในการพิจารณานั้น หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าต่ำกว่า -0.3 หรือมากกว่า 0.3 แสดงว่าตัวแปรค่อนข้างมีความสัมพันธ์กัน และหากมีค่าต่ำกว่า -0.7 หรือมากกว่า 0.7 แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างมาก ซึ่งอาจนำมาซึ่งปัญหาได้หากเป็นตัวแปรทั้งสองนี้เป็นตัวแปรอิสระทั้งคู่ นั่นหมายถึงการทดลองนั้น ๆ อาจมีข้อมูลที่ซ้ำซ้อนกันอยู่

จากตาราง 4.2 พบว่าปฏิสัมพันธ์ระหว่างการมีอำนาจควบคุมส่วนเกินของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ (VRCR\*ROA) มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารในทางบวก แสดงให้เห็นว่าเมื่อเมื่ออำนาจควบคุมเพิ่มขึ้นขณะที่อัตรากำไรจากสินทรัพย์คงที่ หรืออัตรากำไรจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้นขณะที่อำนาจควบคุมส่วนเกินคงที่ จะส่งผลให้ค่าตอบแทนผู้บริหารเพิ่มสูงขึ้น โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์คือ 0.1491 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ความเชื่อมั่น 99% กล่าวในอีกนัยหนึ่งคือ เมื่ออำนาจส่วนเกินเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ค่าตอบแทนของผู้บริหารต่ออัตรากำไรจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎี Interest effects ซึ่งทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการดำเนินงานมากยิ่งขึ้น

แต่เมื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรจากสินทรัพย์เพียงอย่างเดียว พบว่ามีความสัมพันธ์ในทางลบกับค่าตอบแทนผู้บริหารซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ว่าถ้าหากผลการดำเนินงานดีย่อมส่งผลให้ผู้บริหารได้ค่าตอบแทนมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามค่าความสัมพันธ์นี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ ขนาดของบริษัท สัดส่วนระหว่างราคาตลาดต่อราคาตามมูลค่าทางบัญชี อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมต่อทรัพย์สินรวม คณะกรรมการชกภิบาล ขนาดของคณะกรรมการ ต่างมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 99%

ตารางที่ 4.2

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson's correlation coefficient) ระหว่างตัวแปร

Variable	Wage	VRCR *ROA	ROA	Size	PB	Lev	Dual	CG	Sizb	Indb
Wage	1.0000									
VRCR*ROA	0.1491 ***	1.0000								
ROA	-0.0256	0.2678 ***	1.0000							
Size	0.5040 ***	-0.0755	-0.2248 ***	1.0000						
PB	0.1671 ***	0.2085 ***	0.3863 ***	-0.0569	1.0000					
Lev	0.2013 ***	-0.0550	-0.3200 ***	0.2432 ***	0.0497	1.0000				
Dual	-0.1887 ***	-0.2705 ***	-0.0898 *	-0.2724 ***	0.0387	0.1571 ***	1.0000			
CG	0.1656 ***	0.0488	0.0692	0.3290 ***	0.0275	0.0221	-0.2319 ***	1.0000		
Sizb	0.2818 ***	0.1291 **	-0.1567 ***	0.4606 ***	0.0096	0.0945 *	-0.1400 ***	0.1712 ***	1.0000	
Indb	-0.0616	-0.1485 ***	-0.0057	0.1291 ***	-0.1747 ***	-0.1073 **	-0.0778	0.2370 ***	-0.0658	1.0000

\*, \*\*, \*\*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

### 4.3 การวิเคราะห์ถดถอย (Regression analysis)

เนื่องจากข้อมูลที่นำมาใช้เป็น Panel data นั่นคือมีการเก็บข้อมูลของบริษัทหนึ่ง ๆ เป็นเวลา 5 ปี จำนวนหลายบริษัท จึงต้องมีการวิเคราะห์ในรูปแบบอนุกรมเวลา (Time series) ซึ่งผลการทดสอบจะทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่รวมถึงตัวแปรควบคุม กับตัวแปรตาม โดยเมื่อวิเคราะห์จะพิจารณาสัมประสิทธิ์ถดถอยเป็นสำคัญ หากมีค่าเป็นลบนั้นหมายถึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม และหากมีค่าเป็นบวกนั้นหมายถึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้ยังพิจารณาค่า P-value เพื่อดูระดับความเชื่อมั่นในความสัมพันธ์นั้น ๆ

