



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บัญชีมหาบัณฑิต

ปริญญา

บัญชี

บัญชี

สาขา

ภาควิชา

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และ
ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Corporate Governance and Director Compensation
and The Relationship between Management Compensation and
Firm Performance of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

นามผู้วิจัย นายณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(อาจารย์สุธาวัลย์ พฤกษ์อำไพ, Ph.D.)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

(อาจารย์พลวัฒน์ เลิศกุลวัฒน์, Ph.D.)

รักษาราชการแทน
หัวหน้าภาควิชา

(อาจารย์สุนีย์รัตน์ วุฒิจินดานนท์, Ph.D.)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์กัญจนา ชีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ
และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Corporate Governance and Director Compensation
and The Relationship between Management Compensation
and Firm Performance of Listed Companies on
the Stock Exchange of Thailand

โดย

นายณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบัตร
พ.ศ. 2557

ณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ 2557: ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ
กับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร
กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ปริญญาบัตรชั้นมหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี ภาควิชาบัญชี
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: อาจารย์สุธาวัลย์ พฤกษ์อำไพ, Ph.D. 154 หน้า

คณะกรรมการบริษัทถือเป็นหัวใจสำคัญของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้
เกิดขึ้นในองค์กร ส่วนผู้บริหารถือเป็นบุคคลสำคัญที่จะทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่กิจการหรือผล
การดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์: (1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์
ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และ (2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง
ผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทยช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนาและ
เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบภาคตัดขวาง

ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทน
กรรมการ โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้สนับสนุนให้กิจการกำหนดรูปแบบการจ่าย
ผลตอบแทนกรรมการให้เหมาะสมและสอดคล้องกับผลการปฏิบัติงานของกรรมการแต่ละคน
เพื่อจะช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่อาจเกิดขึ้นได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษาได้
พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการทั้ง
มุมมองทางบัญชีและมุมมองทางการตลาด ทั้งนี้เนื่องจาก การกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารใน
ระดับที่น่าพอใจนั้น จะทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารบริษัทให้มีประสิทธิภาพ และจะ
ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงขึ้น อีกทั้ง ผลการศึกษายังสอดคล้องกับหลักการ
กำกับดูแลกิจการที่ดีที่สนับสนุนให้บริษัทมีการจ่ายผลตอบแทนที่สอดคล้องกับผลการ
ปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคนและท้ายที่สุดจะช่วยยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการ

ลายมือชื่อนิสิต

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Nuthawut Sabsombat 2014: The Relationship between Corporate Governance and Director Compensation and The Relationship between Management Compensation and Firm Performance of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. Master of Accountancy, Major Field: Accounting, Department of Accounting. Thesis Advisor: Ms. Suthawan Prukumpai, Ph.D. 154 pages.

One of major responsibility of board of directors is to establish the proper corporate governance structure while management teams are main factor to create value-added activities and to enhance firm performance. Therefore, the objectives of this research are to examine 1) the relationship between corporate governance and director compensation and 2) the relationship between management compensation and firm performance of listed companies on the Stock Exchange of Thailand during 2010-2012. Descriptive statistics are reported together with the cross-sectional multiple regression test.

The result indicates that there is a positive association between corporate governance and director compensation. The good corporate governance structure promotes the performance driven for director compensation system. As a result, it would lower the possibility of agency problem. In addition, there is a positive association between management compensation and firm performance represented by both accounting-based and marketing-based measurement. This is because the reasonable management compensation system would motivate management teams to work effectively and hence increase the firm performance. Furthermore, our results confirm that good corporate governance encourage the proper compensation design which eventually resulted in the improvement of firm performance.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

___ / ___ / ___

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เล่มนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากท่านอาจารย์ ดร.สุธาวัลย์ พฤกษ์อำไพ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก และท่านอาจารย์ ดร.พลวัฒน์ เลิศกุลวัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ซึ่งอาจารย์ทั้งสองท่านได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าในการให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ อย่างดียิ่ง ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงแต่ท่านอาจารย์ไว้ ณ ที่นี้ และข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ดร.สันสกฤต วิจิตรเลขการ ประธานการสอบวิทยานิพนธ์ และรองศาสตราจารย์ กาญจนา ศรีพงษ์ ผู้ทรงคุณวุฒิภายนอก ที่ท่านได้สละเวลาอันมีค่าในการให้คำแนะนำเพิ่มเติม เพื่อให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ดร.สุณีย์รัตน์ วุฒิจินดานนท์ ที่ท่านได้ให้คำชี้แนะอันเป็นประโยชน์ต่อการแก้ไขวิทยานิพนธ์เล่มนี้ให้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น พร้อมกันนี้ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ทุก ๆ ท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ให้แก่ข้าพเจ้าตั้งแต่การศึกษาระดับชั้นต้นจนถึงปัจจุบัน

นอกจากนี้ ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงสุดแต่ผู้มีพระคุณมากที่สุดในชีวิต อันได้แก่ คุณพ่อ และคุณแม่ ที่คอยเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมา และขอขอบพระคุณในความเมตตาและความรักที่ท่านมอบให้แก่ข้าพเจ้าตั้งแต่เล็กจนโต และขอขอบคุณนายธีรภูมิ ปาณปฏณัง ที่คอยช่วยเหลือและให้กำลังใจเป็นอย่างดี รวมทั้งขอขอบพระคุณญาติพี่น้องทุกคน ขอบคุณเพื่อน ๆ สมัยประถมศึกษา สมัยมัธยมศึกษา และสมัยอุดมศึกษาทุกคน รวมถึงเพื่อนร่วมงานทุกท่านที่คอยเป็นกำลังใจ ช่วยชี้แนะ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการทำวิทยานิพนธ์เล่มนี้

อนึ่ง หากวิทยานิพนธ์เล่มนี้มีส่วนดี หรือก่อให้เกิดประโยชน์อื่นใด ข้าพเจ้าขอขอบความดีเหล่านั้นแต่ คุณพ่อ คุณแม่ ครูบาอาจารย์ ญาติพี่น้อง เพื่อน ๆ ตลอดจนผู้มีพระคุณแก่ข้าพเจ้าทุก ๆ ท่าน ส่วนข้อบกพร่อง หรือข้อผิดพลาดประการใดในวิทยานิพนธ์เล่มนี้ ข้าพเจ้าขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

ณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ

มิถุนายน 2557

สารบัญ

	หน้า
สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	3
ขอบเขตการวิจัย	3
ประโยชน์ที่ได้รับ	4
นิยามศัพท์	4
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	7
ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	8
ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการและผู้บริหาร	9
ทฤษฎีตัวแทน	12
ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ	14
ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ	29
กรอบแนวคิดในการศึกษา	57
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	59
วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	59
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	61
วิธีการศึกษา	64
บทที่ 4 ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์	70
ผลการวิจัย	70
ข้อวิจารณ์	91
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	96
สรุปผลการศึกษา	96
ข้อเสนอแนะ	100

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	103
ภาคผนวก	108
ภาคผนวก ก การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย แบบภาคตัดขวาง	109
ภาคผนวก ข การวิเคราะห์ผลการศึกษา (เพิ่มเติม)	126
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	154

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
2.1	สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย	45
2.2	สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากต่างประเทศ	51
3.1	จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาใช้ในการศึกษา จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแล กิจการกับผลตอบแทนกรรมการ	60
3.2	จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาใช้ในการศึกษา จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน ผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ	61
4.1	ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตาม ที่เป็นผลตอบแทนกรรมการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุม ในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ	70
4.2	ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555	72
4.3	ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตาม ที่เป็นผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ	76
4.4	ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555	77
4.5	ระดับผลตอบแทนกรรมการบริษัทเฉลี่ยต่อคนต่อปี แยกรายอุตสาหกรรม ปีพ.ศ. 2553-2555	82

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
4.6	ระดับผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี แยกรายอุตสาหกรรม ปีพ.ศ. 2553-2555	83
4.7	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ ผลตอบแทนกรรมการในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ	85
4.8	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ ดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ	87
4.9	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ ดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ	89
4.10	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับ ผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดย Tobin's Q ในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ	90
ตารางผนวกที่		
ก 1	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 1	114
ก 2	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 2	118

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
ก 3	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 3	121
ก 4	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 4	125
ข 1	จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่มีได้อยู่ในกลุ่ม อุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับ ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ	128
ข 2	จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่มีได้อยู่ในกลุ่ม อุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับ ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ	128
ข 3	จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม ธนาคารและการเงิน สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ กับผลตอบแทนกรรมการ	129
ข 4	จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม ธนาคารและการเงิน สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร กับผลดำเนินงานของกิจการ	129
ข 5	ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็น ผลตอบแทนกรรมการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่ม อุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	129

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
ข 6	ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลตอบแทนกรรมการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	131
ข 7	ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	132
ข 8	ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	134
ข 9	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	137
ข 10	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	138
ข 11	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	139

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
ข 12	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	140
ข 13	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	141
ข 14	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 ในความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	142
ข 15	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	143
ข 16	ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษาตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	144

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่		หน้า
ข 17	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	145
ข 18	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	146
ข 19	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	148
ข 20	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	149
ข 21	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	150
ข 22	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)	151
ข 23	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดย Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)	152

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางผนวกที่	หน้า
ข 24	ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดย Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry) 153



สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
2.1	แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น กรรมการ และผู้บริหาร	10
2.2	แสดงหน้าที่ ความรับผิดชอบของกรรมการ และผู้บริหาร	10
2.3	อำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้บริหารแต่ละระดับ	29
2.4	ประเภทของพนักงาน ผู้บริหารระดับต้น ผู้บริหารระดับกลาง และผู้บริหารระดับสูง	31
2.5	แผนภาพแสดงตัวอย่างโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียน	35
2.6	กรอบแนวคิดในการศึกษา	58
ภาพผนวกที่		
ก 1	อิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าตลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 1	111
ก 2	อิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าตลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 2	115
ก 3	อิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าตลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 3	119
ก 4	อิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าตลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 4	122

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

หลักการที่ดีในการกำกับดูแลกิจการมีความสอดคล้องกับปรัชญาเศรษฐกิจพอเพียงที่พระบาทสมเด็จพระเจ้าอยู่หัวทรงมีพระราชดำริชี้แนะเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นปรัชญาที่มุ่งเน้นความสมดุลและพร้อมต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว โดยให้ความสำคัญกับการใช้ความรู้อย่างรอบคอบ ระมัดระวัง และคำนึงถึงคุณธรรม ซึ่งตรงกับหลักการพื้นฐานของการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน เพราะจะแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงกล่าวได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท

คณะกรรมการมีบทบาทสำคัญในการกำกับดูแลกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท โดยคณะกรรมการมีความรับผิดชอบต่อผลการปฏิบัติหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นและเป็นอิสระจากฝ่ายจัดการ คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ วิสัยทัศน์ และมีความเป็นอิสระในการตัดสินใจเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความรับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายจัดการที่ชัดเจน และดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นได้ว่ากิจกรรมต่างๆ ของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมายและมีจริยธรรม (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน, 2549)

ในการดำเนินธุรกิจนั้นความเป็นเจ้าของในกิจการอาจกระจายไปสู่ผู้ถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นทุกรายไม่สามารถเข้ามาบริหารงานได้ด้วยตนเอง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการจึงจำเป็นต้องเลือกตัวแทนเข้ามาดำเนินการบริหารงานแทนซึ่งก็คือกรรมการ แต่เนื่องจากตัวการและตัวแทนอาจมีความต้องการที่ไม่ตรงกัน โดยตัวแทนอาจมุ่งสร้างผลกำไรในระยะสั้นมากเกินไป เนื่องจากการกำหนดผลตอบแทนของตนถูกพิจารณาจากผลกำไรในแต่ละปี โดยมองข้ามหรือลดการลงทุนในระยะยาว จึงอาจส่งผลให้กิจการต้องเผชิญกับความเสียหายทั้งในระยะสั้นและระยะยาว เนื่องจากการกำหนดนโยบายหรือกำหนดเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงานที่ไม่สอดคล้องกัน และท้ายที่สุดก่อให้เกิดผลเสียกับองค์กรโดยรวม ดังนั้น เพื่อลด

ปัญหาความขัดแย้งดังกล่าว (Agency Problem; Jensen and Meckling, 1976) กิจการอาจพิจารณานำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการกำหนดนโยบาย หรือการบริหารจัดการต่างๆ ทั้งในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส รวมทั้งความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

โดยทั่วไป ผู้บริหารมีหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากร เพื่อให้บรรลุเป้าหมายขององค์กร แต่ในบางกรณพบว่า ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการดำเนินงานเพื่อบรรลุเป้าหมายในระยะสั้น เพื่อแสดงให้เห็นถึงผลการปฏิบัติงานของตน โดยเป้าหมายดังกล่าวนี้อาจไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของกิจการในระยะยาว และท้ายที่สุดอาจส่งผลเสียหายให้แก่กิจการ เช่น ในปีค.ศ. 2001 กรณี Enron ถูกฟ้องล้มละลายโดยผู้ถือหุ้น เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ตกลงจาก 90.75 ดอลลาร์สหรัฐ เหลือไม่ถึง 1 ดอลลาร์สหรัฐ โดยมีสาเหตุหนึ่งมาจากการที่กิจการกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารให้ผูกติดกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานระยะสั้น เช่น ยอดขาย หรือ ราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น ส่งผลให้ผู้บริหารแต่ละรายมุ่งเพิ่มยอดขายและราคาหลักทรัพย์ โดยไม่คำนึงถึงกำไรหรือคุณภาพของกระแสเงินสด ในขณะที่เดียวกันระบบบัญชีก็ถูกออกแบบให้สะท้อนตัวเลขดังกล่าวอย่างรวดเร็ว เพื่อให้ผู้บริหารได้รับโบนัสจำนวนมาก ท้ายที่สุด Enron ซึ่งเป็นบริษัทที่มีสินทรัพย์มูลค่าสูงที่สุดแห่งหนึ่งในประวัติศาสตร์สหรัฐอเมริกาต้องถูกฟ้องล้มละลาย เหตุการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นจำนวนมาก จะเห็นได้ว่า การกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารเป็นส่วนหนึ่งในเครื่องมือการกำกับดูแลกิจการที่ดี อีกทั้งยังอาจส่งผลต่อแรงจูงใจในการทำงานของผู้บริหารเพื่อให้บรรลุเป้าหมายของกิจการได้

จะเห็นได้ว่าการกำหนดผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารมีความสำคัญในโลกธุรกิจปัจจุบัน และเป็นเรื่องที่น่าสนใจเพราะจำนวนผลตอบแทนนั้นอาจไม่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของกิจการและการปฏิบัติงานของกรรมการและผู้บริหาร การจ่ายผลตอบแทนที่ไม่เหมาะสมดังกล่าว อาจเป็นสัญญาณที่สะท้อนให้เห็นถึงความอ่อนแอของระบบการกำกับดูแลกิจการขององค์กร

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำเรื่องผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารมาเชื่อมโยงระหว่าง การกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการ และเนื่องจากคณะกรรมการบริษัทถือเป็นหัวใจของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กร ส่วนผู้บริหารถือเป็นบุคคลสำคัญขององค์กรที่จะทำให้เกิดมูลค่ากิจการหรือผลการดำเนินงานของกิจการ จึงเป็นที่มาของการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการทั้งมุมมองทางด้านบัญชีและมุมมองทางด้านการตลาด ซึ่งมีความแตกต่างจากงานวิจัยครั้งก่อนๆ ที่มักรวม

ผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารไว้เป็นตัวแปรเดียวกัน อีกทั้งงานวิจัยครั้งนี้ยังได้ใช้ผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปีมาศึกษา ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยในอดีต ที่ส่วนใหญ่มักใช้ผลตอบแทนรวม เพราะผู้วิจัยมองว่าผลตอบแทนเฉลี่ยนี้จะสามารถเปรียบเทียบข้อมูลของแต่ละกลุ่มตัวอย่างได้ดีกว่าการใช้ผลตอบแทนรวม โดยได้แสดงรายละเอียดของตัวแปรไว้ในบทที่ 3 วิธีการวิจัย ในลำดับถัดไป

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาระดับและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับการดำเนินงานในมุมมองทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับการดำเนินงานในมุมมองการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาความแตกต่างขององค์ประกอบการกำกับดูแลกิจการ ผลตอบแทนกรรมการ ผลตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานทางบัญชีและทางการตลาด ระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

ขอบเขตการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยกำหนดขอบเขตการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2553 ถึง 2555 สาเหตุที่เลือกกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้สนับสนุน และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนฯ มีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมุ่งหวังให้คณะกรรมการและฝ่ายจัดการของบริษัทจดทะเบียนทุกบริษัทสามารถพัฒนาระดับการกำกับดูแลกิจการให้สามารถเทียบเคียงได้กับมาตรฐานสากล เพื่อประโยชน์ต่อบริษัท และเพื่อประโยชน์โดยรวมต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของตลาดทุนไทย ตลอดจนสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่ยั่งยืนของประเทศ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549) ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างนี้จึงมีความเหมาะสมกับตัวแปรที่สนใจศึกษา นั่นคือ ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ โดยจะกล่าวรายละเอียดในลำดับถัดไป อีกทั้ง

เพื่อเป็นการเลือกใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นปัจจุบันที่สุด ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกปีการศึกษาเป็นพ.ศ. 2553-2555 ซึ่งจะทำให้ได้ผลงานวิจัยที่มีประโยชน์แก่ยุคสมัยปัจจุบันนั่นเอง

ประโยชน์ที่ได้รับ

1. เพื่อให้ให้นักลงทุนตระหนักถึงการกำกับดูแลกิจการซึ่งอาจมีผลต่อการจ่ายผลตอบแทนให้แก่กรรมการ และตระหนักถึงการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารซึ่งอาจจะเป็นแรงจูงใจที่ส่งผลต่อการสร้างผลการดำเนินงานของกิจการ อีกทั้งนักลงทุนสามารถเปรียบเทียบการจ่ายผลตอบแทนให้แก่กรรมการและผู้บริหารระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมได้ว่ามีความเหมาะสมเพียงใด ทั้งนี้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนทางธุรกิจ
2. ผู้ถือหุ้นสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการกำหนดรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนแก่กรรมการและผู้บริหารให้เหมาะสมได้ เนื่องจากได้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ
3. เพื่อให้หน่วยงานกำกับดูแลต่างๆ ใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกฎเกณฑ์หรือรูปแบบของผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหารว่าควรจะเป็นเช่นใด รวมทั้งกำหนดรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนดังกล่าว เพื่อใช้เป็นมาตรฐานเดียวกัน ซึ่งจะได้เปรียบเทียบข้อมูลระหว่างกิจการได้อย่างถูกต้องมากยิ่งขึ้น

นิยามศัพท์

การกำกับดูแลกิจการ หรือ บรรษัทภิบาล หมายถึง ระบบที่จัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายจัดการ และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียอื่น (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน, 2549)

กรรมการบริษัทจดทะเบียน หมายถึง บุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งจากผู้ถือหุ้นให้เข้ามาทำหน้าที่ในการจัดการบริษัทหลักทรัพย์ให้เป็นไปตามกฎหมาย ข้อบังคับ และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กร

ผู้บริหาร หมายถึง สมาชิกในองค์กรที่มีหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากร และประสานภารกิจของบุคคลอื่นในองค์กรให้ไปในทิศทางเดียวกัน เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ที่วางไว้ รวมทั้งเป็นผู้แก้ไขปัญหา อุปสรรคและขจัดความยุ่งยากซับซ้อน ด้วยการปฏิบัติตามหลักการบริหารงานที่ดี โดยเน้นที่การวางแผน การจัดระเบียบ การควบคุม การรักษาระบบ และโครงสร้างองค์กรให้เป็นไปตามปกติ

ผลตอบแทนกรรมการ หมายถึง จำนวนผลตอบแทนที่กรรมการบริษัทแต่ละรายได้รับ โดยจะนำมาพิจารณาเฉพาะผลตอบแทนในฐานะที่เป็นกรรมการเท่านั้น ผลตอบแทนกรรมการแบ่งได้เป็น 2 ประเภทดังนี้

1. ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส ค่าเบี้ยประชุม ค่าบำเหน็จ และผลประโยชน์อื่นๆ ที่จ่ายเป็นตัวเงิน ซึ่งงานวิจัยนี้จะศึกษาเฉพาะผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน
2. ผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ได้แก่ สวัสดิการในการรักษาพยาบาลฟรี ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้น (Warrant) ซึ่งงานวิจัยนี้ไม่ได้นำมาศึกษา

ผลตอบแทนผู้บริหาร หมายถึง ผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่กรรมการบริหารและผู้บริหารทุกราย โดยระบุจำนวนรายและลักษณะของผลตอบแทน (ผู้บริหาร ให้หมายถึงผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย) ผลตอบแทนผู้บริหารแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ดังนี้

1. ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส ค่าเบี้ยประชุม ค่าบำเหน็จ และผลประโยชน์อื่นๆ ที่จ่ายเป็นตัวเงิน ซึ่งงานวิจัยนี้จะศึกษาเฉพาะผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน
2. ผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ได้แก่ สวัสดิการในการรักษาพยาบาลฟรี ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้น (Warrant) ซึ่งงานวิจัยนี้ไม่ได้นำมาศึกษา

บริษัทจดทะเบียน หมายถึง บริษัทจำกัดที่จดทะเบียนหลักทรัพย์ของตนเป็นหลักทรัพย์รับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ที่จัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยจะต้องมีทุนจดทะเบียนเฉพาะหุ้นสามัญไม่ต่ำกว่า 10 ล้านบาท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2554) โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ที่มีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 20 ล้านขึ้นไป (หมวดธุรกิจ MAI) นอกจากนี้ยังไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียน

ที่เพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ บริษัทจดทะเบียนที่ฟื้นฟูกิจการตามกฎหมายว่าด้วยการล้มละลาย และบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบ 3 ปี คือ ปีพ.ศ. 2553-2555

บรรษัทภิบาลแห่งชาติ (National CG Committee) หมายถึง หน่วยงานที่รับภารกิจในการยกระดับบรรษัทภิบาลของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดตั้งศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Center) โดยมุ่งหวังให้บริษัทจดทะเบียนมีการพัฒนาระบบบรรษัทภิบาล เพื่อเพิ่มคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืนในระยะยาว ซึ่งจะส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อรณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของบรรษัทภิบาลที่ดี ทั้งประโยชน์ต่อบริษัท และประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย อาทิ ผู้ถือหุ้น คู่ค้า ลูกค้า เจ้าหนี้ พนักงาน และชุมชน เป็นต้น และเพื่อเสริมสร้างความรู้ ความเข้าใจ ในแนวปฏิบัติเรื่องบรรษัทภิบาลที่ดี อีกทั้งยังผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนนำหลักการบรรษัทภิบาลที่ดี ไปปรับใช้และปฏิบัติอย่างจริงจัง (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

บทที่ 2

การตรวจเอกสาร

ทฤษฎี แนวคิด และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ได้อธิบายเนื้อหาตามลำดับ ต่อไปนี้

1. ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการและผู้บริหาร
3. ทฤษฎีตัวแทน
4. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ
 - 4.1 แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ
 - 4.2 แนวคิดเกี่ยวกับกรรมการบริษัทจดทะเบียน
 - 4.3 แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนกรรมการ
 - 4.4 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
 - 4.5 สมมติฐานการศึกษาที่ 1
5. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ
 - 5.1 แนวคิดเกี่ยวกับผู้บริหารบริษัท
 - 5.2 แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนผู้บริหาร
 - 5.3 แนวคิดเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ
 - 5.4 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
 - 5.5 สมมติฐานการศึกษาที่ 2
6. ตารางสรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศไทย และจากต่างประเทศ
7. กรอบแนวคิดในการศึกษา

ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดทุนไทยมีจุดเริ่มต้นจากการประกาศใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ฉบับที่ 1 (พ.ศ. 2504-2509) เพื่อรองรับการเติบโตและส่งเสริมความมั่นคงทางเศรษฐกิจและพัฒนาคุณภาพชีวิตของประชาชน ต่อมาแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2510-2514) ได้เสนอให้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ที่มีระบบระเบียบขึ้นเป็นครั้งแรก โดยเน้นให้มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ ต่อมาในปี พ.ศ. 2517 ได้มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อจะจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และการระดมเงินทุนในประเทศ และในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้นคือ The Securities Exchange of Thailand) ได้เปิดทำการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการครั้งแรกและได้ทำการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น "The Stock Exchange of Thailand" (SET) เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

สำหรับการกำหนดคุณสมบัติสำคัญ ๆ ของบริษัทที่จะยื่นคำขอเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะพิจารณาคุณสมบัติทั้งในเชิงตัวเลขและคุณภาพ เช่น ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานที่ดี มีการประกอบธุรกิจอย่างต่อเนื่องมาระยะเวลาหนึ่ง ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ มีระบบการควบคุมภายในที่ดี ผู้บริหารมีคุณสมบัติเหมาะสม มีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป รวมถึงมีการกระจายหุ้นที่พอเพียงเพื่อให้หุ้นนั้นมีสภาพคล่องในการซื้อขาย เป็นต้น

ตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการอย่างต่อเนื่องเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนให้เป็นไปตามหลักการที่ดี โดยได้เริ่มศึกษาเกี่ยวกับบทบาทของคณะกรรมการตรวจสอบตั้งแต่ พ.ศ. 2538 ก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย อีกทั้งในปี พ.ศ. 2541 ได้ออกข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องจัดตั้ง คณะกรรมการตรวจสอบภายในปี พ.ศ. 2542 และในปีเดียวกัน ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดทำข้อพึงปฏิบัติที่ดีสำหรับกรรมการบริษัทจดทะเบียน (Code of Best Practice for Directors of Listed Companies) เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการปฏิบัติงานของกรรมการ ต่อมาในปี พ.ศ. 2544 คณะอนุกรรมการเพื่อพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance Committee) ประกอบด้วยผู้แทนจากองค์กร วิชาชีพต่าง ๆ ได้เผยแพร่รายงานการกำกับดูแลกิจการฉบับล่าสุด เพื่อให้องค์กรในตลาดทุนที่จะพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการของตนได้นำไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาปฏิบัติตามที่เห็นว่าเหมาะสม

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยึดถือนโยบายสำคัญในการพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียน เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับการลงทุนในตลาดทุนของประเทศไทย เพื่อให้มีหน่วยงานเฉพาะรับภารกิจดังกล่าว ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดตั้ง ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Center) เพื่อรณรงค์และส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนตระหนักถึงความสำคัญและประโยชน์ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทั้งประโยชน์ต่อบริษัท และประโยชน์ต่อผู้มีส่วนได้เสีย อาทิ ผู้ถือหุ้น คู่ค้า ลูกค้า เจ้าพนักงาน และชุมชน เป็นต้น และเพื่อเสริมสร้างความรู้ความเข้าใจในแนวปฏิบัติเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลอดจนเพื่อผลักดันให้บริษัทจดทะเบียนนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีไปปรับใช้และปฏิบัติอย่างจริงจัง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556)

จากการศึกษาลักษณะของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้วพบว่า เป็นบริษัทที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนเป็นอย่างมาก อีกทั้งบริษัทดังกล่าวยังปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ภายใต้หน่วยงานกำกับดูแลที่รับผิดชอบด้านนี้โดยเฉพาะ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยชิ้นนี้ที่สนใจศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่อาจมีผลต่อผลตอบแทนกรรมการ ในขณะที่เดียวกันก็ได้ศึกษาผลตอบแทนผู้บริหารที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการโดยจะกล่าวเนื้อหาในลำดับถัดไป

ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการและผู้บริหาร

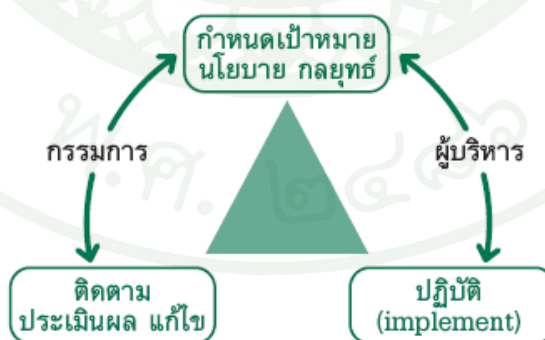
กิจการที่มีการระดมเงินทุนจากประชาชน หรือบุคคลภายนอกเข้ามา ลักษณะการบริหารจัดการจำเป็นต้องแบ่งแยกหน้าที่ของเจ้าของเงินและผู้บริหารจัดการองค์กร โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียน บทบาทของ “เจ้าของเงิน” “บริษัท” และ “ผู้จัดการ” ย่อมต้องแยกจากกัน โดยเจ้าของเงินทุนหรือผู้ถือหุ้นทุกคนอาจไม่สามารถบริหารจัดการองค์กรเองได้ จึงมีการแต่งตั้ง “กรรมการ” เพื่อเป็นผู้แทนและบริหารบริษัทในรูปของ “คณะกรรมการ” และโดยมากคณะกรรมการก็ไม่ได้จัดการบริษัทเอง แต่จะแต่งตั้งผู้จัดการหรือผู้บริหาร ทำหน้าที่บริหารจัดการบริษัทอีกชั้นหนึ่ง โดยคณะกรรมการในฐานะผู้แทนของผู้ถือหุ้น จึงมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการดูแลให้ผู้จัดการ บริหารกิจการให้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของเงิน และเป็นผู้แต่งตั้งคณะกรรมการนั้น โดยกรรมการทุกคนในฐานะส่วนหนึ่งของคณะกรรมการจะมีความรับผิดชอบต่อหน้าที่นี้อย่างเท่าเทียมกัน (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547)



ภาพที่ 2.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น กรรมการ และผู้บริหาร
ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2547)

สำหรับในทางปฏิบัติ ผู้ถือหุ้นบางคนอาจได้รับแต่งตั้งให้เป็นกรรมการ หรือผู้จัดการ ด้วย ซึ่งหมายความว่า ความเป็นผู้ถือหุ้น กรรมการ และผู้จัดการอาจจะรวมอยู่ในคนเดียวกัน กรณีนี้สามารถทำได้ หากแต่บุคคลนั้นต้องแยกแยะให้ได้ว่า ในขณะที่นั้นกำลังทำหน้าที่ในบทบาทใดอยู่ และสิ่งที่สำคัญที่พึงระลึกไว้เสมอก็คือ การทำหน้าที่ในฐานะกรรมการหรือผู้จัดการนั้น เป็นการทำเพื่อผู้ถือหุ้นทุกคน ซึ่งมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของเงินเหมือนกัน ไม่ใช่การทำหน้าที่เพื่อตัวเองแต่อย่างใด (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับบทบาทหน้าที่ของกรรมการและผู้บริหาร (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ , 2556)



ภาพที่ 2.2 แสดงหน้าที่ ความรับผิดชอบของกรรมการ และผู้บริหาร
ที่มา: บรรษัทภิบาลแห่งชาติ (2546)

จากภาพข้างต้น สามารถอธิบายบทบาทหน้าที่ของกรรมการและผู้บริหารบริษัทได้ดังต่อไปนี้

1. กำหนดทิศทาง นโยบาย และกลยุทธ์ทางธุรกิจของบริษัท เพื่อให้มั่นใจว่า บริษัทจะดำเนินงานไปในทิศทางที่คณะกรรมการเห็นว่า เป็นประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้น โดยกรรมการควรสรรหาผู้มีความรู้ ความสามารถมาเพื่อดำรงตำแหน่งผู้บริหารระดับสูง รวมทั้งกำหนดทิศทาง วิสัยทัศน์ เป้าหมาย นโยบาย และงบประมาณในการดำเนินงาน ซึ่งควรพิจารณาร่วมกับฝ่ายจัดการ เพื่อให้แผนงานนั้นเป็นที่ยอมรับร่วมกัน กรรมการจะต้องมอบหมายอำนาจให้ผู้บริหารเพื่อให้สามารถดำเนินงานให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ได้วางไว้ กรรมการยังเป็นผู้กำหนดมาตรการเพื่อให้ผู้บริหารดำเนินงานให้เป็นไปตามเป้าหมาย และแผนงานที่กำหนดไว้ (Performance Management System) เช่น เครื่องชี้วัดผลการดำเนินงาน การใช้ Balanced Score Card เป็นต้น นอกจากนี้กรรมการควรดูแลให้ฝ่ายจัดการมีการถ่ายทอดนโยบาย เป้าหมายต่าง ๆ ไปยังพนักงานทุกระดับขององค์กร อีกทั้งกรรมการยังมีหน้าที่จัดให้มีระบบบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสมอีกด้วย

2. ติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ เพื่อตรวจสอบ ถ่วงดุล เนื่องจากกรรมการต้องเป็นผู้รับผิดชอบผลการดำเนินงานของบริษัทต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้น บทบาทการตรวจสอบถ่วงดุลของคณะกรรมการจึงรวมถึง การดูแลให้มีการจัดทำบัญชีที่ถูกต้อง ครบถ้วน และมีระบบจัดเก็บเอกสารที่ทำให้สามารถตรวจสอบความถูกต้องของข้อมูลได้ในภายหลัง ทั้งนี้ เพื่อให้คณะกรรมการสามารถติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการได้ และให้ผู้ถือหุ้นติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทได้อีกทอดหนึ่งด้วย กรรมการควรจัดให้มีระบบการรายงานผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงว่า เป็นไปตามเป้าหมายหรือไม่ รวมทั้ง ปัญหาและอุปสรรคต่าง ๆ เพื่อให้คณะกรรมการสามารถติดตาม ปรับปรุง และแก้ไขแผนงานและกลยุทธ์ต่าง ๆ ได้ตามความเหมาะสม กรรมการต้องจัดให้มีระบบการควบคุมภายในที่เพียงพอ เหมาะสม เพื่อให้มั่นใจว่าการทำรายการต่าง ๆ จะได้รับอนุมัติจากผู้มีอำนาจ มีการจัดทำบัญชีที่ถูกต้อง และระบบต่าง ๆ สามารถป้องกันการนำทรัพย์สินของบริษัทไปใช้ในทางที่มีขอบ คณะกรรมการยังต้องประเมินผลการดำเนินงาน และกำหนดผลตอบแทนให้ผู้บริหาร และคณะกรรมการต้องอนุมัติรายการต่าง ๆ หรือเสนอความเห็นต่อผู้ถือหุ้นให้อนุมัติการทำรายการด้วยความระมัดระวัง ซื่อสัตย์สุจริต โดยคำนึงถึงประโยชน์ที่ดีที่สุดของบริษัทเป็นสำคัญ

ทฤษฎีตัวแทน

มนวิกา ผดุงสิทธิ์ (2548) กล่าวว่า ivalว่า ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เสนอแนะว่า ผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหารควรเพียงพอที่จะจูงใจและรักษาไว้ซึ่งกรรมการและผู้บริหารที่มีคุณภาพตามต้องการ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร และควรอยู่ในลักษณะที่เปรียบเทียบได้กับระดับที่ปฏิบัติอยู่ในอุตสาหกรรม และประโยชน์ที่จะได้รับจากกรรมการและผู้บริหาร ซึ่งในทางปฏิบัตินั้น ผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารควรมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัท ดังที่กล่าวในทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) ที่เป็นผู้กำหนดขอบเขตงานที่ต้องทำ และตัวแทน (Agency) ที่เป็นเสมือนตัวแทนของตัวการในการปฏิบัติงานตามขอบเขตนั้น จึงอาจเกิดความขัดแย้งขึ้นได้ 2 ประเภท ประเภทแรกเรียกว่า Adverse Selection เป็นปัญหาที่ตัวการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนที่ถูกเลือกเข้ามา นั้น จะมีความสามารถในการทำงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ และประเภทที่สองเรียกว่า Moral Hazard เป็นปัญหาที่ตัวการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าเมื่อเลือกตัวแทนเข้ามาเป็นตัวแทนแล้ว ตัวแทนนั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่ หรือมีการปฏิบัติงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่ ซึ่งในกรณีของบริษัท ตัวการ (Principal) ก็คือผู้ถือหุ้น และ ตัวแทน (Agent) ก็คือกรรมการและผู้บริหาร โดยทฤษฎีตัวแทนได้ระบุว่าบริษัทจะต้องมีสัญญา (Contract) ที่มีประสิทธิภาพเพื่อดึงดูดให้กรรมการและผู้บริหารทำงานโดยมุ่งที่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก การจ่ายผลตอบแทนให้กับกรรมการและผู้บริหารควรจัดเป็นสัญญาที่บริษัทใช้ในการจูงใจให้กรรมการและผู้บริหารปฏิบัติงานให้มีผลสอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับ

นอกจากนี้ มนวิกา ผดุงสิทธิ์ (2548 อ้างถึง Alchian and Demsetz, 1972) และ Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวว่าผลตอบแทนที่จ่ายเป็นจำนวนเงินคงที่ไม่น่าจะเป็นทางเลือกที่เหมาะสมเสมอไปในการแก้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น (Principal) และ กรรมการ/ ผู้บริหาร (Agent) เนื่องจากไม่ว่ากรรมการหรือผู้บริหารจะทำงานมากหรือน้อยก็จะได้ผลตอบแทนคงที่ ทำให้การทำงานไม่เต็มไปด้วยประสิทธิภาพ ขาดความระมัดระวังในการใช้เงิน แต่ถ้าบริษัทกำหนดผลตอบแทนนั้นให้มีความสัมพันธ์กับปัจจัยบางปัจจัย เช่น มูลค่าของหุ้น ก็จะทำให้กรรมการ/ ผู้บริหารมีความเป็นเจ้าของมากขึ้น และปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับกรรมการหรือผู้บริหารจะลดน้อยลงไป เนื่องจากผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของตัวเอง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee et al. (2005) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูงที่มีผลต่อมูลค่าหุ้นภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดี นอกจากนี้การกำกับดูแลกิจการที่ดียังส่งผลให้ความขัดแย้งระหว่างตัวการ และตัวแทนลดลง เพราะว่ากรรมการและผู้บริหารได้ทำงานด้วยความระมัดระวัง มุ่งเน้น

