

ความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหาร กับความสามารถในการทำกำไร

สันต์สุภา ลัคนากิเศรษฐ์

นักวิชาการตรวจเงินแผ่นดินปฏิบัติการ

สำนักตรวจเงินแผ่นดินจังหวัดนนทบุรี

ดร.ศิริลักษณ์ ศุภชัย*

ดร.นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

(* ผู้ประสานงานหลัก)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 3 มิถุนายน 2562

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 16 สิงหาคม 2562

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 29 สิงหาคม 2562

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไร โดยถือว่าสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารเป็นตัวแทนของค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินรูปแบบหนึ่ง และรวบรวมข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2544 ถึงปี พ.ศ.2556 จำนวน 128 บริษัท และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่าสิทธิการซื้อหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์เชิงเส้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แต่มีความสัมพันธ์ไม่เป็นเชิงเส้น โดยเมื่อจัดกลุ่มบริษัทที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารเป็น 4 กลุ่มได้แก่ 1) กลุ่มที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับ 15 ล้านหุ้น 2) กลุ่มที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นระหว่าง 15-30 ล้านหุ้น 3) กลุ่มที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นระหว่าง 30-45 ล้านหุ้น และ 4) กลุ่มที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นมากกว่า 45 ล้านหุ้น ผลของสมการถดถอยพหุคูณพบว่า บริษัทที่ให้สิทธิฯ จำนวนหุ้นที่แตกต่างกันมีความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรกลุ่มที่หนึ่งและสอง มีค่าเป็นบวก นั่นคือ ทั้งสองกลุ่มมีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่ากลุ่มที่สี่อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นสิทธิการซื้อหุ้นมีแนวโน้มที่จะไม่สามารถสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารในการสร้างกำไรให้กับบริษัท ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจรูปแบบอื่นในการทำงานเพื่อสร้างกำไรให้กับบริษัท

คำสำคัญ: สิทธิในการซื้อหุ้น โครงการสิทธิในการซื้อหุ้น ความสามารถในการทำกำไร

The Relationship between Management's Stock Options and Firm's Profitability

Sansupa Luckanapisaste

*Auditor, Practitioner Level,
Nonthaburi Provincial Audit Office*

Dr.Siriluck Sutthachai*

Dr.Napaporn Likitwongkajon

*Assistant Professor of Accounting Department,
Khon Kaen Business School, Khon Kaen University*

*(*Corresponding Author)*

Received: June 3, 2019

Revised: August 16, 2019

Accepted: August 29, 2019

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the relationship between management's stock options and firm's profitability. These stock options are a part of the corporate Employee Stock Option Program (ESOP) and considered as a representative of non-monetary compensation for management. The research collects the data of 128 Thai listed companies that had announced ESOP during 2001-2013. The data was analyzed by using the multiple regression analysis. The results revealed no statistically significant linear relationship between ESOP and ROE, but found non-linear association. The non-linear relationship was shown when the research classified the sampled companies into four groups: 1) companies with the options for 15 million stocks, 2) those for 15-30 million stocks, 3) those for 30-45 million stocks, and 4) those for more than 45 million stocks. The results show that companies issuing the stock options differently tend to have different profitability. Interestingly, companies in group one and two have the positive coefficients in the model, meaning that less stock options, higher profitability. This suggests that ESOP might not be an effective strategy in motivating management in operating firms. Management might have other motivations to make corporate profitability.

Keywords: Stock Options, Employee Stock Option Program (ESOP), Profitability

1. บทนำ

ทฤษฎีตัวแทนของ Jensen & Meckling (1976) ได้มีการนำมาใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ในการบริหารงานของธุรกิจระหว่าง ฝ่ายที่มีอำนาจ คือ ผู้ถือหุ้น ซึ่งจะมอบอำนาจในการบริหารงานให้กับฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจ คือ ผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นทำหน้าที่ในการกำหนดนโยบายและวางแผนการดำเนินงานให้ได้ผลการดำเนินงานที่ผู้ถือหุ้นต้องการ อย่างไรก็ตาม ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันในการทำเพื่อประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นทฤษฎีตัวแทนจึงเชื่อว่าผู้บริหารจะให้ความสำคัญกับค่าตอบแทน ชื่อเสียงในตำแหน่งหน้าที่ของตนมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท เช่น การให้ความสำคัญกับผลกำไรในระยะสั้น โดยผู้บริหารมองข้ามความสำคัญในการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ เนื่องจากมีต้นทุนสูงจึงลดต้นทุนในส่วนนี้เพื่อให้ได้ผลกำไรมากในระยะสั้น แต่การทำเช่นนี้จะส่งผลเสียต่อการเจริญเติบโตของบริษัทในระยะยาว การบริหารงานที่ทำให้เสียผลประโยชน์ระยะยาวเหล่านี้ทำให้บริษัทเกิดต้นทุนที่ไม่จำเป็น ซึ่งเรียกว่า “ต้นทุนที่เกิดจากตัวแทน (Agency Costs)”