ตารางที่ 4.3

*ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างปฏิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ ที่มีผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร*

Variables	Coeff. estimate		Std. Err.	T-statistic	P-value
Constant	-3.07667	***	0.73160	-4.21	0.000
VRCR*ROA	0.10149	**	0.04852	2.09	0.036
ROA	0.02285		0.02811	0.81	0.416
Size	0.39136	***	0.04420	8.85	0.000
PB	0.01203		0.00797	1.51	0.131
Lev	-0.35741	*	0.21500	-1.66	0.096
Dual	0.08850		0.12014	0.74	0.461
CG	0.04926		0.04260	1.16	0.248
Sizb	0.01708		0.01492	1.14	0.252
Indb	-0.23405		0.25380	-0.92	0.356
N	389				
R <sup>2</sup>	28.95%				
Adj. R <sup>2</sup>	27.26%				

Dependent Variable: ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Wage)

\*, \*\*, \*\*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

จากตาราง 4.3 พบว่า เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร กับปฏิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% (P-value = 0.036) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยคือ 0.1015

จากสมมติฐานที่กล่าวไว้ข้างต้นของงานวิจัยที่กล่าวถึงต้นทุนความเสี่ยงที่ผู้บริหารต้องแบกรับนั้น สะท้อนด้วยค่าตอบแทนต่ออัตรากำไรจากสินทรัพย์ (Wage to ROA) จากการวิเคราะห์เชิงถดถอยพบว่าอัตรากำไรจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารในทางบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เป็นการควบคุมเพื่อช่วยในการแปลความของปฏิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ ซึ่งกล่าวได้ว่าเมื่ออำนาจการควบคุมส่วนเกินเพิ่มขึ้น จะทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารต่ออัตรากำไรจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน จึงสามารถสรุปเบื้องต้นได้ว่า ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับในทางบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงาน ซึ่งแสดงถึงการไม่ร่วมมือกันยกยอกทรัพย์สินของบริษัทนั่นเอง

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น พบว่าขนาดของบริษัท (Size) มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% (P-Value > 0.000) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต และพบว่าอัตรากำไรต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% (P-Value = 0.096) สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ว่าเมื่อบริษัทก่อนนี้มากยิ่งขึ้น ย่อมส่งผลต่อศักยภาพในการดำเนินงาน และส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร

อย่างไรก็ตามตัวแปรควบคุมอื่น ๆ มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารเช่นเดียวกัน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปรราคาตลาดต่อราคาตามมูลค่าทางบัญชี (P/B) ผู้บริหารที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกิน (Dual) คณะกรรมการบริษัท (CG) จำนวนคณะกรรมการ (Sizb) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร แต่สัดส่วนคณะกรรมการอิสระต่อจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ทางลบ

ทั้งนี้การวิเคราะห์ถดถอยมีตัวอย่างที่ใช้ทดสอบทั้งหมด 389 ตัวอย่าง และมี R-Squared เท่ากับ 28.95% และเมื่อปรับให้แม่นยำขึ้นจะได้ Adjusted R-Squared เท่ากับ 27.26%

#### 4.4 การวิเคราะห์เพิ่มเติม

การวิเคราะห์เพิ่มเติมนี้ จะเปลี่ยนตัวแปรอำนาจควบคุมส่วนเกินที่เดิมใช้สัดส่วนสิทธิ์ในการออกเสียงต่อสิทธิ์ในกระแสเงินสด เป็นตัวแปรหุ่นแทนด้วย Exc\_d ที่เท่ากับ 1 เมื่อมีสิทธิ์ในการออกเสียงสูงกว่าสิทธิ์ในกระแสเงินสด หรือมีอำนาจควบคุมส่วนเกินนั่นเอง โดยจะใช้ตัวแปรนี้แทนตัวแปรสัดส่วนสิทธิ์ในการออกเสียงต่อสิทธิ์ในกระแสเงินสดเดิม ซึ่งในการวิเคราะห์เพิ่มเติมนี้จะแสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation analysis) และการวิเคราะห์ถดถอย (Regression analysis) ของตัวแปร Exc\_d