ที่ประโยชน์ขององค์กรโดยรวม อีกทั้ง ทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องมีการรับรู้และเชื่อมั่นว่าบริษัทดำเนินงานด้วยความโปร่งใส ส่งผลให้ต้นทุนของเงินลงทุน (Cost of Capital) ลดลงในที่สุด

หากพิจารณาในมุมมองของโครงสร้างและกระบวนการภายในที่ใช้ในการประเมินผลงานของกรรมการและฝ่ายบริหารก็เปรียบเสมือนกลไกในการบรรเทาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ของฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้น โดยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มีแนวคิดที่ว่า ฝ่ายบริหารเปรียบเสมือนเป็นตัวแทน (Agents) ของผู้ถือหุ้น และผู้ถือหุ้นก็เปรียบเสมือนตัวการ (Principal) ทั้งสองฝ่ายนี้ก็มี ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ผู้ถือหุ้นเป็นผู้เลือกคณะกรรมการเพื่อทำหน้าที่ในการคัดเลือกฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนในการบริหารงาน ผู้ถือหุ้นได้กำหนดค่าจ้างให้แก่กรรมการและฝ่ายบริหารเป็นค่าตอบแทนในการบริหารงาน ผลงานของกรรมการและฝ่ายบริหารสามารถพิจารณาจากข้อมูลในรายงานการเงินของบริษัทเป็นหลัก ดังนั้น จึงต้องมีกลไกในการควบคุมการจัดทำข้อมูลในรายงานการเงิน เพื่อให้รายงานผลการดำเนินงาน และผลการปฏิบัติงานของตัวแทนได้อย่างถูกต้อง เพื่อสร้างมูลค่าต่อผู้ถือหุ้นในระยะยาว กลไกในการควบคุมดังกล่าวก็คือ กฎหมายและข้อบังคับต่างๆ ที่กำหนดโดยหน่วยงานรัฐ ก.ล.ต ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย เช่น

- 1) งบการเงินต้องผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาตที่เป็นไปตามหลักเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ
- 2) การกำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต้องจัดทำรายงาน 56-1
- 3) การกำหนดให้มีการเปิดเผยยอดรวมผลตอบแทนของผู้บริหาร 15 รายแรกที่ได้ค่าตอบแทนสูงสุด โดยไม่ต้องแจกแจงเป็นรายบุคคล

ความเกี่ยวเนื่องสัมพันธ์ระหว่างของผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) จะแตกต่างกันไปในแต่ละองค์กร แต่โดยส่วนใหญ่จะหมายถึง ผู้เกี่ยวข้องภายในและภายนอก ไม่ว่าจะเป็นเจ้าของกิจการ ฝ่ายบริหาร คณะกรรมการบริษัท เจ้าหนี้ สถาบันกำกับดูแล หน่วยงานรัฐ ลูกจ้าง พนักงานลูกจ้าง ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายล้วนมีความคาดหวังต่างกันและต่างก็ต้องการการปฏิบัติอย่างยุติธรรม ความคาดหวังต่างกันในตัวเองเป็นสาเหตุให้เกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ดังนั้น องค์กรจึงต้องจัดให้มีกลไกบริหารความสัมพันธ์ของผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งก็คือ การจัดโครงสร้างบริษัทด้านผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) โครงสร้างและบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการบริหาร (Management and Supervisory Board Structure and Roles) โครงสร้างและบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee Structure and Roles) การกำหนดแนวปฏิบัติของผู้บริหารของบริษัท (Code of

Best Practices) จริยธรรมทางธุรกิจ (Business Code of Conduct) เป็นต้น กลไกเหล่านี้มีบทบาทมากในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายว่าผลประโยชน์ของตนจะได้รับการดูแลและปฏิบัติอย่างเป็นธรรม (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

1. แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

คณะกรรมการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต (2556) ได้กล่าวไว้ว่า การกำกับดูแล (Governance) ได้มีนักวิชาการในประเทศสหรัฐอเมริกาและอังกฤษริเริ่มนำมาใช้แพร่หลายตั้งแต่ทศวรรษที่ 1980 และต่อมาได้มีการพัฒนาจนกลายเป็นคำว่า การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance: CG) ซึ่งเป็นแนวคิดและกระบวนการที่องค์กรพึงปฏิบัติ กรอบแนวคิดการกำกับดูแลกิจการจะมีส่วนปลีกย่อยแตกต่างกันไปตามรูปแบบของการจัดตั้งองค์กร เช่น บริษัทมหาชน บริษัทเอกชน ต่างก็มีรูปแบบการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกันตามกลุ่มของผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการ ในอุตสาหกรรมที่ต่างกันก็มักจะมีรายละเอียดปลีกย่อยที่แตกต่างกันตามลักษณะของความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจ

การกำกับดูแลกิจการ เป็นแนวคิดและกระบวนการหรือข้อพึงปฏิบัติขององค์กร ซึ่งไม่มีรูปแบบเดียวเป็นมาตรฐานตายตัว มักอิงอยู่กับสามัญสำนึกและดุลพินิจเป็นหลักใหญ่ โดยยึดหลักการที่ว่าสาระมีความสำคัญเหนือรูปแบบ (Substances over Form) (นวพร เรืองสกุล, 2545) มีผู้ให้คำจำกัดความของคำว่า การกำกับดูแลกิจการ ไว้หลายความหมาย เป็นต้นว่า องค์กรเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Cooperation and Development: OECD) ได้ให้คำจำกัดความของการกำกับดูแลกิจการ ไว้ว่า "Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined." (OECD, 2004) ตามคำจำกัดความของ OECD การกำกับดูแลกิจการ ก็คือ ความเกี่ยวเนื่องสัมพันธ์กันของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่มในองค์กร ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียพึงได้รับการปฏิบัติอย่างอย่างเป็นธรรม นั่นคือ เจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้น ผู้ซื้อสินค้า ผู้ขายสินค้า พนักงานลูกจ้าง เจ้าหน้าที่รัฐบาล และสังคมโดยรวม ต้องได้รับการปฏิบัติอย่างยุติธรรม และเสมอภาค นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการ ยังรวมถึง ระบบการบริหาร และควบคุมการดำเนินงานภายในของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว

ทั้งนี้แต่ละองค์กรในแต่ละประเทศ ก็ย่อมที่จะมีโครงสร้างและเกณฑ์กำหนดในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ ที่แตกต่างกันออกไป

แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ เป็นที่ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นในระดับสากล นับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์การเงินในเอเชีย และกรณีการล่มสลายของบริษัท Enron และ Worldcom เป็นต้นมา การกำกับดูแลกิจการเพิ่มความสำคัญสำหรับองค์กรที่เป็นบริษัทมหาชน เนื่องจากต้องรับผิดชอบต่อผู้ที่เกี่ยวข้อง (ผู้มีส่วนได้เสีย) มากมายหลายฝ่าย เช่น ผู้ถือหุ้นภายนอก (Outside Shareholders) พนักงานลูกจ้าง ชุมชน สังคมส่วนรวม นั่นคือ ผู้ถือหุ้นภายนอก ต้องได้รับความคุ้มครองในการลงทุน พนักงานลูกจ้างต้องได้รับความคุ้มครองในด้านสิทธิมนุษยชน สังคมส่วนรวมต้องได้รับความพิทักษ์ ดังนั้น องค์กรต้องจึงต้องจัดให้มีระบบการบริหารงาน การควบคุมสอดส่องดูแลเพื่อพิทักษ์และปกป้องผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียในระยะยาว อันจะเป็นการสร้างมูลค่าให้กับองค์กรเพื่อความยั่งยืนในระยะยาวด้วยเช่นกัน

การกำกับดูแลกิจการมีหลายมุมมอง แต่หากมองในภาพรวมตามคำนิยามที่กำหนดโดย OECD นั้น จะครอบคลุมองค์ประกอบ 3 ส่วน กล่าวคือ 1) โครงสร้างและกระบวนการภายในที่ใช้ในการประเมินผลงานของฝ่ายบริหาร 2) ความเกี่ยวเนื่องสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ฝ่ายบริหารจัดการ ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นในการสอดส่องดูแลผลปฏิบัติงานของบริษัท และ 3) ระบบการควบคุมภายในเพื่อควบคุม ตรวจสอบและป้องกันความเสี่ยงอันจะก่อให้เกิดการเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว ภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดี (Organization for Economic Cooperation and Development, 2004)

องค์กรที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีต้องมีระบบการควบคุมภายในที่ดีส่งเสริมให้บรรลุมิติวัตถุประสงค์ในระยะยาว และเสริมสร้างให้เกิดความโปร่งใส ไร้ทุจริตในองค์กร ซึ่งถือว่าเป็นเรื่องที่มีความจำเป็นอย่างยิ่งต่อการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน การควบคุมภายในที่ดีต้องเน้นในทุกระดับขององค์กร ตั้งแต่ระดับแผนก ระดับฝ่าย ไปจนถึงองค์กรโดยรวม ทั้งนี้ควรมีกลไกในการป้องกัน (Preventive Control Mechanism) ตรวจจับการทุจริตหรือข้อผิดพลาด (Detective Control Mechanism) อันจะเป็นการสะท้อนถึงประสิทธิภาพของการออกแบบกลไกในการป้องกันความเสี่ยง นอกจากนี้ระบบควบคุมภายในควรที่จะส่งเสริมให้บรรลุมิติวัตถุประสงค์หลักของการควบคุมภายในทั้ง 3 ด้าน คือ ด้านการปฏิบัติงาน (Operations Objectives) ด้านการจัดทำรายงานการเงิน (Financial Reporting Objectives) และด้านความสอดคล้องกับกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง (Compliance Objectives)

ซึ่งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549 ประกอบด้วย หลักการและแนวปฏิบัติที่ดีเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ แต่ไม่รวมถึงเรื่องที่ถูกกฎหมาย กำหนดให้ปฏิบัติไว้ชัดเจนแล้ว ซึ่งเนื้อหาแบ่งเป็น 5 หมวด ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส 5) ความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน, 2549)

จะเห็นได้ว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ให้ความสนใจเรื่องการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น เพื่อประโยชน์แก่องค์กรเอง และผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ ดังนั้นผู้วิจัยจึงนำแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาเป็นส่วนหนึ่งในการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกรรมการ เนื่องจากกรรมการคือ ผู้ที่เชื่อมโยงระหว่าง ผู้ถือหุ้น กับฝ่ายจัดการ ซึ่งกรรมการบริษัทถือเป็นหัวใจสำคัญของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กร อีกทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดียังช่วยสร้างมูลค่าให้กับองค์กรเพื่อความยั่งยืนในระยะยาว โดยจะมีการศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์ในงานวิจัยนี้เช่นเดียวกัน สำหรับรายละเอียดจะกล่าวในลำดับถัดไป

2. แนวคิดเกี่ยวกับกรรมการบริษัทจดทะเบียน

ในหลักจริยธรรมทั่วไป (Code of Business Conduct) กรรมการควรทำหน้าที่โดยคำนึงถึงหลักความซื่อตรง (Integrity) ความโปร่งใส ตรวจสอบได้ (Transparency) และความเป็นธรรมกับผู้ที่เกี่ยวข้อง (Fairness) รวมทั้งกรรมการยังมีความรับผิดชอบต่อและต้องคำนึงถึงหน้าที่ตามกฎหมาย โดยพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนฯ กำหนดไว้ว่า กรรมการต้องปฏิบัติหน้าที่ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต และระมัดระวังรักษาประโยชน์ของบริษัท (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

บทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการบริษัท

ตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2538 กล่าวไว้ว่า “คณะกรรมการบริษัทมีอำนาจและหน้าที่จัดการบริษัทให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ข้อบังคับ และมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้น” ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทจะมีอำนาจมากน้อยเพียงใด ก็ขึ้นอยู่กับข้อบังคับบริษัท และมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นจะกำหนดไว้ เว้นแต่บางเรื่องที่ถูกกฎหมายบังคับว่า จะต้องได้มติเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก่อน เช่น การเพิ่มหรือลดทุน การจ่ายเงินปันผล การควบรวมกิจการ เป็นต้น ซึ่งนั่นหมายความว่า คณะกรรมการไม่มีอำนาจอนุมัติในเรื่องเหล่านั้น แต่ก็ยังมีหน้าที่ต้องเสนอความเห็นต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นอยู่ (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

การที่คณะกรรมการจะสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ควรประกอบไปด้วยปัจจัยอย่างน้อย 3 ประการ คือ

- 1) โครงสร้างและองค์ประกอบของคณะกรรมการจะต้องเหมาะสม เอื้อให้กรรมการสามารถทำหน้าที่ดังกล่าวได้
- 2) คณะกรรมการมีวิธีการทำงานที่มีประสิทธิภาพ
- 3) กรรมการแต่ละคนจะต้องเข้าใจบทบาท หน้าที่ และทำหน้าที่ของตนอย่างเต็มที่ โดยทุกคนมีเป้าหมายร่วมกัน คือการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการและผู้ถือหุ้น

องค์ประกอบของคณะกรรมการ

คณะกรรมการควรมีความรู้ ประสบการณ์ในธุรกิจเพียงพอที่จะให้ทิศทาง นโยบายแก่ฝ่ายจัดการ และมีความเป็นอิสระเพียงพอที่จะทำหน้าที่ตรวจสอบถ่วงดุลการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ ทั้งนี้ กรรมการบางส่วนอาจเป็นผู้บริหารด้วย เนื่องจากอยู่ใกล้ชิดธุรกิจ และสามารถทำหน้าที่เชื่อมโยงการทำงานของคณะกรรมการกับฝ่ายจัดการได้ สำหรับขนาดของคณะกรรมการก็ควรมีขนาดที่เหมาะสม ไม่เล็กเกินไปจนขาดความหลากหลายทางความคิด หรือไม่ควรใหญ่เกินไปจนขาดประสิทธิภาพและความคล่องตัว อีกทั้งคณะกรรมการควรประกอบไปด้วยกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถที่หลากหลาย เพื่อให้เห็นโอกาส และความเสี่ยงในด้านที่แตกต่างกัน (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

การสรรหาและแต่งตั้งกรรมการบริษัท

ควรเอื้อให้ผู้ถือหุ้นสามารถเสนอ และเลือกบุคคลที่มีคุณสมบัติเหมาะสม นำไว้วางใจ มาดำรงตำแหน่งกรรมการได้อย่างน้อยตามสัดส่วนการถือหุ้น คณะกรรมการต้องสรรหาบุคคลที่เป็นอิสระ และมีคุณสมบัติเหมาะสมมาดำรงตำแหน่งกรรมการอย่างน้อยสำหรับส่วนที่เป็นกรรมการอิสระ และในกรณีที่มีการแต่งตั้งกรรมการที่ครบวาระเข้าดำรงตำแหน่งซ้ำ ควรมีกลไกในการประเมินการทำหน้าที่ของกรรมการที่ครบวาระนั้นก่อนด้วย เพื่อเสริมสร้างความรับผิดชอบต่อหน้าที่ของกรรมการ และให้มั่นใจว่ากรรมการที่ดีเท่านั้นจึงจะได้รับการต่อวาระ (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

โครงสร้างของคณะกรรมการ

เพื่อให้การปฏิบัติหน้าที่ของคณะกรรมการมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น คณะกรรมการสามารถแต่งตั้งคณะกรรมการย่อย (Committee) เพื่อปฏิบัติหน้าที่แทนคณะกรรมการบางส่วนได้ตามความจำเป็นของแต่ละบริษัท ซึ่งอาจพิจารณาจากขนาด ปริมาณธุรกิจ ความซับซ้อน หรือความต้องการความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน โดยคณะกรรมการยังมีหน้าที่ติดตามการดำเนินงานของผู้ที่ได้รับมอบหมายให้เป็นไปตามเป้าหมายและขอบเขตที่คณะกรรมการมอบหมาย ทั้งนี้ คณะกรรมการย่อยที่มีการแต่งตั้ง และมีบทบาทมากขึ้นในปัจจุบัน ได้แก่ (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

1. คณะกรรมการบริหาร (Executive Committee) คณะกรรมการอาจจะเลือกแต่งตั้งคณะกรรมการบริหารหรือไม่ก็ได้ ขึ้นอยู่กับความจำเป็นเหมาะสมของธุรกิจ แต่หากแต่งตั้งก็ต้องกำหนดขอบเขตอำนาจหน้าที่ให้ชัดเจน ตัวอย่างเรื่องที่คณะกรรมการบริหารมักได้รับมอบหมายให้พิจารณา เช่น การกลั่นกรองเรื่องต่างๆ ก่อนเสนอที่ประชุมคณะกรรมการ การอนุมัติการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจปกติของบริษัท แต่อาจจะมียวงเงินของรายการสูงกว่าที่คณะกรรมการจะมอบหมายให้ผู้บริหารเพียงรายใดรายหนึ่งมีอำนาจอนุมัติตามลำพัง ทั้งนี้ กรรมการบริหารอาจจะเป็นผู้บริหารด้วยหรือไม่ก็ได้

2. คณะกรรมการตรวจสอบ (Audit Committee) มีหน้าที่ตรวจสอบถ่วงดุลเพื่อกำกับดูแลกิจการอย่างเพียงพอ และเป็นอิสระ เกณฑ์การอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์ของ ก.ล.ด. และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ จึงกำหนดให้คณะกรรมการบริษัทจดทะเบียน ต้องแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบขึ้น โดยประกอบไปด้วยกรรมการที่เป็นอิสระอย่างน้อย 3 คน เพื่อทำหน้าที่ดังนี้

- 1) สอบทานให้บริษัทมีรายงานทางการเงินที่ถูกต้องและน่าเชื่อถือ
- 2) สอบทานความเพียงพอและควมมีประสิทธิภาพของระบบควบคุมภายใน
- 3) สอบทานให้บริษัทปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง
- 4) พิจารณาคัดเลือกและเสนอคำตอบแทนผู้สอบบัญชี
- 5) ดูแลให้มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับรายการเกี่ยวโยงกันที่ถูกต้องครบถ้วน
- 6) ดำเนินการอื่นๆ ตามที่คณะกรรมการบริษัทมอบหมาย
- 7) จัดทำรายงานคณะกรรมการตรวจสอบเสนอต่อคณะกรรมการ และเปิดเผยในรายงานประจำปี

3. คณะกรรมการสรรหา (Nominating Committee) มีหน้าที่ในการคัดเลือกบุคคลที่จะเข้ามาเป็นกรรมการ หรือผู้บริหารระดับสูงที่มีความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ที่เหมาะสม และเป็นอิสระ หลายบริษัทแต่งตั้งคณะกรรมการสรรหาขึ้นเพื่อทำหน้าที่สรรหาและกลั่นกรองบุคคลที่เหมาะสม ก่อนการเสนอชื่อให้คณะกรรมการหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นแต่งตั้ง ส่วนมากแล้ว คณะกรรมการดังกล่าวมักแต่งตั้งขึ้นเพื่อทำหน้าที่เป็นครั้งคราว และในบริษัทที่ไม่ได้ตั้ง คณะกรรมการชุดนี้ คณะกรรมการทั้งคณะก็ควรเป็นผู้ทำหน้าที่นี้เอง โดยไม่ให้บุคคลใด บุคคลหนึ่งมีอำนาจเด็ดขาดในการแต่งตั้งกรรมการหรือผู้บริหารระดับสูง

4. คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน (Compensation Committee)

คณะกรรมการชุดนี้เกิดขึ้นจากหลักการที่ว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารระดับสูงและกรรมการ ควรจะเหมาะสมกับอำนาจ หน้าที่ และปริมาณความรับผิดชอบ รวมถึงสะท้อนถึงความสามารถในการปฏิบัติหน้าที่ให้เป็นไปตามเป้าหมาย โดยผู้ถูกประเมิน และผู้กำหนดค่าตอบแทนจะต้องไม่เป็นคนเดียวกัน หรือคนที่ผู้ถูกประเมินสามารถควบคุมได้ หากบริษัทใดไม่ได้แต่งตั้งคณะกรรมการชุดนี้แล้ว คณะกรรมการทั้งชุดก็ต้องทำหน้าที่ดังกล่าวโดยกรรมการที่เป็นผู้บริหารที่ถูกประเมินไม่ได้เข้าประชุมด้วย

5. คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง (Risk Management Committee) บางบริษัทจะจัดตั้งคณะกรรมการชุดนี้ขึ้นมาเพื่อควบคุมความเสี่ยงของบริษัท โดยกรรมการควรประกอบไปด้วยความรู้ ความเข้าใจ และความเชี่ยวชาญในธุรกิจเป็นอย่างดี เพื่อที่จะสามารถระบุความเสี่ยง และกำหนดมาตรการป้องกัน ติดตาม ดูแลได้อย่างเหมาะสม แต่ในบางบริษัทจะมอบหมายให้คณะกรรมการตรวจสอบทำหน้าที่นี้ เพราะถือเป็นส่วนหนึ่งของการมีระบบควบคุมภายในที่เพียงพอ และเหมาะสม

อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าจะเป็นหน่วยงานกำกับดูแล ก.ล.ต. หรือตลาดหลักทรัพย์ ก็ไม่ได้กำหนดเป็นข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีคณะกรรมการสรรหา และคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน แต่สนับสนุนให้มีเพื่อให้การสรรหา และการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารระดับสูงมีความโปร่งใส และเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยสมาชิกทั้งหมดของคณะกรรมการตรวจสอบ และสมาชิกส่วนใหญ่ของคณะกรรมการสรรหา และคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนควรเป็นอิสระจากฝ่ายบริหาร

3. แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนกรรมการ

ผลตอบแทนกรรมการเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการสรรหาบุคคลที่มีความรู้ความสามารถมาดำรงตำแหน่ง รักษาบุคคลไว้ และจูงใจการทำงานให้เป็นไปตามเป้าหมาย แต่จากลักษณะของรายการแล้ว ผลตอบแทนดังกล่าวอาจเข้าข่ายเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันได้ เพราะเป็นเรื่องที่กรรมการมีส่วนได้เสียโดยตรงในเรื่องที่พิจารณา ดังนั้น ผลตอบแทนนี้จึงควร จะเหมาะสมกับตำแหน่ง หน้าที่ ความรับผิดชอบ และผลการปฏิบัติงาน ของกรรมการแต่ละราย และกำหนดหรือประเมินโดยบุคคลอื่นที่ดูแลการทำหน้าที่ของบุคคลดังกล่าว ซึ่งต้องไม่ใช่ผู้ ได้รับผลตอบแทนนั่นเอง (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

ผลตอบแทนของกรรมการเป็นเรื่องที่ละเอียดอ่อน ดังนั้นจึงไม่มีกฎเกณฑ์ใดที่กำหนดใน เรื่องจำนวนผลตอบแทน แต่มีข้อกำหนดเรื่องกระบวนการกำหนดผลตอบแทนกรรมการดังนี้

1. พ.ร.บ. บริษัทมหาชนฯ ได้กล่าวเฉพาะผลตอบแทนของกรรมการไม่รวมผู้บริหาร โดยมีข้อกำหนดที่สำคัญคือ

- 1) ห้ามบริษัทจ่ายเงินหรือทรัพย์สินอื่นให้กรรมการ เว้นแต่เป็นผลตอบแทนตาม ข้อบังคับบริษัท
- 2) ถ้าข้อบังคับบริษัทไม่ได้กำหนดไว้ ให้จ่ายได้เมื่อได้รับมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น ด้วยคะแนนเสียง 2 ใน 3 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุม

2. ประกาศ ก.ล.ต. ไม่ได้กำหนดเรื่องวิธีการกำหนดผลตอบแทนของกรรมการ แต่กล่าวไว้ว่าต้องเปิดเผยข้อมูลผลตอบแทนรวมของกรรมการ ผลตอบแทนรวมของผู้บริหาร (ซึ่ง หมายถึง Top 5 หรือเทียบเท่า) และจำนวนกรรมการ และผู้บริหาร ตามลำดับ

3. ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีข้อกำหนดเรื่องวิธีการกำหนดผลตอบแทนของ กรรมการ แต่มีคำแนะนำตามรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดีว่า การกำหนดผลตอบแทนของ กรรมการและผู้บริหาร ควรกำหนดโดยผู้ที่เป็นอิสระ ซึ่งอาจจะตั้งคณะกรรมการพิจารณา ผลตอบแทนขึ้น เพื่อทำหน้าที่ดังกล่าว

ผู้กำหนดผลตอบแทนของกรรมการ

เนื่องจากกรรมการทำหน้าที่ในฐานะผู้แทนของผู้ถือหุ้น เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้น แนวทางที่ดีที่สุดในการปฏิบัติตาม พ.ร.บ. บริษัทมหาชน คือการเสนอผลตอบแทนของกรรมการที่เป็นตัวเงินทั้งหมดให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติเป็นรายปี เพื่อให้ผู้ถือหุ้นสามารถกำหนดผลตอบแทนดังกล่าวได้อย่างเหมาะสมกับสภาพการณ์ในแต่ละขณะ และเป็นกลไกให้กรรมการมีแรงจูงใจ และต้องรับผิดชอบต่อผลการดำเนินงานมากขึ้น

ในทางปฏิบัติแล้ว กรรมการบางท่านอาจรู้สึกไม่สะดวกใจกับการเสนอเรื่องเงินผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นเป็นผู้พิจารณา หากเป็นเช่นนี้แล้ว กรรมการท่านนั้นก็อาจเลือกอีกแนวทางหนึ่งที่ พ.ร.บ. บริษัทมหาชน เปิดไว้ให้คือ กำหนดกรอบการจ่ายผลตอบแทนของกรรมการไว้ในข้อบังคับบริษัทซึ่งทำให้กรรมการท่านนั้นไม่ต้องเสนอเรื่อง ผลตอบแทนดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้นพิจารณา โดยหากเลือกที่จะกำหนดข้อตกลงเรื่องผลตอบแทนไว้ในข้อบังคับบริษัทแล้ว กรรมการท่านนั้นต้องแน่ใจด้วยว่า ข้อตกลงที่กำหนดไว้นั้น ยึดหยุ่นเพียงพอที่จะปรับเปลี่ยนผลตอบแทนของกรรมการได้ตามผลการดำเนินงานของคณะกรรมการ และขณะเดียวกัน ก็ชัดเจนเพียงพอที่จะไม่ทำให้คณะกรรมการต้องใช้ดุลยพินิจในการกำหนดผลตอบแทนของกรรมการอีก เช่น อาจกำหนดค่าเบี้ยประชุมเป็นจำนวนเงินที่แน่นอน และกำหนดบำเหน็จกรรมการเป็นอัตราร้อยละของกำไรสุทธิ เป็นต้น และไม่ควรกำหนดจำนวนสูงสุดไว้สูงๆ หรือให้จ่ายได้ตามมติคณะกรรมการ ซึ่งทำให้คณะกรรมการกำหนดผลตอบแทนของตนเองได้ ทั้งนี้ แม้จะได้กำหนดข้อตกลงไว้ในข้อบังคับอยู่แล้ว แต่ก็ควรจะมีการเสนอข้อตกลงดังกล่าวให้ผู้ถือหุ้นทบทวนความเหมาะสมอยู่เป็นระยะด้วย

รูปแบบของผลตอบแทนของกรรมการ

ผลตอบแทนของกรรมการสามารถแบ่งได้เป็น 2 ส่วนหลักๆ ดังนี้

1. ส่วนที่เป็นผลตอบแทนพื้นฐาน เช่น เบี้ยประชุม เงินเดือนกรรมการ สิ่งเหล่านี้ควรจะกำหนดไว้ล่วงหน้า โดยสะท้อนถึงความรับผิดชอบ และความเสี่ยงของกรรมการแต่ละลักษณะ เช่น ประธานกรรมการ กรรมการตรวจสอบ กรรมการบริหาร เป็นต้น

2. ส่วนที่เป็นรางวัล เช่น โบนัส บำเหน็จกรรมการ ESOP ซึ่งสิ่งเหล่านี้จะผันแปรตามมูลค่าที่คณะกรรมการสร้างให้ผู้ถือหุ้น โดยอาจจะเสนอให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาปีถัดไป พร้อมกับการรายงานและการประเมินผลการดำเนินงานประจำปี หรืออาจจะกำหนดเป็นสูตร

ตั้งแต่ต้น เช่น ให้บำเหน็จกรรมการ X% ของกำไรสุทธิ และให้คณะกรรมการกำหนดวิธีจัดสรรระหว่างกรรมการด้วยตนเอง เป็นต้น

การกำหนดผลตอบแทนของกรรมการ ให้ผันแปรไปตามผลการดำเนินงานของบริษัทนี้มีข้อดีในด้านการสร้างแรงจูงใจในการสร้างผลการดำเนินงานที่ดีให้กับบริษัท แต่หากกำหนดผลตอบแทนส่วนนี้ไว้สูงเกินไป ก็อาจจะเป็นแรงจูงใจให้กรรมการคำนึงถึงผลประโยชน์ของบริษัทในระยะสั้นมากกว่าระยะยาวได้ ซึ่งจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ดังนั้น จึงเป็นหน้าที่อย่างหนึ่งของคณะกรรมการในการดูแลผลตอบแทนทั้ง 2 ลักษณะนี้ให้มีสัดส่วนที่เหมาะสมตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ปัจจัยในการกำหนดผลตอบแทนกรรมการ

1. ความสอดคล้องกับผลตอบแทนในอุตสาหกรรมเดียวกัน
2. ขอบเขตความรับผิดชอบ
3. สถานะความเข้มแข็งทางการเงินของบริษัท
4. ความสอดคล้องระหว่างวิธีการวัดผลการปฏิบัติงาน กับการบรรลุเป้าหมายของบริษัท

4. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ)

งานวิจัยในประเทศไทย

อภิชาติ โตรุ่ง (2553) ได้ทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET 100 โดยใช้ข้อมูลช่วงปี พ.ศ. 2549-2551 จำนวน 3 ปี มีข้อมูลที่สามารถใช้ในการวิเคราะห์จำนวน 293 ข้อมูล และได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนกรรมการบริษัทจดทะเบียน สำหรับค่าตอบแทนของกรรมการได้เลือกเฉพาะค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินเท่านั้น และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของคณะกรรมการ ความเป็นอิสระจากการบริหารของประธานกรรมการบริษัท อายุบริษัท ขนาดของบริษัท ผลการดำเนินงาน และสัดส่วนการถือหุ้น ผลจากการใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) พบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกเล็กน้อยกับค่าตอบแทนกรรมการที่ระดับความเชื่อมั่น 95% นั่นหมายความว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูง ค่าตอบแทนกรรมการจะสูงตาม เพื่อให้เหมาะสมกับตำแหน่งหน้าที่ ภาวะความ

รับผิดชอบ สอดคล้องกับผลงานและความรู้ ความสามารถ ประสบการณ์ของกรรมการอิสระ และผลการวิจัยยังพบอีกว่าขนาดของคณะกรรมการ และขนาดของบริษัท ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งผลงานวิจัยของ อภิชาติ โตรุ่ง (2553) ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fernandes (2007) ที่พบว่า บริษัทจะจ่ายผลตอบแทนกรรมการที่สูงขึ้นตามสัดส่วนของกรรมการอิสระที่มากขึ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ryan and Wiggins III (2004) ที่พบว่า กรรมการอิสระที่มีสัดส่วนมากจะมีค่าตอบแทนที่มากเช่นกัน

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่พบหลักฐานสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ ดังเช่นงานวิจัยของ Panyaphuntrakun (2009) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี ค.ศ. 2004-2007 จำนวน 317 บริษัท ซึ่งผลงานวิจัยพบว่าขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) ประสบการณ์ของกรรมการ (วัดโดยอายุของกรรมการ) (Director Age) และ การควรรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) ทั้ง 3 ตัวแปรนี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกรรมการ โดยบริษัทที่มีอายุเฉลี่ยของกรรมการที่น้อยจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการที่น้อยกว่าบริษัทที่มีอายุเฉลี่ยของกรรมการที่มากกว่า ในขณะที่บริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการเฉลี่ยที่เล็กจะมีความสัมพันธ์ที่มากต่อผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือ คณะกรรมการขนาดเล็กจะได้รับผลตอบแทนที่มากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่กว่า สำหรับตัวแปรการควรรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันนั้น ได้รับการแนะนำจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งถือเป็นกลไกหนึ่งในการช่วยลดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่าง ผู้ถือหุ้น กับ ผู้บริหารซึ่งก็คือความโปร่งใสของกรรมการ โดยเชื่อว่าการควรรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันจะมีอำนาจควบคุมและมีอิทธิพลในการพิจารณาผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการควรรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันจะมีการกำหนดผลตอบแทนกรรมการที่ต่ำกว่าบริษัทที่แยกตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการเป็นคนละคนกัน ดังนั้น งานวิจัยนี้พบหลักฐานที่เป็นข้อบ่งชี้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีกำลังถูกนำไปพัฒนา ปรับปรุง และประยุกต์ใช้กับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยสนับสนุนให้กิจการมีความโปร่งใส ตรวจสอบได้ ส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของกิจการ ซึ่งเป็นการเพิ่มโอกาสในการลงทุนจากนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม ก็มีหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ ดังเช่น งานวิจัยของอรุณี ช่างสุวรรณ (2553) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยเลือกตัวอย่างมาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 340 บริษัท (ข้อมูลในปีพ.ศ. 2552) สำหรับกลไกการกำกับดูแลกิจการที่เลือกใช้ ได้แก่ การมีคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน และสัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นกรรมการอิสระ โดยใช้ตัวแปรเดียวกับการศึกษาของ Conyon *et al.* (1997) ส่วนตัวแปรตามคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงเฉลี่ยของค่าตอบแทนผู้บริหาร และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท และผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างกลไกการกำกับดูแลกิจการดังกล่าวกับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยให้เหตุผลว่า เนื่องจากกลไกการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย เช่น การกำหนดให้มีคณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทนเพื่อความเหมาะสมในการกำหนดค่าตอบแทนที่ดี หรือสัดส่วนความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทไม่ได้มีบทบาทอย่างแท้จริงในการกำกับดูแล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ สมชาย ภาสน์วิวัฒน์ (2548) ที่กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการของประเทศไทยนั้น สะท้อนถึงความล้มเหลวของระบบตลาดทุน คณะกรรมการบริษัทส่วนใหญ่จะเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้มีกรรมการอิสระเพื่อการถ่วงดุลของคณะกรรมการบริหารก็ตาม ในทางปฏิบัติกรรมการอิสระเหล่านี้มักจะเป็นผู้ใกล้ชิด และได้รับความไว้วางใจจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้กรรมการดังกล่าวไม่มีบทบาทอย่างที่ควรจะเป็นในการตรวจสอบนโยบาย การดำเนินงาน และทิศทางของธุรกิจ จึงตกอยู่ในอำนาจของฝ่ายบริหารซึ่งก็เป็นตัวแทนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นเอง แต่งานวิจัยครั้งนี้ก็พบตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผู้บริหาร คือ ตัวแปรควบคุมด้านผลการดำเนินงาน วัดโดยอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) โดยสอดคล้องกับงานวิจัยของพัชรินทร์ ภัทรวานิชชานนท์ (2552) ที่พบว่าเมื่อบริษัทมีกำไรสูงขึ้น ค่าตอบแทนผู้บริหารก็จะสูงขึ้นตามไปด้วย เพื่อให้ค่าตอบแทนดังกล่าวเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดแรงจูงใจกับผู้บริหาร โดยสะท้อนออกมาจากอัตราการทำกำไร อันได้แก่ อัตราการทำกำไรขั้นต้นนั่นเอง อีกทั้งยังมีงานวิจัยของอัญชลี ทศนวงศ์ (2553) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร โดยศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ช่วงปี พ.ศ. 2546 จนถึงปี พ.ศ. 2551

งานวิจัยต่างประเทศ

Boyd (1994) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างจาก 193 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจการควบคุมของกรรมการ (Board Control) กับผลตอบแทนกรรมการ (Board Compensation) และทดสอบความสัมพันธ์

ระหว่างอำนาจการควบคุมของกรรมการ (Board Control) กับผลตอบแทนผู้บริหาร (CEO Compensation) โดยผลตอบแทนในการศึกษาคั้งนี้ประกอบไปด้วย 3 องค์ประกอบ คือ เงินเดือน โบนัส และผลประโยชน์ระยะยาวอื่น สำหรับอำนาจการควบคุมของกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการควบคุมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) กล่าวคือ บริษัทที่กรรมการมีอำนาจในการควบคุมมาก ตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการจะเป็นคนละคนกัน นอกจากนี้ Boyd ยังพบว่าความเป็นเจ้าของหุ้นสามัญของกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอำนาจการควบคุมของกรรมการ นั่นหมายความว่าหากกรรมการถือหุ้นบริษัทมากเพียงใดก็มีอำนาจในการควบคุมคณะกรรมการมากเท่านั้น อีกทั้งยังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอำนาจการควบคุมกรรมการกับผลตอบแทนกรรมการ โดยพบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.85