ตามทฤษฎีตัวแทนของ Jensen & Meckling (1976) ผู้ถือหุ้นสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนนี้ได้ด้วยการตรวจสอบและสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหาร วิธีหนึ่งในการสร้างแรงจูงใจ คือการให้ค่าตอบแทนเพื่อให้ผู้บริหารทำงานให้ได้ผลการดำเนินงานที่เป็นไปตามความต้องการของผู้ถือหุ้น การให้ค่าตอบแทนกับผู้บริหารที่มีการปฏิบัติในหลาย ๆ บริษัทในปัจจุบันคือ ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส และค่าตอบแทนที่ไม่ใช่ตัวเงิน ได้แก่ การให้สิทธิการซื้อหุ้น (Employee Stock Option Program : ESOP) โดยเชื่อว่าการให้สิทธิการซื้อหุ้นจะเป็นเครื่องมือจูงใจให้ผู้บริหารมีความรู้สึกเป็นเจ้าของบริษัท และค่าตอบแทนนี้ยังผูกติดความมั่งคั่งของผู้บริหารกับราคาหุ้น ดังนั้นผู้บริหารจะทำงานอย่างเต็มกำลังความสามารถและคำนึงถึงผลประโยชน์ที่แท้จริงของบริษัทเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น ซึ่งทฤษฎีตัวแทนนี้ได้มีการนำมาอธิบายและอ้างอิงในหลาย ๆ งานวิจัย (Srijunpetch, 2008; Wetangkul, 2007; Patwanichanon, 2010; Piriawattanakul, 2010) รวมทั้งการศึกษาเกี่ยวกับค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานในรูปแบบต่าง ๆ

หลาย ๆ งานวิจัยได้ทำการศึกษาเพื่อยืนยันความสัมพันธ์ตามทฤษฎีตัวแทน โดยมี 3 กลุ่มใหญ่คือ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินกับผลการดำเนินงาน (Smirnova & Zavertiaeva, 2017; Subekti & Sumargo, 2015; Munruethai, 2015) 2) งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ที่เน้นผลตอบแทนแบบรวม (ไม่แยกผลตอบแทนเป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน) (Buachoom, 2017; Elsayed & Elbardan, 2018) และ 3) งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ที่เน้นผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน (Po-Ubol, 2006; Meng, et al., 2010) ซึ่งงานวิจัยในกลุ่มที่สามนี้ ส่วนหนึ่งจะใช้ ESOP เป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ผลการวิจัยของงานเหล่านี้มีความแตกต่างกัน งานวิจัยกลุ่มหนึ่งพบว่า ESOP ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (Po-Ubol, 2006; Guo et al., 2006; Meng, et al., 2010) แต่จากการศึกษาของ Piriawattanakul (2010) พบว่าการออกใบสำคัญแสดงสิทธิตาม ESOP มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนเกินปกติในระยะยาว นอกจากนี้ Guo et al. (2006) ก็พบว่า บริษัทที่ให้ผลตอบแทนหุ้นกับพนักงานมีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดี ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินน่าจะมีส่วนกระตุ้นต่อการทำงานของพนักงาน

สำหรับในประเทศไทย ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัทและพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงบวก แต่เป็นการศึกษาผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (Munruethai, 2015) ในขณะที่การศึกษาค่าความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยใช้ผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ผลการศึกษาไม่พบหลักฐานสนับสนุนความสัมพันธ์ (Po-Ubol, 2006) อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Po-Ubol นั้นเป็นการศึกษาข้อมูลในอดีตที่ผ่านมา แต่ในปัจจุบัน

สภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากโดยเฉพาะในตลาดทุนที่มีการพัฒนา ซึ่งทำให้หุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ มีมูลค่าสูงขึ้นมากกว่าในสมัยอดีตที่ผ่านมาเป็นผลให้ ESOP อาจสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารในการบริหารงานให้บริษัทสร้างกำไรได้มากกว่าในอดีต ดังนั้นเมื่อเร็ว ๆ นี้ Buachoom (2017) จึงได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารระดับสูงกับผลการดำเนินงานของบริษัทไทย โดยผลตอบแทนที่ศึกษาได้รวมค่าตอบแทนทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินเข้าด้วยกัน และผลการวิจัยก็พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม จากการที่ Buachoom ไม่ได้มีการแยกแยะระหว่างผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินออกจากกันในการทดสอบ ทำให้ไม่สามารถระบุได้ว่า ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินหรือที่ไม่เป็นตัวเงินที่มีผลต่อผู้บริหารจนทำให้ดำเนินงานได้ดีขึ้น ซึ่งความสัมพันธ์เชิงบวกที่พบนั้นอาจเกิดจากค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินเป็นหลักก็ได้ เพราะมีหลาย ๆ งานวิจัยที่มีผลการวิจัยสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกของผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินกับผลการดำเนินงาน (Smirnova & Zavertiaeva, 2017; Subekti & Sumargo, 2015; Munruethai, 2015)