#### 4.4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics)

จากตารางที่ 4.4 สามารถสรุปข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาได้ว่ามีข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยทั้งสิ้น 414 ตัวอย่าง โดยเป็นจำนวนตัวอย่างก่อนการตัดบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำกว่าหรือเท่ากับศูนย์ และมีรายละเอียดของข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ดังนี้

ตารางที่ 4.4

การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา กรณีวิเคราะห์เพิ่มเติม

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Exc_d	414	0.2923	0.4554	0	1

โดยจากตาราง 4.4 พบว่าตัวแปร Exc\_d มีตัวอย่างทั้งสิ้น 414 ตัวอย่าง โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.2923 หรืออาจกล่าวได้ว่า มีตัวอย่างอยู่ 29% ที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกิน

#### 4.4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation analysis)

ตารางที่ 4.5 ได้แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างปฏิสัมพันธ์ระหว่าง Exc\_d กับอัตรากำไรจากสินทรัพย์ ที่มีต่อตัวแปรต่าง ๆ ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์ในทางบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งนั่นหมายความว่าเมื่อมีอำนาจควบคุมส่วนเกินมากขึ้นจะทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารสูงขึ้นเมื่ออัตรากำไรจากสินทรัพย์คงที่ ซึ่งการทดสอบนี้สอดคล้องกับการวิเคราะห์ปกติ

#### 4.4.3 การวิเคราะห์ถดถอย (Regression analysis)

เมื่อได้เปลี่ยนตัวแปรอิสระใหม่และทำการวิเคราะห์ถดถอยพบว่าความสัมพันธ์เปลี่ยนแปลงไปจากการวิเคราะห์ปกติ ซึ่งได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.6

จากตาราง 4.6 พบว่า เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับปฏิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เป็นบวกสอดคล้องกับการวิเคราะห์แบบปกติ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพบว่ามี P-value เท่ากับ 0.358 เช่นเดียวกับอัตรากำไรจากสินทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารในทิศทางบวกเช่นเดียวกันกับการวิเคราะห์ปกติ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ขนาดบริษัท (Size) ซึ่งสอดคล้องไปกับการวิเคราะห์ปกติ และสัดส่วนระหว่างราคาตลาดต่อราคาตามมูลค่าทางบัญชี (P/B) ซึ่งแตกต่างจากการวิเคราะห์ปกติ โดยมีนัยสำคัญทาง

ตารางที่ 4.5

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson's correlation coefficient) ระหว่างตัวแปร กระจุนวิเคราะห์เพิ่มเติม

Variable	Wage	Exc_d *ROA	ROA	Size	PB	Lev	Dual	CG	Sizb	Indb
Wage	1.0000									
Exc_d *ROA	0.2594 ***	1.0000								
ROA	-0.0256	0.2859 ***	1.0000							
Size	0.5040 ***	0.1225 **	-0.2248 ***	1.0000						
PB	0.1671 ***	0.2759 ***	0.3863 ***	-0.0569	1.0000					
Lev	0.2013 ***	0.0809	-0.3200 ***	0.2432 ***	0.0497	1.0000				
Dual	-0.1887 ***	-0.1841 ***	-0.0898 *	-0.2724 ***	0.0387	0.1571 ***	1.0000			
CG	0.1656 ***	0.1572 **	0.0692	0.3290 ***	0.0275	0.0221	-0.2319 ***	1.0000		
Sizb	0.2818 ***	0.0946 *	-0.1567 ***	0.4606 ***	0.0096	0.0945 *	-0.1400 ***	0.1712 ***	1.0000	
Indb	-0.0616	-0.0599	-0.0057	0.1291 ***	-0.1747 ***	-0.1073 **	-0.0778	0.2370 ***	-0.0658	1.0000

\*, \*\*, \*\*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

## ตารางที่ 4.6

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างภูมิสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุม ส่วนเกินและอัตรากำไรจากสินทรัพย์ ที่มีผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร