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยของ Anjam (2010) ที่ทำการศึกษาคั้งที่มีผลต่อผลตอบแทนของผู้บริหาร (Determinants of CEO Compensation) โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยปี ค.ศ. 2007-2009 ซึ่งปรากฏผลงานวิจัยคือ พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับการที่กิจการเป็นของผู้บริหารเอง (CEO Compensation and CEO from Family) กล่าวคือ ถ้าผู้บริหารเป็นเจ้าของกิจการเองเช่นธุรกิจครอบครัวจะทำให้การกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารมีจำนวนที่ต่ำ แต่ถ้าผู้บริหารเป็นผู้ถูกว่าจ้างให้บริหารงานแทนผู้ถือหุ้น (ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัว) เช่นนี้แล้วผลตอบแทนผู้บริหารจะสูงกว่า อีกทั้งยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างขนาดของกิจการ (Firm Size) กับผลตอบแทนผู้บริหารโดยพบความสัมพันธ์ในกลุ่มตัวอย่างปี ค.ศ. 2008-2009 และยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกที่มีผลต่อผลตอบแทนผู้บริหาร นั่นก็คือ ตัวแปรการควบคุมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) ส่วนตัวแปรอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผู้บริหาร ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) สัดส่วนกรรมการอิสระ (Independent Directors) และตัวแปรด้านผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งผลงานวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยอื่นๆ ที่เคยทำการศึกษาในประเทศพัฒนาแล้ว และประเทศที่กำลังพัฒนา โดยการศึกษาครั้งนี้พบว่า ตัวแปรขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เด่นชัดที่สุดกับผลตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lawrence and Stapedon (1999) ที่ได้ศึกษาเรื่องความสำคัญขององค์ประกอบของคณะกรรมการ (วัดค่าโดยสัดส่วนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ) กับผลการดำเนินงานของกิจการและการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารสูงสุด (CEO) ในประเทศออสเตรเลีย ระหว่างปี ค.ศ. 1985-1995 ซึ่งพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารและผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยมูลค่าหุ้นของบริษัท โดย Lawrence and Stapedon (1999) ได้ให้เหตุผลไว้ว่า เนื่องจากขาดประสิทธิภาพในการทำงานของ

คณะกรรมการอิสระ เพราะประเทศออสเตรเลียได้เริ่มให้ความสำคัญกับบทบาทและโครงสร้างของกรรมการอิสระเมื่อช่วงต้นปี 1990 อีกทั้ง สัดส่วนกรรมการอิสระในช่วงที่ศึกษานี้ ยังถือเป็นส่วนน้อยของกรรมการทั้งคณะ ทำให้ไม่ได้ใช้บทบาทหน้าที่ในฐานะกรรมการอิสระได้อย่างเต็มที่

จากงานวิจัยของ Anjam (2010) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับสัดส่วนกรรมการอิสระ แต่มีงานวิจัยอีกหลายชิ้นที่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าว เช่น งานวิจัยของ Weisbach (1998) ที่ศึกษากับกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (Corporations Listed on the New York Stock Exchange) จำนวน 495 บริษัท ในช่วงปีค.ศ. 1977-1988 ซึ่งพบผลวิจัยที่สำคัญคือ ผลการดำเนินงานของกิจการจะมีมูลค่ามากเมื่อมีคณะกรรมการจากภายนอก หรือก็คือคณะกรรมการอิสระ มากกว่าคณะกรรมการจากภายในองค์กร และยังพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระมาก แสดงว่าบริษัทนั้นมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนผู้บริหารมีจำนวนที่ต่ำ

อีกทั้งยังมีงานวิจัยของ Basu *et al.* (2007) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนผู้บริหาร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Weisbach (1988) โดย Basu *et al.* (2007) ได้ทำการศึกษากับกลุ่มตัวอย่างในประเทศญี่ปุ่น จำนวน 1,083 ตัวอย่าง จาก 174 บริษัท และ 300 ผู้บริหาร ในช่วงปีค.ศ. 1992-1997 ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีการจ่ายผลตอบแทนให้ผู้บริหารที่ต่ำกว่า โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคือ จำนวนของกรรมการอิสระ และยังพบอีกว่าขนาดของบริษัท ยังมีผลกระทบต่อจ่ายผลตอบแทนในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ นั่นหมายความว่าขนาดของบริษัทที่ใหญ่กว่า จะมีการจ่ายผลตอบแทนผู้บริหารที่มากกว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของอภิชาติ ไตรุง (2553) ที่อ้างอิงงานวิจัยของ Basu *et al.* (2007) ว่าบริษัทที่มีการบริหารงานแบบระบบครบวงจร ผู้บริหารระดับสูงจะมีค่าตอบแทนที่สูงกว่า การศึกษานี้สามารถทำนายได้ว่า ถ้าค่าตอบแทนผู้บริหารสามารถอธิบายความมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลในการควบคุมปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ได้ การจ่ายค่าตอบแทนที่สูงจะมีการกำกับดูแลกิจการที่ขาดประสิทธิภาพในการจัดการผลการดำเนินงานในอนาคตและจะมีปัญหาตัวแทนเกิดขึ้นคือ ผู้บริหารได้รับค่าตอบแทนที่เกินความเหมาะสมและบริษัทจะเกิดปัญหาตัวแทน และจะทำให้ผลการดำเนินงานแยกลง

Ryan and Wiggins (2004) อ้างถึง อภิชาติ ไตรุง (2553) ก็เป็นนักวิจัยอีกคนที่สนับสนุนแนวคิดความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนผู้บริหาร โดยเลือกตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่ดี เรื่อง ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) และ สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Independent Board) มาศึกษากับข้อมูลผลตอบแทนผู้บริหารจาก Standard &

Poor's ExecuComp ในช่วงปีค.ศ. 1995-1997 ซึ่งเป็นข้อมูลที่อยู่ในตลาด S&P 500, Midcap 400 และ Small Cap 600 โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินและไม่ใช้ตัวเงิน มีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,018 บริษัท ซึ่งพบผลการวิจัยว่า ขนาดของคณะกรรมการ (จำนวนของกรรมการบริษัท) มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ซึ่งคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะได้รับผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินมากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ และยังพบอีกว่า สัดส่วนกรรมการอิสระมีผลกระทบต่อผลตอบแทน โดยคณะกรรมการอิสระที่มีสัดส่วนมากจะมีผลตอบแทนมากตามอย่างมีนัยสำคัญ และเพื่อที่จะรักษากรรมการอิสระไว้ ผลตอบแทนควรที่จะให้มากเพียงพอเพื่อที่จะรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งการศึกษาผลตอบแทนกรรมการถือเป็นกลไกหนึ่งในการที่จะรักษากรรมการอิสระไว้ และในส่วนของกรรมการอิสระยังใช้เป็นหลักในการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์สูงสุด แต่ถ้าหากคณะกรรมการขาดความเป็นอิสระ ผู้บริหารระดับสูง (CEO) จะมีอำนาจในการต่อรองซึ่งอาจเป็นสาเหตุหนึ่งของปัญหาตัวแทนได้

อย่างไรก็ตาม Coakley and Iliopoulou (2006) พบความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามกับงานวิจัยของ Ryan and Wiggins (2004) สำหรับตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ เรื่องขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) กล่าวคือ Coakley and Iliopoulou (2006) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศอังกฤษ ช่วงปีค.ศ. 1998-2002 พบว่าขนาดของคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่หรือมีจำนวนกรรมการที่มาก จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ บริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการที่มากจะมีผลตอบแทนผู้บริหารที่มากกว่าบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการที่น้อยกว่า และยังพบตัวแปรหนึ่งที่มีผลต่อการผลตอบแทนผู้บริหารคือ ตัวแปรเรื่องการควมรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) โดยพบว่าหากประธานกรรมการเป็นคนเดียวกับผู้บริหารสูงสุดจะได้รับผลตอบแทนที่สูง เมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่ตำแหน่งดังกล่าวบริหารงานโดยแยกเป็นคนละคนกัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bebchuck and Fried (2003) และ Bebchuck *et al.* (2002, 2004) ที่กล่าวไว้ว่า ผู้บริหารสูงสุดซึ่งดำรงตำแหน่งประธานกรรมการด้วย จะมีอิทธิพลในการจ่ายผลตอบแทนซึ่งเป็นการหาประโยชน์ให้กับตนเอง แทนที่จะแสวงหาประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งก็คือปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน (Conflict of Interest) ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) นั่นเอง

แนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ได้มีหลากหลายงานวิจัยที่สนับสนุน โดยพบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวก เชิงลบ หรือไม่พบความสัมพันธ์ ซึ่งยังเป็นเรื่องที่มีการโต้แย้งกันอยู่ทั้งงานวิจัยในประเทศไทย และต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น เรื่องสัดส่วนกรรมการอิสระยังไม่พบข้อสรุปที่ชัดเจน จะเห็นได้จากงานวิจัยของ

Anjam (2010) ที่ว่าบริษัทที่มีการบริหารงานแบบระบบครอบครัว ผู้บริหารระดับสูงจะได้รับผลตอบแทนที่ต่ำกว่า แต่งานวิจัยของ Basu *et al.* (2007) ได้ผลงานวิจัยที่ตรงกันข้าม หรืองานวิจัยของ Ryan and Wiggins (2004) ที่พบว่าคณะกรรมการที่มีขนาดเล็กจะได้รับผลตอบแทนมากกว่าคณะกรรมการที่มีขนาดใหญ่กว่า แต่งานวิจัยของ Coakley and Iliopoulou (2006) ได้ผลงานวิจัยที่ตรงกันข้าม ดังนั้น จึงเป็นที่มาของงานวิจัยชิ้นนี้ที่ต้องการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยการกำกับดูแลกิจการต่างๆ (ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ (Independent Board) การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด (Separating the Positions of Board Chairman and CEO) และขนาดของกรรมการบริษัท (Director Size)) ว่ามีผลต่อผลตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ โดยศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2553-2555

5. สมมติฐานการศึกษาที่ 1

ที่มาของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาจากการที่เจ้าของเงินไม่สามารถบริหารจัดการองค์กรเองได้ จึงเกิดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ Good Corporate Governance ซึ่งหมายถึง กระบวนการจัดการบริษัทที่จะทำให้ผู้ถือหุ้น (ซึ่งเป็นเจ้าของเงิน) เชื่อมั่นว่า จะนำไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยที่กรรมการคือ ผู้ที่เชื่อมโยงระหว่าง ผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการ จะเห็นได้ว่า กรรมการบริษัทเป็นหัวใจของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กร (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556) แต่จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen and Meckling, 1976) ที่กล่าวไว้ว่า ทุกคนในองค์กรย่อมหวังผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นจึงเกิดความขัดแย้งระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้น) กับตัวแทน (กรรมการ) เนื่องจากตัวแทนอาจกระทำการใดๆ ที่เป็นการสร้างผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งอาจทำให้ตัวการเกิดความเสียหาย หรือทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับประโยชน์อย่างสูงสุด หากนำแนวทางการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาประยุกต์ใช้กับองค์กร ในส่วนของความรับผิดชอบของกรรมการ จะให้องค์กรเกิดความโปร่งใส และลดปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ดังกล่าว (Conflict of Interest) อีกทั้งยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นในเรื่องการจ่ายผลตอบแทนให้กรรมการ ดังนั้น จึงเป็นที่มาของสมมติฐานการศึกษาดังนี้

สมมติฐานการศึกษาที่ 1: การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ

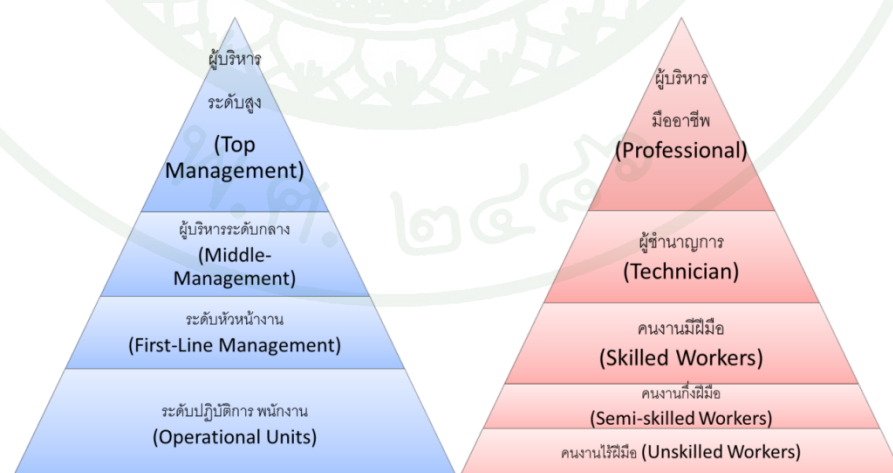
ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ

1. แนวคิดเกี่ยวกับผู้บริหารบริษัท

กัลยาณี สุธสมบัติ (2550) กล่าวว่า ผู้บริหาร หมายถึง สมาชิกในองค์กรที่มีหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากร และประสานภารกิจของบุคคลอื่นในองค์กรให้ไปในทิศทางเดียวกัน เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ที่วางไว้ รวมทั้งเป็นผู้แก้ไขปัญหา อุปสรรค และขจัดความยุ่งยากซับซ้อน ด้วยการปฏิบัติตามหลักการบริหารงานที่ดี โดยเน้นที่การวางแผน การจัดระเบียบ การควบคุม การรักษาระบบ และโครงสร้างองค์กรให้เป็นไปตามปกติ คุณสมบัติประการหนึ่งที่ผู้บริหารพึงมีคือ ความเป็นผู้นำ (Leader) โดยให้ความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงมุ่งสร้างสิ่งใหม่ๆ พัฒนาปรับเปลี่ยน มองการณ์ไกล ทำสิ่งที่ท้าทายกว่าสิ่งเดิมๆ มุ่งทำในสิ่งที่ถูกต้อง และทำให้องค์กรสามารถดำเนินงานไปได้ในทิศทางที่ถูกต้อง โดยคำนึงถึงพื้นฐานความเป็นมนุษย์ คุณค่า และใส่ใจในเรื่องของอารมณ์ของบุคคลรอบข้างด้วย

ระดับ อำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้บริหาร

กัลยาณี สุธสมบัติ (2550) ได้กล่าวว่า ผู้บริหารและการบริหารทุกระดับจะใช้ทักษะ (Skill) อย่างเดียวกัน แต่จะใช้ในสัดส่วนที่แตกต่างกันไป กล่าวคือ ยิ่งขึ้นไปสู่ระดับบริหารที่สูงขึ้นเท่าใด ก็ยิ่งต้องการข้อมูลเพื่อการตัดสินใจ และการใช้ทรัพยากรที่หลีกเลี่ยงในอนาคตมากขึ้น ดังนั้นอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้บริหารแต่ละระดับสามารถแสดงได้ดังนี้



ภาพที่ 2.3 อำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้บริหารแต่ละระดับ

ที่มา: คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร (2556)

1. ผู้บริหารหรือหัวหน้างานระดับต้น (First – Line Managers)

ทำหน้าที่ตรวจสอบควบคุมงานเท่านั้น โดยจะจัดการงานเท่าที่ได้รับคำสั่งให้ทำ จึงไม่ถึงขีดขั้นที่จะเข้าระดับ “ผู้จัดการ” โดยปกติจะมีชื่อเรียกต่างๆ กัน เช่น หัวหน้างาน (Foreman) ผู้ตรวจงาน ผู้ควบคุมงาน (Supervisor) หรือหัวหน้าแผนก (Section Chief) ซึ่งมีอำนาจหน้าที่ และความรับผิดชอบ ดังนี้

- 1) ปฏิบัติงานตามแผนที่ผู้บังคับบัญชามอบหมายให้ทำ
- 2) ใช้บุคลากรและทรัพยากรเท่าที่ได้รับมอบหมายมาให้ทำ
- 3) ทำแผนปฏิบัติการระยะสั้นๆ โดยการควบคุมงานให้สำเร็จวันต่อวัน หรือ วันรุ่งขึ้น หรือ ภายในสัปดาห์
- 4) มอบหมายภาระงานให้พนักงานทำ
- 5) ตรวจสอบผลงานที่พนักงานทำสำเร็จแล้ว
- 6) วัดผลงานของพนักงานแต่ละคนในสายงาน
- 7) หัวหน้างานโดยมาก ได้รับแต่งตั้งมาจากคนงานในระดับเดียวกันขึ้นมา จึงมักตกอยู่ในฐานะ “ระหว่างเพื่อนร่วมงานที่คุ้นเคยกันมาก่อนกับผู้บังคับบัญชาต้นสังกัด”

2. ผู้บริหารระดับกลาง (Middle Managers)

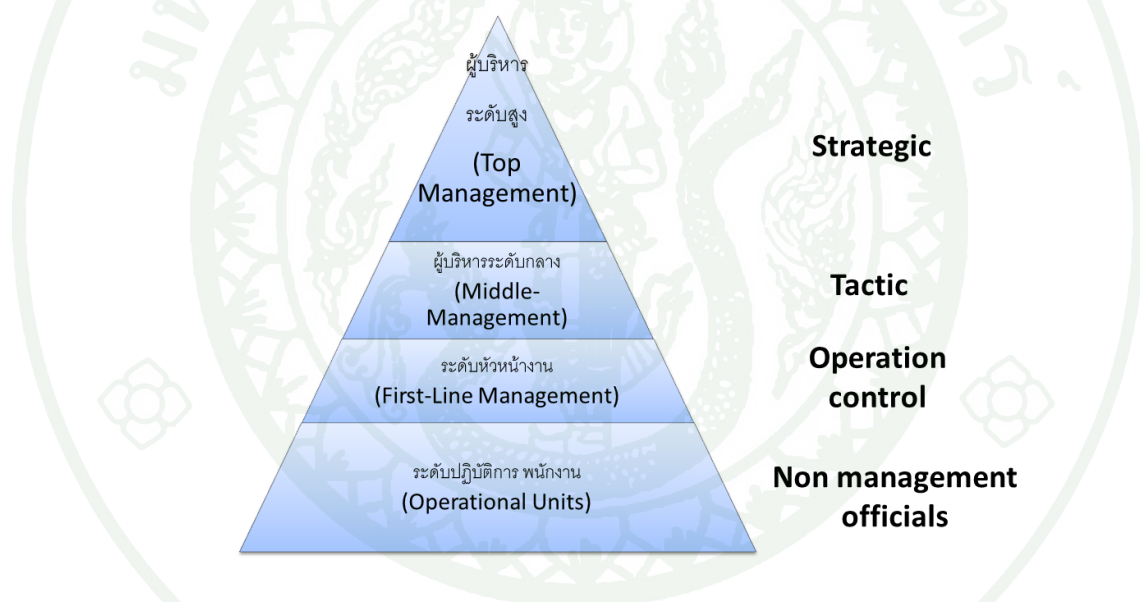
ได้แก่ ตำแหน่งผู้จัดการโรงงาน ผู้จัดการฝ่ายผลิต หัวหน้าวิศวกร ผู้จัดการฝ่ายปฏิบัติการ ผู้จัดการฝ่ายการตลาด ฯลฯ โดยจะแบ่งย่อยมากน้อย สูงต่ำเพียงใดขึ้นอยู่กับขนาดขององค์กร แต่ผู้บริหารระดับต้นหรือหัวหน้างานต้องมีจำนวนมากกว่าผู้บริหารระดับกลาง หรืออาจมี “Indirect Manager” มาทำหน้าที่เป็นคนกลางสื่อสารเชื่อมโยงกับบุคลากร ระดับหัวหน้างานด้วยกัน ถ้าองค์กรมีขนาดใหญ่ และช่วงการบังคับบัญชากว้าง ดังนั้น อำนาจหน้าที่ความรับผิดชอบของผู้บริหารระดับกลางจึงมีดังนี้

- 1) วางแผนระยะกลาง เพื่อสอดคล้องรองรับกับแผนระยะยาวขององค์กรที่ได้วางไว้ โดยผู้บริหารระดับสูง
- 2) กำหนดนโยบายของแต่ละฝ่ายงาน
- 3) วัดและประเมินผลงานของผู้ใต้บังคับบัญชา และหัวหน้างานในสายงานของตน
- 4) แจกจ่าย มอบหมายงาน ประสานงาน ตรวจสอบ และควบคุม เพื่อให้งานเป็นไปตามแผนงานระยะสั้นของหัวหน้าระดับต้น และดำเนินไปโดยราบรื่นสอดคล้องกับแผนระยะกลางและระยะยาว

3. ผู้บริหารระดับสูง (Top Managers)

ได้แก่ ตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท ประธานบริษัท ผู้บริหารระดับสูงหรือรองประธาน ผู้อำนวยการหรือผู้ช่วยผู้อำนวยการ หรือ รวมถึงตำแหน่งผู้ว่าการ เลขานุการ อธิบดี ปลัดกระทรวง เป็นต้น ส่วนมากจะเรียกว่า CEO (Chief Executive Officer) ผู้บริหารระดับสูงเหล่านี้ มีอำนาจหน้าที่และความรับผิดชอบดังนี้

- 1) พิจารณาและทบทวนแผนกลยุทธ์ รวมทั้งแผนระยะยาว
- 2) ประเมินผลการปฏิบัติงานของแผนงานหลักต่างๆ
- 3) ประเมินเจ้าหน้าที่ชั้นบริหาร และเตรียมการคัดเลือกผู้บริหารตำแหน่งสำคัญ
- 4) ปรึกษาหารือกับผู้บริหารระดับรองลงไป ในเรื่องราวและปัญหาสำคัญต่างๆ



ภาพที่ 2.4 ประเภทของพนักงาน ผู้บริหารระดับต้น ผู้บริหารระดับกลาง และผู้บริหารระดับสูง ที่มา: คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร (2556)

ภาระหน้าที่หรือลักษณะงานของผู้บริหาร

กัลยาณี สุงสมบัติ (2550) ได้อธิบายถึงหน้าที่ของผู้บริหาร (Management Functions) เป็นกิจกรรมที่ก่อให้เกิดกระบวนการจัดการ โดย Henri Fayol นักอุตสาหกรรมชาวฝรั่งเศส ในต้นศตวรรษที่ 19 ได้เสนอหน้าที่ของผู้บริหารไว้ดังนี้ (POCCC)

- 1) Planning (การวางแผน)
- 2) Organizing (การจัดองค์กร)
- 3) Commanding (การสั่งการ)
- 4) Coordinating (การประสานงาน)
- 5) Controlling (การควบคุม)

หน้าที่ดังกล่าวเป็นหลักการทำงานเบื้องต้นและได้รับความนิยมนิยมตลอดมา โดยสามารถสรุปเป็นหลักเกณฑ์จำนวน 4 ประการ ดังนี้

1. การวางแผน (Planning) เป็นการกำหนดเป้าหมาย กลยุทธ์ต่างๆ และจัดทำแผนงานเพื่อประสานกิจกรรมต่างๆ ที่จะกระทำในอนาคต เป็นการเตรียมการเพื่อให้ประสบความสำเร็จ รวมทั้งลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต

2. การจัดองค์กร (Organizing) เป็นการพิจารณาถึงงานที่จะต้องกระทำ ใครเป็นผู้ทำงานนั้นๆ ต้องมีการจัดกลุ่มงานอย่างไร ใครต้องรายงานใคร และใครเป็นผู้ตัดสินใจ นั่นคือการมอบหมายหน้าที่ความรับผิดชอบ กำหนดสายการบังคับบัญชา

3. การชักนำ (Leading) เป็นการนำและจูงใจผู้ใต้บังคับบัญชา การสั่งการ การเลือกช่องทางการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด และการขจัดความขัดแย้ง หรือเป็นการกระตุ้นให้พนักงานใช้ความพยายามอย่างเต็มที่ ที่จะทำให้เกิดความสำเร็จ รวมทั้งแก้ไขปัญหาต่างๆ ที่เกิดขึ้น

4. การควบคุม (Controlling) เป็นการตรวจสอบกิจกรรมต่างๆ ที่ได้กระทำไว้ เพื่อให้แน่ใจว่าการดำเนินงานได้เป็นไปตามแผนที่วางไว้ รวมทั้งแก้ไขข้อผิดพลาดที่เกิดขึ้นให้ถูกต้องอีกด้วย

การบริหารในแนวทางปฏิบัติถือว่าเป็นศิลป์ (Art) ส่วนองค์ความรู้ที่นำมาปฏิบัติถือว่าเป็นศาสตร์ (Science) ซึ่งได้มีการพัฒนาโดยใช้วิธีการทางวิทยาศาสตร์ พัฒนาการจนเกิดเป็นทฤษฎีการจัดการเนื่องมาจากการพัฒนาแนวความคิด (Concepts) หลักการ (Principles) และเทคนิค (Techniques) ต่างๆ เข้าด้วยกันนั่นเอง

หลักการบริหารหรือการจัดการถือเป็นสากล (Universality) คือสามารถนำไปประยุกต์ใช้กับองค์กรทุกรูปแบบ และทุกระดับขององค์กร นั่นคือ ผู้บริหารทุกคนจะต้องมีหน้าที่

4 อย่างที่กล่าวข้างต้น (POLC) แต่ลำดับของการทำหน้าที่ทางการจัดการแต่ละตัวที่นำไปใช้จะแตกต่างกันในแต่ละองค์กร เช่น บางแห่งอาจใช้การวางแผนมากกว่าที่อื่น ๆ หรือบางแห่งอาจใช้การจัดการองค์กรมากกว่าหน้าที่อื่น ๆ

ดังนั้น กระบวนการจัดการ (Management Process) จึงเป็นการตัดสินใจและกิจกรรมที่กระทำอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้บริหารต้องมีการวางแผน การจัดองค์กร การชักนำ และการควบคุม

บทบาททางการบริหาร (Management Roles)

กัลยาณี สุธสมบัติ (2550) ได้กล่าวถึงบทบาททางการบริหาร คือ กลุ่มของพฤติกรรมทางการบริหารที่ได้จัดหมวดหมู่ไว้เป็นการเฉพาะ ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้บริหารควรจะทำ เพราะเป็นความคาดหวังว่าผู้ที่อยู่ในตำแหน่งผู้บริหารหรือผู้จัดการพึงปฏิบัติ Henry Mintberg ได้ทำการศึกษาวิจัยพบว่า บทบาทของผู้บริหารที่สำคัญมี 10 ประการ ซึ่งประกอบไปด้วย 3 กลุ่มหลัก ดังนี้

1. บทบาทด้านมนุษยสัมพันธ์ (Interpersonal Roles) ได้แก่

1.1 ประธาน (Figurehead) เป็นบทบาทในการเป็นตัวแทนขององค์กร ซึ่งถือเป็นหัวหน้าในการปฏิบัติภารกิจประจำวันตามลักษณะทางสังคมและกฎหมาย เช่น อบรมสัมมนา ต้อนรับลูกค้า หรือเป็นการสวมหัวขोनั่นเอง

1.2 ผู้นำ (Leadership) เป็นบทบาทที่ต้องรับผิดชอบในการจูงใจและชี้แนะผู้ใต้บังคับบัญชา ให้ทำงานอย่างเต็มความสามารถ

1.3 ผู้เชื่อมสัมพันธ์ไมตรี (Liaison) เป็นบทบาทในการสร้างและรักษาความสัมพันธ์กับองค์กรภายนอก การสร้างเครือข่ายต่างๆ สร้างไมตรี ผูกมิตรอันดีกับบุคคลหรือกลุ่มต่างๆ ที่มีความสำคัญต่อองค์กร

2. บทบาทด้านข่าวสาร (Informational Roles) ได้แก่

2.1 ผู้แสวงหาข้อมูลข่าวสาร (Monitor) คือบทบาทในการแสวงหาข้อมูลข่าวสารที่ทันสมัย และเป็นศูนย์กลางของข่าวสารทั้งภายในภายนอกองค์กร เพื่อเป็นข้อมูลในการพัฒนาองค์กร

2.2 ผู้กระจายข้อมูลข่าวสาร (Disseminator) เป็นบทบาทในการกระจายเผยแพร่ข่าวสารที่ได้มาทั้งภายใน และภายนอกให้แก่พนักงานในองค์กร

2.3 โฆษกหรือประชาสัมพันธ์ (Spokesperson) เป็นการให้ข่าวสารข้อมูลกับภายนอกประชาสัมพันธ์องค์กรในเรื่องเกี่ยวกับ นโยบาย แผนงาน การปฏิบัติงานและผลการดำเนินงานของกิจการไปสู่ภายนอก ตลอดจนการแถลงข่าวสารต่างๆ

3. บทบาทด้านการตัดสินใจ (Decision Roles) ได้แก่

3.1 ผู้ประกอบการ (Entrepreneur) เป็นบทบาทในการแสวงหาช่องทาง ศึกษาสภาพแวดล้อมและโอกาสในทางธุรกิจ ผู้ประกอบการควรมีความตั้งใจในการทำงาน เป็นผู้ที่ใช้ทรัพยากรที่ตัวเองมีอยู่ทั้งหมด เป็นผู้มุ่งมั่นที่จะให้งานประสบความสำเร็จ (Commitment)

3.2 ผู้จัดการความขัดแย้ง (Disturbance Handler) เป็นบทบาทรับมือกับข้อขัดแย้งในองค์กร แก้ไขปัญหาต่างๆ ที่สำคัญ หรือไม่คาดคิดมาก่อนซึ่งองค์กรกำลังเผชิญอยู่

3.3 ผู้จัดการทรัพยากร (Resource Allocate) เป็นบทบาทที่รับผิดชอบในการจัดสรรทรัพยากรทุกชนิดขององค์กรทั้งด้านบุคคล วัตถุ และการเงินซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจขององค์กร

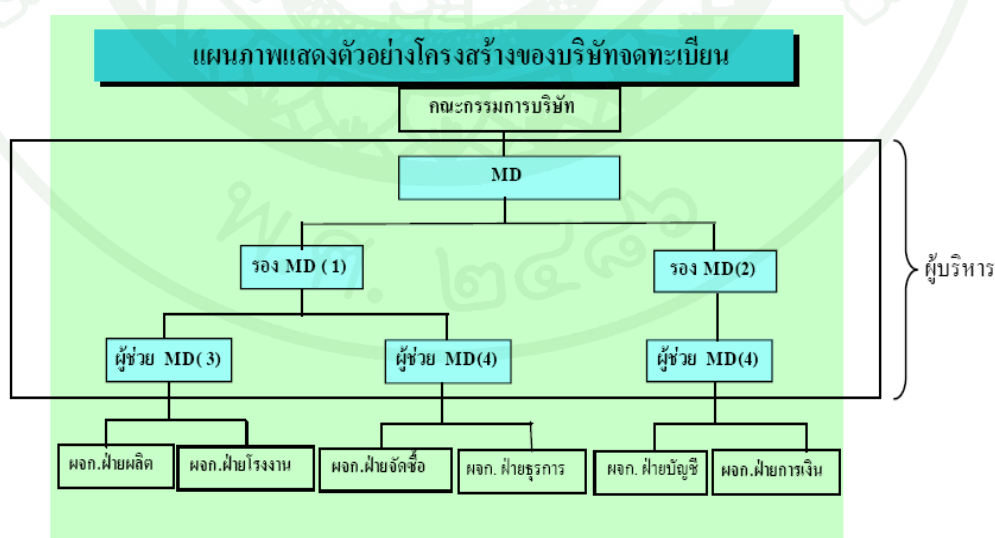
3.4 ผู้เจรจาต่อรอง (Negotiator) เป็นบทบาทในการเป็นตัวแทนขององค์กรในการเจรจาต่อรองเรื่องสำคัญ เพื่อประโยชน์ที่องค์กรควรได้รับ

บทบาทที่สำคัญอีกประการหนึ่งของผู้บริหารนอกเหนือจากที่กล่าวมาแล้ว คือความสามารถในการรับมือกับความเปลี่ยนแปลง ผู้บริหารในยุคสมัยนี้จะต้องเป็นผู้ที่มีความยืดหยุ่นสูง ตื่นตัวต่อสถานการณ์รอบข้าง และพยายามอย่างมากเพื่อเอาชนะและข้ามผ่านการเปลี่ยนแปลงไปได้โดยราบรื่น

2. แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนผู้บริหาร

ผลตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูงควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ระดับผลตอบแทนเป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนจูงใจในระยะยาว ควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารทั้งหมดหรือคณะกรรมการพิจารณาผลตอบแทนควรเป็นผู้ประเมินผลงานของกรรมการผู้จัดการเป็นประจำทุกปีเพื่อนำไปใช้ในการพิจารณากำหนดผลตอบแทนของกรรมการผู้จัดการ โดยใช้บรรทัดฐานที่ได้ตกลงกันล่วงหน้ากับกรรมการผู้จัดการตามเกณฑ์ที่เป็นรูปธรรมซึ่งรวมถึงผลปฏิบัติงานทางการเงิน ผลงานเกี่ยวกับการปฏิบัติตามวัตถุประสงค์เชิงกลยุทธ์ในระยะยาว การพัฒนาผู้บริหาร ฯลฯ ผลประเมินข้างต้นควรเสนอให้คณะกรรมการบริษัทพิจารณาให้ความเห็นชอบ และประธานกรรมการหรือ กรรมการอาวุโสควรเป็นผู้สื่อสารผลการพิจารณาให้กรรมการผู้จัดการทราบ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

ผลตอบแทนผู้บริหาร หมายถึง ผลรวมของค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่กรรมการบริหารและผู้บริหารทุกราย โดยระบุจำนวนรายและลักษณะของผลตอบแทน (ผู้บริหาร ให้หมายถึงผู้จัดการ ผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย) จากตัวอย่างตามแผนภาพ รวมผู้บริหารระดับผู้ช่วย MD ทั้งหมด ทั้งนี้ ผลตอบแทนของผู้บริหารดังกล่าว ให้ระบุทั้งผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน และผลตอบแทนอื่น (ถ้ามี)



ภาพที่ 2.5 แผนภาพแสดงตัวอย่างโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียน

ที่มา: บรรษัทภิบาลแห่งชาติ (2546)

3. แนวคิดเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานของกิจการ

ผลการดำเนินงานทางการเงิน (Financial Performance) ถูกนำมาใช้ประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ (Firm Performance) อย่างแพร่หลาย ซึ่งในระยะเริ่มแรก นักวิจัยส่วนใหญ่มักใช้อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเป็นการวัดในมุมมองทางบัญชี (Accounting-based Measure) เช่น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อยอดขาย (Return on Sales: ROS) เป็นต้น ในการวัดผลการดำเนินงานทางการเงิน จนกระทั่งกลางยุค 1980 การวัดผลการดำเนินงานในมุมมองทางการตลาด (Market-based Measure) เช่น Tobin's Q และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market-to-Book Value: MB Ratio) เป็นต้น เริ่มเป็นที่รู้จักในงานวิจัยเกี่ยวกับการบริหาร ซึ่งการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินทั้ง 2 แบบ ต่างเป็นที่นิยมสืบเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน อีกทั้งยังมีการประเมินผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองทางเศรษฐศาสตร์ อย่างเช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) ที่เป็นการพัฒนามาจากแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์หรือกำไรส่วนที่เหลือ เพื่อใช้เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกับแนวคิดทางการบริหารแบบเน้นมูลค่า (VBM) ที่มุ่งเน้นความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของเป็นหลัก ซึ่งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานแบบเดิมเช่นกำไรสุทธิที่คำนวณขึ้นตามหลักการบัญชีไม่สามารถสะท้อนผลการดำเนินงานจากแนวคิดการบริหารดังกล่าวได้ เนื่องจากไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนของทรัพยากรที่ใช้ในการดำเนินงานอย่างครบถ้วน เช่น ต้นทุนค่าเสียโอกาส โดยเฉพาะต้นทุนทางการเงินในส่วนของเจ้าของที่ต้องนำกลับมาคิดเป็นต้นทุนทางเศรษฐศาสตร์ด้วย จึงทำให้กำไรทางเศรษฐศาสตร์เป็นกำไรที่จะเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้อย่างแท้จริง อย่างไรก็ตาม งานวิจัยชิ้นนี้ไม่ได้นำแนวคิดการวัดผลการดำเนินงานในมุมมองทางเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการศึกษา เนื่องจากการทบทวนวรรณกรรมโดยส่วนใหญ่แล้ว จะไม่พบความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นๆ ที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้

Gentry (2010) ได้เสนองานวิจัยที่น่าสนใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งในเชิงการบัญชีและการตลาด ซึ่งสรุปความได้ว่า แม้ว่าการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินทั้ง 2 มุมมอง (มุมมองทางบัญชีและมุมมองทางการตลาด) จะได้รับการยอมรับและใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการกันโดยทั่วไป แต่กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกที่ต่ำมาก นั้นหมายถึงการใช้วิธีการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินเพียงแค่มุมมองใดมุมมองหนึ่งอาจไม่สามารถนำไปสู่ข้อสรุปของผลการดำเนินงานที่ถูกต้องและสมบูรณ์ได้ เนื่องจากการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินเชิงการบัญชีและการตลาดสะท้อนให้เห็นถึงมุมมองที่แตกต่างกัน

ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gentry (2010) ที่สรุปไว้ว่าการวัดผลการดำเนินงานเชิงการบัญชีและการตลาดสะท้อนข้อมูลคนละมุมมองกัน งานวิจัยนี้จึงวัดผลการดำเนินงานของกิจการทั้งในมุมมองการบัญชีและการตลาดประกอบกัน เพื่อให้ได้ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใกล้เคียงความเป็นจริงมากที่สุด ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้อัตราส่วน Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงานทางการตลาด เนื่องจากนักวิจัยจำนวนมากมักใช้ Tobin's Q ประเมินผลการดำเนินงานเชิงการตลาด ซึ่งอัตราส่วนนี้พัฒนาขึ้นโดย Professor James T. Tobin โดยการหารมูลค่าตลาดของสินทรัพย์บริษัทด้วยราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น เนื่องจากราคาเปลี่ยนแปลงแสดงให้เห็นถึงมูลค่าของสินทรัพย์นั้นๆ ที่สามารถนำไปใช้ลงทุนทางอื่นได้ ถ้าบริษัทสามารถนำสินทรัพย์ไปใช้ให้ได้มูลค่าตลาดไม่มากไปกว่าราคาเปลี่ยนแปลง บริษัทควรพิจารณานำสินทรัพย์นั้นไปลงทุนทางเลือกอื่นแทน ดังนั้น จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นบริษัทที่ไม่สามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่วิธีการคำนวณพบว่าต้องใช้เวลาที่มากและต้นทุนที่สูงในการจัดเก็บข้อมูลเพื่อนำมาคำนวณ ซึ่งต่อมา Chung and Pruitt (1994) ได้ปรับปรุงวิธีการคำนวณให้ง่ายขึ้นโดยคำนวณมูลค่าตลาดของบริษัทจากผลรวมของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ รวมกับมูลค่าตลาดของหุ้นบริวาร และมูลค่าตลาดของหนี้สิน และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ ซึ่งมูลค่าที่วัดออกมาได้ใกล้เคียงกับ Tobin's Q ของ Professor James T. Tobin มาก ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกแนวคิด Tobin's Q ตามงานวิจัยของ Chung and Pruitt (1994) มาเป็นเครื่องมือในการหาผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองทางการตลาด

สำหรับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในมุมมองทางบัญชี ผู้วิจัยได้เลือกใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เนื่องจากเป็นอัตราส่วนที่นิยมใช้วัดผลตัวแปรตามด้านผลการดำเนินงานของกิจการอย่างแพร่หลายทั้งงานวิจัยของประเทศไทยและต่างประเทศ เช่น งานวิจัยของ อัญชลี ทศนวงศ์ (2553), เกศชนก ไจกระจำง (2548), พรชนก วิถีธรรม (2554), Anjam (2010), Kato and Kubo (2003), Kato and Long (2005) และ Main *et al.* (1993) นอกจากนี้ ROA และ ROE ยังมีข้อดีที่สามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้ง่าย ข้อมูลที่เก็บได้มีความถูกต้องและน่าเชื่อถือ สูตรของอัตราส่วนที่ผู้วิจัยเลือกใช้ สรุปได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA)

ROA เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถของกิจการในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ของกิจการเพื่อสร้างกำไร อัตราส่วนนี้ถือเป็นการวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์รวมของกิจการ หากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าสูงเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทน

จากสินทรัพย์รวมเฉลี่ยของอุตสาหกรรม แสดงว่ากิจการเกิดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์รวมสูง

$$\text{ROA} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + (1 - \text{อัตราภาษี}) (\text{ดอกเบี้ยจ่าย}) + \text{กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)

ROE เป็นอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ อัตราส่วนนี้จะเกี่ยวข้องกับส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายถึง ส่วนของทุน กำไรสะสม และเงินสำรองต่างๆ โดยไม่รวมหนี้สินระยะสั้นหรือหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนนี้จะวัดผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้นโดยเฉพาะ ผลลัพธ์ที่ได้แสดงให้เห็นถึง เงินทุนของกิจการในส่วนของผู้เป็นเจ้าของได้นำไปลงทุน และได้บริหารการลงทุนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการอย่างไร กล่าวคือ หากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสูงกว่าเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั้นแสดงว่ากิจการได้มีการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพและก่อให้เกิดกำไรที่สูงขึ้นนั่นเอง

$$\text{ROE} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} - \text{เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ)

งานวิจัยในประเทศไทย

จากงานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ มีทั้งนักวิจัยที่พบความสัมพันธ์ระหว่างกัน และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกัน ซึ่งขึ้นอยู่กับช่วงปีที่ทำการศึกษา และกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ดังตัวอย่างที่จะกล่าวต่อไปนี้

อัญชลี ทศนวงศ์ (2553) สนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารและการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานทางการเงินปีถัดไป ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 จนถึงปี พ.ศ. 2551 โดยข้อมูลที่ใช้ศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานทางการเงิน ซึ่งแทนด้วยการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม รวมทั้งสิ้น 79 ตัวอย่าง และการเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี รวมทั้งสิ้น 80 ตัวอย่าง สำหรับค่าตอบแทนของผู้บริหารนั้นจะอยู่ในรูปแบบตัวเงิน และใช้ค่าเฉลี่ยค่าตอบแทนของคณะกรรมการและผู้บริหารบริษัทต่อคนต่อปีที่เป็นตัวเงิน โดยผลการศึกษาพบว่า ค่าตอบแทนของผู้บริหารในปีปัจจุบัน มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกุลจิรา สมวงศ์ (2550) และ เกศชนก ใจกระจ่าง (2548) ที่มองว่าค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารควรมีระดับที่สูงพอที่จะสอดคล้องกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ทั้งนี้ เพื่อให้ผู้ที่มีความรู้ ความสามารถ ดำรงอยู่กับกิจการตลอดไป และค่าตอบแทนของผู้บริหารเป็นกลไกที่สำคัญที่จะจูงใจการบริหารงานของผู้บริหาร การจ่ายค่าตอบแทนในระดับที่สูงพอนั้นเป็นแรงจูงใจที่สำคัญที่จะกระตุ้นให้ผู้บริหารสามารถปฏิบัติงานให้ดียิ่ง ๆ ขึ้นไป ส่งผลให้ผลการดำเนินงานเพิ่มสูงขึ้นเพื่อที่จะให้ตนเองได้รับค่าตอบแทน ไม่ว่าจะในรูปแบบของตัวเงิน และไม่ใช่ตัวเงินนั่นเอง แต่ผลการศึกษายังพบอีกว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารในปีปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี แต่กลับพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ เกศชนก ใจกระจ่าง (2548) ที่ศึกษาในหัวข้อ “ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนและโครงสร้างความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการบริษัท กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ข้อมูลการวิจัยได้เก็บรวบรวมจากงบการเงินของบริษัทตั้งแต่ปี พ.ศ. 2541-2547 รวมเป็นเวลา 7 ปี โดยยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจธนาคารและการเงิน ซึ่งมีหน่วยวิเคราะห์ทั้งสิ้น 1,800 หน่วยวิเคราะห์ ผลการวิเคราะห์พบว่า การเปลี่ยนแปลงค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชีโดยสมัครใจ แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชีตามข้อกำหนดอย่างมีนัยสำคัญ โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบบุคคลภายนอกบริหาร มีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชีโดยสมัครใจมาใช้ เพื่อเพิ่มผลกำไรมากกว่ากิจการที่เจ้าของเป็นผู้บริหารเอง และเมื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลง ค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท และผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดจากอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีสุทธิ ผลตอบแทนจากสินทรัพย์สุทธิ และอัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย พบว่าการเปลี่ยนแปลงค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินที่วัดจากผลตอบแทนของสินทรัพย์สุทธิ นอกจากนี้ ยังพบว่าองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทอื่น สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการ มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ จะเห็นได้ว่าการที่บริษัทมีคณะกรรมการที่ประกอบไปด้วยกรรมการอิสระและ

กรรมการตรวจสอบนั้น จะมีความน่าเชื่อถือ และมีประสิทธิภาพในการปฏิบัติหน้าที่ในการตรวจสอบกำกับดูแลผลการดำเนินงาน และการปฏิบัติงานของผู้บริหารทำให้ผู้บริหารปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นสะท้อนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นนั่นเอง

พรชนก วิถีธรรม (2554) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 ถึงปี พ.ศ. 2553 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 346 ข้อมูล จำนวน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยพรชนก วิถีธรรม (2554) ได้ให้เหตุผลที่เลือกมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาใช้เป็นตัวแปรในการศึกษาเพราะว่า ปัจจุบันการวัดผลการดำเนินงานที่อาศัยข้อมูลจากงบการเงินในอดีตเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอ เพราะหลักการบัญชีอาจมีช่องโหว่ที่ทำให้มีการตกแต่งตัวเลขในงบการเงิน ดังนั้น หลักแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ จะเน้นที่การสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการลงทุนทั้งหมด และการที่กิจการมีทั้งโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดี และนำแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการประเมินผลกำไรนั้นจะยิ่งสะท้อนให้เห็นถึงความยั่งยืนของกิจการอีกทางหนึ่งด้วย โดยผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นโดยใช้ตัวแปรอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดกิจการ โดยใช้สินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ และกลุ่มอุตสาหกรรมก็มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารเช่นเดียวกัน สำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์นั้นไม่พบความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหาร อาจมีสาเหตุมาจาก นักลงทุนให้ความสนใจต่อตัวแปรราคาหลักทรัพย์มากกว่าจึงส่งผลให้ค่าน้ำหนักของตัวแปรในการทดสอบโน้มเอียงไปทางตัวแปรราคาหลักทรัพย์มากกว่า และยังอธิบายเพิ่มเติมว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยส่วนใหญ่มีการกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารสอดคล้องกับผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในปีปัจจุบัน ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (คณะกรรมการ ก.ล.ต.) ได้เสนอแนะว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัท และผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน ซึ่งผลการทดสอบสอดคล้องกับผลการศึกษาของ KJ Sigler (2011) ที่พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น สำหรับตัวแปรด้านราคาหลักทรัพย์ที่ใช้ราคาหลักทรัพย์หารด้วยราคาพาร์ พบว่ามีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารนั้น แสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนมีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารโดยเชื่อมโยงกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Boshen, Augustine, Laurence and Kimberly (2003) ที่พบว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารในปีปัจจุบันเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยของ ยูวดี เจริญรัฐติกาล (2554) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักแลกเปลี่ยนกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวนประชากร 60 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2554 โดยมีตัวแปรอิสระ คือค่าตอบแทนกรรมการ และตัวแปรตามคือ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) โดยพบผลการศึกษาว่า ในปี พ.ศ. 2552-2553 ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ส่วนปี 2554 พบว่าค่าตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลการศึกษาเป็นเช่นนี้อาจเกิดจากปี พ.ศ. 2552-2553 แม้ว่าผลตอบแทนกรรมการจะสูง เช่น เงินเดือน และโบนัส ก็ไม่ได้สอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน แต่ในปี พ.ศ. 2554 อาจเป็นผลของการได้รับค่าตอบแทนที่นำพอใจมาโดยตลอดหลายปี จึงทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารจัดการบริษัทให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น จึงส่งผลให้ชื่อเสียงบริษัทเป็นที่รู้จักของนักลงทุน และทำให้อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นสูงมากขึ้นตามไปด้วย

จะเห็นได้ว่ามีนักวิจัยที่สนใจศึกษาผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการในหลายมุมมอง โดยอรุณี ช่างสุวรรณ (2553) ก็เป็นนักวิจัยอีกท่านที่ค้นพบความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรดังกล่าว จากการศึกษากลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร กลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 340 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2552 ผลการวิจัยพบว่า อัตราการทำกำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของพัชรินทร์ ภัทรวานิชชานนท์ (2552) ที่พบว่าเมื่อบริษัทมีกำไรสูงขึ้น ผลตอบแทนผู้บริหารจะสูงขึ้นตามไปด้วย เพื่อให้ผลตอบแทนดังกล่าวเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดแรงจูงใจกับผู้บริหาร โดยสะท้อนออกมาจากอัตราการทำกำไร อันได้แก่ อัตราการทำกำไรขั้นต้นนั่นเอง ซึ่งการเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนก็สมเหตุสมผล เนื่องจากผู้บริหารได้ใช้ความรู้ความสามารถในการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพในการสร้างกำไรที่สูงขึ้นแก่บริษัท ก็สมควรได้รับรางวัลเป็นผลตอบแทนที่เหมาะสมเพื่อเป็นขวัญและกำลังใจให้ผู้บริหาร ในทางตรงกันข้ามหากผู้บริหารสร้างประโยชน์ให้แก่บริษัทน้อย (กำไรต่ำหรือขาดทุน) ผลตอบแทนผู้บริหารก็ควรจะได้รับน้อยลงตามไปด้วยเช่นกัน อีกทั้งผลการศึกษายังพบว่า อัตราผลตอบแทนจากหุ้นกับผลตอบแทนผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของกุลจิรา สมวงศ์ (2551) ซึ่งพบว่าผลตอบแทนจากการขายหลักทรัพย์ และอัตราเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งหากการพิจารณาผลตอบแทนจะใช้อัตราผลตอบแทนจากราคาหุ้นอย่างเดียว อาจจะดูไม่ยุติธรรมนัก เพราะช่วงปี พ.ศ. 2552 สภาพเศรษฐกิจ และสังคมมีความขัดแย้งทางการเมือง จนทำให้เศรษฐกิจของประเทศเกิดการชะงักงัน และยังคงสอดคล้องกับงานวิจัยของ Firth, Tam และ Tang (1999) ที่กล่าวไว้ว่า การใช้ผลตอบแทนจากหุ้นมาเป็น

เครื่องมือวัดผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูงมิใช่ตัวแปรที่ดี เนื่องจากราคาหุ้นมีความเคลื่อนไหว และเป็นปัจจัยทางการตลาด โดยที่ปัจจัยทางการตลาดอื่นๆ จะมีอิทธิพลต่อราคาหุ้น ได้แก่ ปัจจัยทางด้านเศรษฐกิจ วงจรธุรกิจ และการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย ล้วนเป็นสาเหตุหลักที่สร้างความเคลื่อนไหวให้แก่ราคาหุ้น

งานวิจัยต่างประเทศ

Merhebi *et al.* (2006) ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในประเทศออสเตรเลียโดยเลือก 500 บริษัทแรกที่สร้างกำไรสูงสุด ในช่วงปี ค.ศ. 1990-1999 พบว่า ผลตอบแทนของผู้บริหาร (เฉพาะ CEO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานของกิจการ วัดโดย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ ผลตอบแทนของหุ้น (Stock Return) โดยผลตอบแทนของผู้บริหารเพิ่มขึ้นประมาณ 1.82 เหรียญสหรัฐ เป็นผลมาจากการที่บริษัทสร้างความมั่งคั่งได้ประมาณ 1,000 เหรียญสหรัฐ ซึ่ง ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกับประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างเช่น สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และแคนาดา อีกทั้ง ผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร กับขนาดกิจการ (Firm Size) วัดโดยลอการิทึมของรายได้รวม (Total Revenue) สินทรัพย์รวม (Total Asset) และขนาดมูลค่ากิจการในตลาด (Market Capitalization) โดยพบความยืดหยุ่นระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับขนาดกิจการเท่ากับ 0.274 นั้นหมายความว่า การเพิ่มผลของผลตอบแทนผู้บริหารร้อยละ 2.74 เป็นผลมาจากการที่ขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 10

Baker *et al.* (1988) ได้ทำการศึกษาข้อมูลจาก U.S. Conference Board ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาช่วงปี ค.ศ. 1973-1983 โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารระดับสูงที่เป็นเงินสด (CEO Cash Compensation) กับผลการดำเนินงานของกิจการวัดโดยยอดขาย (Firm Sales) ผลการศึกษาพบความยืดหยุ่นของผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการอยู่ในช่วง 0.25-0.35 ซึ่งหมายความว่า การเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนผู้บริหารร้อยละ 2.50 ถึง 3.50 เป็นผลมาจากการที่ยอดขายของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 10 และผลการศึกษายังพบค่าความยืดหยุ่นในช่วงนี้เป็นเวลา 5 ปี ติดต่อกันและพบความสัมพันธ์กับ 5 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรมผลิต อุตสาหกรรมค้าปลีก อุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน และอุตสาหกรรมประกัน นอกจากนี้ ยังพบค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างขนาดกิจการกับผลตอบแทนผู้บริหารในระดับที่สูงมาก และพบค่า R-squared ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามที่น่าสนใจศึกษาในระดับที่สูงมากเช่นกัน ตัวอย่างเช่นในปีค.ศ. 1983 มีค่า R-squared ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้ 0.60 สำหรับอุตสาหกรรมผลิต 0.53 สำหรับอุตสาหกรรมค้าปลีก 0.67

สำหรับอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภค 0.68 สำหรับอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน และ 0.69 สำหรับและอุตสาหกรรมประกัน

Jensen and Mruphy (1990) ยังได้ทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการซ้ำอีกครั้งในปี ค.ศ. 1990 โดยศึกษากับกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,295 บริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี ค.ศ. 1974 จนถึงปี ค.ศ. 1986 ซึ่งได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูงกับการเปลี่ยนแปลงในความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งวัดโดย 3 มุมมองดังนี้ 1) การเปลี่ยนแปลงของเงินเดือนและโบนัส เป็นตัวแทนของการเปลี่ยนแปลงในความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น 2) การเปลี่ยนแปลงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นในอุตสาหกรรมและตลาด และ 3) มุมมองวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี ซึ่งประกอบไปด้วยการเปลี่ยนแปลงกำไรทางบัญชี และการเปลี่ยนแปลงยอดขาย สำหรับผลตอบแทนผู้บริหารได้แบ่งองค์ประกอบออกเป็น 8 ส่วน เช่น เงินสด (เงินเดือน โบนัส) สิทธิในการซื้อหุ้น หรือความเป็นเจ้าของหุ้นสามัญ เป็นต้น ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือหากผลประกอบการของบริษัทดี ผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุดด้วยเช่นกัน

สำหรับงานวิจัยแถบเอเชียก็มีผู้ศึกษาเช่นเดียวกับทวีปอื่นๆ ตัวอย่างเช่นงานวิจัยของ Kato and Kubo (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูงที่เป็นตัวเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศญี่ปุ่น ช่วงปี ค.ศ. 1986-1995 จำนวน 51 บริษัท โดยผลการดำเนินงานวัดโดย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) (Standard Accounting Measure of Firm Profitability) ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับ ROA โดยมีค่าความอ่อนไหว (Sensitivity) ของผลตอบแทนผู้บริหารต่อ ROA อยู่ในช่วง 1.3-1.4 หรือหมายความว่า ถ้าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เท่ากับ 100 บาท จะทำให้ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 1.3-1.4 บาท ซึ่งผลการศึกษาครั้งนี้ก็สอดคล้องและสนับสนุนงานวิจัยเดิมที่เคยทำการศึกษากับกลุ่มตัวอย่างในประเทศญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม Kato and Kubo ยังศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Stock Market Performance Measure) และพบค่าความอ่อนไหว (Sensitivity) ของผลตอบแทนผู้บริหารต่อ Stock Market Performance เท่ากับ 0.1 นั่นหมายความว่า หากผลตอบแทนของหุ้นเท่ากับ 100 บาท จะส่งผลต่อผลตอบแทนผู้บริหาร 0.1 บาท จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาหากใช้ Accounting Performance Measure จะสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ดีกว่า Stock Market Performance Measure ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kaplan (1994) อีกด้วย

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยของ Kato and Long (2005) ที่ศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีนจำนวน 918 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1998 ถึงปี ค.ศ. 2002 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน (วัดโดยเงินเดือน และโบนัส) กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดโดย Accounting Performance (อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย กับอัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมหรือ ROA) และ Market Performance (ผลตอบแทนของหุ้น) และยังพบว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของในแต่ละกิจการมีผลกระทบอย่างมาก ต่อความอ่อนไหว (Sensitivity) ของผลตอบแทนต่อผลการดำเนินงาน อีกทั้ง ยังพบว่า การเติบโตของยอดขาย (Sale Growth) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งเท่ากับว่าหากผู้บริหารสามารถสร้างยอดขายได้สูง ตนก็จะได้รับผลตอบแทนที่สูงด้วยเช่นกัน แต่ในทางตรงกันข้าม หากผู้บริหารทำยอดขายตกต่ำ ส่งผลให้กำไรลดลงหรือเกิดผลขาดทุน ผู้บริหารก็จะได้รับการลงโทษโดยการได้รับผลตอบแทนที่ต่ำด้วยเช่นกัน โดย Kato and Long (2005) ให้เหตุผลที่เลือกศึกษากับกลุ่มตัวอย่างในประเทศจีน เนื่องจากต้องการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวกับประเทศกำลังพัฒนา (Developing Country) เพราะประเทศเหล่านี้จะมีการพัฒนา และปรับปรุงโครงสร้างการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพ และยังมีกรอบการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีกด้วย

5. สมมติฐานการศึกษาที่ 2

เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารจัดการองค์กรได้เอง จึงต้องแต่งตั้งกรรมการขึ้นเพื่อเป็นตัวแทนในการกำหนดทิศทาง รวมทั้งกลยุทธ์ของกิจการ นอกจากนี้กรรมการยังแต่งตั้งฝ่ายจัดการ หรือผู้บริหารเพื่อทำหน้าที่ในการบริหารงานให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ได้วางแผนไว้ ด้วยเหตุนี้จึงอาจเกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) กับผู้บริหาร (ตัวแทน) เนื่องจากตัวแทนอาจกระทำการใดๆ ที่เป็นการสร้างผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งอาจทำให้ตัวการเกิดความเสียหาย หรือทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับประโยชน์อย่างสูงสุด ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) (Jensen and Meckling, 1976) โดยการนำแนวทางการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาประยุกต์ใช้กับองค์กร ในเรื่องกำหนดค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร ซึ่งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีเสนอแนะไว้ว่าระดับผลตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนคงใจในระยะยาว ควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัท และผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน ดังนั้นจึงเป็นที่มาของสมมติฐานการศึกษาดังนี้

สมมติฐานการศึกษาที่ 2: ผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 2.1 สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในประเทศไทย

(✓ คือมีความสัมพันธ์, ✗ คือไม่มีความสัมพันธ์)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยในประเทศ						
1	อภิชาติ โตรุ่ง (2553)	ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนกรรมการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100 โดยใช้ปีที่ศึกษาตั้งแต่พ.ศ. 2549-2551	สัดส่วนกรรมการอิสระ	ค่าตอบแทนคณะกรรมการ	✓	สัดส่วนกรรมการอิสระและค่าตอบแทนคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกเล็กน้อย
					✓	ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ และขนาดบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญ
2	Panyaphuntrakun (2009)	ผลตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการหลักฐานจากประเทศไทย (Director Remuneration and Firm Performance: The Evidence from Thailand) โดยศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ปีที่ศึกษาตั้งแต่ค.ศ. 2004-2007	ผลการดำเนินงานของกิจการ	ผลตอบแทนกรรมการ	✓	ผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ
					✓	ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) ประสบการณ์ของกรรมการ (Director Age) และการรวบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality) ทั้ง 3 ตัวแปรนี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของกรรมการ

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยในประเทศ (ต่อ)						
3	อัญชลี ทัศนวงศ์ (2553)	ความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนกรรมการอิสระและ กรรมการตรวจสอบ คำตอบแทนของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียนตลาด หลักทรัพย์ MAI โดยใช้ปีที่ ศึกษาตั้งแต่ พ.ศ. 2546- 2551	แบบจำลองที่ 1: สัดส่วนกรรมการ อิสระ กรรมการ ตรวจสอบ	แบบจำลองที่ 1: คำตอบแทน ผู้บริหาร	X	แบบจำลองที่ 1 ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างตัวแปร ต้นและตัวแปรตาม
			แบบจำลองที่ 2: คำตอบแทน ผู้บริหาร	แบบจำลองที่ 2: ผลการดำเนินงาน ของบริษัท	✓, X	แบบจำลองที่ 2 - คำตอบแทนของผู้บริหารในปัจจุบันมี ความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงอัตรา ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม - คำตอบแทนของผู้บริหารในปัจจุบันไม่มี ความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของ กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี
					✓	พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุม ด้านอัตรา ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ขนาดกิจการ และอายุ บริษัท กับคำตอบแทนผู้บริหาร แต่ตัวแปรควบคุม ด้านอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบความสัมพันธ์ กับคำตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานบริษัท

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยในประเทศ (ต่อ)						
4	อรุณี ช่างสุวรรณ (2553)	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากหุ้น และกลไกการกำกับดูแลกิจการกับการกำกับดูแลกิจการ กับค่าตอบแทนผู้บริหาร ของบริษัทจดทะเบียนใน ตลท. ปี 2552	- อัตราผลตอบแทนต่อหุ้น - กลไกการกำกับดูแลกิจการได้แก่ การมีคณะกรรมการพิจารณา ค่าตอบแทน และสัดส่วน กรรมการบริษัทที่เป็นกรรมการอิสระ	อัตรากារ เปลี่ยนแปลง เฉลี่ยของ ค่าตอบแทน ผู้บริหาร	X ✓	ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างตัว อิสระและตัวแปรตาม ตัวแปรควบคุม คืออัตราการทำกำไรขั้นต้น มี ความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมี นัยสำคัญ
5	เกศชนก ใจกระจ่าง (2548)	ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนและโครงสร้างความเป็นเจ้าของของ คณะกรรมการบริษัท กับผลการดำเนินงานทางการเงินของ บริษัทที่ไม่ใช่สถาบันทางการเงิน ใน SET โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2541-2547	- ค่าตอบแทนกรรมการ - ค่าตอบแทนผู้บริหาร - ผลการดำเนินงานทางการเงิน - องค์ประกอบของคณะกรรมการ ได้แก่ จำนวนกรรมการอิสระ สัดส่วนกรรมการที่ดำรงตำแหน่ง กรรมการในบริษัทอื่น และสัดส่วน การถือหุ้นของคณะกรรมการ	- การเปลี่ยน นโยบาย บัญชีโดย สมัครใจ - การเปลี่ยน นโยบาย บัญชีตาม ข้อกำหนด	✓, X	-พบว่า การเปลี่ยนแปลงค่าตอบแทนของ คณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ การเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชีโดยสมัครใจ -ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลง ค่าตอบแทนคณะกรรมการ กับการเปลี่ยนแปลง นโยบายบัญชีตามข้อกำหนดอย่างมีนัยสำคัญ -การเปลี่ยนแปลงค่าตอบแทนของผู้บริหารมี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทาง การเงินวัดจากผลตอบแทนของสินทรัพย์สุทธิ

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยในประเทศ (ต่อ)						
6	พรชนก วิถิธรรม (2554)	การศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2553	- มูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์ - อัตราผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้น (ROE)	ค่าตอบแทน ผู้บริหาร	✓, ✗ ✓	-พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้นกับค่าตอบแทนผู้บริหาร -ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร -ตัวแปรควบคุม ด้านราคาหลักทรัพย์ และขนาดกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร -ตัวแปรควบคุม ด้านกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์ กับค่าตอบแทนผู้บริหาร
7	ยุวดี เคธีรัฐติกาล (2554)	ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับ ดูแลกิจการกับอัตราส่วนราคา ต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ MAI ในช่วงปี พ.ศ. 2552-2554	การกำกับดูแลกิจการ - การรวบรวมตำแหน่ง ประธานกรรมการกับ ผู้บริหารสูงสุด - ค่าตอบแทนกรรมการ	อัตราส่วน ราคาต่อกำไร ต่อหุ้น (P/E Ratio)	✓, ✗	-พ.ศ. 2552-2553 ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่าง ค่าตอบแทนกรรมการกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น -พ.ศ. 2554 พบว่าค่าตอบแทนกรรมการมี ความสัมพันธ์กับอัตราราคาต่อกำไรต่อหุ้นอย่างมี นัยสำคัญ -ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง CEO Duality กับ อัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยในประเทศ (ต่อ)						
8	ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ์ (2550)	ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ. 2548-2549	ตัวแปรอิสระ ได้แก่ กลุ่มของโอกาสในการลงทุนตามเกณฑ์ราคา ตัวแปรควบคุม ได้แก่ -สัดส่วนกรรมการบริษัทที่เป็นอิสระ -สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร -ค่าตอบแทนของผู้บริหาร	ผลการดำเนินงานวัดปัจจุบัน (ROE)	✓, X	ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ยกเว้น ตัวแปรอิสระกับตัวแปรทางด้านค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีความสัมพันธ์กับ ROE ในปีพ.ศ. 2548 นอกจากนี้ ยังพบว่าระดับความเสี่ยงวัดค่าโดยอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานซึ่งวัดค่าโดย ROE
9	Kositsripanya (2009)	Simultaneous Determination of Managerial Ownership, Leverage and Firm Performance: Thai Evidence โดยศึกษาข้อมูลช่วงปี ค.ศ. 2004-2007	- Managerial Ownership วัดค่าจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและคณะกรรมการ - Leverage วัดค่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	อัตราส่วน Tobin's Q	✓, X	พบความสัมพันธ์ระหว่าง Managerial Ownership กับ Tobin's Q แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง Leverage กับ Tobin's Q และ ยังพบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q กับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราการเติบโตของยอดขาย

ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยในประเทศ (ต่อ)						
10	กมลชนก บุญมา (2555)	ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุนและ ความสามารถในการทำกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI ในช่วง ปีพ.ศ. 2550-2553	-อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น -อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย -ขนาดของกิจการ -อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย	อัตรา ผลตอบแทน จากสินทรัพย์	✓, ✗	-พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับ อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย -ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับ ขนาดกิจการ และ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย
11	กุลพงษ์ บุญเลิศ (2554)	ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างทางการเงินกับ ความสามารถในการทำกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปีพ.ศ. 2548-2552	-อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น -ขนาดกิจการ -อัตรากำไรสุทธิของยอดขาย	-อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น -อัตรา ผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์	✓, ✗	-สำหรับตัวแปรตามด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กับอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับขนาดกิจการ -สำหรับตัวแปรตามด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กับอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับขนาดกิจการ

ตารางที่ 2.2 สรุปผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากต่างประเทศ

(✓ คือมีความสัมพันธ์, ✗ คือไม่มีความสัมพันธ์)

ลำดับ	ผู้ศึกษา ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยต่างประเทศ						
1	Boyd (1994)	Board Control and CEO Compensation โดยศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา และใช้ปีที่ศึกษาในปีค.ศ. 1980	อำนาจการควบคุมของกรรมการ ได้แก่ CEO Duality, Insiders Board, Stock Ownership by Director, Number of Directors and Director Compensation	ผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูง	✓	ตัวแปรอำนาจการควบคุมของคณะกรรมการทุกตัวรวมตัว มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูง
					✓	ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดกิจการ และความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูงเพียงเล็กน้อย โดยพบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ 0.12 และ 0.08 ตามลำดับ
2	Weisbach (1998)	Outside Directors and CEO Turnover ศึกษาที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ช่วงปี 1977-1988	สัดส่วนกรรมการอิสระ	ผลตอบแทนผู้บริหาร	✓	มีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม
3	Basu <i>et al.</i> (2007)	Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan โดยศึกษากับบริษัทประเทศญี่ปุ่น ในช่วงปีค.ศ. 1992-1997	การกำกับดูแลกิจการ คือ จำนวนของกรรมการอิสระ	ผลตอบแทนผู้บริหาร	✓	มีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม
					✓	ตัวแปรตาม ด้านขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนผู้บริหาร

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยต่างประเทศ (ต่อ)						
4	Lawrence and Stapledon (1999)	ความสำคัญขององค์ประกอบของ คณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน ของกิจการและการจ่ายค่าตอบแทน แก่ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) ในประเทศออสเตรเลีย ระหว่างปี 1985-1995	สัดส่วน กรรมการอิสระและ กรรมการ ตรวจสอบ	ค่าตอบแทนของผู้บริหาร	X	ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม
5	Anjam (2010)	Determinants of CEO Compensation in Pakistan โดย ศึกษากับบริษัทจดทะเบียนใน ประเทศปากีสถาน ช่วงปี ค.ศ. 2007-2009	ผลตอบแทน ผู้บริหาร ระดับสูง	- ขนาดกิจการ - Return on Equity - ขนาดของคณะกรรมการ - การควมรวมตำแหน่ง ผู้บริหารสูงสุดกับประธาน กรรมการในคนเดียวกัน - สัดส่วนของกรรมการอิสระ - ผู้บริหารมาจากครอบครัว	✓, X	-พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทน ผู้บริหารกับขนาดกิจการ ปีค.ศ. 2008-2009 -พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทน ผู้บริหาร กับ CEO Duality -พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทน ผู้บริหารกับการที่กิจการเป็นของผู้บริหารเอง -ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน ผู้บริหาร กับ ขนาดของคณะกรรมการ สัดส่วน กรรมการอิสระ และตัวแปรด้านผลการ ดำเนินงานของกิจการวัดโดย ROE

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยต่างประเทศ (ต่อ)						
6	Ryan and Wiggins (2004)	Who is in whose pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring. โดยศึกษาเกี่ยวกับบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี 1995-1997	ความเป็นอิสระของกรรมการ (Board Independence) วัดจาก 4 ข้อดังนี้ 1. ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) 2. องค์ประกอบของคณะกรรมการ (Board Composition) 3. อายุดำรงตำแหน่งของกรรมการ (CEO Entrenchment) 4. การรวบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality)	ผลตอบแทนกรรมการ	✓	ตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม
7	Coakley and Iliopoulou (2006)	Bidder CEO and Other Executive Compensation in UK M&As โดยศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในประเทศอังกฤษ ช่วงปี 1998-2002	- ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size) - การรวบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน (CEO Duality)	ผลตอบแทนผู้บริหาร	✓	ตัวแปรอิสระทั้งสองมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยต่างประเทศ (ต่อ)						
8	Baker <i>et al.</i> (1988)	Compensation and Incentives: Practice vs. Theory ศึกษาข้อมูลจาก U.S. Conference Board ของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาช่วงปีค.ศ. 1973-1983	ผลตอบแทนผู้บริหารระดับสูง	ผลการดำเนินงานของกิจการวัดโดยยอดขาย	✓	ตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กัน
					✓	ตัวแปรควบคุมด้านขนาดกิจการและกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผู้บริหาร
9	Jensen and Mruphy (1990)	Performance Pay and Top-Management Incentives ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปีค.ศ. 1974-1986	การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนผู้บริหาร	- การเปลี่ยนแปลงกำไรทางบัญชี - การเปลี่ยนแปลงยอดขาย	✓	พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม
10	Kato and Kubo (2003)	CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay ศึกษาบริษัทในประเทศญี่ปุ่น ช่วงปี ค.ศ. 1986-1995	ผลตอบแทนผู้บริหาร	ผลการดำเนินงานของกิจการ - Accounting Performance ได้แก่ ROA - Market Performance ได้แก่ ผลตอบแทนของหุ้น	✓	พบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับ ROA
					✓	พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยต่างประเทศ (ต่อ)						
11	Kato and Long (2005)	Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges ตั้งแต่ปีค.ศ. 1998-2002	ผลตอบแทนผู้บริหาร	ผลการดำเนินงานของกิจการ - Accounting Performance: อัตราการเติบโตของยอดขายและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม - Market Performance: ผลตอบแทนของหุ้น	✓	-พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดผลโดย Accounting & Market Performance -พบการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนผู้บริหาร
12	Lee <i>et al.</i> (2005)	Executive Pay Dispersion, Corporate Governance and Firm Performance ได้ศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปีค.ศ. 1992-2003	ความแตกต่างของผลตอบแทนผู้บริหารแต่ละคน (Executive Pay Dispersion)	ผลการดำเนินงานของกิจการ - Tobin's Q - ผลตอบแทนของหุ้น (Firm's Stock Return)	✓ ✓	ผลการดำเนินงานของกิจการวัดโดย Tobin's Q และ ผลตอบแทนของหุ้น (Stock Return) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแตกต่างของการจ่ายผลตอบแทนผู้บริหาร ตัวแปรควบคุม ด้านคุณลักษณะกิจการ (Firm Attribute) วัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Executive Pay Dispersion

ตารางที่ 2.2 (ต่อ)

ลำดับ	ผู้ศึกษา/ปี	เรื่องที่ศึกษา กลุ่มตัวอย่าง และช่วงปีที่ศึกษา	ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	ผลการศึกษา	
					ผลลัพธ์	คำอธิบายเพิ่มเติม
ผลงานวิจัยต่างประเทศ (ต่อ)						
13	Main <i>et al.</i> (1993)	Top Executive Pay: Tournament or Teamwork? โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วงปี ค.ศ. 1980-1984	ความแตกต่างของผลตอบแทนของผู้บริหารแต่ละคน (Executive Pay Dispersion)	Firm Performance: - ผลตอบแทนจากหุ้น - Return on Assets	✓	ผลการดำเนินงานของกิจการวัดโดยผลตอบแทนจากหุ้น (Stock Market Return) และ ROA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแตกต่างของผลตอบแทนผู้บริหารแต่ละคน
14	Canyon <i>et al.</i> (2001)	Corporate Tournaments and Executive Compensation: ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในสหราชอาณาจักร ปี1997-98	ความแตกต่างของผลตอบแทนของผู้บริหารแต่ละคน	ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นรายปี (Annual Total Shareholder Return)	✗	ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความแตกต่างของการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ
15	Nuryaman (2012)	The Influence of Corporate Governance Practices on the Company's Financial Performance ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนประเทศอินโดนีเซีย ช่วงปี ค.ศ. 2007-2009	แนวปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตามหลัก CGPI (Corporate Governance Perception Index)	Firm Performance: -Return on Assets -Return on Equity	✓, ✗	-สำหรับตัวแปรตามด้าน ROA พบความสัมพันธ์กับ CGPI แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับตัวแปรควบคุมการเติบโตของยอดขายและขนาดบริษัท -สำหรับตัวแปรตามด้าน ROE ไม่พบความสัมพันธ์กับ CGPI และตัวแปรควบคุมด้านขนาดกิจการ แต่พบความสัมพันธ์กับตัวแปรควบคุมด้านการเติบโตของยอดขาย