ดังนั้นงานวิจัยในครั้งนี้จึงศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไรโดยสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารดังกล่าวนี้ถือเป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน เพื่อตรวจสอบว่าหากผู้บริหารได้รับสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ จะทำให้ผู้บริหารรู้สึกเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทและทำงานเสมือนตนเองเป็นเจ้าของบริษัทหรือไม่ โดยในงานวิจัยนี้มีการใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544–2556 ซึ่งครอบคลุมช่วงเวลามากกว่างานวิจัยที่ผ่านมา นอกจากนี้ งานวิจัยยังได้พิจารณาเฉพาะผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ในที่นี้คือสิทธิการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหาร ซึ่งในงานวิจัยที่ผ่านมายังไม่เห็นความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างชัดเจนสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำหรับผลการดำเนินงาน งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return of Equity: ROE) เป็นตัวสะท้อนผลการดำเนินงาน ซึ่งแตกต่างจากงานอื่น ๆ ที่พิจารณาอัตราส่วนอื่น ๆ เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) ร่วมด้วย เนื่องจาก ROE เป็นอัตราส่วนหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจและมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่ง Ahsan (2012) ได้ศึกษาการใช้ข้อมูลของนักลงทุนและพบว่า ROE เป็นข้อมูลหนึ่งที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ดังนั้นผลการศึกษาดังนี้จะเป็นแนวทางให้บริษัทได้ใช้ในการพิจารณาถึงความเหมาะสมและความคุ้มค่าของการให้ผลตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน

2. ทฤษฎีการจูงใจ

2.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มาจากแนวคิดของ Jensen & Meckling (1976) ที่เสนอว่าผู้ถือหุ้นไม่สามารถบริหารงานได้เพียงลำพัง จึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีตัวแทนนั้นคือ ผู้บริหาร ทำหน้าที่ในการบริหารงาน รายงานผลการดำเนินงานและส่งมอบผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น ภายใต้แนวคิดของทฤษฎีตัวแทนมองว่าทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้น จึงมีความเป็นไปได้ว่า ผู้บริหารจะสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเองและไม่คำนึงว่าการกระทำนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดแก่ตัวผู้ถือหุ้นหรือไม่ เช่น ผู้บริหารอาจจะเลเยการลงทุนในการทำวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์เนื่องจากมีต้นทุนสูงและมีผลทำให้กำไรในปัจจุบันลดลงซึ่งส่งผลให้ค่าตอบแทนของผู้บริหารลดลงด้วย แต่การทำเช่นนี้จะส่งผลเสียต่อการเจริญเติบโตของบริษัทในระยะยาวซึ่งผลเสียดังกล่าวเรียกว่าเป็น “ต้นทุนที่เกิดจากตัวแทน (Agency Costs)”

ตามทฤษฎีตัวแทนของ Jensen & Meckling (1976) ได้มีการเสนอแนะเพิ่มเติมไว้ว่า ผู้ถือหุ้นสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนได้โดยตั้งกรรมการอิสระ ผู้ตรวจสอบภายใน และผู้สอบบัญชี มาตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายบริหาร นอกจากนี้ อาจสามารถใช้การสร้างแรงจูงใจให้แก่ฝ่ายบริหารโดยการให้ค่าตอบแทนทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินที่จะทำให้ฝ่ายบริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดกำไรสูงสุดตรงตามความต้องการของผู้ถือหุ้น ซึ่งได้มีหลาย ๆ งานวิจัย (Sornprasit, 2011; Wetangkul, 2007) ได้มีการอ้างอิงงานวิจัยนี้ในการอธิบายทฤษฎีตัวแทนไว้และใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์ที่ต้องการศึกษา

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในอดีตที่ผ่านมา ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานได้รับความสนใจจากนักวิจัยในการศึกษาเพื่อหาหลักฐานเชิงประจักษ์เพื่อพิสูจน์ว่า ค่าตอบแทนมีผลทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการทำงาน เพื่อให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีหรือไม่ ถ้าค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญย่อมแสดงว่าค่าตอบแทนเป็นแรงจูงใจที่สำคัญอย่างหนึ่งในการทำให้ผู้บริหารทำงานเต็มกำลังความสามารถ เพื่อให้องค์กรประสบความสำเร็จ เพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ซึ่งทำให้ผลตอบแทนเป็นส่วนหนึ่งในการลดต้นทุนตัวแทนได้ ค่าตอบแทนในที่นี้สามารถแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ (Yomsin, 2012) คือ

- ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน เป็นสิ่งตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับจากการทำงาน ซึ่งอยู่ในรูปของตัวเงินอย่างชัดเจน โดยทั่วไปในการดำเนินงานของบริษัทจะมีค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน 3 รูปแบบ ได้แก่ เงินเดือน โบนัส กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- ค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน เป็นค่าตอบแทนที่ได้รับจากการทำงานที่ไม่ได้อยู่ในรูปของตัวเงินอย่างชัดเจน โดยทั่วไปมีอยู่ 2 รูปแบบ ได้แก่ สวัสดิการและ ESOP