Variables	Coeff. estimate	Std. Err.	T-statistic	P-value
Constant	-2.89430 ***	0.72836	-3.97	0.000
Exc_d*ROA	0.03478	0.03781	0.92	0.358
ROA	0.02591	0.02883	0.90	0.369
Size	0.38228 ***	0.04413	8.66	0.000
PB	0.01413 *	0.00794	1.78	0.075
Lev	-0.34009	0.21627	-1.57	0.116
Dual	0.04691	0.11837	0.40	0.692
CG	0.04526	0.04279	1.06	0.290
Sizb	0.01850	0.01496	1.24	0.216
Indb	-0.23937	0.25532	-0.94	0.348
N	389			
R <sup>2</sup>	28.21%			
Adj. R <sup>2</sup>	26.51%			

Dependent Variable: ค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Wage)

\*, \*\*, \*\*\* คือ ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

สถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และ 90% ตามลำดับ ในขณะที่ตัวแปรควบคุมอื่น ๆ นั้นมีความสัมพันธ์เช่นเดียวกับการวิเคราะห์ปกติและไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากการวิเคราะห์เพิ่มเติมนี้ทำให้วิเคราะห์ได้แม่นยำยิ่งขึ้นถึงความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจควบคุมส่วนเกิน และค่าตอบแทนผู้บริหารต่ออัตรากำไรจากสินทรัพย์ว่ามีทิศทางเดียวกัน เนื่องจากการวิเคราะห์แบบปกติด้วยวิธีสหสัมพันธ์และวิธีถดถอย และการวิเคราะห์เพิ่มเติมแบบวิธีสหสัมพันธ์และวิธีถดถอย ต่างให้ผลลัพธ์ความสัมพันธ์ในเชิงบวกทั้งสิ้น

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

ในปัจจุบันผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทต่าง ๆ ได้มีการถือหุ้นด้วยรูปแบบต่าง ๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อม ซึ่งก่อให้เกิดอำนาจควบคุมส่วนเกิน (Excess control) นั่นคือการมีสิทธิในการลงคะแนนเสียง (Voting rights) มากกว่าสิทธิในกระแสเงินสด (Cash flow rights) การมีอำนาจส่วนเกินนี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแนวโน้มที่จะยกยอกทรัพย์สินบริษัท หากแต่ต้องได้รับความร่วมมือจากผู้บริหารด้วยเนื่องจากเป็นผู้มีข้อมูลต่าง ๆ ของบริษัท แต่ผู้บริหารต้องเผชิญความเสี่ยงที่มากกว่าผู้ถือหุ้น เพราะหากมีผู้ได้รับรู้ถึงการทุจริตจะส่งผลกระทบต่อผู้บริหารมาก เช่น ด้านรายได้ เป็นต้น เนื่องจากการร่วมมือนี้ทั้งผู้ถือหุ้นและผู้บริหารต้องได้ประโยชน์ร่วมกัน ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมนี้จึงช่วยลดต้นทุนความเสี่ยงของผู้บริหารโดยการลดค่าตอบแทนต่อศักยภาพในการดำเนินงาน และเสนอประโยชน์ที่ผู้บริหารจะได้รับ หากต้นทุนความเสี่ยงมีต่ำกว่าผลประโยชน์ที่จะได้รับ ผู้บริหารจะร่วมมือด้วย

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงานของบริษัท และอำนาจควบคุมส่วนเกิน โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ถูกจัดอันดับอยู่ใน SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2553-2556 โดยไม่รวมถึงบริษัทกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธุรกิจประกันภัย-ประกันชีวิต และไม่รวมถึงบริษัทซึ่งมีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์ต่ำกว่าหรือเท่ากับศูนย์ในปีหนึ่ง ๆ ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 389 ตัวอย่าง จาก 81 บริษัท

ผลการศึกษาข้อมูลเชิงพรรณนาพบว่าบริษัทใน SET100 โดยเฉลี่ยแล้วมีสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน โดยเป็นสิทธิในการลงคะแนนเสียงกว่า 38.79% และเป็นสิทธิในกระแสเงินสด 34.42% ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามีสิทธิในการควบคุมส่วนเกิน 4.37% และมีบริษัทที่สิทธิในการควบคุมส่วนเกินนี้กว่า 29.23% ของบริษัทที่ศึกษาทั้งหมด