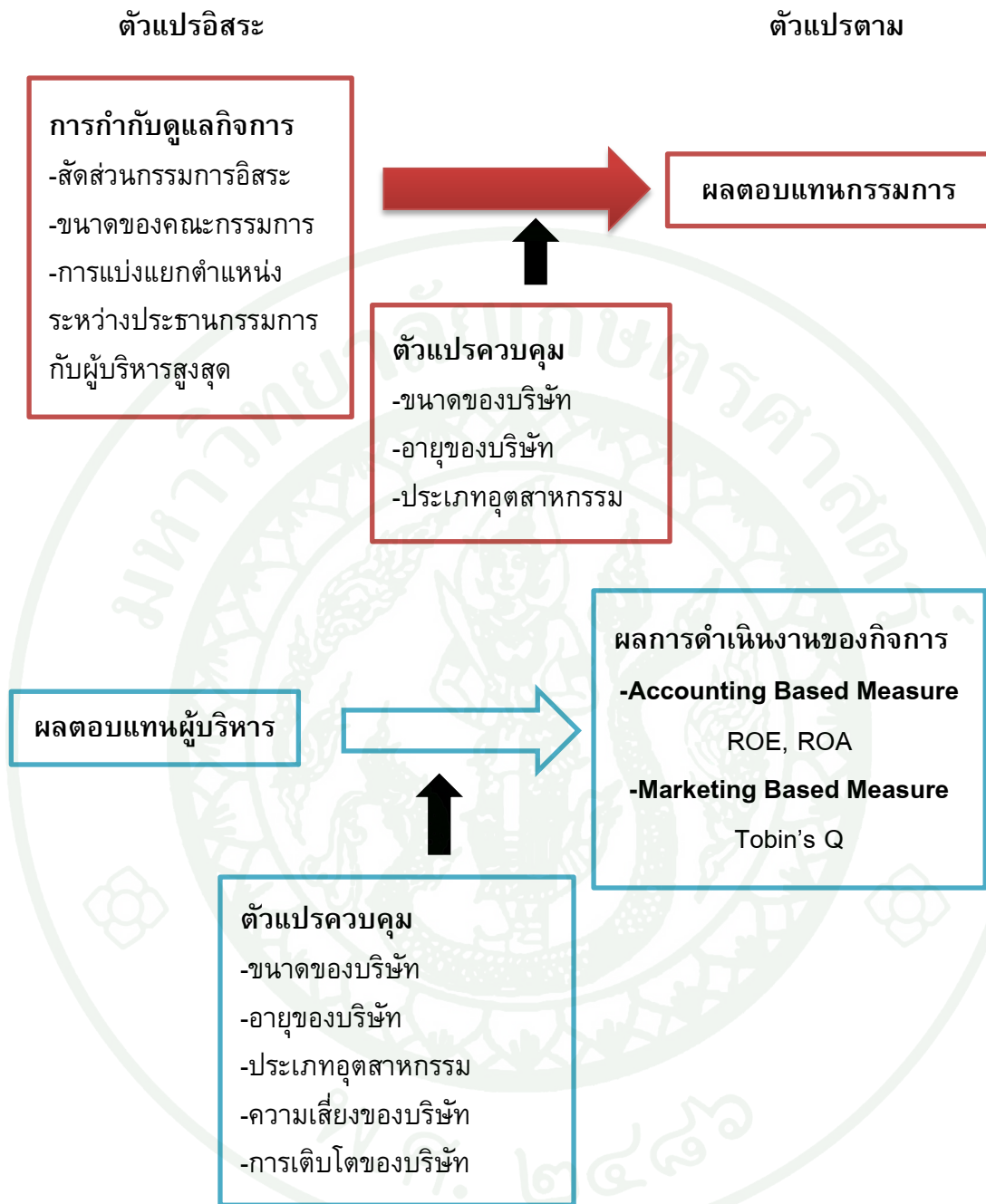
กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากทฤษฎี แนวคิด และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยได้นำมาเป็นแนวทางในการกำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษา ดังนี้

1) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จากปัญหาเรื่องความขัดแย้งระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้น) กับตัวแทน (กรรมการและผู้บริหาร) ที่กรรมการและผู้บริหารอาจกระทำการใดๆ ที่เป็นการสร้างผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งอาจทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดความเสียหาย หรือทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับประโยชน์อย่างสูงสุด

2) การนำแนวทางการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาประยุกต์ใช้กับองค์กร ในส่วนของความรับผิดชอบของกรรมการและผู้บริหาร จะให้องค์กรเกิดความโปร่งใส ลดปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน (Conflict of Interest) นอกจากนี้ ยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นในเรื่องการจ่ายผลตอบแทนให้กับกรรมการและผู้บริหาร และทำให้การจ่ายผลตอบแทนดังกล่าวสอดคล้องกับผลการดำเนินงานหรือมูลค่ากิจการของบริษัท

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทถือเป็นหัวใจของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กร นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ เพราะผู้บริหารถือเป็นบุคคลสำคัญในองค์กรที่จะทำให้เกิดมูลค่ากิจการหรือผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งแสดงกรอบแนวคิดในการศึกษาได้ดังภาพต่อไปนี้



ภาพที่ 2.6 กรอบแนวคิดในการศึกษา

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

ผู้วิจัยได้กำหนดหลักเกณฑ์ที่ใช้ในการคัดเลือกข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักแมลงกึ่งการ ผลตอบแทนกรรมการ ผลตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้กำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทั้งตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม รวมไปถึงวิธีการที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล แบ่งเป็นหัวข้อได้ดังต่อไปนี้

1. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล
2. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล
3. วิธีการศึกษา

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งได้แก่ รายงานประจำปี งบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมได้จากเว็บไซต์ของแต่ละบริษัท รวมถึงข้อมูลในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ณ สิ้นรอบบัญชี

กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปีพ.ศ. 2553 ถึง 2555 โดยศึกษาจาก 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มผลิตภัณฑ์อุปโภคบริโภค กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มธนาคารและการเงิน โดยความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดักแมลงกึ่งการกับผลตอบแทนกรรมการ มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง

ทั้งสิ้น 1,213 ข้อมูล ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,033 ข้อมูล

อย่างไรก็ตาม การศึกษาในครั้งนี้ไม่ครอบคลุมถึงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มต่อไปนี้

1. บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ซึ่งเป็นกลุ่มของบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน
2. บริษัทจดทะเบียนที่ถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงช่วงระยะเวลาของการศึกษา ซึ่งถือเป็นกลุ่มของบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน
3. บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 ไม่ว่าจะเป็นตัวแปรอิสระ หรือตัวแปรตามที่สนใจศึกษา

ตารางที่ 3.1 จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาใช้ในการศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	117	9.64
ทรัพยากร	72	5.93
เทคโนโลยี	97	8.00
บริการ	232	19.13
สินค้าอุตสาหกรรม	182	15.00
ผลิตภัณฑ์อุปโภคบริโภค	109	8.99
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	233	19.21
ธนาคารและการเงิน	171	14.10
รวม	1,213	100.00

ตารางที่ 3.2 จำนวนข้อมูล และร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่นำมาใช้ในการศึกษาจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	107	10.36
ทรัพยากร	68	6.58
เทคโนโลยี	85	8.23
บริการ	177	17.14
สินค้าอุตสาหกรรม	150	14.52
ผลิตภัณฑ์อุปโภคบริโภค	93	9.00
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	197	19.07
ธนาคารและการเงิน	156	15.10
รวม	1,033	100.00

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ โดยพิจารณาจาก สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ และการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด เก็บรวบรวมข้อมูลมาจาก แบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในช่วง พ.ศ. 2553 ถึง 2555 เช่นเดียวกับข้อมูลผลตอบแทนกรรมการ และผลตอบแทนผู้บริหารที่เก็บรวบรวมมาจากแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในช่วงปีเดียวกัน สำหรับข้อมูลผลการดำเนินงานของกิจการ ทั้งที่เป็นมุมมองทางบัญชีที่วัดผลโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมุมมองทางการตลาดที่วัดผลโดยอัตราส่วน Tobin's Q รวมทั้งตัวแปรควบคุมทุกตัว รวบรวมมาจากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปีพ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2555

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้ศึกษาได้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

การวิเคราะห์การกำกับดูแลกิจการ (ซึ่งประกอบไปด้วย 3 ตัวแปรย่อย ได้แก่ สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ และการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการ กับผู้บริหารสูงสุด) และผลตอบแทนผู้บริหาร ถือเป็นตัวแปรอิสระของการศึกษา สำหรับการวิเคราะห์ตัวแปรตาม ได้แก่ ผลตอบแทนกรรมการ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วน Tobin's Q โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ซึ่งแสดงด้วย ค่าร้อยละของข้อมูล (Percentage) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้เกิดความเข้าใจในภาพรวมของทั้งตัวแปรต้น ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้วิธีการทางสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่

การวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis)

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression Model) และเนื่องจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรจำนวน 2 กรอบแนวความคิด หรือ 4 แบบจำลองย่อย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงแยกแสดงสมการถดถอย ดังนี้

2.1 วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อวิเคราะห์ความมีอิทธิพลของตัวแปรอิสระ ได้แก่ การกำกับดูแลกิจการ และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งคาดว่าจะมีผลต่อตัวแปรตาม ได้แก่ ผลตอบแทนกรรมการ สามารถกำหนดเป็นสมการถดถอยได้ ดังนี้

แบบจำลองที่ 1

$$\begin{aligned} \text{DCOMP}_i = & b_1 [\text{INBOARD}_i] + b_2 [\text{BOARDSIZE}_i] + b_3 [\text{SEPARATE}_i] + \\ & b_4 [\text{FIRMSIZE}_i] + b_5 [\text{FIRMAGE}_i] + b_6 [\text{AGRI}] + \\ & b_7 [\text{RESOURCE}] + b_8 [\text{TECH}] + b_9 [\text{SERVICE}] + \\ & b_{10} [\text{IND}] + b_{11} [\text{CONS}] + b_{12} [\text{PROP}] + b_{13} [\text{FINANCE}] \end{aligned}$$

2.2 วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) เพื่อวิเคราะห์ความมีอิทธิพลของตัวแปรอิสระ ได้แก่ ผลตอบแทนผู้บริหาร และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท ประเภทอุตสาหกรรม ความเสี่ยงของบริษัท และการเติบโตของบริษัท ซึ่งคาดว่าจะมีผลต่อตัวแปรตาม ได้แก่ ผลการดำเนินงานของกิจการ สามารถกำหนดเป็นสมการถดถอยได้ดังนี้

แบบจำลองที่ 2

$$\begin{aligned} \text{ROA}_i = & b_1 [\text{MCOMP}_i] + b_2 [\text{FIRMSIZE}_i] + b_3 [\text{FIRMAGE}_i] + \\ & b_4 [\text{AGRI}] + b_5 [\text{RESOURCE}] + b_6 [\text{TECH}] + \\ & b_7 [\text{SERVICE}] + b_8 [\text{IND}] + b_9 [\text{CONS}] + b_{10} [\text{PROP}] + \\ & b_{11} [\text{FINANCE}] + b_{12} [\text{RISK}_i] + b_{13} [\text{GROWTH}_i] \end{aligned}$$

แบบจำลองที่ 3

$$\begin{aligned} \text{ROE}_i = & b_1 [\text{MCOMP}_i] + b_2 [\text{FIRMSIZE}_i] + b_3 [\text{FIRMAGE}_i] + \\ & b_4 [\text{AGRI}] + b_5 [\text{RESOURCE}] + b_6 [\text{TECH}] + \\ & b_7 [\text{SERVICE}] + b_8 [\text{IND}] + b_9 [\text{CONS}] + b_{10} [\text{PROP}] + \\ & b_{11} [\text{FINANCE}] + b_{12} [\text{RISK}_i] + b_{13} [\text{GROWTH}_i] \end{aligned}$$

แบบจำลองที่ 4

$$\begin{aligned} \text{TOBINQ}_i = & b_1 [\text{MCOMP}_i] + b_2 [\text{FIRMSIZE}_i] + b_3 [\text{FIRMAGE}_i] + \\ & b_4 [\text{AGRI}] + b_5 [\text{RESOURCE}] + b_6 [\text{TECH}] + \\ & b_7 [\text{SERVICE}] + b_8 [\text{IND}] + b_9 [\text{CONS}] + b_{10} [\text{PROP}] + \\ & b_{11} [\text{FINANCE}] + b_{12} [\text{RISK}_i] + b_{13} [\text{GROWTH}_i] \end{aligned}$$

โดยที่ DCOMP	=	ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี (Director Compensation)
MCOMP	=	ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี (Management Compensation)
INBOARD	=	สัดส่วนกรรมการอิสระ (Independent Board)
BOARDSIZE	=	ขนาดของคณะกรรมการ (Board Size)
SEPARATE	=	การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด (Separating the Positions of Board Chairman and CEO)
ROA	=	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets)
ROE	=	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)
TOBINQ	=	อัตราส่วน Tobin's Q
FIRMSIZE	=	ขนาดของบริษัท (Firm Size)
FIRMAGE	=	อายุของบริษัท (Firm Age)
AGRI	=	บริษัทในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
RESOURCE	=	บริษัทในอุตสาหกรรมทรัพยากร
TECH	=	บริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
SERVICE	=	บริษัทในอุตสาหกรรมบริการ
IND	=	บริษัทในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
CONS	=	บริษัทในอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค
PROP	=	บริษัทในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง
FINANCE	=	บริษัทในอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน
RISK	=	ความเสี่ยงของบริษัท (Company Risk)
GROWTH	=	การเติบโตของบริษัท (Company Growth)

วิธีการศึกษา

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการ ผลตอบแทนกรรมการ ผลตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดวิธีการศึกษาไว้ดังนี้

การกำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรอิสระ (Independence Variables)

ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบไปด้วย 2 ตัวแปรอิสระ เนื่องจากมีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามทั้งหมด 2 กรอบแนวคิดในการศึกษา ดังนี้

1. **ตัวแปรอิสระ ด้านการกำกับดูแลกิจการ** สำหรับกรอบแนวคิดที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ โดยตัวแปรอิสระด้านนี้ประกอบไปด้วย 3 ตัวแปรย่อย ดังนี้

1) **สัดส่วนกรรมการอิสระ** จากการที่ผู้วิจัยได้ศึกษาวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในบทที่ 2 ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ อภิชาติ ไตรรุ่ง (2553); Weisbach (1998); Basu *et al.* (2007) และ Ryan and Wiggins (2004) ทำให้ทราบว่า ตัวแปรด้านสัดส่วนกรรมการอิสระนี้มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกตัวแปรนี้มาทำการศึกษาอีกครั้ง โดยสามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ณ สิ้นรอบบัญชี ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

สัดส่วนกรรมการอิสระ = จำนวนกรรมการอิสระ / จำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด

2) **ขนาดของคณะกรรมการ** หมายถึงจำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด ซึ่งเป็นอีกตัวแปรที่ผู้วิจัยสนใจเลือกมาศึกษาเพื่อหาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิชาติ ไตรรุ่ง (2553); อัญชลี ทศนวงศ์ (2553); Boyd (1994); Basu *et al.* (2007) และ Coakley and Iliopoulou (2006) สำหรับการเก็บรวบรวมข้อมูลสามารถเก็บข้อมูลได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี ที่เปิดเผย ณ สิ้นรอบบัญชี

3) การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด

(Separating the Positions of Board Chairman and CEO) จากการทบทวนวรรณกรรมพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรนี้กับผลตอบแทนกรรมการ อย่างเช่น งานวิจัยของ Panyaphuntrakun (2009) และ Anjam (2010) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกตัวแปรนี้เป็นตัวแปรที่สนใจศึกษา โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผย ณ สิ้นรอบบัญชี โดยแบ่งเกณฑ์ในการพิจารณาดังนี้

บริษัทที่ประธานกรรมการดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด = 0

บริษัทที่ประธานกรรมการไม่ได้ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด = 1

2. ตัวแปรอิสระ ด้านผลตอบแทนผู้บริหาร สำหรับกรอบแนวคิดที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ โดยพิจารณาผลตอบแทนผู้บริหารในรูปตัวเงินเท่านั้น ซึ่งได้แก่ เงินเดือน โบนัส ค่าเบี้ยประชุม ผลตอบแทนประจำเดือน เงินกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ประกันชีวิตและอุบัติเหตุและผลประโยชน์อื่นๆ ที่จ่ายเป็นตัวเงิน ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่มักเลือกใช้ผลตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงิน อย่างเช่น งานวิจัยของ อัญชลี ทศนวงศ์ (2553); พรชนก วิถีธรรม (2554); Anjam (2010); Baker *et al.* (1988); Jensen and Mruphy (1990); Kato and Kubo (2003) หรือ Kato and Long (2005) ดังนั้น ในครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้เลือกผลตอบแทนผู้บริหารที่เป็นตัวเงินโดยใช้ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผู้บริหารต่อคนต่อปีที่เป็นตัวเงิน โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผย ณ สัณรอบบัญชี

ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี = (เงินเดือน+ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

จาก 2 กรอบแนวคิดในการศึกษาที่ต้องการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร จึงมีตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด 2 ตัวแปร ดังนี้

1. ตัวแปรตาม ด้านผลตอบแทนกรรมการ สำหรับกรอบแนวคิดที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ ทั้งนี้ ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิชาติ โตรุ่ง (2553); Panyaphuntrakun (2009); เกศชนก ไจกระจำง (2548); Boyd (1994); Lawrence and Stapledon (1999); Weisbach (1998); Basu *et al.* (2007); Ryan and Wiggins (2004) และ Coakley and Iliopoulou (2006) โดยพิจารณาผลตอบแทนกรรมการในรูปตัวเงินเท่านั้น ซึ่งได้แก่ เงินเดือน โบนัส ค่าเบี้ยประชุม ผลตอบแทนประจำเดือน เงินกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ประกันชีวิตและอุบัติเหตุและผลประโยชน์อื่นๆ ที่จ่ายเป็นตัวเงิน และเก็บรวบรวมข้อมูลจาก แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผย ณ สัณรอบบัญชี โดยผู้วิจัยเลือกใช้ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนกรรมการบริษัทต่อคนต่อปีที่เป็นตัวเงิน ดังนี้

ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี =(เงินเดือน+ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน)/จำนวนกรรมการ

2. ตัวแปรตาม ด้านผลการดำเนินงานของกิจการ สำหรับกรอบแนวคิดที่ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยแยกพิจารณาเป็น 2 มุมมอง ดังนี้

1) ผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองทางบัญชี (Accounting-based Measure) พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ในปี พ.ศ. 2553 ถึง 2555 โดยเก็บข้อมูลรายปีจากที่มีการเปิดเผยในฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งคล้ายกับงานวิจัยของ อัญชลี ทศนวงศ์ (2553); Anjam (2010); Kato and Kubo (2003) และ Kato and Long (2005) โดยมีวิธีการคำนวณค่า ดังนี้

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + (1-t) (\text{ดอกเบี้ยจ่าย}) + \text{กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

โดยที่ t = อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิ} - \text{เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ์}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

2) ผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองทางการตลาด (Market-based Measure) พิจารณาจากอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งคำนวณจากสูตรตามแนวคิดของ Chung and Pruitt (1994) โดยได้ปรับปรุงการคำนวณให้ง่ายขึ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee *et al.* (2005) ที่ได้ใช้ Tobin's Q ทดสอบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผู้บริหาร โดยมีวิธีการหาค่า ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี} + \text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

สำหรับข้อมูลทางการเงินที่ต้องใช้ในการคำนวณอัตราส่วน Tobin's Q นี้ สามารถเก็บรวบรวมได้จากข้อมูลรายปีจากที่มีการเปิดเผยในฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2553-2555

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้วิจัยพบว่ามีตัวแปรอิสระบางตัวที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม ทั้งผลตอบแทนกรรมการ

และผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น เพื่อเป็นการควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม ผู้วิจัยจึงได้เลือกตัวแปรควบคุมที่จะนำใช้ในการศึกษาดังนี้

1. ขนาดของบริษัท วัดค่าจากลอการิทึมของยอดสินทรัพย์รวม

เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยมีขนาดของบริษัทที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ตัวแปรควบคุมด้านขนาดของบริษัท เพื่อเป็นการป้องกันความคลาดเคลื่อนของค่าสถิติ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ อภิชาติ โตรุ่ง (2553); อัญชลี ทศนวงศ์ (2553); พรชนก วิถีธรรม (2554); Boyd (1994); Baker *et al.* (1988) และ Lee *et al.* (2005)

2. อายุของบริษัท คำนวณจาก วันที่บริษัทนั้นๆ ได้เริ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

เนื่องจาก การนับอายุของบริษัทตั้งแต่วันที่บริษัทได้เริ่มจดทะเบียนเท่ากับว่า เป็นการนำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ทำให้มีบทบาทกับบริษัทตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา เช่นเดียวกับงานวิจัยของอภิชาติ โตรุ่ง (2553); อัญชลี ทศนวงศ์ (2553); พัชรินทร์ ภัทรวานิชานนท์ (2552) และ Lee *et al.* (2005)

3. ประเภทอุตสาหกรรม กำหนดเป็นค่า Dummy เพื่อใช้ในการศึกษา ดังนี้

AGRI	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรอุตสาหกรรมอาหาร
		0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
RESOURCE	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร
	=	0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
TECH	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
	=	0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
SERVICE	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ
	=	0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
IND	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
	=	0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
CONS	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค
	=	0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
PROP	=	1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
	=	0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

FINANCE = 1 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน
 = 0 ถ้าบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

4. ความเสี่ยงของบริษัท

คำนวณจาก อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากงานวิจัยส่วนใหญ่นิยมวัดผลกระทบจากโครงสร้างหนี้ที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการโดยใช้อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะว่าอัตราส่วนนี้มีความเหมาะสมกับการวัดความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท โดยมองโครงสร้างหนี้สินรวม ไม่ว่าจะเป็นโครงสร้างหนี้สินระยะสั้นและโครงสร้างหนี้สินระยะยาว ดังเช่น งานวิจัยของ เกศชนก ใจกระจ่าง (2548); ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ์ (2550); อัญชลี ทศนวงศ์ (2553); กุลพงษ์ บุญเลิศ (2554) และ Kositsripanya (2009) โดยการคำนวณหาค่าอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) แสดงได้ดังนี้

D/E Ratio = หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

5. การเติบโตของบริษัท

วัดค่าโดยอัตราการเติบโตของยอดขาย การที่นำอัตราการเติบโตของยอดขายมาเป็นตัวแทนของการเติบโตของบริษัทนี้ เพราะว่า การที่กิจการมียอดขายที่เพิ่มขึ้น มักจะเป็นการสร้างมูลค่าให้กับกิจการ ดังนั้น จึงอาจคาดการณ์ได้ว่าตัวแปรการเติบโตของบริษัทนี้จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ กุลพงษ์ บุญเลิศ (2554); กมลชนก บุญมา (2555); Kositsripanya (2009) และ Nuryaman (2012) สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขายสามารถคำนวณได้ดังนี้

อัตราการเติบโตของยอดขาย = (ยอดขายปีปัจจุบัน – ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

หมายเหตุ: ผู้วิจัยได้ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมานของทั้ง 4 แบบจำลอง (ตามที่กล่าวในข้างต้น) โดยได้แยกพิจารณาออกเป็น 2 กรณีคือ กลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry) กับ กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry) ซึ่งแสดงผลการศึกษาอยู่ในภาคผนวก

บทที่ 4

ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน โดยใช้กลุ่มตัวอย่างงานวิจัยเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 เนื้อหาในบทนี้เป็นการนำเสนอผลการศึกษาที่ได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูล ในลักษณะของการวิเคราะห์เชิงพรรณนา และการหาความสัมพันธ์ของข้อมูลหรือการวิเคราะห์เชิงอนุมาน ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของการศึกษา โดยมีเนื้อหาดังต่อไปนี้

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

ตารางที่ 4.1 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลตอบแทนกรรมการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบน (S.D.)
ผลตอบแทนกรรมการ (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	648,254.69	7,319,145.25	30,625.00	886,851.37
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.40	0.88	0.08	0.08
ขนาดคณะกรรมการ (คน)	10.52	21	5	2.63
SEPARATE*	0.86	1	0	0.35
อายุบริษัท (ปี)	16.66	38	1	8.68
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)	46,831.73	2,418,838.25	86.66	222,365.19
กลุ่มตัวอย่าง	1,213	1,213	1,213	1,213

หมายเหตุ: * คือ การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด

จากตารางสรุปข้อมูลทางสถิติข้างต้น พบว่าในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 30,625 บาท ค่าสูงสุด เท่ากับ 7,319,145.25 บาท และคิดเป็นค่าเฉลี่ย เท่ากับ 648,254.69 บาท

สำหรับสัดส่วนกรรมการอิสระนั้น บริษัทที่มีกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมดต่ำที่สุด คิดเป็นร้อยละ 8 และมีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 88 โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ ร้อยละ 40 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ได้ปฏิบัติตามคำแนะนำของหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่แนะนำให้บริษัทควรมีกรรมการอิสระมากกว่า 1 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมด

ขนาดคณะกรรมการ พบว่าบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการต่ำที่สุดเท่ากับ 5 คน และบริษัทที่มีคณะกรรมการสูงที่สุดจำนวน 21 คน และคิดเป็นค่าเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 11 คน จะเห็นได้ว่าการที่ขนาดคณะกรรมการแตกต่างกัน อาจเป็นเพราะว่าแต่ละบริษัทมีสัดส่วนเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน

การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0 ค่าสูงสุด เท่ากับ 1 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.86 ซึ่งหากบริษัทใดที่ประธานกรรมการไม่ได้ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดจะมีค่าเท่ากับ 1 ในทางตรงข้าม หากบริษัทที่ประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกันจะมีค่าเท่ากับ 0 จากตารางข้างต้น พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.86 นั้นหมายความว่าบริษัทส่วนใหญ่มีการแบ่งแยกตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการออกจากกัน

อายุบริษัท พบว่าบริษัทที่มีอายุต่ำที่สุดคือ 1 ปี ส่วนบริษัทที่มีอายุมากที่สุดคือ 38 ปี และค่าเฉลี่ยอายุบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ เท่ากับ 16.66 ปี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เริ่มดำเนินการครั้งแรกเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 หรือเกือบ 40 ปี ซึ่งจะเห็นได้ว่ามีบริษัทที่สนใจเข้าเป็นสมาชิกและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วๆ จนถึงปัจจุบัน

ขนาดบริษัท ในที่นี้จะใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัวแทนของขนาดบริษัท จากผลสถิติเชิงพรรณนาพบว่าบริษัทที่มีขนาดบริษัทหรือสินทรัพย์รวมต่ำที่สุดคือ จำนวน 86.66 ล้านบาท ส่วนบริษัทที่มีขนาดบริษัทสูงที่สุดคือจำนวน 2,418,838.25 ล้านบาท และคิดเป็นค่าเฉลี่ยเท่ากับ 46,831.73 ล้านบาท

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555

รายการ	ประเภทอุตสาหกรรม							
	AGRI	CONS	IND	PROP	RESOURCE	SERVICE	TECH	FINANCE
ผลตอบแทนกรรมการ (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)								
Mean	610,247.60	417,810.00	395,618.60	661,054.30	1,297,082.00	530,820.50	731,527.00	916,074.00
Max	7,136,631.00	2,870,000.00	3,946,500.00	7,319,145.00	5,813,679.00	4,318,750.00	3,071,429.00	7,305,556.00
Min	40,000.00	36,363.64	33,000.00	31,666.67	102,222.20	30,625.00	60,000.00	40,800.00
S.D	1,026,517.00	511,940.40	527,520.00	886,928.20	1,311,899.00	536,818.70	689,222.00	1,268,394.00
สัดส่วนกรรมการอิสระ								
Mean	0.37	0.37	0.39	0.41	0.42	0.41	0.40	0.39
Max	0.60	0.71	0.71	0.67	0.80	0.88	0.57	0.75
Min	0.20	0.13	0.08	0.22	0.27	0.23	0.27	0.24
S.D	0.06	0.09	0.08	0.08	0.11	0.26	0.07	0.10
ขนาดคณะกรรมการ (หน่วย: คน)								
Mean	11.26	10.75	10.07	9.78	12.07	11.05	9.10	10.80
Max	21	21	16	17	17	18	16	21
Min	7	6	6	5	7	5	5	5
S.D	2.82	2.97	2.27	2.35	2.68	2.49	2.01	2.79

ตารางที่ 4.2 (ต่อ)

รายการ	ประเภทอุตสาหกรรม							
	AGRI	CONS	IND	PROP	RESOURCE	SERVICE	TECH	FINANCE
SEPARATE (ประธานกรรมการแยกตำแหน่งจากผู้บริหารสูงสุด) (1 คือ แยกตำแหน่ง, 0 คือไม่ได้แยกตำแหน่ง)								
Mean	0.81	0.90	0.80	0.83	0.94	0.84	0.86	0.95
Max	1	1	1	1	1	1	1	1
Min	0	0	0	0	0	0	0	0
S.D	0.39	0.30	0.40	0.38	0.23	0.36	0.35	0.21
อายุบริษัท (หน่วย: ปี)								
Mean	19.51	22.62	15.43	14.97	13.71	17.14	13.10	16.98
Max	38	38	38	38	31	38	25	38
Min	1	1	1	1	3	1	3	1
S.D	6.78	8.68	8.50	7.52	7.14	8.50	6.19	10.84
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)								
Mean	13,364.88	3,861.14	9,860.89	17,470.40	121,434.70	14,801.00	19,516.97	204,250.50
Max	310,544.30	23,247.64	436,062.00	395,573.10	1,631,319.94	304,095.90	180,363.40	2,418,838.25
Min	402.88	260.42	88.53	606.67	446.71	227.72	86.66	738.00
S.D	36,318.96	5,297.50	37,623.89	44,174.39	295,266.90	38,104.41	34,738.37	524,898.20

โดย	AGRI	=	อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
	CONS	=	อุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค
	IND	=	อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
	PROP	=	อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง
	RESOURCE	=	อุตสาหกรรมทรัพยากร
	SERVICE	=	อุตสาหกรรมบริการ
	TECH	=	อุตสาหกรรมเทคโนโลยี
	FINANCE	=	อุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน

จากตารางที่ 4.2 พบว่าหมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนการเฉลี่ยต่อคนต่อปีสูงกว่า ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 648,254.69 บาท) 2 อันดับแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1,297,082 บาท รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 916,074 บาท แต่ทว่า บริษัทที่มีค่าสูงสุดของผลตอบแทนการเฉลี่ยต่อคนต่อปีจะอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 7,319,145 บาท และบริษัทที่มีค่าต่ำสุดของผลตอบแทนการเฉลี่ยต่อคนต่อปีจะอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 30,625 บาท

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนกรรมการอิสระสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยร้อยละ 40) 2 อันดับแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 42 รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 41 นอกจากนี้ ยังพบว่ามีบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีสัดส่วนกรรมการอิสระเท่ากับร้อยละ 88 ซึ่งถือว่าเป็นค่าสูงสุดในภาพรวมทั้งตลาดฯ ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระต่ำที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมโดยมีค่าร้อยละ 8

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดคณะกรรมการสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.52 คน) 2 อันดับแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.07 คน รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.26 คน สำหรับบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการสูงที่สุดจะอยู่ใน 3 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร โดยมีจำนวนคณะกรรมการ 21 คน และบริษัทที่มีจำนวนคณะกรรมการต่ำที่สุดคือเท่ากับ 5 คน จะอยู่ใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของ SEPARATE สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.86) 2 อันดับแรก คือกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.95 รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.94 ซึ่งหากค่า SEPARATE มีค่าใกล้เคียง 1 มากเท่าใด หมายความว่า บริษัทนั้นมีการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการออกจากกัน

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอายุบริษัท สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.66 ปี) 2 อันดับแรก กลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภค บริโภค โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.62 ปี รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 19.51 ปี และยังพบว่าบริษัทที่มีอายุมากที่สุด คือเท่ากับ 38 ปี บริษัทเหล่านี้อยู่ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร และเป็นที่น่าสนใจว่าเกือบทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีบริษัทที่เพิ่งจดทะเบียนเข้ามาอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปีพ.ศ. 2556 (ปีที่ทำการวิจัย) ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัทหรือสินทรัพย์รวมสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 46,831.73 ล้านบาท) 2 อันดับแรก คือกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 204,250.50 ล้านบาท รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 121,434.70 ล้านบาท และมีบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคารมีขนาดบริษัทสูงที่สุดคือ 2,418,838.25 ล้านบาท ส่วนอุตสาหกรรมเทคโนโลยีจะมีบริษัทที่มีขนาดบริษัทต่ำที่สุดเพียง 86.66 ล้านบาท

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางที่ 4.3 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบน (S.D.)
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	0.08	0.62	-0.68	0.10
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.09	1.40	-5.67	0.33
Tobin's Q	1.37	13.41	0.34	0.97
ผลตอบแทนผู้บริหาร (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	4,653,180.64	42,497,040	337,500	5,187,600.34
อายุบริษัท (ปี)	16.94	38	1	8.44
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)	53,431.09	2,418,838.25	86.66	240,330.61
ความเสี่ยงของบริษัท (DE Ratio: หน่วยเป็นเท่า)	1.79	24.65	0.01	2.75
การเติบโตของบริษัท (Sale Growth)	0.15	6.17	-0.82	0.42
กลุ่มตัวอย่าง	1,033	1,033	1,033	1,033

จากตารางที่ 4.3 ได้แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.68 เท่า 0.62 เท่า และ 0.08 เท่า ตามลำดับ สำหรับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย เท่ากับ -5.67 เท่า 1.40 เท่า และ 0.09 เท่า ตามลำดับ ส่วนอัตราส่วน Tobin's Q มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.34 เท่า 13.41 เท่า และ 1.37 เท่า ตามลำดับ

ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี มีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 337,500 บาท 42,497,040 บาท และ 4,653,180.64 บาท ตามลำดับ อายุบริษัท พบว่าอยู่ในช่วง 1 ปี จนถึง 38 ปี โดยมีค่าเฉลี่ยอายุบริษัท เท่ากับ 16.94 ปี ส่วนขนาดบริษัทที่วัดค่าโดยสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 86.66 ล้านบาท 2,418,838.25 ล้านบาท และ 53,431.09 ล้านบาท ตามลำดับ ความเสี่ยงของบริษัทวัดค่าจากอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.01 เท่า 24.65 เท่า และ 1.79 เท่า ตามลำดับ และการเติบโตของของบริษัทที่วัดค่าโดยอัตราการเติบโตของยอดขายมีค่าต่ำสุด เท่ากับ -82% ค่าสูงสุดเท่ากับ 617% และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15%

ตารางที่ 4.4 ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555

รายการ	ประเภทอุตสาหกรรม							
	AGRI ^a	CONS ^a	IND ^a	PROP ^a	RESOURCE ^a	SERVICE ^a	TECH ^a	FINANCE ^a
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA)								
Mean	0.13	0.07	0.08	0.08	0.10	0.09	0.07	0.04
Max	0.57	0.50	0.39	0.46	0.42	0.62	0.50	0.23
Min	-0.07	-0.36	-0.64	-0.22	-0.44	-0.41	-0.68	-0.18
S.D	0.10	0.10	0.10	0.09	0.11	0.11	0.15	0.05
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)								
Mean	0.15	-0.10	0.07	0.09	0.10	0.10	0.05	0.07
Max	0.80	0.58	0.58	0.70	0.55	1.40	1.02	0.39
Min	-0.17	-0.86	-2.42	-4.24	-2.83	-1.14	-5.67	-2.07
S.D	0.14	1.54	0.28	0.35	0.40	0.23	0.70	0.25
Tobin's Q								
Mean	1.74	0.94	1.23	1.36	1.27	1.75	1.55	1.05
Max	5.60	4.28	6.19	7.51	2.14	13.41	6.72	4.71
Min	0.66	0.34	0.56	0.51	0.61	0.42	0.66	0.56
S.D	1.03	0.48	0.61	0.92	0.34	1.54	1.02	0.37

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

รายการ	ประเภทอุตสาหกรรม							
	AGRI ^a	CONS ^a	IND ^a	PROP ^a	RESOURCE ^a	SERVICE ^a	TECH ^a	FINANCE ^a
ผลตอบแทนผู้บริหาร (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)								
Mean	4,664,914.00	2,618,189.00	3,179,045.00	4,997,650.00	6,146,418.00	4,360,614.00	4,549,704.00	6,594,648.00
Max	34,200,000.00	6,856,000.00	9,901,833.00	42,497,040.00	31,444,453.00	27,198,889.00	16,967,500.00	42,162,714.00
Min	912,058.82	498,750.00	631,795.30	565,638.00	1,220,000.00	337,500.00	674,954.40	608,506.00
S.D	4,954,519.00	1,490,366.00	2,087,565.00	5,956,399.00	4,966,091.00	4,493,482.00	3,467,478.00	7,924,631.00
อายุบริษัท (หน่วย: ปี)								
Mean	19.78	24.31	15.45	15.20	13.13	17.19	13.26	17.68
Max	38	38	38	38	30	38	25	38
Min	2	5	2	1	3	1	3	1
S.D	6.71	7.17	8.47	7.17	6.84	7.46	6.22	10.76
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)								
Mean	14,115.58	4,177.50	8,840.19	19,880.86	128,516.20	17,134.55	18,444.23	222,737.10
Max	310,544.30	23,247.64	436,062.00	395,573.10	1,631,319.94	304,095.90	180,363.40	2,418,838.25
Min	552.50	260.42	147.29	606.67	1,222.83	294.93	86.66	738.00
S.D	37,727.93	5,608.83	36,849.01	47,790.11	302,442.30	42,893.56	33,257.08	546,034.00

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

รายการ	ประเภทอุตสาหกรรม							
	AGRI ^a	CONS ^a	IND ^a	PROP ^a	RESOURCE ^a	SERVICE ^a	TECH ^a	FINANCE ^a
ความเสี่ยงของบริษัท (วัดค่าโดย DE Ratio มีหน่วยเป็น เท่า)								
Mean	0.89	0.60	0.98	1.63	1.50	1.22	1.94	4.88
Max	5.06	7.53	9.18	15.31	7.07	19.37	12.46	24.65
Min	0.01	0.01	0.04	0.05	0.20	0.01	0.01	0.02
S.D	0.90	1.05	1.11	1.66	1.20	1.83	1.99	5.17
การเติบโตของบริษัท (วัดค่าโดยอัตราการเติบโตของยอดขาย มีหน่วยเป็น เท่า)								
Mean	0.17	0.08	0.16	0.22	0.23	0.11	0.02	0.19
Max	1.49	1.51	4.47	6.17	1.18	2.01	0.79	3.51
Min	-0.47	-0.58	-0.62	-0.70	-0.72	-0.54	-0.82	-0.79
S.D	0.29	0.28	0.43	0.67	0.30	0.25	0.25	0.43

หมายเหตุ: ^a ค่าอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

จากตารางข้างต้นสามารถวิเคราะห์ข้อมูลได้ดังนี้ หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.08 เท่า) 2 อันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.13 เท่า รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.10 เท่า ทั้งนี้ บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยมี ROA เท่ากับ 0.62 เท่า ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมต่ำที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยมี ROE ตีลบถึง 0.68 เท่า