งานวิจัยด้านนี้โดยส่วนใหญ่จะให้ความสนใจกับการศึกษาค่าตอบแทนในรูปของตัวเงิน ไม่ว่าจะเป็นเงินเดือน ค่าเบี้ยเลี้ยง ค่าเบี้ยประชุม ค่าตอบแทนพิเศษ และโบนัส และผลการวิจัยของงานเหล่านี้มีทั้งที่สนับสนุนความสัมพันธ์ดังกล่าวและที่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว เช่น Tariq (2010) และ Michaud & Gai (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยค่าตอบแทนในการศึกษาพิจารณาค่าตอบแทนในลักษณะตัวเงิน เช่น เงินเดือนและโบนัส ในขณะที่ Ghosh (2003) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานในประเทศอินเดีย ค่าตอบแทนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ค่าตอบแทนทั้งหมดรวมถึง เงินเดือน ค่าคอมมิชชั่น เงินเพิ่มพิเศษและเบี้ยประชุม ผลวิจัยพบว่าค่าคอมมิชชั่นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน โดยค่าคอมมิชชั่นจะเพิ่มขึ้นตามผลการดำเนินงานแต่จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลง นั่นแสดงให้เห็นว่า เมื่อค่าคอมมิชชั่นเพิ่มขึ้นจนถึงจุดหนึ่งจะทำให้ผลการดำเนินงานลดลง ผลการวิจัยของหลาย ๆ ท่าน (Smirnova & Zavertiaeva, 2017; Subekti & Sumargo, 2015) ก็ยืนยันความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินและผลการดำเนินงานของบริษัท สำหรับในประเทศไทยนั้น Patwanichanon (2010), Somwong (2007), Sornprasit (2011), และ Munruethai (2015) พบว่าค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทย

สำหรับการศึกษาค่าตอบแทนในรูปแบบไม่เป็นตัวเงิน เช่น สิทธิการซื้อหุ้น เริ่มได้รับความสนใจจากนักวิจัยต่าง ๆ เช่น Meng et al. (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ของ ESOP กับผลการดำเนินงาน โดยรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน และพบว่า ESOP ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Michaud & Gai (2009) และ Po-Ubol (2006) ในขณะที่ Piriyawattanakul (2010) ศึกษาการวัดประสิทธิผลของการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ ESOP โดยสร้างตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) จากกลุ่มที่มีการนำ ESOP มาใช้ครบ 1 ปีและ 3 ปี เพื่อพิจารณาความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนเกินปกติก่อนและหลังของบริษัทที่มีการนำ ESOP มาใช้ ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่นำ ESOP มาใช้ครบ 3 ปี จะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเปลี่ยนแปลงไป แสดงว่า การนำ ESOP มาใช้จะสร้างแรงจูงใจกับผู้บริหารได้ในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น

จากผลการวิจัยก่อน ๆ แสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินโดยส่วนใหญ่จะมีความสัมพันธ์ที่มียสำคัญกับผลการดำเนินงาน นั่นหมายความว่า ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินมีแนวโน้มที่เป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารทำงาน เพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นการลดต้นทุนตัวแทนได้ ในขณะที่งานวิจัยโดยส่วนใหญ่สำหรับค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินพบว่า ค่าตอบแทนดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งรวมถึงงานวิจัยในประเทศไทย โดยในประเทศไทยนั้นได้มีงานวิจัย 2 งานที่ได้ศึกษาในประเด็นนี้โดยตรง การศึกษาของ Po-Ubol (2006) แสดงให้เห็นว่าค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Po-Ubol เป็นการศึกษาข้อมูลของปี พ.ศ. 2544–2548 และมีจำนวนบริษัทเพียง 14 บริษัทเท่านั้น และใช้สัดส่วนจำนวนหุ้นตาม ESOP ต่อจำนวนหุ้นที่จดทะเบียนและออกชำระแล้วเป็นตัวแปรในการทดสอบ แต่ในปัจจุบันสภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากโดยเฉพาะในตลาดทุนที่มีการพัฒนาซึ่งทำให้หุ้นสามัญของบริษัทต่าง ๆ มีมูลค่าสูงขึ้นมากกว่าในสมัยอดีต และจำนวนบริษัทที่มากขึ้น ซึ่งอาจเป็นผลให้พบความสัมพันธ์ระหว่าง ESOP กับความสามารถกำกับรักษาของบริษัท

Buachoom (2017) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารระดับสูงกับผลการดำเนินงานของบริษัทไทย โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี ค.ศ. 2000–2014 และผลตอบแทนที่ศึกษาได้รวมค่าตอบแทนทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินเข้าด้วยกัน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส สิทธิในการซื้อหุ้น และผลประโยชน์อื่น ๆ เช่น ค่าประกันภัยและค่าสมาชิกชมรมหรือสมาคมต่าง ๆ เป็นต้น และผลการวิจัยก็พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างไรก็ตาม จากการที่ Buachoom ไม่ได้มีการแยกแยะระหว่างผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินออกจากกันในการทดสอบ ทำให้ไม่สามารถระบุได้ว่า ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินหรือที่ไม่เป็นตัวเงินที่มีผลต่อผู้บริหารจนทำให้ดำเนินงานได้ผลดี ซึ่งความสัมพันธ์เชิงบวกที่พบนั้นอาจเกิดจากค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินเป็นหลัก เพราะมีหลาย ๆ งานวิจัยที่มีผลการวิจัยสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวกของผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินกับผลการดำเนินงาน (Smirnova & Zavertiaeva, 2017; Subekti & Sumargo, 2015; Munruethai, 2015) ทำให้ยังมีข้อสงสัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับผลการดำเนินงานอยู่ และการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้จะทำให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ซึ่งจะเป็นการเพิ่มพูนความรู้เกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้บริหารมากขึ้น โดยเฉพาะในเรื่องสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหาร ซึ่งในปัจจุบันมีหลาย ๆ บริษัทได้มีการใช้นโยบายดังกล่าวนี้มากขึ้น ผลของงานวิจัยนี้จึงอาจสามารถนำไปใช้ในการพิจารณาพร้อมกับข้อมูลอื่น ๆ เพื่อการให้สิทธิดังกล่าวกับผู้บริหาร