เมื่อวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าอำนาจการควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารในเชิงบวกเมื่อศักยภาพในการดำเนินงานคงที่ แสดงให้เห็นว่าหากมีอำนาจควบคุมสูงขึ้น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเพิ่มค่าตอบแทนต่อศักยภาพในการดำเนินงานให้แก่ผู้บริหาร และยังแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นไม่มีแนวโน้มลดต้นทุนความเสี่ยงที่ผู้บริหารต้องแบกรับหรือกล่าวได้ว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกิน ไม่มีแนวโน้มที่จะร่วมมือกับผู้บริหารบริษัท



นั่นเอง โดยผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรนี้สอดคล้องไปกับผลวิเคราะห์ถดถอยซึ่งคืออำนาจควบคุมส่วนเกินมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพที่ผู้บริหารทำได้ สอดคล้องไปกับ Incentive effect ซึ่งการให้ค่าตอบแทนต่อศักยภาพที่ดำเนินงานได้เพิ่มขึ้นนี้เป็นการสร้างแรงจูงใจที่มากขึ้นแก่ผู้บริหารให้ดำเนินงานให้ดียิ่งขึ้น ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อส่วนรวมทั้งผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้บริหาร โดยในระยะยาวแล้วจะทำให้กิจการเติบโตได้มากขึ้นจากการจัดหาเงินทุนที่มีเหตุมีผล ไม่ก่อหนี้มากเกินไป การลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันมากกว่าศูนย์

งานวิจัยฉบับนี้เป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยชี้ให้เห็นว่า เมื่อพิจารณาจากค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงานของบริษัทแล้ว พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและถูกจัดอันดับใน SET100 มีแนวโน้มที่ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมส่วนเกินจะไม่ร่วมมือกันยกยอกทรัพย์สินบริษัท หรือกระทำการอันเป็นประโยชน์ต่อตนเองและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ มูลค่าของหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยถือครองอยู่โดยไม่ได้รับข่าวสารที่เท่าเทียมกัน และยังสามารถสรุปได้ว่า นโยบายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการและการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นไปได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## 5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ได้เก็บข้อมูลจากข้อมูลทุติยภูมิและข้อมูลที่บริษัทเปิดเผยแก่สาธารณะเท่านั้น โดยข้อมูลสิทธิ์ในการออกเสียงและสิทธิ์ในกระแสเงินสดนั้นได้เก็บรวบรวมมาจาก แบบ 56-1 โดยไม่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์อันลึกซึ้งของผู้ถือหุ้นแต่ละรายและเจ้าหน้าที่บริหารแต่ละคนของบริษัท โดยพิจารณาเพียงนามสกุลเป็นหลัก ซึ่งหากต้องการให้การวิเคราะห์แม่นยำมากยิ่งขึ้น ควรทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์เชิงลึกนี้ด้วย

นอกจากนี้ใน แบบ 56-1 ในส่วนของโครงสร้างเงินทุน ในบางครั้งมีข้อจำกัดในการสืบค้นข้อมูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือตระกูลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งถือหุ้นในบริษัทจำกัดซ้อนบริษัท จำกัดอีกที ทำให้ไม่มีการแสดงข้อมูลต่อสาธารณะ อีกทั้งข้อมูลใน แบบ 56-1 ของแต่ละบริษัทมีความละเอียดไม่เท่ากัน อาจทำให้ค่าที่บันทึกส่งผลการวิเคราะห์ได้ไม่แม่นยำ เช่น ข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทที่แสดงเป็นร้อยละ เป็นต้น

### 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยฉบับนี้ได้พิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารต่อศักยภาพในการดำเนินงาน โดยใช้ ROA เป็นศักยภาพในการดำเนินงาน แต่จากงานวิจัยในอดีตพบว่ามีปัจจัยอีกมากมายที่ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร เช่น โอกาสในการเติบโตของกิจการ ผลการดำเนินงานของบริษัทคู่แข่ง เป็นต้น ซึ่งหากต้องการให้การวิเคราะห์มีความหลากหลายและพบประเด็นสำคัญที่เป็นประโยชน์ ควรทำการศึกษาในปัจจัยต่าง ๆ