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.09 เท่า) 3 อันดับแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.15 เท่า รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.10 เท่า นอกจากนี้ ยังพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด โดยมีค่าเท่ากับ 1.40 เท่า ในทางตรงกันข้าม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำที่สุดในบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยมีค่าตีลบถึง 5.67 เท่า

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.37 เท่า) 2 อันดับแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.75 เท่า รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.74 เท่า นอกจากนี้ มีบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีค่า Tobin's Q สูงที่สุดคือ 13.41 เท่า ในทางตรงกันข้าม ค่าต่ำสุดของอัตราส่วน Tobin's Q คือ 0.34 เท่า ได้อยู่ในบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปีสูงกว่า ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 4,653,180.64 บาท) 2 อันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 6,594,648 บาท รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 6,146,418 บาท แต่ทว่า บริษัทที่มีค่าสูงสุดของผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปีจะอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 42,497,040 บาท และบริษัทที่มีค่าต่ำสุดของผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปีจะอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 337,500 บาท จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนผู้บริหารนี้มีความสอดคล้องกับผลตอบแทนกรรมการที่กล่าวไว้ในตารางที่ 4.2

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอายุบริษัทสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.94 ปี) 2 อันดับแรก คือ กลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 24.31 ปี รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 19.78 ปี และยังพบว่าบริษัทที่มีอายุมากที่สุด คือเท่ากับ 38 ปี บริษัทเหล่านี้อยู่ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของขนาดบริษัทหรือสินทรัพย์รวมสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 53,431.09 ล้านบาท) 2 อันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 222,737.10 ล้านบาท รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 128,516.20 ล้านบาท และมีบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคารมีขนาดบริษัทสูงที่สุดคือ 2,418,838.25 ล้านบาท ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีจะมีบริษัทที่มีขนาดบริษัทต่ำที่สุดเพียง 86.66 ล้านบาท

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอัตรานี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.79 เท่า) 2 อันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.88 เท่า รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.94 เท่า ทั้งนี้ พบว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงินจะมีอัตรานี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุดคือ 24.65 เท่า

หมวดธุรกิจที่มีค่าเฉลี่ยของอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย สูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม (ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.15 เท่า) 2 อันดับแรก ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.23 เท่า รองลงมา คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.22 เท่า และกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ยังมีบริษัทที่มีอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย เท่ากับ 6.17 เท่า ซึ่งถือว่าเป็นค่าสูงสุดเมื่อเทียบกับทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนบริษัทที่มีอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย เท่ากับ -0.82 เท่า ซึ่งถือว่าเป็นค่าต่ำสุดได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

ระดับผลตอบแทนกรรมการบริษัท และผลตอบแทนผู้บริหารแยกรายอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.5 ระดับผลตอบแทนกรรมการบริษัทเฉลี่ยต่อคนต่อปี แยกรายอุตสาหกรรม ปี พ.ศ. 2553-2555

(หน่วย: บาท)

ข้อมูล ผลตอบแทน	จำนวนข้อมูล		<= 100,000		100,001- 200,000		200,001- 300,000		300,001- 500,000		500,001- 1,000,000		>1,000,000	
			จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ	จำนวน	ร้อยละ
AGRI ^a	117	9.65%	14	11.86%	17	8.42%	14	7.78%	37	14.07%	26	9.92%	9	4.79%
CONS ^a	109	8.99%	25	21.19%	27	13.37%	15	8.33%	15	5.70%	15	5.73%	12	6.38%
IND ^a	182	15.00%	26	22.03%	50	24.75%	31	17.22%	38	14.45%	27	10.31%	10	5.32%
PROP ^a	233	19.21%	19	16.10%	35	17.33%	31	17.22%	52	19.77%	58	22.14%	38	20.21%
RESOURCE ^a	72	5.94%	0	0.00%	7	3.47%	7	3.89%	11	4.18%	16	6.11%	31	16.49%
SERVICE ^a	232	19.13%	23	19.49%	34	16.83%	43	23.89%	47	17.87%	54	20.61%	31	16.49%
TECH ^a	97	8.00%	3	2.54%	11	5.45%	17	9.44%	27	10.27%	15	5.73%	24	12.77%
FINANCE ^a	171	14.10%	8	6.78%	21	10.40%	22	12.22%	36	13.69%	51	19.47%	33	17.55%
Total	1,213	100%	118	9.73%	202	16.65%	180	14.84%	263	21.68%	262	21.60%	188	15.50%

หมายเหตุ: ^a ค่าอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.6 ระดับผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี แยกรายอุตสาหกรรม ปี พ.ศ. 2553-2555

(หน่วย: บาท)

ข้อมูล ผลตอบแทน	จำนวนข้อมูล		<= 1,000,000		1,000,001- 2,000,000		2,000,001- 3,000,000		3,000,001- 5,000,000		5,000,001- 10,000,000		>10,000,000	
	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%	จำนวน	%
AGRI ^a	107	10.36%	3	4.76%	21	9.81%	19	8.80%	37	14.40%	18	8.82%	9	11.39%
CONS ^a	93	9.00%	11	17.46%	28	13.08%	21	9.72%	25	9.73%	8	3.92%	0	0.00%
IND ^a	150	14.52%	13	20.63%	35	16.36%	41	18.98%	37	14.40%	24	11.76%	0	0.00%
PROP ^a	197	19.07%	9	14.29%	36	16.82%	55	25.46%	37	14.40%	40	19.61%	20	25.32%
RESOURCE ^a	68	6.58%	0	0.00%	11	5.14%	6	2.78%	16	6.23%	27	13.24%	8	10.13%
SERVICE ^a	177	17.13%	18	28.57%	43	20.09%	30	13.89%	40	15.56%	33	16.18%	13	16.46%
TECH ^a	85	8.23%	5	7.94%	10	4.67%	14	6.48%	37	14.40%	9	4.41%	10	12.66%
FINANCE ^a	156	15.10%	4	6.35%	30	14.02%	30	13.89%	28	10.89%	45	22.06%	19	24.05%
Total	1,033	100%	63	6.10%	214	20.72%	216	20.91%	257	24.88%	204	19.75%	79	7.65%

หมายเหตุ: ^a ค่าอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

จากตารางที่ 4.5 ทำให้ทราบว่าผลตอบแทนกรรมการส่วนใหญ่จะจ่ายในช่วง 300,001 ถึง 500,000 บาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 21.68 และกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับผลตอบแทนกรรมการสูงสุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จะเห็นได้จากอัตราส่วนที่สูงที่สุดของผลตอบแทนกรรมการจะอยู่ในช่วง 500,001 ถึง 1,000,000 บาท และ ในช่วง 1,000,001 บาทขึ้นไป

จากตารางที่ 4.6 ทำให้ทราบว่าผลตอบแทนผู้บริหารส่วนใหญ่จะจ่ายในช่วง 3,000,001 ถึง 5,000,000 บาท หรือคิดเป็นร้อยละ 24.88 และกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับผลตอบแทนผู้บริหารสูงสุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน จะเห็นได้จากอัตราส่วนที่สูงของผลตอบแทนผู้บริหารจะอยู่ในช่วง 5,000,001 ถึง 10,000,000 บาท และ ในช่วง 10,000,001 บาทขึ้นไป

เมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างกรรมการและผู้บริหารแล้ว จะเห็นว่าบริษัทได้จัดสรรผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารมากกว่ากรรมการ อันเนื่องมาจากภาระและหน้าที่ในการบริหารงานของผู้บริหารมีมากกว่าคณะกรรมการ และเมื่อจำแนกเป็นรายอุตสาหกรรม พบว่าอัตราผลตอบแทนสูงสุดมีความสอดคล้องกันทั้งของผู้บริหารและกรรมการตามที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ในการศึกษาความสัมพันธ์ครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์จาก 2 กรอบแนวความคิด ซึ่งแบ่งออกเป็น 4 แบบจำลอง (Model) ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

สำหรับเทคนิควิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาณนี้ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression Model) ซึ่งข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของการศึกษาความสัมพันธ์ในครั้งนี้จะใช้วิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด หรือ Ordinary Least Squared (OLS) ซึ่งเป็นการประมาณค่าเส้นการถดถอยที่สามารถหาได้โดยการทำให้ผลบวกกำลังสองของส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอยของค่าสังเกตของตัวแปรที่มีค่าน้อยที่สุด ทั้งนี้ ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยด้วยวิธีการดังกล่าวได้นั้น ข้อมูลที่นำมาศึกษาจะต้องอยู่ภายใต้สมมติฐานหรือเงื่อนไขดังต่อไปนี้

1. ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0
3. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า
4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน
5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวางตามข้างต้นเรียบร้อยแล้ว พบว่าข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ผ่านเงื่อนไขดังกล่าวครบทุกข้อ โดยได้แสดงรายละเอียดการตรวจสอบเงื่อนไขไว้ในภาคผนวก ดังนั้น เนื้อหาที่แสดงในบทนี้จะเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแบบสมการถดถอยเชิงพหุ โดยสรุปเป็นผลการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

การวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis)

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
BOARDSIZE	0.084	0.012	6.848	0.000***
SEPARATE	0.337	0.064	5.270	0.000***

ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
INBOARD	0.722	0.264	2.735	0.006***
FIRMAGE	0.004	0.003	1.337	0.182
FIRMSIZE	0.097	0.016	5.953	0.000***
PROP ^a	9.321	0.356	26.152	0.000***
RESOURCE ^a	9.589	0.390	24.565	0.000***
SERVICE ^a	9.091	0.360	25.232	0.000***
TECH ^a	9.518	0.363	26.187	0.000***
AGRI ^a	9.043	0.357	25.309	0.000***
CONS ^a	8.754	0.351	24.955	0.000***
IND ^a	8.861	0.350	25.286	0.000***
FINANCE ^a	9.312	0.376	24.787	0.000***

Dependent Variable : ผลตอบแทนกรรมการ (DCOMP)

R Squared = 0.290, Adjusted R Squared = 0.283

Number of Observation: 1,213

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a ค่าอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร:

DCOMP = (เงินเดือนรวมของกรรมการทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนกรรมการ

BOARDSIZE = จำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด

INBOARD = จำนวนกรรมการอิสระ / จำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

FIRMSIZE = ลอการิทึมของยอดสินทรัพย์รวม

โดย	DCOMP	=	ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี
	BOARDSIZE	=	ขนาดของคณะกรรมการ
	SEPARATE	=	การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ
	INBOARD	=	สัดส่วนกรรมการอิสระ
	FIRMAGE	=	อายุของบริษัท
	FIRMSIZE	=	ขนาดของบริษัท

จากตารางที่ 4.7 แสดงให้เห็นว่า Adjusted R Squared หรือสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ เท่ากับ 28.30% นั่นคือ การกำกับดูแลกิจการไม่ว่าจะเป็น สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของ คณะกรรมการ หรือ SEPARATE (การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธาน กรรมการ) และตัวแปรควบคุมทั้งหมด สามารถอธิบายผลตอบแทนกรรมการ ได้ร้อยละ 28.30 ส่วนอีกร้อยละ 71.70 เกิดจากอิทธิพลของปัจจัยอื่นๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา และจากผลการ วิเคราะห์ พบว่าตัวแปรอิสระ (การกำกับดูแลกิจการ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทน กรรมการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งหมายความว่า การที่กิจการมีสัดส่วน กรรมการอิสระที่มาก หรือแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด หรือ กิจการมีขนาดของคณะกรรมการที่มาก ปัจจัยดังกล่าวนี้จะส่งผลต่อการจ่ายผลตอบแทน กรรมการที่มากขึ้นด้วย นอกจากนี้ ยังพบตัวแปรควบคุมบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับ ผลตอบแทนกรรมการ ได้แก่ ตัวแปรด้านขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และตัวแปรควบคุมด้าน ประเภทอุตสาหกรรมก็มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด ค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน ของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในภาพรวมทั้งตลาด หลักทรัพย์ฯ

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	t-value	p-value
	สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	มาตรฐาน ^b (Standardized Errors)		
MCOMP	0.028	0.004	7.153	0.000***
FIRMAE	0.000	0.000	0.185	0.853
RISK	-0.007	0.002	-3.539	0.000***
GROWTH	0.023	0.010	2.235	0.026**
AGRI ^a	-0.283	0.058	-4.906	0.000***
CONS ^a	-0.329	0.057	-5.812	0.000***
IND ^a	-0.320	0.057	-5.635	0.000***
PROP ^a	-0.326	0.057	-5.689	0.000***
RESOURCE ^a	-0.316	0.060	-5.293	0.000***
SERVICE ^a	-0.315	0.057	-5.502	0.000***

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
TECH ^a	-0.317	0.058	-5.460	0.000***
FINANCE ^a	-0.356	0.056	-6.314	0.000***

Dependent Variable : ROA

R Squared = 0.166, Adjusted R Squared = 0.157

Number of Observation: 1,033

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

^a ค่าอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร:

ROA = [กำไรสุทธิ + (1-t) (ดอกเบี้ยจ่าย) + กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย] / สินทรัพย์รวม

MCOMP = (เงินเดือนรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

RISK = หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

GROWTH = (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

โดย	ROA	=	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
	MCOMP	=	ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี
	FIRMAGE	=	อายุของบริษัท
	RISK	=	ความเสี่ยงของบริษัท
	GROWTH	=	การเติบโตของบริษัท

จากตารางที่ 4.8 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ได้ 15.70% และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ การที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนสูง จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการสูงตามไปด้วย อีกทั้งยังพบตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัท การเติบโตของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 4.9 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน
ของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในภาพรวมทั้งตลาด
หลักทรัพย์ฯ

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
MCOMP	0.064	0.011	5.808	0.000***
FIRMAGE	0.001	0.001	0.893	0.372
RISK	-0.031	0.008	-3.910	0.000***
GROWTH	0.055	0.021	2.629	0.009***
AGRI ^a	-0.809	0.163	-4.974	0.000***
CONS ^a	-0.883	0.159	-5.539	0.000***
IND ^a	-0.863	0.161	-5.372	0.000***
PROP ^a	-0.845	0.173	-4.882	0.000***
RESOURCE ^a	-0.839	0.166	-5.043	0.000***
SERVICE ^a	-0.844	0.162	-5.218	0.000***
TECH ^a	-0.806	0.165	-4.893	0.000***
FINANCE ^a	-0.770	0.146	-5.276	0.000***

Dependent Variable : ROE

R Squared = 0.203, Adjusted R Squared = 0.195

Number of Observation: 1,033

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a คำอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร:

ROE = (กำไรสุทธิ - เงินปันผลหุ้นบริมสิทธิ์) / ส่วนของผู้ถือหุ้น

MCOMP = (เงินเดือนรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

RISK = หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

GROWTH = (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

โดย	ROE	=	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
	MCOMP	=	ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี
	FIRMAGE	=	อายุของบริษัท
	RISK	=	ความเสี่ยงของบริษัท
	GROWTH	=	การเติบโตของบริษัท

จากตารางที่ 4.9 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ 19.50 % และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ การที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนสูง จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการที่สูงขึ้นด้วย อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัท การเติบโตของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดย Tobin's Q ในภาพรวมทั้งตลาดหลักทรัพย์ฯ

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
MCOMP	0.284	0.039	7.210	0.000***
FIRMAGE	-0.006	0.003	-1.917	0.056*
RISK	-0.005	0.005	-0.979	0.328
GROWTH	0.025	0.030	0.857	0.392
AGRI ^a	-2.398	0.583	-4.114	0.000***
CONS ^a	-3.052	0.547	-5.583	0.000***
IND ^a	-2.864	0.569	-5.034	0.000***
PROP ^a	-2.816	0.574	-4.904	0.000***
RESOURCE ^a	-3.031	0.594	-5.103	0.000***
SERVICE ^a	-2.399	0.526	-4.560	0.000***
TECH ^a	-2.673	0.552	-4.842	0.000***
FINANCE ^a	-3.155	0.576	-5.474	0.000***

ตารางที่ 4.10 (ต่อ)

Dependent Variable : TOBINQ

R Squared = 0.134, Adjusted R Squared = 0.124

Number of Observation: 1,033

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

^a ค่าอธิบายแสดงในตารางที่ 4.2

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร:

TOBINQ = (มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี + หนี้สินรวม) / สินทรัพย์รวม

MCOMP = (เงินเดือนรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

RISK = หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

GROWTH = (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

โดย	TOBINQ	=	อัตราส่วน Tobin's Q
	MCOMP	=	ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี
	FIRMAGE	=	อายุของบริษัท
	RISK	=	ความเสี่ยงของบริษัท
	GROWTH	=	การเติบโตของบริษัท

จากตารางที่ 4.10 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q ได้ 12.40% และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ หากผู้บริหารได้รับผลตอบแทนที่มาก จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการที่มากขึ้นด้วย อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านอายุของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q และตัวแปรควบคุมด้านประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

ข้อวิจารณ์

จากผลการศึกษาข้างต้น สามารถสรุปข้อวิจารณ์โดยแยกเป็น 2 กรอบแนวความคิด คือ ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ พิจารณาจากสัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดคณะกรรมการ และการรวมหรือแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดที่ส่งผลต่อผลตอบแทนกรรมการ ส่วนอีกกรอบแนวความคิดจะเป็นความสัมพันธ์

ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ พิจารณาจากผลตอบแทนผู้บริหารที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งผลการดำเนินงานนี้วัดค่าในมุมมองทางบัญชีและมุมมองทางการตลาด ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

กรอบแนวความคิดที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือบริษัทที่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระที่สูง ก็จะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูงด้วยเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับงานวิจัยของอภิชาติ โตรุ่ง (2553) Weisbach (1998) Basu *et al.* (2007) และ Ryan and Wiggins (2004) ที่พบว่าร้อยละของกรรมการอิสระต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ ทั้งนี้ การที่บริษัทมีสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูง และส่งผลให้ผลตอบแทนกรรมการสูงตามไปด้วยนั้น อาจเนื่องมาจากการสร้างความเหมาะสมให้กับตำแหน่งหน้าที่ ความรู้ความสามารถ และประสบการณ์ของคณะกรรมการ ดังนั้น กิจการจึงต้องจ่ายผลตอบแทนที่สูงเพื่อเป็นการจูงใจ หรือเหนี่ยวนำกรรมการท่านนั้นๆ ให้อยู่กับบริษัทต่อไป อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาได้ขัดแย้งกับงานวิจัยของอัญชลี ทิศนวงศ์ (2553) อรุณี ช่างสุวรรณ (2553) และ Lawrence and Stapledon (1999) ที่พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ เนื่องจาก “กลไกการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย เช่น การกำหนดคณะกรรมการค่าตอบแทนเพื่อความเหมาะสมในการกำหนดค่าตอบแทน หรือสัดส่วนความเป็นอิสระของกรรมการบริษัทไม่ได้มีบทบาทอย่างแท้จริงในการกำกับดูแล สมชาย ภาสน์วิวัฒน์ (2548) กล่าวว่า การกำกับดูแลกิจการของประเทศไทยนั้น สะท้อนถึงความล้มเหลวของระบบตลาดทุน คณะกรรมการบริษัทส่วนใหญ่จะเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้มีกรรมการอิสระเพื่อการถ่วงดุลของคณะกรรมการบริหารก็ตาม ในทางปฏิบัติการอิสระเหล่านี้มักจะเป็นผู้ใกล้ชิด และได้รับความไว้วางใจจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้กรรมการดังกล่าวไม่มีบทบาทอย่างที่ควรจะเป็นในการตรวจสอบนโยบาย การดำเนินงาน และทิศทางของธุรกิจ จึงตกอยู่ในอำนาจของฝ่ายบริหารซึ่งก็เป็นตัวแทนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นเอง” (อรุณี ช่างสุวรรณ, 2553)

จะเห็นได้ว่าผลการศึกษาที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับผลตอบแทนกรรมการนั้น อาจมาจากความไม่เข้มงวดของการบังคับใช้หลักการกำกับดูแลกิจการในอดีตที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาคั้งนี้ได้เป็นเครื่องช่วยยืนยันความมีประสิทธิภาพของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนของไทยช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 ได้มากขึ้น

นอกจากนี้ ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดคณะกรรมการกับผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือกิจการที่มีจำนวนคณะกรรมการที่มาก ก็จะมีผลตอบแทนกรรมการสูงตามไปด้วย อาจเนื่องมาจากการที่มีอำนาจต่อรองในจำนวนคณะกรรมการที่มาก จึงมีอิทธิพลต่อการจ่ายผลตอบแทน และอีกสาเหตุหนึ่งที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างตัวแปรดังกล่าว คือ โดยมากบริษัทที่มีขนาดกิจการที่ใหญ่ มักจะมีจำนวนคณะกรรมการที่มากเพื่อตรวจสอบ ถ่วงดุลวางแผน และกำหนดกลยุทธ์ต่างๆ ในองค์กร อีกทั้ง บริษัทขนาดใหญ่เหล่านี้มักมีความสามารถในการจ่ายผลตอบแทนกรรมการที่สูง เพื่อเป็นการตอบแทนความสามารถ หรือผลการปฏิบัติงานของกรรมการ จะเห็นได้ว่าผลการศึกษานี้ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับงานวิจัยทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศ ดังเช่น งานวิจัยของ อภิชาติ ไตรุง (2553) อัญชลี ทัศนวงศ์ (2553) Boyd (1994) Basu *et al.* (2007) และ Coakley and Iliopoulou (2006) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ได้ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Anjam (2010) ที่ศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในประเทศปากีสถานช่วงปี ค.ศ. 2007-2009 และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกรรมการกับผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหาร โดยให้เหตุผลไว้ว่าเป็นข้อจำกัดของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษา เพราะได้เลือกเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่เป็นกลุ่มบริษัทครอบครัวเท่านั้น

จะเห็นได้ว่าผลการวิจัยส่วนใหญ่จะพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดกรรมการกับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในครั้งนี้ ดังนั้น จึงเป็นเครื่องช่วยยืนยันอย่างหนึ่งเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียน

ผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง SEPARATE (การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด) กับผลตอบแทนกรรมการ นั้นหมายความว่า หากกิจการที่มีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการออกจากกันจะทำให้ผลตอบแทนกรรมการมีค่าสูง ในทางตรงข้าม หากกิจการใดที่ตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและตำแหน่งประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันจะส่งผลให้ผลตอบแทนกรรมการต่ำกว่า ซึ่งผลการศึกษานี้ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Panyaphuntrakun (2009) และ Anjam (2010) อย่างไรก็ตาม ก็พบงานวิจัยที่ขัดแย้งกับผลการศึกษานี้ อย่างเช่น งานวิจัยของ Coakley and Iliopoulou (2006) และ Boyd (1994) ที่พบว่าการรวบรวมตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ นั่นคือ หากมีการรวบรวมทั้งสองตำแหน่งนี้จะทำให้กรรมการได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าการแบ่งแยกสองตำแหน่งดังกล่าว ซึ่งจะเห็นได้ว่าหากกิจการมีการรวมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุดไว้ในคนเดียวกัน อาจทำให้บุคคลนั้นมีอำนาจ

ในการควบคุมกิจการที่มากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลต่อการตัดสินใจทางธุรกิจได้ ในทางตรงกันข้าม หากตำแหน่งดังกล่าวอิสระจากกันโดยมีผู้ดำรงตำแหน่งเป็นคนละคนกัน จะทำให้กรรมกรนั้นมี ความเป็นอิสระ และควบคุมการทำงานของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดประโยชน์ ขององค์กรมากยิ่งขึ้น และจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จะเห็นว่ากรณีที่ 2 ตำแหน่ง ดังกล่าวถูกรวมอยู่ที่บุคคลเพียงคนเดียว จะทำให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้น (ตัวการ) กับกรรมกร (ตัวแทน) ได้ เนื่องจากกรรมกร อาจกระทำการใดๆ เพื่อสร้างผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง ตัวอย่างของปัญหาตัวแทน อย่างเช่น กรรมกรอาจเป็นผู้กำหนดผลตอบแทนของตน เนื่องจากตนมีอำนาจ หน้าที่ ทั้งในฐานะ ประธานกรรมกรและผู้บริหารสูงสุด

ดังนั้น การที่ผลการศึกษานี้ได้ขัดแย้งกับทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวมาข้างต้น เนื่องมาจาก กิจการได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ ทำให้ช่วยลดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ และเป็นการสร้างรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนให้แก่กรรมกรอย่างเหมาะสม ตามตำแหน่ง หน้าที่ ประสบการณ์ ความรู้ และความสามารถของกรรมกรแต่ละคนอีกด้วย

นอกจากนี้ผู้วิจัยยังพบหลักฐานเชิงประจักษ์ (Empirical Evidence) ว่า สาเหตุที่ผล การศึกษาได้ขัดแย้งกับทฤษฎีตัวแทนดังกล่าวนั้น อาจเป็นเพราะ รูปแบบหรือโครงสร้างการจ่าย ผลตอบแทนให้แก่กรรมกรและผู้บริหารในประเทศไทย ที่บางกิจการกรรมกรบริษัททำหน้าที่ เป็นผู้บริหารในคนเดียวกัน โดยกรรมกรท่านนั้นจะรับผลตอบแทนในฐานะผู้บริหารเพียงอย่าง เดียว กล่าวคือไม่รับผลตอบแทนในฐานะที่ตนเองดำรงตำแหน่งเป็นคณะกรรมการ หรือว่าได้รับ ผลตอบแทนแต่อยู่ในระดับที่ต่ำ ซึ่งผลตอบแทนนั้นใกล้เคียงกับสมาชิกที่ดำรงตำแหน่งกรรมกร ท่านอื่นๆ ด้วยเหตุผลดังกล่าวจึงทำให้เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง SEPARATE (การ แยกแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมกรกับผู้บริหารสูงสุด) กับผลตอบแทนกรรมกรแล้ว ไม่ สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่ว่า การรวบรวมตำแหน่งของประธานกรรมกรและผู้บริหารสูงสุด เป็นคนเดียวกันจะส่งผลต่อการจ่ายผลตอบแทนกรรมกรที่สูงนั่นเอง

กรอบแนวความคิดที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของ กิจการ

ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ ดำเนินงานของกิจการที่วัดค่าโดยใช้มุมมองทางบัญชี (อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) และมุมมองทางการตลาด (อัตราส่วน Tobin's Q) ซึ่ง สอดคล้องกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ และสอดคล้องกับหลายงานวิจัย เช่น อัญชลี ทัศนวงศ์

(2553) พรชนก วิถีธรรม (2554) Kato and Kubo (2003) Kato and Long (2005) Lee *et al.* (2005) และ Main *et al.* (1993) ด้วยเหตุผลที่ว่าคนที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนที่น่าพอใจ จึงทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารจัดการบริษัทให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทนั้นๆ ได้รับการยอมรับหรือมีชื่อเสียง และสุดท้ายจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม ก็มีงานวิจัยบางท่าน อย่างเช่น อภิชาติ โตรุ่ง (2553) หรือ Anjam (2010) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ อาจเนื่องมาจากช่วงเวลาการศึกษาหรือกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกัน และอีกสาเหตุหนึ่งอาจเกิดจากการใช้ผลตอบแทนรวมของผู้บริหารในแต่ละบริษัทมาเป็นตัวแปรที่สนใจศึกษา ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการทดสอบความสัมพันธ์ได้ เพราะจำนวนผลตอบแทนรวมของผู้บริหารที่เปิดเผยในรายงาน 56-1 จะเป็นผลตอบแทนของผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และนับรวมผู้บริหารรายที่ 4 ทุกราย ดังนั้น จำนวนผู้บริหารที่เปิดเผยในแต่ละบริษัทจะไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับโครงสร้างของแต่ละองค์กร กล่าวคือ หากบริษัทใดมีโครงสร้างขององค์กรที่ผู้บริหารลำดับที่ 4 (นับจากผู้จัดการลงมา) อยู่จำนวนมากราย การเปิดเผยข้อมูลในรายงาน 56-1 ของบริษัทนั้น ก็จะมีจำนวนผู้บริหารมากกว่า บริษัทที่มีโครงสร้างขององค์กรที่มีผู้บริหารลำดับที่ 4 (นับจากผู้จัดการลงมา) น้อยรายกว่า ทำให้จำนวนผลตอบแทนของผู้บริหารที่นำมาวิเคราะห์ อาจไม่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของแต่ละกิจการอย่างแท้จริง

นอกจากนี้ ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ ยังสอดคล้องหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่ได้เสนอแนะไว้ว่าระดับผลตอบแทนของผู้บริหารที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนจูงใจในระยะยาว ควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

การศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการที่พิจารณาทั้งมุมมองทางการบัญชีและมุมมองการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้ง ยังได้ศึกษาความแตกต่างจากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาขององค์ประกอบการกำกับดูแลกิจการผลตอบแทนกรรมการ ผลตอบแทนผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของกิจการในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับรูปแบบการศึกษาคือเป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Research) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2553 ถึง 2555 และต้องเป็นกลุ่มบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน โดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มตามกรอบแนวความคิด โดยกลุ่มที่ 1 ตามกรอบแนวความคิดเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการมีจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 1,213 กลุ่มตัวอย่าง และกลุ่มที่ 2 ตามกรอบแนวความคิดเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการมีจำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 1,033 กลุ่มตัวอย่าง เทคนิคทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาคือประกอบไปด้วย สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่เก็บรวบรวมมาในการศึกษา และได้ใช้เทคนิคสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression Model)

เนื่องจากผู้วิจัยได้ศึกษา 2 กรอบแนวความคิด จึงขอสรุปผลงานวิจัยออกเป็น 2 เรื่อง โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

กรอบแนวความคิดที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

จากการศึกษาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 มีสัดส่วนกรรมการอิสระเฉลี่ยร้อยละ 39.80 ต่อคณะกรรมการบริษัททั้งหมด จะเห็นได้ว่าสัดส่วนกรรมการอิสระโดยเฉลี่ยของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงถึงการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างหนึ่ง เพราะได้สอดคล้องกับกฎเกณฑ์ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตลาดหลักทรัพย์ ที่แนะนำว่ากรรมการอิสระควรมีไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สำหรับผลการทดสอบสัดส่วนกรรมการอิสระกับผลตอบแทนกรรมการ สมมติฐานการศึกษาคาดหวังว่า สัดส่วนกรรมการอิสระจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งผลการทดสอบพบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงจะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูง เพราะผลตอบแทนกรรมการอิสระควรมากพอที่จะรักษากรรมการอิสระนั้นไว้ และเป็นการรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นด้วย เนื่องจากผลตอบแทนกรรมการถือเป็นส่วนหนึ่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเชื่อมั่น และไว้วางใจที่จะได้ประโยชน์สูงสุดจากการจ่ายผลตอบแทนกรรมการอิสระที่สูง

สำหรับขนาดของคณะกรรมการได้ทำการทดสอบกับผลตอบแทนกรรมการ สมมติฐานการศึกษาคาดหวังว่าขนาดของคณะกรรมการจะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการที่สูงจะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูงตามไปด้วย เป็นเพราะการที่มีอำนาจต่อรองที่สูงจากการมีจำนวนคณะกรรมการที่มาก ส่งผลต่อค่าตอบแทนที่สูงตามไปด้วย นอกจากนี้บริษัทที่มีขนาดใหญ่ก็มีขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่ด้วยเช่นกัน ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่นี้มักมีความมั่นคงในฐานะทางการเงิน ส่งผลให้สามารถจ่ายผลตอบแทนให้แก่กรรมการที่สูงด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ ยังพบว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ ในช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 มีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ (Separating the Positions of Board Chairman and CEO: SEPARATE) ซึ่งสอดคล้องกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยได้สนับสนุนให้ประธานกรรมการเป็นคนละคนกับผู้บริหารสูงสุด (MD) เพราะอาจทำให้คณะกรรมการทำหน้าที่ตรวจสอบถ่วงดุลการทำงานของฝ่ายจัดการได้อย่างอิสระมากขึ้น สำหรับผลการทดสอบกับผลตอบแทนกรรมการ สมมติฐานการศึกษาคาดหวังว่า SEPARATE จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งผลการทดสอบพบว่า การแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการออกจากกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ บริษัทที่มีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการออกจากกันจะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูง

เนื่องจากบริษัทยอมเสียค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นเครื่องมือในการป้องกันและลดปัญหาตัวแทน ในกรณีนี้ก็คือ บริษัทยอมจ่ายผลตอบแทนทั้งในตำแหน่งประธานกรรมการ และตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด เพื่อช่วยกระตุ้นให้ตัวแทนกระทำการเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น และป้องกันพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ของตัวแทน ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีการรวบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันจะมีผลตอบแทนกรรมการที่ต่ำลง เพราะหากมีการรวบรวมตำแหน่งดังกล่าว จะทำให้ผู้ถือหุ้นให้ความสนใจและพึงเล็งการปฏิบัติหน้าที่และผลตอบแทนของประธานกรรมการในฐานะผู้บริหารสูงสุดด้วยนั้น อีกทั้งผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการจะควบคุมผลตอบแทนดังกล่าวให้มีความเหมาะสมไม่ให้สูงจนเกินไป จากผลการศึกษาพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ได้นำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในเรื่องการแบ่งแยกหน้าที่ระหว่างตำแหน่งดังกล่าว จึงทำให้ช่วยลดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ ระหว่างผู้ถือหุ้นกับคณะกรรมการ และยังสอดคล้องตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีอีกด้วย

นอกจากตัวแปรที่สนใจศึกษาที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับผลตอบแทนกรรมการ ดังต่อไปนี้ ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดของกิจการที่ใหญ่จะจ่ายผลตอบแทนให้แก่กรรมการที่สูง เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มักจะจ้างกรรมการที่มีความรู้ ความสามารถเพื่อสร้างประสิทธิภาพสูงสุดให้แก่บริษัท อีกทั้งบริษัทที่มีขนาดใหญ่ กรรมการจะต้องกำหนดทิศทาง นโยบาย และกลยุทธ์ทางธุรกิจของบริษัทที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และยังมีหน้าที่ติดตามการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ เพื่อตรวจสอบและถ่วงดุลที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็กเช่นเดียวกัน จะเห็นได้ว่าการดำรงตำแหน่งกรรมการในบริษัทขนาดใหญ่มักมีหน้าที่ ความรับผิดชอบที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้ผลตอบแทนกรรมการในบริษัทขนาดใหญ่มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ ยังพบตัวแปรควบคุมด้านประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ อย่างไรก็ตาม ผลการทดสอบครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอายุของบริษัทกับผลตอบแทนกรรมการ

กรอบแนวความคิดที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ

กรอบแนวความคิดนี้เป็นการศึกษาผลตอบแทนผู้บริหารโดยทดสอบกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดค่าโดยมุมมองทางบัญชี (ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) และมุมมองทางการตลาด (ได้แก่ Tobin's Q) สมมติฐานการศึกษาคาดหวังว่า ผลตอบแทนผู้บริหารจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

ของกิจการ ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ผลตอบแทนผู้บริหาร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% กล่าวคือ บริษัทที่จ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารที่สูง จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงตามไปด้วย เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจในการสร้างผลการดำเนินงานที่ดี ซึ่งสอดคล้องตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพราะได้สนับสนุนให้มีการจ่ายผลตอบแทนที่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของกิจการและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน

นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบตัวแปรควบคุมบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ได้แก่ ตัวแปรด้านประเภทอุตสาหกรรม ส่วนตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัทก็พบความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองทางบัญชี นั่นหมายความว่า หากกิจการมีความเสี่ยงจากโครงสร้างหนี้สินที่สูง จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลง สำหรับตัวแปรควบคุมด้านการเติบโตของบริษัทได้พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองทางบัญชี หมายความว่า หากกิจการมีอัตราการเติบโตของยอดขายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นเสมือนสัญญาณที่แสดงถึงโอกาสทางธุรกิจในการขยายตลาดหรือกลุ่มลูกค้าที่มากขึ้น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการเพิ่มมากขึ้น อีกทั้ง ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมด้านอายุของบริษัทกับผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองการตลาด อย่างไรก็ตาม ยังคงมีปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างเช่น ภาวะเศรษฐกิจ โดยหากเศรษฐกิจดี ก็จะส่งผลให้ยอดขายและผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม หากเศรษฐกิจไม่ดี กำลังซื้อของประชาชนลดลง ยอดขายของบริษัทจะลดลง กำไรของบริษัทก็จะลดลงหรืออาจจะขาดทุน หรือปัจจัยจากผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นที่เป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยตรง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับประเภทธุรกิจ กลยุทธ์บริษัท หรือความสามารถของผู้บริหาร กล่าวคือ ในช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจ และอุตสาหกรรมไม่ดี หากผู้บริหารของบริษัทมีความสามารถสูง ก็อาจจะทำให้ผลประกอบการของบริษัทลดลงไม่มากนักเอง

สุดท้ายนี้ เมื่อเราทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการตามที่กล่าวมาข้างต้นแล้ว ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจเลือกลงทุนทางธุรกิจ หรือจะสร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นในการนำข้อมูลเหล่านี้ไปใช้เพื่อพิจารณา กำหนดรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนแก่กรรมการและผู้บริหารให้เหมาะสมต่อไป รวมทั้งหน่วยงานกำกับดูแลต่างๆ สามารถนำข้อมูลเหล่านี้ไปกำหนดกฎเกณฑ์หรือรูปแบบของผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหารว่าควรจะเป็นเช่นใด และกำหนดรูปแบบการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทน จะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้บริษัทที่จดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีการพัฒนาและปรับปรุง ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้นจะทำให้องค์กรมีความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ส่งผลให้นักลงทุนหันมาลงทุนในกิจการ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการและความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับการดำเนินงานของกิจการ ผู้วิจัยพบข้อสังเกตที่เกิดขึ้นจากการวิจัย ซึ่งสามารถนำมาสรุปเป็นข้อเสนอแนะจากการวิจัยในครั้งนี้ และข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ดังนี้

ข้อเสนอแนะจากการวิจัยในครั้งนี้

1. งานวิจัยครั้งนี้ได้ใช้เฉพาะผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินของกรรมการและผู้บริหารมาศึกษา ซึ่งไม่ได้นำผลตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวเงินของกรรมการและผู้บริหารมาใช้ในการพิจารณาผลการวิจัยในครั้งนี้ด้วย
2. ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหารที่เปิดเผยในรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในแต่ละบริษัทอาจมีข้อมูลบางอย่างที่เป็นความลับของบริษัท จึงไม่สามารถเปิดเผยได้ หรือในแต่ละบริษัทอาจมีการให้คำจำกัดความของคำว่า “ผลตอบแทนกรรมการและผู้บริหาร” ที่แตกต่างกัน ทำให้อาจเกิดข้อจำกัดในเรื่องความถูกต้อง และความครบถ้วนของข้อมูลได้ ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลควรกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลให้เป็นรูปแบบเดียวกัน เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูลของนักลงทุน และผู้ที่สนใจศึกษา
3. ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนผู้บริหารที่เปิดเผยในรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในส่วนของจำนวนผู้บริหารที่ได้รับผลตอบแทน บางบริษัทก็เปิดเผยจำนวนผู้บริหารดังกล่าว แต่บางบริษัทก็ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลไว้ ซึ่งหากบริษัทใดที่ไม่มีข้อมูล ผู้วิจัยจะไม่สามารถนำมาใช้เป็นตัวแปรที่สนใจในการศึกษาได้ เนื่องจากงานวิจัยชิ้นนี้จำเป็นต้องใช้จำนวนผู้บริหารที่ได้รับผลตอบแทน มาคำนวณหาผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี ทำให้จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนลดลง ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลควรกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลให้เป็นรูปแบบเดียวกัน เพื่อประโยชน์ในการเปรียบเทียบข้อมูลของนักลงทุน และผู้ที่สนใจศึกษา

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการศึกษากับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจึงขอเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไปว่า อาจศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอื่นๆ เช่น กลุ่มธุรกิจขนาดกลางหรือ เอ็ม เอ ไอ ด้วย โดยศึกษาเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง (เอ็ม เอ ไอ) เพื่อศึกษาว่าปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลตอบแทนกรรมการที่เหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไร และเพื่อศึกษาว่าปัจจัยด้านผลตอบแทนผู้บริหารมีผลต่อผลการดำเนินงานเหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไร

2. การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Data) โดยใช้ข้อมูลเพียง 3 ปี ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไป อาจขยายระยะเวลาในการศึกษาให้ข้อมูลมีลักษณะเป็นอนุกรมเวลา (Time Series Data) เพื่อตรวจสอบปัจจัยต่างๆ ที่เปลี่ยนแปลงไปโดยมีมิติของเวลาเข้ามาเกี่ยวข้องนั้น จะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนกรรมการ และผลการดำเนินงานของกิจการหรือไม่ และจะมีผลกระทบเป็นเช่นไร ซึ่งจะส่งผลให้ผลงานวิจัยที่ได้มีความชัดเจนและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

3. ผู้ที่สนใจศึกษาอาจทำการศึกษาผลการดำเนินงานของกิจการในมุมมองอื่นๆ นอกเหนือจากมุมมองทางบัญชี และทางการตลาด โดยอาจเลือกการวัดผลการดำเนินงานทางเศรษฐศาสตร์ อย่างเช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) หรือ วัดผลการดำเนินงานจากอัตราผลตอบแทนจากหุ้น (Stock Return) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผู้บริหารว่ามีความสัมพันธ์เช่นเดียวกับผลการดำเนินงานทางบัญชี และทางการตลาดหรือไม่ อย่างไร

4. สำหรับตัวแปรที่ผลตอบแทนกรรมการและผลตอบแทนผู้บริหารนั้น การศึกษาครั้งต่อไปอาจพิจารณาศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวเงิน เช่น ESOP (Employee Stock Ownership Plan) หรือ EJIP (Employee Joint Investment Program) เป็นต้น

5. ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจพิจารณากลไกการกำกับดูแลกิจการอื่นๆ เพิ่มเติม เช่น สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารของบริษัท เป็นต้น

6. ผู้ที่สนใจศึกษาอาจแยกพิจารณาผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารออกเป็นกลุ่มๆ เช่น กลุ่มที่ได้รับผลตอบแทนในระดับสูง ระดับปานกลาง และระดับต่ำ เป็นต้น ทั้งนี้เพื่อศึกษาว่าการแบ่งแยกเป็นกลุ่มดังกล่าวได้ผลการศึกษาที่เหมือนหรือแตกต่างกับการศึกษาในภาพรวม



เอกสารและสิ่งอ้างอิง

- กมลชนก บุญมา. 2555. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- กัลยา วาณิชย์บัญชา. 2546. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยาณี สูงสมบัติ. 2556. เทคนิคการจัดการสมัยใหม่ (Online). <http://uhost.rmutp.ac.th/kanlayanee.so/index.htm>, 30 สิงหาคม 2556.
- กุลพงษ์ บุญเลิศ. 2554. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 Index. การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- เกศชนก ใจกระจ่าง. 2548. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีที่เกี่ยวข้องกับค่าตอบแทนและโครงสร้างความเป็นเจ้าของของคณะกรรมการบริษัท กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- คณะกรรมการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์. 2556. การกำกับดูแลกิจการที่ดี หรือ บรรษัทภิบาลหรือ ธรรมภิบาล: คำที่เขียนแตกต่างกันแต่พยายามไม่แตกแยก (Online). www.dpu.ac.th/macc/article.php?id=159, 30 สิงหาคม 2556.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2556. ประวัติและบทบาท (Online). www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html, 30 สิงหาคม 2556.
- _____. 2549. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549.