3. วิธีการศึกษา

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในงานวิจัยนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2556 โดยในปี พ.ศ. 2544 ถือเป็นปีที่เริ่มบังคับใช้ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง การเปิดเผยข้อมูลของบริษัท

ที่ออกไปแสดงสิทธิในผลประโยชน์ที่เกิดจากหลักทรัพย์อ้างอิงไทย พ.ศ. 2544 (Silaorn, 2001) ซึ่งทำให้ข้อมูลการให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่บริษัทให้กับผู้บริหารนั้นมีการเผยแพร่สู่สาธารณชน จากระยะเวลาดังกล่าวได้พิจารณาเลือกกลุ่มตัวอย่างตามเงื่อนไขดังนี้

1. บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึงปี พ.ศ. 2556 ที่แสดงแบบรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) และงบการเงินที่มีข้อมูลครบถ้วนสมบูรณ์ในทุกประเภทธุรกิจ ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากกลุ่มนี้มีโครงสร้างเงินทุนและแนวทางปฏิบัติในการนำเสนองบการเงินที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น และยกเว้นกลุ่มบริษัทที่อยู่ในการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากการดำเนินงานยังไม่มั่นคงซึ่งอาจส่งผลต่อข้อมูลในงบการเงินของบริษัท

2. บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับ ESOP ให้แก่กรรมการผู้บริหารและพนักงานของบริษัท

จากเงื่อนไขข้างต้นทำให้เหลือจำนวนบริษัททั้งสิ้น 128 บริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีการประกาศให้สิทธิในการซื้อหุ้นโดยประกอบด้วยจำนวนบริษัทแยกรายปี (ตามตารางที่ 1ก.) และแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม (ตามตารางที่ 1ข.)

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการเปิดเผยข้อมูล ESOP

ก. จำนวนบริษัทแยกรายปี				ข. จำนวนบริษัทแยกตามประเภทธุรกิจ	
ปี	จำนวนบริษัท	ปี	จำนวนบริษัท	ประเภทธุรกิจ	จำนวนบริษัท
2544	3	2551	6	เกษตรฯ	8
2545	4	2552	11	ทรัพยากร	9
2546	3	2553	8	เทคโนโลยี	38
2547	11	2554	9	บริการ	25
2548	8	2555	10	อุตสาหกรรม	11
2549	19	2556	14	อุปโภคฯ	2
2550	22			อสังหาริมทรัพย์	35

3.2 สมมติฐานงานวิจัย

ภายใต้แนวคิดของทฤษฎีตัวแทนที่มองว่าทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันทำเพื่อประโยชน์ของตนเองทั้งสิ้น (Jensen & Meckling, 1976) เช่นเดียวกับผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นย่อมต้องการผลประโยชน์ของตนโดยให้ความสำคัญกับค่าตอบแทน ชื่อเสียงและตำแหน่งหน้าที่มากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท จากความต้องการที่แตกต่างกันของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารทำให้เกิดความขัดแย้งกันทางผลประโยชน์หรือที่เรียกว่าปัญหาจากการเป็นตัวแทน การให้ค่าตอบแทนแก่ผู้บริหาร เป็นแนวทางหนึ่งในการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหาร โดยค่าตอบแทนที่นิยมให้ผู้บริหารมี 2 รูปแบบ คือค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส ค่าตอบแทนอื่น ซึ่งผู้บริหารย่อมต้องการค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินที่เหมาะสมกับความสามารถในการทำงาน และค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ได้แก่ การให้สิทธิในการซื้อหุ้น ซึ่งจะทำให้ผู้บริหารมีความรู้สึกเป็นเจ้าของบริษัทและค่าตอบแทนนี้ยังผูกติดความมั่งคั่งของผู้บริหารกับราคาหุ้น เพื่อจะทำให้ผู้บริหารทำงานอย่างเต็มกำลังความสามารถและคำนึงถึงผลประโยชน์ที่แท้จริงของบริษัทเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมี

ผลการดำเนินงานที่ประสิทธิภาพและมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี เพื่อสะท้อนผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า สิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร

3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) ที่มีการใช้วิธีการวิเคราะห์แบบสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยข้อมูลที่ใช้ศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่รวบรวมจากงบการเงินรวมและแบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบฟอร์ม 56-1) ซึ่งอยู่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย www.set.or.th และเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ www.sec.or.th ผู้วิจัยอ่านข้อมูลสิทธิในการซื้อหุ้น ESOP และค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินจะปรากฏข้อมูลอยู่ในส่วนแบบแสดงข้อมูลประจำปี (56-1) สำหรับข้อมูลในส่วนความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางการเงินและขนาดของบริษัทจะปรากฏข้อมูลอยู่ในงบการเงินของแต่ละบริษัท และเก็บรวบรวมข้อมูลดังนี้

สิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหาร พิจารณาจากสัดส่วนสิทธิในการซื้อหุ้นซึ่งสามารถคำนวณได้จากสัดส่วนจำนวนหุ้นที่จัดสรรต่อจำนวนหุ้นสามัญที่จดทะเบียนและชำระแล้วของบริษัทซึ่งจำนวนหุ้นที่จัดสรรคือจำนวนสิทธิในการซื้อหุ้นทั้งหมดตาม ESOP ที่ประกาศให้ผู้บริหาร (Po-Ubol, 2006)

$$\text{สัดส่วนสิทธิในการซื้อหุ้น (ESOP)} = \frac{\text{จำนวนหุ้นที่จัดสรร}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่จดทะเบียนและชำระแล้ว}}$$

ความสามารถในการทำกำไร งานวิจัยนี้ได้ใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไร โดยคำนวณตามสมการดังนี้

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น =

$$\frac{\text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหรือ (กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี - เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ)}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นหรือ (หุ้นสามัญที่จดทะเบียนและชำระแล้ว + ส่วนเกินมูลค่าหุ้นฯ - ส่วนด้อยค่าหุ้นฯ + กำไรสะสม)}}$$

โดยข้อมูลอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ จะเป็นข้อมูลในปีถัดจากปีที่บริษัทมีการประกาศให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร เนื่องจากเมื่อบริษัทได้ประกาศให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารแล้ว ผู้บริหารต้องใช้เวลาในการบริหารอย่างเต็มกำลังความสามารถ ซึ่งจะสะท้อนผลการดำเนินงานให้แก่บริษัทในปีถัดไป

นอกเหนือจากข้อมูลสิทธิในการซื้อหุ้นและความสามารถในการทำกำไร ผลงานวิจัยก่อน ๆ แสดงให้เห็นว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับข้อมูลอื่น ๆ ซึ่งได้แก่ ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (Sornprasit, 2011; Patwanichanon, 2010; Tariq, 2010) ขนาดของบริษัท (Patwanichanon, 2010; Meng et al., 2010; Somwong, 2007) และความเสี่ยงทางการเงิน (Sornprasit, 2011; Meng et al., 2010) ดังนั้นในงานวิจัยนี้ ข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้ถือเป็นตัวแปรควบคุมในสมการถดถอยพหุคูณ โดยงานวิจัยได้ทำการเก็บข้อมูลดังนี้

ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน (Compensation) ในงานวิจัยนี้จะศึกษาค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ได้แก่ เงินเดือน โบนัส กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และค่าตอบแทนอื่น ๆ ที่มีการจ่ายให้กับผู้บริหารในรูปแบบตัวเงิน แล้วคำนวณหาค่าเฉลี่ยต่อคน ดังนี้

$$\text{ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน} = \frac{\text{เงินเดือน} + \text{โบนัส} + \text{กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ} + \text{ค่าตอบแทนอื่น}}{\text{จำนวนผู้บริหาร}}$$

ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ผลการศึกษาของ Somprasit (2011) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแสดงว่าหากความเสี่ยงทางการเงินสูงเกิดจากการกู้ยืมเงินเพื่อใช้ในการลงทุนมากย่อมมีภาระที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยและหนี้สินสูงมากด้วย ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับลดน้อยลงไปด้วย ดังนั้นความเสี่ยงทางการเงินถือเป็นตัวแปรควบคุมอีกตัวหนึ่งในการศึกษาครั้งนี้ คำนวณได้ดังนี้

$$\text{ความเสี่ยงทางการเงิน} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นหรือ (หุ้นสามัญที่จดทะเบียนและชำระแล้ว + ส่วนเกินมูลค่าหุ้นฯ - ส่วนต่ำมูลค่าหุ้นฯ + กำไรสะสม)}}$$

ขนาดของบริษัท (Size) ขนาดของบริษัทวัดจากสินทรัพย์รวมในงบการเงิน เนื่องจากสินทรัพย์รวมแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันมากจึงทำการแปลงค่าโดยวิธี Logarithm เพื่อให้ขนาดของบริษัทเล็กกลางและสามารถนำมาใช้วิเคราะห์ผลทางสถิติที่ดีมากขึ้น (Vanichbuncha, 2012)

3.4 วิธีวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติเชิงพรรณนา เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลในรูปแบบของสถิติพื้นฐานเพื่อนำเสนอในรูปแบบค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean)ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