อีกทั้งงานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาต้นทุนความเสี่ยงของผู้บริหารลดลงจึงมีแนวโน้มที่จะร่วมมือกับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม แต่เป็นไปได้เช่นกันว่าต้นทุนความเสี่ยงของผู้บริหารอาจเท่าเดิมหรือเพิ่มขึ้น แต่ผลประโยชน์ที่ผู้บริหารได้รับกลับเพิ่มมากขึ้นนั่นเอง ในส่วนนี้ผู้วิจัยคิดว่าหากสามารถศึกษาถึงผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นตรงนี้ได้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยมาก เพราะนั่นหมายถึงว่าไม่มีการลดต้นทุนความเสี่ยงใด ๆ แต่เพิ่มรายจ่ายให้เป็นผลประโยชน์ต่อตัวเองของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ย่อมส่งผลเสียต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยมากกว่า

นอกจากนี้งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาเพียงแค่บริษัทที่มีขนาดใหญ่และสภาพคล่องสูง ซึ่งอาจเป็นบริษัทที่ถูกจับตาและตรวจสอบอยู่เสมอ หากต้องการศึกษาให้ครอบคลุมกว่านี้ สามารถเพิ่มจำนวนบริษัทเป็นบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ หรืออาจศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ อาจทำให้พบความสัมพันธ์ที่แตกต่างจากงานวิจัยฉบับนี้และเป็นประโยชน์ต่อการกำหนดนโยบายในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยและนโยบายเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้

## รายการอ้างอิง

### วิทยานิพนธ์

- กิตติธัช ต้นนิรันดร. 2012. *บรรษัทภิบาลและต้นทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ต่อพงษ์ แก้วเขตการ. 2010. *บรรษัทภิบาลและผลประกอบการของบริษัทธุรกิจครอบครัว บริษัทครอบครัวที่มีกลุ่มตระกูลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกิจการ และบริษัทครอบครัวที่มีกลุ่มตระกูลเป็นผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและร่วมบริหารกิจการในประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

### เอกสารอื่น ๆ

- กัลยาณี คุณมี. 2014. *ผลของการบริหารผลงานและการจัดสรรสิ่งจูงใจต่อการพัฒนาระบบราชการและข้าราชการไทย*. งานวิจัยคณะพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.

### Articles

- Aggarwal, R. K. & Samwick, A. A. 1999. Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 54: 1999-2043.
- Andrea Madaschi. 2010. On corporate governance: Ownership concentration and firm performance in Italy. *Thesis of Copenhagen Business School*.
- Aslan, H. & Kumar, P. 2012. Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies*, 25: 2257-2299.
- Bozec, Y., Laurin, C., Meier, I. 2014. The relation between excess control and cost of capital. *International Journal of Managerial Finance*, 10: 93-114.

- Chen, D., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. 2006. Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12: 424-448.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. 2000. The separation of ownership and control in East Asian Corporations (Vol. 58). *Journal of Financial Economics*, 58: 81-112.
- Colpan, A. M. & Yoshikawa, T. 2012. Performance sensitivity of executive pay: The role of foreign investors and affiliated directors in Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20: 547-561.
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Rau, P. R. 2009. Performance for pay? The relationship between CEO incentive compensation and future stock price performance. *Journal of Economic Literature*, G34; J33.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51: 371-406.
- Jiang, L., Kim, J., & Pang, L. 2011. Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price. *Journal of Banking & Finance*, 25: 2856-2867.
- 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.
- Lin, Q. & Ma, Y. & Xuan, Y. 2011. Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation. *Journal of Financial Economics*, 102: 416-431.
- Liu, Q. & Tian, G. 2012. Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese non-tradable share reform. *Journal of Corporate Finance*, 18: 782-803.
- Mike Burkart, Fausto Panunzi and Andrei Shleifer. 2013. Family Firms. *The Journal of Finance Volume 58, Issue 5*.

- Min Zhang, Shenghao Gao, Xinjiao Guan, Fuxiu Jiang. 2014. Controlling Shareholder-Manager Collusion and Tunneling: Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*.
- Wang, K. & Xiao, X. 2011. Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30: 89-100.



## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายภูมิพรรณ ศิริตันติวัฒน์
วันเดือนปีเกิด	14 พฤษภาคม พ.ศ. 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2556: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