ธารทิพย์ ศรีวิสุทธิ์. 2550. ผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของโอกาสในการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

บรรษัทภิบาลแห่งชาติ. 2556. การจัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติ (Online). www.cgthailand.org/SetCG/about/ncgc.html, 30 สิงหาคม 2556.

พรชนก วิจิธรรม. 2553. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยบูรพา.

มนวิกา ผดุงสิทธิ์. 2548. การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดี.

ยุวดี เครือรัฐติกาล. 2554. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI.

ศูนย์พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน. 2549. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2549.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 1 บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของ “กรรมการ” และ “คณะกรรมการ” (Online). www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 2 แนวทางการปฏิบัติของ “กรรมการ” (Online). www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. **คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 3 การรักษาสีทธิและการจัดประชุมผู้ถือหุ้น** (Online).
www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.
- อัครพงศ์ อันทอง. 2550. **คู่มือการใช้โปรแกรม Eviews เบื้องต้น: สำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ**. สถาบันวิจัยสังคม, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
- อภิชาติ โตรุ่ง. 2553. **ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนกรรมการ กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100**. การค้นคว้าอิสระชั้นมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อรุณี ช่างสุวรรณ. 2553. **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากหุ้น และกลไกการกำกับดูแลกิจการ กับค่าตอบแทนผู้บริหาร**. การค้นคว้าอิสระชั้นมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อัญชลี ทศนวงศ์. 2553. **ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ ค่าตอบแทนของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ**. วิทยานิพนธ์ชั้นมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- Anjam, Z. 2010. **Determinants of CEO Compensation in Pakistan**. Pakistan: University of Agder.
- Baker, G. P. *et al.* 1998. "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory." **The Journal of Finance** 1988 (3): 593-616.
- Basu, S. *et al.* 2007. "Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan." **Pacific-Basin Finance Journal** 2007 (15): 56-79.
- Boyd, B. K. 1994. "Board Control and CEO Compensation." **Strategic Management Journal** 1994 (15): 335-344.

- Coakley, J. and S. Iliopoulou. 2006. "Bidder CEO and Other Executive Compensation in UK M&As." **European Financial Management** 2006 (4): 609-631.
- Conyon, M. J. *et al.* 2001. "Corporate Tournaments and Executive Compensation: Evidence from the U.K." **Strategic Management Journal** 2001 (22): 805-815.
- Gentry, R. J. and Shen, W. 2010. "The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it?" **Journal of Managerial Issues** 2010 (4): 514-530.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy. 1990. "Performance Pay and Top-Management Incentive." **The Journal of Political Economy** 1990 (2): 225-264.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." **Journal of Financial Economics**. Harvard University: 305-360.
- Kato, T. and C. Long. 2005. **Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges**. New York USA: Department of Economics, Colgate University.
- Kato, T. and K. Kubo. 2003. **CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay**. New York USA: Department of Economics, Colgate University.
- Kositsripanya, R. 2009. **Simultaneous Determination of Managerial Ownership, Leverage and Firm Performance**. Master of Science Program in Finance (International Program) Independent Study in Finance, Thammasat University.
- Lee, K. W. *et al.* 2005. **Executive Pay Dispersion, Corporate Governance and Firm Performance**. New York USA: Henry Kaufman Management Center.

Main, B. G. *et al.* 1993. "Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?" **Journal of Labor Economic** 1993 (4): 606-628.

Merhebi, R. *et al.* 2006. "Australian chief executive officer remuneration: pay and performance." **Journal of Accounting and Finance** 2006 (46): 481-497.

Nuryaman. 2012. "The Influence of Corporate Governance Practices on The Company's Financial Performance" **Journal of Global Business and Economics** 2012 (5): 1-17.

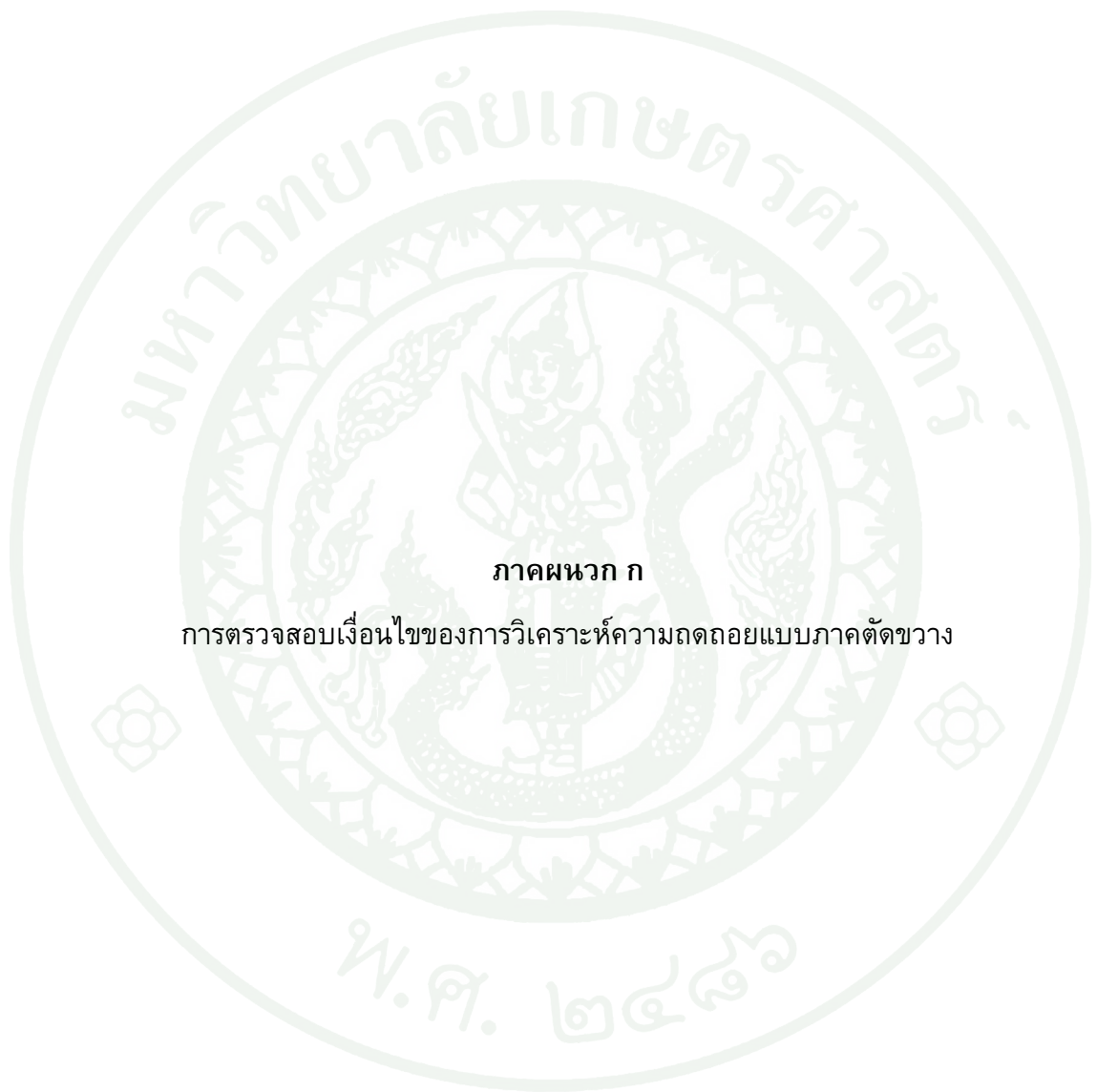
Panyaphuntrakun, N. 2009. **Director remuneration and firm performance The evidence from Thailand**. Master of Science Program in Finance (International Program) Independent Study in Finance, Thammasat University.

Ryan, H. E., Jr. and R. A. Wiggins. 2004. "Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring." **Journal of Financial Economics** 2004 (73): 497-524.

Weisbach, M. S. 1998. "Outside Directors and CEO Turnover." **Journal of Financial Economics** 1998 (20): 431-460.



ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง

การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง

การศึกษาค้างนี้ได้้นำการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวางมาใช้เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงอนุกรม ดังนั้น จึงต้องตรวจสอบสมมติฐานหรือเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอย โดยมีทั้งหมด 5 ข้อ ดังนี้

1. ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0
3. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า
4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน
5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

สมมติฐานทั้ง 5 ข้อนี้ จะต้องเป็นจริง จึงจะสามารถทดสอบค่า F และ t ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม ตัวแปรที่สนใจศึกษา และ ตัวแปรควบคุมได้ ดังนั้น ผู้วิจัยได้นำเสนอผลการตรวจสอบเงื่อนไขดังกล่าวโดยแยกตามกรอบแนวคิดในการศึกษาหรือประกอบไปด้วย 4 แบบจำลอง ดังต่อไปนี้

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ วัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

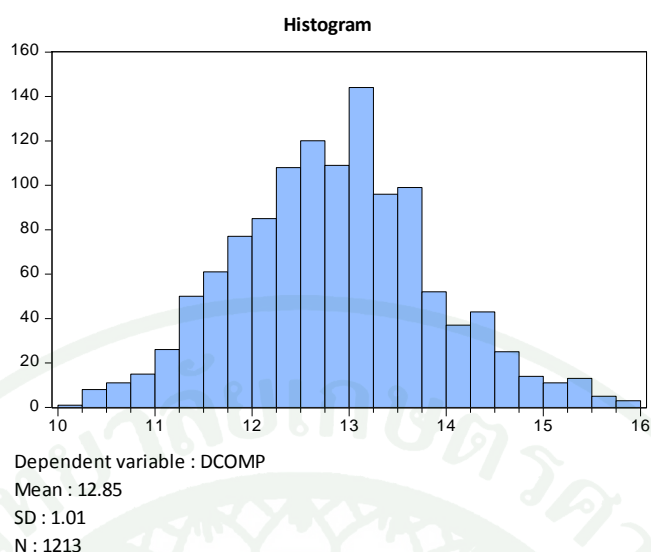
แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ วัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ วัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

1. ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่มีนั้น มีด้วยกันหลายวิธี เช่น Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf หรือ Detrended Normal Plot ซึ่งเป็นการวิเคราะห์จากกราฟ สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จะใช้การพิจารณาจาก Histogram ซึ่งได้ผลดังนี้



ภาพผนวกที่ ก 1 ฮิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าคลาดเคลื่อนของแบบจำลอง
ที่ 1

เมื่อพิจารณา Histogram ของค่าคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง พบว่าเกือบทุกตัวแปรมีการแจกแจงแบบปกติ อย่างเช่น ตัวแปรตาม (ตามรูปด้านบน) จะเห็นว่าเป็นกราฟรูปสมมาตร จึงถือได้ว่าการแจกแจงของค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

ในกรณีที่ค่าคลาดเคลื่อนของตัวแปรใดที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จะต้องดำเนินการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูล (Transform Data) เพื่อให้ค่าคลาดเคลื่อนของข้อมูลที่นำมาศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ แต่เนื่องจากการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูลดังกล่าว อาจทำให้เกิดความยุ่งยากซับซ้อนและเกิดปัญหาในการวิเคราะห์ต่อไปในภายหลัง และนอกจากนี้ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ว่า “ในกรณีที่ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีจำนวนตัวอย่างขนาดเล็กหรือมีขนาดตัวอย่างน้อยกว่า 100 ตัวอย่าง สมมติฐานเกี่ยวกับการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลจะถือเป็นสิ่งที่มีความสำคัญเป็นอย่างมาก แต่ในกรณีที่จำนวนของตัวอย่างมีขนาดใหญ่หรือมีขนาดตัวอย่างมากกว่า 100 ตัวอย่างนั้น สามารถที่จะอนุมานได้ว่าข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ” ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะใช้ข้อมูลเดิมในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ครั้งนี้ และถือว่าการแจกแจงของข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ เพราะจำนวนของตัวอย่างในครั้งนี้มีขนาดเท่ากับ 1,213 ตัวอย่าง ซึ่งมากกว่า 100 ตัวอย่างตามที่ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ข้างต้น

2. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$ หรือ $E(e) = 0$ ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอเมื่อใช้เทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square) ในการหาค่า a และ b

3. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า

อัครพงศ์ อันทอง (2550) กล่าวว่า ปัญหาที่เกี่ยวข้องกับตัวคลาดเคลื่อน (Error /Residuals: ϵ) โดยความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนที่ได้จากสมการประมาณค่ามีค่าไม่คงที่ $[E(\epsilon_i^2) \neq \sigma^2]$ ซึ่งผิดข้อสมมติพื้นฐานของวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ที่ได้มีข้อสมมติพื้นฐานว่า ตัวคลาดเคลื่อนจะต้องมีค่าความแปรปรวนคงที่ $[E(\epsilon_i^2) = \sigma^2]$ สาเหตุหนึ่งของการที่ความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนไม่คงที่ที่เกิดจากปัญหา Heteroskedasticity โดยรูปแบบหรือโครงสร้างของตัวแบบในสมการถดถอยมีความถูกต้องทุกประการ ปกติแล้วการใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross Sectional Data) มักจะมีโอกาสที่ค่าความคลาดเคลื่อนจะมีความแปรปรวนไม่คงที่สูงกว่ากรณีที่ใช้ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series Data) เนื่องจากค่าสังเกตของข้อมูลภาคตัดขวางจะมีความแตกต่างกันตามขนาดหรือลำดับ ในขณะที่ข้อมูลอนุกรมเวลาจะมีความแตกต่างในเรื่องดังกล่าวเพียงเล็กน้อย การที่ตัวคลาดเคลื่อนมีความแปรปรวนไม่คงที่หรือเกิดปัญหา Heteroskedasticity จะทำให้ตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยยังคงมีคุณสมบัติ Unbiased และ Consistency แต่จะสูญเสียคุณสมบัติ Efficiency นอกจากนี้ การใช้วิธีการ OLS ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยเมื่อมีปัญหา Heteroskedasticity ก็จะทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยมีค่าแตกต่างไปจากความเป็นจริง ส่งผลให้ค่า t-statistic ที่คำนวณได้ ของค่าสัมประสิทธิ์แต่ละตัวไม่น่าเชื่อถือ ทำให้การทดสอบสมมติฐานของค่าสัมประสิทธิ์ในสมการถดถอยขาดความน่าเชื่อถือไปด้วย

ซึ่งปัญหา Heteroskedasticity สามารถตรวจสอบปัญหาได้หลายวิธี เช่น Breusch – Pagan – Godfrey, Harvey, Glejser, ARCH หรือ White เป็นต้น โดยงานวิจัยนี้ได้เลือกทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Breusch – Pagan – Godfrey ซึ่งพบค่าสถิติ nR^2 เท่ากับ 0.000 จากสมมติฐานดังนี้

H_0 : Homoscedasticity

H_1 : Heteroskedasticity

จากผลการทดสอบ พบว่าค่าสถิติ nR^2 ที่คำนวณได้มีค่าต่ำกว่าค่าวิกฤต ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ($\text{Prob.} < \alpha$) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า สมการถดถอยนี้มีปัญหา Heteroskedasticity และเมื่อพิจารณาในระดับรายละเอียด ก็จะได้เห็นได้อย่างชัดเจนว่า ตัวแปร RS เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับค่า Residual² สูง ($\text{Prob.} < \alpha$) ซึ่งหมายความว่า ความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนในสมการถดถอยนี้อาจได้รับอิทธิพลมาจากตัวแปร RS

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงดำเนินการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยการบรรเทาปัญหาด้วยวิธี White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance ผลลัพธ์จากการบรรเทาปัญหาด้วยวิธีการดังกล่าวที่ได้นั้นไม่ได้มีความแตกต่างไปจากเดิม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในแบบจำลองที่ยังคงมีปัญหา Heteroskedasticity นั้น ก็ยังคงเกิดปัญหาดังกล่าวอยู่เช่นเดิม นอกจากนี้ ผลลัพธ์ที่ได้ยังแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่า (Coefficient) ไม่มีการเปลี่ยนแปลง แต่ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ (Standard Error) มีความแตกต่างกัน และส่งผลให้ค่า t-statistic มีความแตกต่างกันด้วย แต่เนื่องจากค่า t-statistic ภายหลังจากการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity มีความน่าเชื่อถือมากกว่าในกรณีที่ยังไม่ได้มีการบรรเทาปัญหาดังกล่าว (อัครพงศ์ อันทอง, 2550) ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงดำเนินการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity ให้แก่แบบจำลองนี้ ซึ่งได้ปรากฏในผลของการศึกษาของบทที่ 4 แล้ว

4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน

การทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน หรือ e_i และ e_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน โดยที่ $i \neq j$ นั่นคือ covariance (e_i, e_j) = 0 โดยในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาเลือกใช้วิธีการทางสถิติทดสอบ Durbin-Watson ซึ่งค่า Durbin-Watson สามารถพิจารณาได้ดังนี้

- 1) ถ้าค่า Durbin-Watson มีค่าใกล้ 2 หรือในช่วง 1.5-2.5 จะสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระกัน
- 2) ถ้าค่า Durbin-Watson มีค่าน้อยกว่า 1.5 จะสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศทางบวก และถ้าค่า Durbin-Watson มีค่าใกล้ 0 แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก

- 3) ถ้าค่า Durbin-Watson มีค่ามากกว่า 2.5 จะสรุปได้ว่าความสัมพันธ์ของ e_i และ e_j อยู่ในทิศลบ และถ้าค่า Durbin-Watson มีค่าใกล้ 4 แสดงว่า e_i และ e_j มีความสัมพันธ์กันมาก

จากผลการทดสอบค่า Durbin-Watson ในสมการนี้พบว่ามีความเท่ากับ 1.893 ซึ่งอยู่ในช่วง 1.5 ถึง 2.5 จึงสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน และเนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้ได้วิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง ซึ่งจะไม่มีปัญหา Serial Correlation อยู่แล้ว เพราะเป็นการใช้ข้อมูลในช่วงเวลาเดียวกัน

5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

ก่อนการนำตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามมาวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ควรมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นำมาศึกษาว่าเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์หรือไม่ คือ ตัวแปรแต่ละตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน หรือไม่มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างกันจนเกินไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity และอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลเกิดความผิดพลาดได้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2546) ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ซึ่งให้ผลดังนี้

ตารางผนวกที่ ก 1 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 1

	DCOMP	BOARDSIZE	SEPARATE	INBOARD	FIRMSIZE	FIRIMAGE
DCOMP	1					
BOARDSIZE	0.290	1				
SEPARATE	0.168	0.140	1			
INBOARD	0.071	-0.213	0.020	1		
FIRMSIZE	0.413	0.251	0.011	0.010	1	
FIRIMAGE	0.127	0.256	0.059	-0.045	0.258	1

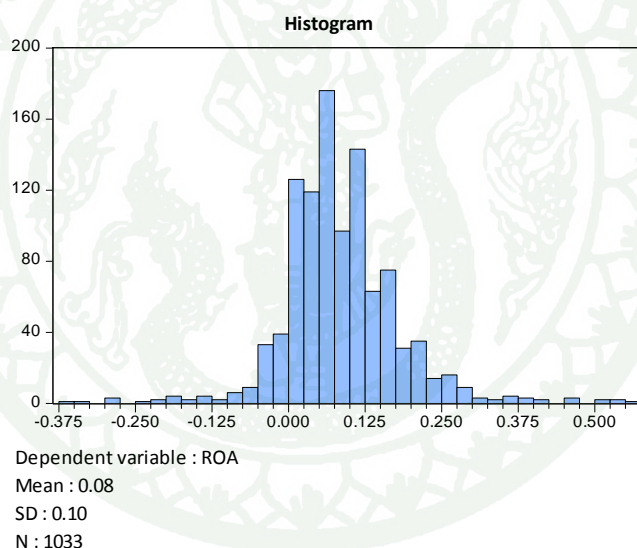
จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.213 ถึง 0.413 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ก 1 ซึ่งมีค่าไม่ใกล้เคียง 1 หรือ -1 ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์กันอย่างไม่แน่นแฟ้นหรือไม่มีความสัมพันธ์กัน

อย่างใกล้ชิดจนมากเกินไป ซึ่งจะไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์สมการถดถอย

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

1. ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่นั้น มีด้วยกันหลายวิธี เช่น Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf, Normal Probability Plot หรือ Detrended Normal Plot ซึ่งเป็นการวิเคราะห์จากกราฟ สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จะใช้การพิจารณาจาก Histogram ซึ่งได้ผลดังนี้



ภาพผนวกที่ ก 2 ฮิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าคลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 2

เมื่อพิจารณา Histogram ของค่าคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง พบว่าเกือบทุกตัวแปรมีกราฟค่อนข้างสมมาตร อย่างเช่น ตัวแปรตาม (ตามรูปด้านบน) จะเห็นว่าเป็นกราฟรูปสมมาตร จึงถือได้ว่าการแจกแจงของค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

ในกรณีที่ค่าคลาดเคลื่อนของตัวแปรใดที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จะต้องดำเนินการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูล (Transform Data) เพื่อให้ค่าคลาดเคลื่อนของข้อมูลที่นำมาศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ แต่เนื่องจากการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูลดังกล่าว อาจทำให้เกิดความยุ่งยากซับซ้อนและเกิดปัญหาในการวิเคราะห์ต่อไปในภายหลัง และนอกจากนี้ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ว่า “ในกรณีที่ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีจำนวนตัวอย่างขนาดเล็กหรือมีขนาดตัวอย่างน้อยกว่า 100 ตัวอย่าง สมมติฐานเกี่ยวกับการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลจะถือเป็นสิ่งที่มีความสำคัญเป็นอย่างมาก แต่ในกรณีที่จำนวนของตัวอย่างมีขนาดใหญ่หรือมีขนาดตัวอย่างมากกว่า 100 ตัวอย่างนั้น สามารถที่จะอนุมานได้ว่าข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ” ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะใช้ข้อมูลเดิมในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ครั้งนี้ และถือว่าการแจกแจงของข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ เพราะจำนวนของตัวอย่างในครั้งนี้มีขนาดเท่ากับ 1,033 ตัวอย่าง ซึ่งมากกว่า 100 ตัวอย่างตามที่ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ข้างต้น

2. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i =$ หรือ $E(e) = 0$ ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอเมื่อใช้เทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square) ในการหาค่า a และ b

3. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า

จากคำอธิบายของสมมติฐานข้อนี้ในแบบจำลองที่ 1 ที่กล่าวมาแล้วนั้น พบว่างานวิจัยนี้ได้เลือกทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Breusch – Pagan – Godfrey ซึ่งพบค่าสถิติ nR^2 เท่ากับ 0.009 จากสมมติฐานดังนี้

H_0 : Homoscedasticity

H_1 : Heteroskedasticity

จากผลการทดสอบ พบว่าค่าสถิติ nR^2 ที่คำนวณได้มีค่าต่ำกว่าค่าวิกฤต ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% (Prob. < α) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า สมการถดถอยนี้มีปัญหา Heteroskedasticity และเมื่อพิจารณาในระดับรายละเอียด ก็จะได้เห็นได้อย่างชัดเจนว่า ตัวแปร RS เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับค่า Residual² สูง (Prob. < α) หมายความว่า ความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนในสมการถดถอยนี้ได้รับอิทธิพลมาจากตัวแปร RS

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงดำเนินการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยการบรรเทาปัญหาด้วยวิธี White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance ผลลัพธ์จากการบรรเทาปัญหาด้วยวิธีการดังกล่าวที่ได้นั้นไม่ได้มีความแตกต่างไปจากเดิม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในแบบจำลองที่ยังคงมีปัญหา Heteroskedasticity นั้น ก็ยังคงเกิดปัญหาดังกล่าวอยู่เช่นเดิม นอกจากนี้ผลลัพธ์ที่ได้ยังแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่า (Coefficient) ไม่มีการเปลี่ยนแปลง แต่ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ (Standard Error) มีความแตกต่างกัน และส่งผลให้ค่า t-statistic มีความแตกต่างกันด้วย แต่เนื่องจากค่า t-statistic ภายหลังจากการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity มีความน่าเชื่อถือมากกว่าในกรณีที่ยังไม่ได้มีการบรรเทาปัญหาดังกล่าว (อัครพงศ์ อันทอง, 2550) ผู้ศึกษาจึงดำเนินการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity ให้แก่แบบจำลองนี้ ซึ่งได้ปรากฏผลการศึกษาในบทที่ 4 แล้ว

4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน

การทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน หรือ e_i และ e_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน โดยที่ $i \neq j$ นั่นคือ Covariance $(e_i, e_j) = 0$ โดยการทดสอบค่า Durbin-Watson หากค่านี้เข้าใกล้ 2 หรือ มีค่าในช่วง 1.5-2.5 จะสามารถสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน และจากการคำนวณ พบว่าค่า Durbin-Watson ในสมการนี้มีค่าเท่ากับ 1.854 ซึ่งอยู่ในช่วง 1.5-2.5 จึงสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน และเนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้ได้วิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง ซึ่งจะไม่มีปัญหา Serial Correlation (Auto Correlation) อยู่แล้ว เพราะเป็นการใช้ข้อมูลในช่วงเวลาเดียวกัน

5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

ก่อนการนำตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามมาวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ควรมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นำมาศึกษาว่าเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์หรือไม่ คือ ตัวแปรแต่ละตัวต้องเป็นอิสระต่อกันหรือไม่มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างกันจนเกินไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity และอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลเกิดความผิดพลาดได้ (กัลยา วาณิชย์บัญชา, 2546) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ซึ่งให้ผลดังนี้

ตารางผนวกที่ ก 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 2

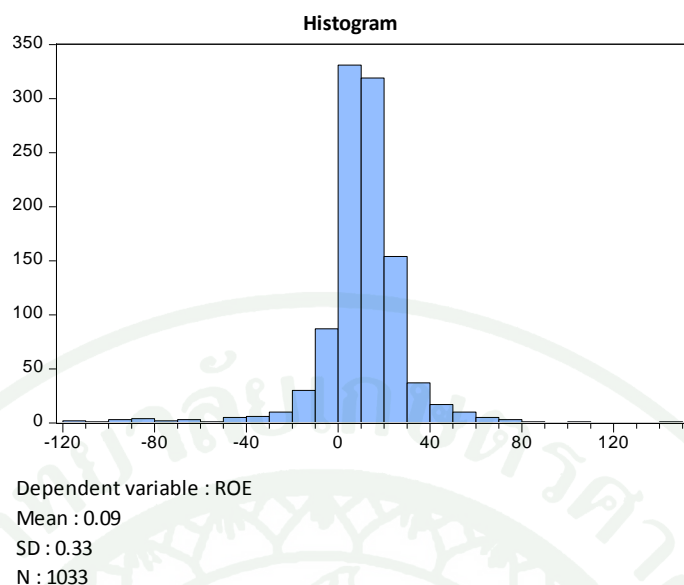
	ROA	MCOMP	FIRMSIZE	FIRMAGE	RISK	GROWTH
ROA	1					
MCOMP	0.189	1				
FIRMSIZE	0.026	0.656	1			
FIRMAGE	0.023	0.166	0.178	1		
RISK	-0.273	0.100	0.350	0.061	1	
GROWTH	0.109	-0.016	0.041	-0.020	0.014	1

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.273 ถึง 0.656 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ก 2 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุ

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

1. ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่มีนั้น มีด้วยกันหลายวิธี เช่น Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf, Normal Probability Plot หรือ Detrended Normal Plot ซึ่งเป็นกรวิเคราะห์จากกราฟ สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จะใช้การพิจารณาจาก Histogram ซึ่งได้ผลดังนี้



ภาพผนวกที่ ก 3 ฮิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าคลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 3

เมื่อพิจารณา Histogram ของค่าคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง พบว่าเกือบทุกตัวแปรมีการแจกแจงแบบปกติ อย่างเช่น ตัวแปรตาม (ตามรูปด้านบน) จะเห็นว่าเป็นกราฟค่อนข้างสมมาตร จึงถือได้ว่าการแจกแจงของค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

ในกรณีที่ค่าคลาดเคลื่อนของตัวแปรใดที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จะต้องดำเนินการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูล (Transform Data) เพื่อให้ค่าคลาดเคลื่อนของข้อมูลที่นำมาศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ แต่เนื่องจากการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูลดังกล่าว อาจทำให้เกิดความยุ่งยากซับซ้อนและเกิดปัญหาในการวิเคราะห์ต่อไปในภายหลัง และนอกจากนี้ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ว่า “ในกรณีที่ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีจำนวนตัวอย่างขนาดเล็กหรือมีขนาดตัวอย่างน้อยกว่า 100 ตัวอย่าง สมมติฐานเกี่ยวกับการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลจะถือเป็นสิ่งที่มีความสำคัญเป็นอย่างมาก แต่ในกรณีที่จำนวนของตัวอย่างมีขนาดใหญ่หรือมีขนาดตัวอย่างมากกว่า 100 ตัวอย่างนั้น สามารถที่จะอนุมานได้ว่าข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ” ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะใช้ข้อมูลเดิมในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ครั้งนี้ และถือว่าค่าคลาดเคลื่อนของข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ เพราะจำนวนของตัวอย่างในครั้งนี้มีขนาดเท่ากับ 1,033 ตัวอย่าง ซึ่งมากกว่า 100 ตัวอย่างตามที่ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ข้างต้น

2. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$ หรือ $E(e) = 0$ ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอเมื่อใช้เทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square) ในการหาค่า a และ b

3. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า

จากคำอธิบายของสมมติฐานข้อนี้ในแบบจำลองที่ 1 ที่กล่าวมาแล้วนั้น พบว่างานวิจัยนี้ได้เลือกทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Breusch – Pagan – Godfrey ซึ่งพบค่าสถิติ nR^2 เท่ากับ 0.000 จากสมมติฐานดังนี้

H_0 : Homoscedasticity

H_1 : Heteroskedasticity

จากผลการทดสอบ พบว่าค่าสถิติ nR^2 ที่คำนวณได้มีค่าต่ำกว่าค่าวิกฤต ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ($\text{Prob.} < \alpha$) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า สมการถดถอยนี้มีปัญหา Heteroskedasticity และเมื่อพิจารณาในระดับรายละเอียด ก็จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่า ตัวแปร RS เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับค่า Residual² สูง ($\text{Prob.} < \alpha$) หมายความว่า ความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนในสมการถดถอยนี้ได้รับอิทธิพลมาจากตัวแปร RS

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงดำเนินการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยการบรรเทาปัญหาด้วยวิธี White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance ผลลัพธ์จากการบรรเทาปัญหาด้วยวิธีการดังกล่าวที่ได้นั้นไม่ได้มีความแตกต่างไปจากเดิม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในแบบจำลองที่ยังคงมีปัญหา Heteroskedasticity นั้น ก็ยังคงเกิดปัญหาดังกล่าวอยู่เช่นเดิม นอกจากนี้ ผลลัพธ์ที่ได้ยังแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่า (Coefficient) ไม่มีการเปลี่ยนแปลง แต่ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ (Standard Error) มีความแตกต่างกัน และส่งผลให้ค่า t-statistic มีความแตกต่างกันด้วย แต่เนื่องจากค่า t-statistic ภายหลังจากการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity มีความน่าเชื่อถือมากกว่าในกรณีที่ยังไม่ได้มีการบรรเทาปัญหาดังกล่าว (อัครพงศ์ อันทอง, 2550) ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงดำเนินการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity ให้แก่แบบจำลองนี้ ซึ่งได้ปรากฏในผลของการศึกษาของบทที่ 4 แล้ว

4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน

การทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน หรือ e_i และ e_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน โดยที่ $i \neq j$ นั่นคือ Covariance (e_i, e_j) = 0 ทดสอบโดยใช้ค่า Durbin-Watson หากค่านี้ เข้าใกล้ 2 กล่าวคือ มีค่าในช่วง 1.5-2.5 จะสามารถสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน และจากการคำนวณ พบว่าค่า Durbin-Watson ในสมการนี้มีค่าเท่ากับ 2.024 ซึ่งอยู่ในช่วง 1.5-2.5 จึงสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกันและเนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ได้วิเคราะห์ความถดถอยแบบ ภาคตัดขวาง ซึ่งจะไม่มีปัญหา Serial Correlation อยู่แล้ว เพราะเป็นการใช้ข้อมูลในช่วงเวลา เดียวกัน

5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

ก่อนการนำตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามมาวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ควรมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นำมาศึกษาว่า เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์หรือไม่ คือ ตัวแปรแต่ละตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน หรือไม่มี ความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างกันจนเกินไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity และ อาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลเกิดความผิดพลาดได้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2546) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปร ควบคุม ซึ่งให้ผลดังนี้

ตารางผนวกที่ ก 3 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 3

	ROE	MCOMP	FIRMSIZE	FIRMAGE	RISK	GROWTH
ROE	1					
MCOMP	0.186	1				
FIRMSIZE	0.122	0.657	1			
FIRMAGE	0.025	0.166	0.178	1		
RISK	-0.356	0.100	0.352	0.062	1	
GROWTH	0.104	-0.016	0.041	-0.020	0.015	1

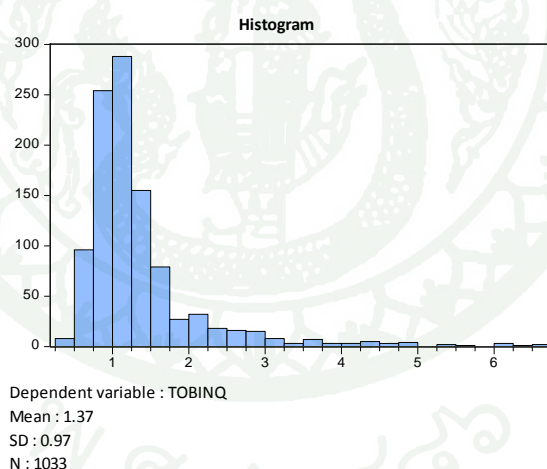
จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่

ในช่วง -0.356 ถึง 0.657 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ก 3 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุ

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

1. ค่าคลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

การตรวจสอบว่าค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงปกติหรือไม่มีนั้น มีด้วยกันหลายวิธี เช่น Histogram, Boxplot, Stem-and-leaf, Normal Probability Plot หรือ Detrended Normal Plot ซึ่งเป็นการวิเคราะห์จากกราฟ สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จะทำการพิจารณาจาก Histogram ซึ่งได้ผลดังนี้



ภาพผนวกที่ ก 4 ฮิสโตแกรมทดสอบการแจกแจงแบบปกติของค่าคลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 4

เมื่อพิจารณา Histogram ของค่าคลาดเคลื่อนในการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง พบว่าเกือบทุกตัวแปรมีกราฟค่อนข้างสมมาตร อย่างเช่น ตัวแปรตาม (ตามรูปด้านบน) จะเห็นว่าเป็นกราฟเบ้ขวาเพียงเล็กน้อยเท่านั้น จึงถือได้ว่าการแจกแจงของค่าคลาดเคลื่อนใกล้เคียงแบบปกติ หรือกล่าวได้ว่ามีการแจกแจงแบบปกติ

ในกรณีที่ค่าคลาดเคลื่อนของตัวแปรใดที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่ได้มีการแจกแจงแบบปกติ จะต้องดำเนินการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูล (Transform Data) เพื่อให้ค่าคลาดเคลื่อนของข้อมูลที่นำมาศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ แต่เนื่องจากการเปลี่ยนรูปแบบของข้อมูลดังกล่าว อาจทำให้เกิดความยุ่งยากซับซ้อนและเกิดปัญหาในการวิเคราะห์ต่อไปในภายหลัง และนอกจากนี้ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ว่า “ในกรณีที่ดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีจำนวนตัวอย่างขนาดเล็กหรือมีขนาดตัวอย่างน้อยกว่า 100 ตัวอย่าง สมมติฐานเกี่ยวกับการแจกแจงแบบปกติของข้อมูลจะถือเป็นสิ่งที่มีความสำคัญเป็นอย่างมาก แต่ในกรณีที่จำนวนของตัวอย่างมีขนาดใหญ่หรือมีขนาดตัวอย่างมากกว่า 100 ตัวอย่างนั้น สามารถที่จะอนุมานได้ว่าข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามีการแจกแจงแบบปกติ” ดังนั้น จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะใช้ข้อมูลเดิมในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ครั้งนี้ และถือว่าการแจกแจงของข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ เพราะจำนวนของตัวอย่างในครั้งนี้มีขนาดเท่ากับ 1,033 ตัวอย่าง ซึ่งมากกว่า 100 ตัวอย่างตามที่ Gujarati (2003) ได้กล่าวไว้ข้างต้น

2. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อนเท่ากับ 0

การหาค่า a และ b โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำสุด จะทำให้ $\sum e_i = 0$ หรือ $E(e) = 0$ ดังนั้น เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นจริงเสมอเมื่อใช้เทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (Least Square) ในการหาค่า a และ b

3. ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า

จากคำอธิบายของสมมติฐานข้อนี้ในแบบจำลองที่ 1 ที่กล่าวมาแล้วนั้น พบว่างานวิจัยนี้ได้เลือกทดสอบปัญหา Heteroskedasticity ด้วยวิธี Breusch – Pagan – Godfrey ซึ่งพบค่าสถิติ nR^2 เท่ากับ 0.014 จากสมมติฐานดังนี้

H_0 : Homoscedasticity

H_1 : Heteroskedasticity

จากผลการทดสอบ พบว่าค่าสถิติ nR^2 ที่คำนวณได้มีค่าต่ำกว่าค่าวิกฤต ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% (Prob. < α) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า สมการถดถอยนี้มีปัญหา Heteroskedasticity และเมื่อพิจารณาในรายละเอียด จะเห็นได้อย่างชัดเจนว่า ตัวแปร RS เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับค่า Residual² สูง (Prob. < α) ซึ่งหมายความว่า ความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนในสมการถดถอยนี้อาจได้รับอิทธิพลมาจากตัวแปร RS

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงดำเนินการแก้ไขปัญหาดังกล่าวโดยการบรรเทาปัญหาด้วยวิธี White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance ผลลัพธ์จากการบรรเทาปัญหาด้วยวิธีการดังกล่าวที่ได้นั้นไม่ได้มีความแตกต่างไปจากเดิม ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในแบบจำลองที่ยังคงมีปัญหา Heteroskedasticity นั้น ก็ยังคงเกิดปัญหาดังกล่าวอยู่เช่นเดิม นอกจากนี้ ผลลัพธ์ที่ได้ยังแสดงให้เห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่า (Coefficient) ไม่มีการเปลี่ยนแปลง แต่ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของตัวประมาณค่าสัมประสิทธิ์ (Standard Error) มีความแตกต่างกัน และส่งผลให้ค่า t-statistic มีความแตกต่างกันด้วย แต่เนื่องจากค่า t-statistic ภายหลังจากการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity มีความน่าเชื่อถือมากกว่าในกรณีที่ยังไม่ได้มีการบรรเทาปัญหาดังกล่าว (อัครพงศ์ อันทอง, 2550) ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงดำเนินการบรรเทาปัญหา Heteroskedasticity ให้แก่แบบจำลองนี้ ซึ่งได้ปรากฏในผลของการศึกษาของบทที่ 4 แล้ว

4. ค่าคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน

การทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน หรือ e_i และ e_j ต้องเป็นอิสระต่อกัน โดยที่ $i \neq j$ นั่นคือ Covariance (e_i, e_j) = 0 ทดสอบโดยใช้ค่า Durbin-Watson หากค่านี้มีค่าเข้าใกล้ 2 หรือมีค่าในช่วง 1.5 – 2.5 จะสามารถสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกัน และจากการคำนวณ พบว่าค่า Durbin-Watson ในสมการนี้มีค่าเท่ากับ 1.780 ซึ่งอยู่ในช่วง 1.5 – 2.5 จึงสรุปได้ว่า e_i และ e_j เป็นอิสระต่อกันและเนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้ได้วิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง ซึ่งจะไม่มีปัญหา Serial Correlation อยู่แล้ว เพราะเป็นการใช้ข้อมูลในช่วงเวลาเดียวกัน

5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

ก่อนการนำตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามมาวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ควรมีการตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นำมาศึกษาว่าเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์หรือไม่ คือ ตัวแปรแต่ละตัวต้องเป็นอิสระต่อกัน หรือไม่มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่างกันจนเกินไป ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity และอาจส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลเกิดความผิดพลาดได้ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2546) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ซึ่งให้ผลดังนี้

ตารางผนวกที่ ก 4 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 แบบจำลองที่ 4

	TOBINQ	MCOMP	FIRMSIZE	FIRMAGE	RISK	GROWTH
TOBINQ	1					
MCOMP	0.216	1				
FIRMSIZE	0.062	0.657	1			
FIRMAGE	-0.024	0.166	0.177	1		
RISK	-0.067	0.100	0.350	0.060	1	
GROWTH	-0.002	-0.016	0.042	-0.018	0.015	1

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.067 ถึง 0.657 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ก 4 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุ



ภาคผนวก ข
การวิเคราะห์ผลการศึกษา (เพิ่มเติม)

การวิเคราะห์ผลการศึกษา (เพิ่มเติม)

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างงานวิจัยเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2553-2555 เนื้อหาในส่วนนี้เป็นการนำเสนอผลการศึกษาที่ได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูลในส่วนที่เป็นอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่มีใช้อุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน โดยมีลักษณะของการวิเคราะห์เชิงพรรณนา และการหาความสัมพันธ์ของข้อมูลหรือการวิเคราะห์เชิงอนุมาน โดยแบ่งเนื้อหาได้ดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)
 - 1.1. สถิติเชิงพรรณนาของความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ
 - 1.2. สถิติเชิงพรรณนาของความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ
2. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)
 - 2.1. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation)
 - 2.1.1. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ
 - 2.1.2. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
 - 2.1.3. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
 - 2.1.4. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q
 - 2.2. การวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis)
 - 2.2.1. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ
 - 2.2.2. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
 - 2.2.3. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
 - 2.2.4. ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q

ตารางผนวกที่ ข 1 จำนวนข้อมูลและร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่มีได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการทำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนการ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	117	11.23
ทรัพยากร	72	6.91
เทคโนโลยี	97	9.31
บริการ	232	22.26
สินค้าอุตสาหกรรม	182	17.47
ผลิตภัณฑ์อุปโภคบริโภค	109	10.46
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	233	22.36
รวม	1,042	100.00

ตารางผนวกที่ ข 2 จำนวนข้อมูลและร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่มีได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	107	12.20
ทรัพยากร	68	7.76
เทคโนโลยี	85	9.69
บริการ	177	20.18
สินค้าอุตสาหกรรม	150	17.10
ผลิตภัณฑ์อุปโภคบริโภค	93	10.61
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	197	22.46
รวม	877	100.00

ตารางผนวกที่ ข 3 จำนวนข้อมูลและร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
ธนาคารและการเงิน	171	100.00

ตารางผนวกที่ ข 4 จำนวนข้อมูลและร้อยละของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	ร้อยละ
ธนาคารและการเงิน	156	100.00

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

ตารางผนวกที่ ข 5 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลตอบแทนกรรมการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบน (S.D.)
ผลตอบแทนกรรมการ (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	603,032.02	7,319,145.25	30,625.00	800,269.09
สัดส่วนกรรมการอิสระ (%)	0.40	0.88	0.08	0.09
ขนาดคณะกรรมการ (คน)	10.48	21	5	2.61
SEPARATE *	0.84	1	0	0.36
อายุบริษัท (ปี)	16.59	38	1	8.27
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)	21,032.45	1,631,319.94	86.66	89,324.74
กลุ่มตัวอย่าง	1,042	1,042	1,042	1,042

หมายเหตุ: * คือ การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ

จากตารางผนวกที่ ข 5 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน ช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 พบว่า

1. ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 30,625 บาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 7,319,145.25 บาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 603,032.02 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 800,269.09 บาท

2. สัดส่วนกรรมการอิสระ มีค่าต่ำสุด (Min) ร้อยละ 8 ค่าสูงสุด (Max) ร้อยละ 88 ค่าเฉลี่ย (Mean) ร้อยละ 40 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ร้อยละ 9

3. ขนาดคณะกรรมการ มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 5 คน ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 21 คน ค่าเฉลี่ย (Mean) ประมาณ 10 คน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ประมาณ 3 คน

4. การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ (SEPARATE) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0 ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1 ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.84 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.36

5. อายุบริษัท มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 1 ปี ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 38 ปี ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 16.59 ปี และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 8.27 ปี

6. ขนาดบริษัท วัดค่าโดยสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 86.66 ล้านบาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1,631,319.94 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 21,032.45 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 89,324.74 ล้านบาท

ตารางผนวกที่ ข 6 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลตอบแทนกรรมการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบนฯ (S.D.)
ผลตอบแทนกรรมการ (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	918,232.66	7,305,555.56	40,800.00	1,267,725.44
สัดส่วนกรรมการอิสระ (%)	0.40	0.75	0.24	0.09
ขนาดคณะกรรมการ (คน)	10.81	21	5	2.79
SEPARATE *	0.95	1	0	0.21
อายุบริษัท (ปี)	17.16	38	1	10.88
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)	204,550.97	2,418,838.25	738.00	521,960.07
กลุ่มตัวอย่าง	171	171	171	171

หมายเหตุ: * คือ การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ

จากตารางผนวกที่ ข 6 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน ช่วงปี พ.ศ. 2553-2555 พบว่า

1. ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 40,800 บาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 7,305,555.56 บาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 918,232.66 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 1,267,725.44 บาท
2. สัดส่วนกรรมการอิสระ มีค่าต่ำสุด (Min) ร้อยละ 24 ค่าสูงสุด (Max) ร้อยละ 75 ค่าเฉลี่ย (Mean) ร้อยละ 40 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ร้อยละ 9
3. ขนาดคณะกรรมการ มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 5 คน ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 21 คน ค่าเฉลี่ย (Mean) ประมาณ 11 คน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ประมาณ 3 คน
4. การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ (SEPARATE) มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0 ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1 ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.94 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.21

5. อายุบริษัท มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 1 ปี ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 38 ปี ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 17.16 ปี และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 10.88 ปี

6. ขนาดบริษัท วัดค่าโดยสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 738 ล้านบาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 2,418,838.25 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 204,550.97 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 521,960.07 ล้านบาท

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ

ตารางผนวกที่ ข 7 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบน (S.D.)
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	0.09	0.62	-0.68	0.11
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.09	1.40	-5.67	0.34
อัตราส่วน Tobin's Q	1.43	13.41	0.34	1.03
ผลตอบแทนผู้บริหาร (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	4,307,834.14	42,497,040.00	337,500.00	4,453,295.95
อายุบริษัท (ปี)	16.81	38	1	7.95
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)	23,315.09	1,631,319.94	86.66	96,601.47
ความเสี่ยงของบริษัท (DE Ratio: เท่า)	1.24	19.37	0.01	1.49
การเติบโตของบริษัท (Sale Growth)	0.15	6.17	-0.82	0.43
กลุ่มตัวอย่าง	877	877	877	877

จากตารางผนวกที่ ข 7 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน ช่วงปี พ.ศ. 2553-2555 พบว่า

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -0.68 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 0.62 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.09 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.11 เท่า
2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -5.67 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1.40 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.09 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.34 เท่า
3. อัตราส่วน Tobin's Q มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.34 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 13.41 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 1.43 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 1.03 เท่า
4. ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 337,500 บาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 42,497,040 บาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 4,307,834.14 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 4,453,295.95 บาท
5. อายุบริษัท มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 1 ปี ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 38 ปี ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 16.81 ปี และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 7.95 ปี
6. ขนาดบริษัท วัดค่าโดยสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 86.66 ล้านบาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 1,631,319.94 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 23,315.09 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 96,601.47 ล้านบาท
7. ความเสี่ยงของบริษัท วัดค่าโดยอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.01 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 19.37 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 1.24 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 1.49 เท่า
8. การเติบโตของบริษัท วัดค่าโดยอัตราการเติบโตของยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -0.82 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 6.17 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.15 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.43 เท่า

ตารางผนวกที่ ข 8 ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรตามที่เป็นผลการดำเนินงานของกิจการ ตัวแปรที่สนใจศึกษา และตัวแปรควบคุมในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าต่ำสุด (Min)	ส่วนเบี่ยงเบนฯ (S.D.)
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	0.04	0.23	-0.18	0.05
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น				
หุ้น	0.07	0.39	-2.07	0.25
อัตราส่วน Tobin's Q	1.05	4.71	0.56	0.37
ผลตอบแทนผู้บริหาร (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	6,594,647.83	42,162,714.29	608,506	7,924,631.28
อายุบริษัท (ปี)	17.68	38	1	10.76
ขนาดบริษัท (หน่วย: ล้านบาท)	222,737.06	2,418,838.25	738.00	544,281.09
ความเสี่ยงของบริษัท (DE Ratio: เท่า)	4.88	24.65	0.02	5.17
การเติบโตของบริษัท (Sale Growth)	0.19	3.51	-0.79	0.43
กลุ่มตัวอย่าง	156	156	156	156

จากตารางผนวกที่ ข 8 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน ช่วงปี พ.ศ. 2553-2555 พบว่า

- อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -0.18 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 0.23 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.04 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.05 เท่า
- อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -2.07 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 0.39 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.07 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.25 เท่า
- อัตราส่วน Tobin's Q มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.56 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 4.71 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 1.05 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.37 เท่า

4. ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 608,506 บาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 42,162,714.29 บาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 6,594,647.83 บาท และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 7,924,631.28 บาท

5. อายุบริษัท มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 1 ปี ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 38 ปี ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 17.68 ปี และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 10.76 ปี

6. ขนาดบริษัท วัดค่าโดยสินทรัพย์รวมมีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 738 ล้านบาท ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 2,418,838.25 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 222,737.06 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 544,281.09 ล้านบาท

7. ความเสี่ยงของบริษัท วัดค่าโดยอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ 0.02 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 24.65 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 4.88 เท่า และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D) เท่ากับ 5.17 เท่า

8. การเติบโตของบริษัท วัดค่าโดยอัตราการเติบโตของยอดขาย มีค่าต่ำสุด (Min) เท่ากับ -0.79 เท่า ค่าสูงสุด (Max) เท่ากับ 3.51 เท่า ค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.19 เท่า และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D) เท่ากับ 0.43 เท่า

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ในการศึกษาความสัมพันธ์เพิ่มเติมครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์จาก 2 กรอบแนวความคิด ซึ่งแบ่งออกเป็น 8 แบบจำลองย่อย โดยแยกพิจารณาเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่มีใช้กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry ย่อว่า Non Finance) กับกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry ย่อว่า Finance) โดยมีรายละเอียดดังนี้

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ- Non Finance

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ- Finance

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม- Non Finance

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม- Finance

แบบจำลองที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น- Non Finance

แบบจำลองที่ 6 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น- Finance

แบบจำลองที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q- Non Finance

แบบจำลองที่ 8 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q- Finance

สำหรับเทคนิควิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมานนี้ จะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Multiple Regression Model) ซึ่งข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึง พ.ศ. 2555 สำหรับการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของการศึกษาความสัมพันธ์ในครั้งนี้จะใช้วิธีการประมาณค่าแบบกำลังสองน้อยที่สุด หรือ Ordinary Least Squared (OLS) ซึ่งเป็นการประมาณค่าเส้นการถดถอยที่สามารถหาได้โดยการทำให้ผลบวกกำลังสองของส่วนที่เบี่ยงเบนไปจากเส้นถดถอยของค่าสังเกตของตัวแปรที่มีค่าน้อยที่สุด ทั้งนี้ ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยด้วยวิธีการดังกล่าวได้นั้น ข้อมูลที่นำมาศึกษาจะต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขดังต่อไปนี้

1. ค่าตลาดเคลื่อนเป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ
2. ค่าเฉลี่ยของค่าตลาดเคลื่อนเท่ากับ 0
3. ค่าแปรปรวนของค่าตลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ที่ไม่ทราบค่า
4. ค่าตลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน
5. ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน

ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวางตามข้างต้นเรียบร้อยแล้ว พบว่าข้อมูลที่น่ามาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ผ่านเงื่อนไขดังกล่าวครบทุกข้อ สำหรับเนื้อหาในส่วนนี้ ผู้วิจัยจะนำเสนอเฉพาะการตรวจสอบเงื่อนไขด้านตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน โดยแสดงอยู่ในหัวข้อ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation) ที่จะกล่าวในลำดับถัดไป

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation)

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 9 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ กลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

	DCOMP	BOARDSIZE	SEPARATE	INBOARD	FIRMSIZE	FIRIMAGE
DCOMP	1					
BOARDSIZE	0.271	1				
SEPARATE	0.157	0.138	1			
INBOARD	0.069	-0.230	0.028	1		
FIRMSIZE	0.393	0.224	-0.009	0.007	1	
FIRIMAGE	0.060	0.249	0.056	-0.076	0.206	1

โดย DCOMP = ผลตอบแทนกรรมการเฉลี่ยต่อคนต่อปี
BOARDSIZE = ขนาดของคณะกรรมการ

SEPARATE	=	การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ
INBOARD	=	สัดส่วนกรรมการอิสระ
FIRMSIZE	=	ขนาดของบริษัท
FIRMAGE	=	อายุของบริษัท

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.230 ถึง 0.393 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 9 ซึ่งมีค่าไม่ใกล้เคียง 1 หรือ -1 ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์กันอย่างไม่แน่นแฟ้นหรือไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดจนมากเกินไป ซึ่งจะไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์แบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นต่อไป

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ - Finance

ตารางผนวกที่ ข 10 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

	DCOMP*	BOARDSIZE*	SEPARATE *	INBOARD*	FIRMSIZE*	FIRMAGE*
DCOMP*	1					
BOARDSIZE*	0.380	1				
SEPARATE *	0.185	0.134	1			
INBOARD*	0.108	-0.085	-0.066	1		
FIRMSIZE*	0.468	0.360	0.069	0.043	1	
FIRMAGE*	0.421	0.291	0.081	0.158	0.448	1

หมายเหตุ: * ค่าอธิบายตัวแปรแสดงในตารางผนวกที่ ข 9

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.085 ถึง 0.468 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 10 ซึ่งมีค่าไม่ใกล้เคียง 1 หรือ -1 ดังนั้น

สามารถสรุปได้ว่าตัวแปรทุกตัวมีความสัมพันธ์กันอย่างไม่แน่นแฟ้นหรือไม่มีความสัมพันธ์กัน
อย่างใกล้ชิดจนมากเกินไป ซึ่งจะไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์แบบ
สมการถดถอยเชิงพหุในขั้นต่อไป

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 11 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัว
แปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับ
ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของ
กิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม กลุ่มอุตสาหกรรมที่
ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

	ROA	MCOMP	FIRMSIZE	FIRMAGE	RISK	GROWTH
ROA	1					
MCOMP	0.243	1				
FIRMSIZE	0.120	0.666	1			
FIRMAGE	0.068	0.113	0.049	1		
RISK	-0.271	0.018	0.126	-0.180	1	
GROWTH	0.125	-0.022	0.043	-0.020	-0.020	1

โดย	ROA	=	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
	MCOMP	=	ผลตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนต่อปี
	FIRMSIZE	=	ขนาดของบริษัท
	FIRMAGE	=	อายุของบริษัท
	RISK	=	ความเสี่ยงของบริษัท
	GROWTH	=	การเติบโตของบริษัท

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่
พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่
ในช่วง -0.271 ถึง 0.666 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 11 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูง
ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัว
แปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้

เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนต่อไป

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม - Finance

ตารางผนวกที่ ข 12 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

	ROA*	MCOMP*	FIRMSIZE*	FIRMAGE*	RISK*	GROWTH*
ROA *	1					
MCOMP *	0.123	1				
FIRMSIZE *	-0.166	0.602	1			
FIRMAGE*	-0.220	0.326	0.515	1		
RISK *	-0.421	0.096	0.485	0.283	1	
GROWTH *	0.048	-0.012	0.007	-0.038	0.047	1

หมายเหตุ: * ค่าอธิบายตัวแปรแสดงในตารางผนวกที่ ข 11

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.421 ถึง 0.602 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 12 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนต่อไป

แบบจำลองที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 13 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553-2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

	ROE	MCOMP*	FIRMSIZE*	FIRMAGE*	RISK*	GROWTH*
ROE	1					
MCOMP *	0.135	1				
FIRMSIZE *	0.087	0.669	1			
FIRMAGE *	-0.013	0.112	0.049	1		
RISK *	-0.095	0.036	0.117	-0.132	1	
GROWTH *	0.053	-0.042	0.005	-0.017	-0.020	1

หมายเหตุ: * ค่าอธิบายตัวแปรแสดงในตารางผนวกที่ ข 11 และ ROE คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.132 ถึง 0.669 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 13 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนต่อไป

แบบจำลองที่ 6 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น - Finance

ตารางผนวกที่ ข 14 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553–2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

	ROE	MCOMP *	FIRMSIZE *	FIRMAGE *	RISK *	GROWTH *
ROE	1					
MCOMP *	0.149	1				
FIRMSIZE *	0.131	0.602	1			
FIRMAGE *	-0.042	0.326	0.515	1		
RISK *	-0.398	0.096	0.485	0.283	1	
GROWTH *	0.007	-0.012	0.007	-0.038	0.047	1

หมายเหตุ: * ค่าอธิบายตัวแปรแสดงในตารางผนวกที่ ข 11 และ ROE คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.398 ถึง 0.602 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 14 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนต่อไป

แบบจำลองที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 15 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553–2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

	TOBINQ	MCOMP*	FIRMSIZE*	FIRMAGE*	RISK*	GROWTH*
TOBINQ	1					
MCOMP *	0.257	1				
FIRMSIZE *	0.105	0.670	1			
FIRMAGE *	-0.017	0.114	0.049	1		
RISK *	-0.039	0.030	0.138	-0.174	1	
GROWTH *	0.004	-0.021	0.043	-0.017	-0.021	1

หมายเหตุ: * ค่าอธิบายตัวแปรแสดงในตารางผนวกที่ ข 11 และ TOBINQ คือ อัตราส่วน Tobin's Q

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.174 ถึง 0.670 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 15 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิผลของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนต่อไป

แบบจำลองที่ 8 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q - Finance

ตารางผนวกที่ ข 16 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมระหว่างปี พ.ศ. 2553–2555 สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

	TOBINQ	MCOMP*	FIRMSIZE*	FIRMAGE*	RISK*	GROWTH*
TOBINQ	1					
MCOMP *	0.248	1				
FIRMSIZE *	0.276	0.602	1			
FIRMAGE *	0.014	0.326	0.515	1		
RISK *	0.156	0.096	0.485	0.283	1	
GROWTH *	-0.045	-0.012	0.007	-0.038	0.047	1

หมายเหตุ: * ค่าอธิบายตัวแปรแสดงในตารางผนวกที่ ข 11 และ TOBINQ คือ อัตราส่วน Tobin's Q

จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Simple Correlation) ของตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ศึกษา ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) อยู่ในช่วง -0.045 ถึง 0.602 ดังแสดงในตารางผนวกที่ ข 16 โดยพบความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของกิจการ (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งการที่ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด อาจจะทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงจำเป็นต้องตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออกไป เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนต่อไป

การวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis)

แบบจำลองที่ 1 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 17 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
BOARDSIZE ^a	0.085	0.014	6.231	0.000***
SEPARATE ^a	0.325	0.066	4.928	0.000***
INBOARD ^a	0.681	0.254	2.687	0.007***
FIRMGAGE ^a	0.000	0.004	-0.008	0.994
FIRMSIZE ^a	0.100	0.018	5.640	0.000***
PROP	9.348	0.389	24.015	0.000***
RESOURCE	9.605	0.425	22.611	0.000***
SERVICE	9.126	0.396	23.030	0.000***
TECH	9.536	0.396	24.080	0.000***
AGRI	9.086	0.392	23.199	0.000***
CONS	8.814	0.385	22.908	0.000***
IND	8.889	0.384	23.174	0.000***

Dependent Variable : ผลตอบแทนกรรมการ (DCOMP)^a, Number of Observation: 1,042

R Squared = 0.277, Adjusted R Squared = 0.269

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a ค่าอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 9

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร:

DCOMP = (เงินเดือนรวมของกรรมการทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนกรรมการ

BOARDSIZE = จำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด

INBOARD = จำนวนกรรมการอิสระ / จำนวนของคณะกรรมการทั้งหมด

FIRMGAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

FIRMSIZE = ลอการิทึมของยอดสินทรัพย์รวม

โดย AGRI	=	อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
CONS	=	อุตสาหกรรมผลิตภัณฑ์อุปโภคและบริโภค
IND	=	อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
PROP	=	อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง
RESOURCE	=	อุตสาหกรรมทรัพยากร
SERVICE	=	อุตสาหกรรมบริการ
TECH	=	อุตสาหกรรมเทคโนโลยี

จากตารางผนวกที่ ข 17 แสดงให้เห็นว่า Adjusted R Squared หรือสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเท่ากับ 26.90% นั่นคือ การกำกับดูแลกิจการไม่ว่าจะเป็น สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ หรือ SEPARATE (การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ) และตัวแปรควบคุมทั้งหมด สามารถอธิบายผลตอบแทนกรรมการ ได้ร้อยละ 26.90 ส่วนอีกร้อยละ 73.10 เกิดจากอิทธิพลของปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัว (การกำกับดูแลกิจการ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% นอกจากนี้ ยังพบตัวแปรควบคุมบางตัวที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ ได้แก่ ตัวแปรด้านขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และตัวแปรควบคุมด้านกลุ่มอุตสาหกรรมก็มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามตัวแปรควบคุมด้านอายุของบริษัทไม่พบความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการ

แบบจำลองที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ - Finance

ตารางผนวกที่ ข 18 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อน		t-value	p-value
	สหสัมพันธ์	มาตรฐาน ^b			
	โดยประมาณ (b)	(Standardized Errors)			
BOARDSIZE ^a	0.175	0.058		3.007	0.003***
SEPARATE ^a	2.962	0.939		3.154	0.002***
INBOARD ^a	6.330	1.739		3.640	0.000***

ตารางผนวกที่ ข 18 (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
FIRIMAGE ^a	-0.010	0.009	-1.177	0.241
FIRMSIZE ^a	0.261	0.076	3.453	0.001***

Dependent Variable : ผลตอบแทนกรรมการ (DCOMP)^a

R Squared = -0.641, Adjusted R Squared = -0.680

Number of Observation: 171

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 9

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร: แสดงในตารางผนวกที่ ข 17

จากตารางผนวกที่ ข 18 แสดงให้เห็นว่า Adjusted R Squared หรือสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเท่ากับ 68.00% นั่นคือ การกำกับดูแลกิจการไม่ว่าจะเป็น สัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดของคณะกรรมการ หรือ SEPARATE (การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ) และตัวแปรควบคุมทั้งหมด สามารถอธิบายผลตอบแทนกรรมการ ได้ร้อยละ 68.00 ส่วนอีกร้อยละ 32.00 เกิดจากอิทธิพลของปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% นอกจากนี้ ยังพบตัวแปรควบคุมด้านขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

แบบจำลองที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 19 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ
ดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม กลุ่ม
อุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	t-value	p-value
	สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	มาตรฐาน (Standardized Errors)		
MCOMP ^a	0.032	0.004	7.242	0.000***
FIRMAGE ^a	0.000	0.000	-0.165	0.869
RISK ^a	-0.016	0.002	-8.396	0.000***
GROWTH ^a	0.024	0.006	4.012	0.000***
AGRI ^c	-0.339	0.066	-5.146	0.000***
CONS ^c	-0.384	0.064	-6.009	0.000***
IND ^c	-0.373	0.065	-5.767	0.000***
PROP ^c	-0.376	0.066	-5.709	0.000***
RESOURCE ^c	-0.369	0.068	-5.405	0.000***
SERVICE ^c	-0.368	0.065	-5.641	0.000***
TECH ^c	-0.363	0.067	-5.459	0.000***

Dependent Variable : ROA^a, Number of Observation: 877

R Squared = 0.165, Adjusted R Squared = 0.155

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 11

^c คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 17

นิยามของตัวแปร:

ROA = [กำไรสุทธิ + (1-t) (ดอกเบี้ยจ่าย) + กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย] / สินทรัพย์รวม

MCOMP = (เงินเดือนรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

RISK = หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

GROWTH = (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

จากตารางผนวกที่ ข 19 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ได้ 15.50 % และจากการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ

ความเชื่อมั่น 99% อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัท การเติบโตของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม - Finance

ตารางผนวกที่ ข 20 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Errors)	t-value	p-value
MCOMP ^a	0.004	0.001	7.614	0.000***
FIRMAGE ^a	-0.001	0.000	-1.835	0.069*
RISK ^a	-0.003	0.001	-5.137	0.000***
GROWTH ^a	0.006	0.008	0.785	0.434

Dependent Variable : ROA^a

R Squared = 0.216, Adjusted R Squared = 0.200

Number of Observation: 156

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

^a คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 11

นิยามของตัวแปร:แสดงในตารางผนวกที่ ข 19

จากตารางผนวกที่ ข 20 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ได้ 20.00 % และจากการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านอายุของกิจการ และความเสี่ยงของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 5 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 21 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ
ดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
กลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance
Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อน	t-value	p-value
	สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	มาตรฐาน (Standardized Errors)		
MCOMP ^a	0.090	0.026	3.496	0.001***
FIRMAGE ^a	-0.001	0.003	-0.283	0.778
RISK ^a	-0.035	0.011	-3.262	0.001***
GROWTH ^a	0.055	0.035	1.575	0.116
AGRI ^c	-1.164	0.385	-3.026	0.003***
CONS ^c	-1.382	0.374	-3.700	0.000***
IND ^c	-1.219	0.378	-3.221	0.001***
PROP ^c	-1.207	0.385	-3.138	0.002***
RESOURCE ^c	-1.202	0.398	-3.018	0.003***
SERVICE ^c	-1.198	0.381	-3.146	0.002***
TECH ^c	-1.167	0.389	-2.999	0.003***

Dependent Variable : ROE^a, Number of Observation: 877

R Squared = 0.043, Adjusted R Squared = 0.031

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 13

^c คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 17

นิยามของตัวแปร:

ROE = (กำไรสุทธิ - เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ์) / ส่วนของผู้ถือหุ้น

MCOMP = (เงินเดือนรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

RISK =หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

GROWTH = (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

จากตารางผลรวมที่ ข 21 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ 3.10% และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 6 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น - Finance

ตารางผลรวมที่ ข 22 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standardized Errors)	t-value	p-value
MCOMP ^a	0.008	0.003	2.920	0.004***
FIRIMAGE ^a	0.001	0.002	0.649	0.518
RISK ^a	-0.015	0.003	-5.362	0.000***
GROWTH ^a	0.014	0.043	0.325	0.746

Dependent Variable : ROE^a

R Squared = 0.174, Adjusted R Squared = 0.157

Number of Observation: 156

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

^a คำอธิบายแสดงในตารางผลรวมที่ ข 13

นิยามของตัวแปร:แสดงในตารางผลรวมที่ ข 21

จากตารางผลรวมที่ ข 22 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ 15.70 % และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROE อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับ ROE อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 7 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัด
ค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q - Non Finance

ตารางผนวกที่ ข 23 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ
ดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดย Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่ใช่
กลุ่มธนาคารและการเงิน (Non Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
MCOMP ^a	0.339	0.048	7.075	0.000***
FIRMAGE ^a	-0.008	0.004	-1.870	0.062*
RISK ^a	-0.031	0.017	-1.839	0.066*
GROWTH ^a	0.031	0.033	0.938	0.349
AGRI ^c	-3.178	0.706	-4.504	0.000***
CONS ^c	-3.808	0.668	-5.704	0.000***
IND ^c	-3.630	0.690	-5.260	0.000***
PROP ^c	-3.586	0.696	-5.156	0.000***
RESOURCE ^c	-3.829	0.720	-5.316	0.000***
SERVICE ^c	-3.168	0.647	-4.895	0.000***
TECH ^c	-3.440	0.673	-5.110	0.000***

Dependent Variable : Tobin's Q^a

R Squared = 0.127, Adjusted R Squared = 0.117

Number of Observation: 877

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

^a คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 15

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

^c คำอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 17

นิยามของตัวแปร:

Tobin's Q = (มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี + หนี้สินรวม) / สินทรัพย์รวม

MCOMP = (เงินเดือนรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร

FIRMAGE = วันที่บริษัทนั้นๆ จัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงสิ้นรอบบัญชีในแต่ละปี

RISK = หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

GROWTH = (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

จากตารางผนวกที่ ข 23 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q ได้ 11.70 % และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% อีกทั้ง ยังพบตัวแปรควบคุมด้านอายุของกิจการ และความเสียหายของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และยังพบว่าตัวแปรควบคุมด้านประเภทอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามเช่นเดียวกัน

แบบจำลองที่ 8 ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดยอัตราส่วน Tobin's Q - Finance

ตารางผนวกที่ ข 24 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการวัดค่าโดย Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน (Finance Industry)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยประมาณ (b)	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน ^b (Standardized Errors)	t-value	p-value
MCOMP ^a	0.070	0.003	24.242	0.000***
FIRIMAGE ^a	-0.003	0.002	-1.872	0.063*
RISK ^a	0.005	0.002	2.806	0.006***
GROWTH ^a	-0.028	0.029	-0.954	0.341

Dependent Variable : Tobin's Q^a, Number of Observation: 156

R Squared = 0.094, Adjusted R Squared = 0.075

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

^a ค่าอธิบายแสดงในตารางผนวกที่ ข 15

^b White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

นิยามของตัวแปร:แสดงในตารางผนวกที่ ข 23

จากตารางผนวกที่ ข 24 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวสามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์กับอัตราส่วน Tobin's Q ได้ 7.50 % และจากผลการวิเคราะห์ พบว่าผลตอบแทนผู้บริหาร และตัวแปรควบคุมด้านความเสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมด้านอายุของบริษัทกับตัวแปรตาม อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90

ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ - นามสกุล	นายณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ
วัน เดือน ปี ที่เกิด	วันที่ 21 เดือนกุมภาพันธ์ พ.ศ. 2531
สถานที่เกิด	จังหวัดเพชรบูรณ์
ประวัติการศึกษา	บัญชีบัณฑิต (เกียรตินิยมอันดับ 1) มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
ตำแหน่งหน้าที่การงานปัจจุบัน	นักบัญชี
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)