สถิติเชิงอนุมาน การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็นการศึกษาอิทธิพลของตัวแปรต้นตั้งแต่ 2 ตัวแปรขึ้นไปว่ามีตัวแปรต้นใดบ้างที่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม 1 ตัวแปร โดยจะวิเคราะห์หาว่าผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินและค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินให้กับผู้บริหารและตัวแปรควบคุมอื่นตัวใดบ้างที่จะมีผลต่อความสามารถในการทำกำไร โดยมีรูปแบบสมการ ดังนี้

$$ROE_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(COMP)_t + \beta_2(ESOP)_t + \beta_3(SIZE)_{t+1} + \beta_4(LEV)_{t+1} + e_t \tag{1}$$

โดยที่ ROE_{t+1} คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปีถัดไป

$COMP_t$ คือ ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินรวมเฉลี่ยในปีที่มีการประกาศให้ ESOP

$ESOP_t$ คือ สัดส่วนการออกไปสำคัญแสดงสิทธิในปีที่มีการประกาศให้ ESOP

$SIZE_{t+1}$ คือ ขนาดของบริษัทในปีถัดไป

LEV_{t+1} คือ ความเสี่ยงทางการเงินในปีถัดไป

β_0 คือ ค่าคงที่

β_1, \dots, β_4 คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระ

e_t คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

จากสมการจะเห็นว่า งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลในปีถัดไปสำหรับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในการหาความสัมพันธ์กับสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารปัจจุบัน ซึ่งการใช้ข้อมูลเพื่อทดสอบดังกล่าวนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Buachoom (2017) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย และพบว่า ค่าตอบแทนของผู้บริหารในปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทในปีถัดไป ในขณะที่ หลาย ๆ งานวิจัย (Munruethai, 2015; Smirnova & Zavertiaeva, 2017) พบว่า ขนาดของบริษัท และความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทในปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในปีปัจจุบัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้ข้อมูลขนาดของบริษัทและความเสี่ยงทางการเงินในปีเดียวกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ในการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณนั้น ค่าความน่าจะเป็นที่ได้จากการคำนวณจากข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์สถิติ t ที่ใช้ทดสอบว่า ตัวแปรอิสระใดบ้างที่สามารถคัดเข้าสมการได้ จะพิจารณาเทียบกับค่าความน่าจะเป็น (p-value) ซึ่งงานวิจัยนี้กำหนดที่ระดับต่ำสุดที่ 0.10 ถ้าค่าน้อยกว่า 0.10 แสดงว่า แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวที่ i มีผลต่อตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

4. ผลการศึกษาและอภิปราย

4.1 สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 2 แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสำหรับตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ โดยความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแสดงถึงผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการลงทุน พบว่าค่าต่ำสุดเท่ากับ -4.29 ค่าสูงสุดเท่ากับ 2.45 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.18 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.57

สัดส่วนการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ ESOP มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0002 หรือร้อยละ 0.02 ค่าสูงที่สุดเท่ากับ 0.1164 หรือร้อยละ 11.64 ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0258 หรือร้อยละ 2.58 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0200 หรือร้อยละ 2.00

ตารางที่ 2 ข้อมูลสถิติเบื้องต้นของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

	Min	Max	Mean	S.D.
ROE	-4.29	2.45	0.18	0.57
ESOP	0.0002	0.1164	0.0258	0.0191
COMP*	0.38	29.65	4.55	4.31
SIZE*	352.30	1,239,207.00	27,588.05	116,772.95
LEV	-60.29	183.67	2.80	17.93

หมายเหตุ * หน่วย ล้านบาท

จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นแสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างมีความหลากหลายทั้งขนาดบริษัท ความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงทางการเงิน ทำให้ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงินมีความแตกต่างกัน

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารและความสามารถในการทำกำไร

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณตามตารางที่ 3 พบว่า ค่า Adjusted R Square มีค่าเท่ากับ 0.461 แสดงว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรได้ร้อยละ 46.1 และเมื่อเปรียบเทียบค่า Adjusted R Square ครั้งนี้กับงานวิจัยอื่นที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำกว่างานในอดีต (Patwanichanon, 2010; Changsuwan, 2010; Sornprasit, 2011) ส่วนที่เหลือร้อยละ 52.9 เกิดจากปัจจัยอื่นที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งไม่ได้นำมาศึกษาครั้งนี้

ในส่วนของการสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับความสามารถทำกำไร พบว่า ทั้งค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินและค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไร แต่สำหรับตัวแปรควบคุมผลการวิจัยพบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถในการทำกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในทุกสมการ

อย่างไรก็ตาม จากเงื่อนไขการเลือกกลุ่มตัวอย่างซึ่งเลือกเฉพาะบริษัทที่มีการประกาศให้สิทธิซื้อหุ้นให้กับผู้บริหารเท่านั้น ทำให้กลุ่มตัวอย่างมีจำนวนบริษัทจำนวนหนึ่งที่มีการประกาศ ESOP มากกว่า 1 ปี และจำนวนตัวอย่างส่วนใหญ่มาจาก 3 อุตสาหกรรม คือ เทคโนโลยี บริการ และอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งอาจทำให้จำนวนปี และประเภทอุตสาหกรรมมีผลกระทบในการวิเคราะห์ได้ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงได้มีการวิเคราะห์สมการพหุคูณถดถอยโดยการทำ Year-fixed Effect และ Industry-fixed Effect ซึ่งผลการวิจัยไม่แตกต่างจากตารางที่ 3 คือไม่พบความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนกับความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นจึงไม่ได้แสดงตารางผลการวิจัยดังกล่าว

ตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอยเชิงพหุคูณแสดงความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารและความสามารถในการทำกำไร

Model	Unstandardized		Standardized	t	p-value
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-.660	0.646		-1.022	0.309
COMP	1.142E-8	0.000	0.085	1.176	0.524
ESOP	-1.280	2.001	-0.045	-0.639	0.242
SIZE	0.089	0.065	0.104	1.367	0.174
LEV	-0.022	0.002	-0.682	-10.176	0.000***
R Square = 0.461					
Adjusted R Square = 0.443					
Durbin-Watson = 1.982					
Std. Error of the Estimate = 0.4208055					

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.1, ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05, *** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับความสามารถทำกำไรเพิ่มเติม โดยการเปลี่ยนค่า ESOP ในสมการถดถอยพหุคูณ ซึ่งได้ใช้ข้อมูลดังต่อไปนี้แทน

1. กลุ่มอายุใบสำคัญแสดงสิทธิ ESOP บางงานวิจัย เช่น Piriyawattanukul (2010) ได้จัดบริษัทที่ให้สิทธิซื้อหุ้นเป็นกลุ่ม ๆ ตามอายุของสิทธิซื้อหุ้นโดยแบ่งเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มที่มีอายุการให้สิทธิ ESOP 3 ปี และ 5 ปี ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์ของกลุ่มที่มีการให้สิทธิ ESOP 5 ปีอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นผู้วิจัยจึงจัดกลุ่มบริษัทที่มีการออกสิทธิในการซื้อหุ้น โดยแบ่งตามอายุของสิทธิซื้อหุ้น โดยพิจารณาอายุจากระยะเวลาตั้งแต่วันที่บริษัทออกและเสนอขายสิทธิซื้อหุ้น ESOP จนถึงวันสิ้นสุดการใช้ใบสำคัญแสดงสิทธิ ESOP

2. จำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP ผู้วิจัยใช้จำนวนหุ้นสามัญที่บริษัทประกาศให้สิทธิซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารตามโครงการ ESOP ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ โดยเชื่อว่าถ้ามีสิทธิซื้อจำนวนหุ้นสามัญมาก แสดงว่าผู้บริหารมีเปอร์เซ็นต์ความเป็นเจ้าของร่วมสูง ย่อมมีแรงจูงใจในการดำเนินงานให้มีผลการดำเนินงานที่ดี มากกว่ากรณีที่ได้รับสิทธิซื้อหุ้นสามัญจำนวนน้อย ซึ่งงานวิจัยที่ผ่านมายังไม่มีการใช้ข้อมูลนี้ในการทดสอบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

3. กลุ่มจำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP ผู้วิจัยแบ่งบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นตามจำนวนหุ้นสามัญที่ให้สิทธิในการซื้อเป็นจำนวน 4 กลุ่มคือ 1) กลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนน้อยกว่าหรือเท่ากับ 15 ล้านหุ้น 2) กลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนมากกว่า 15 ล้านแต่น้อยกว่าหรือเท่ากับ 30 ล้านหุ้น 3) กลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนมากกว่า 30 ล้านแต่น้อยกว่าหรือเท่ากับ 45 ล้านหุ้นและ 4) กลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนมากกว่า 45 ล้านหุ้นและใช้ตัวแปรหุ้นในสมการถดถอยพหุคูณ ในการแบ่งกลุ่ม ผู้วิจัยพิจารณาจากข้อมูลจำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP โดยค่าสูงสุดเท่ากับ 200,000,000 หุ้น ค่าต่ำสุดเท่ากับ 343,500 หุ้น ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 24,110,176 หุ้นและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 31,412,620 ซึ่งถ้าทำการจัดกลุ่มโดยพิจารณาเฉพาะค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานแล้วควรจะพิจารณาแบ่งแต่ละกลุ่มด้วยช่วงจำนวนหุ้นประมาณ 30 ล้านหุ้น แต่เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ย ซึ่งมีมูลค่าประมาณ 24 ล้านหุ้นเท่านั้น การจัดกลุ่มด้วยช่วงจำนวนหุ้น 30 ล้านหุ้น อาจทำให้ข้อมูลถูกจัดกลุ่มในกลุ่มที่มีจำนวนหุ้นเท่ากับศูนย์ถึง 30 ล้านหุ้นจำนวนมาก ดังนั้นในการจัดกลุ่มจึงแบ่งกลุ่มด้วยช่วงจำนวนหุ้น 15 ล้านหุ้น เพื่อให้เกิดการกระจายของข้อมูลในกลุ่มต่าง ๆ ที่ทำการทดสอบ ผู้วิจัยจึงแบ่งกลุ่มจำนวนหุ้นสามัญที่ให้สิทธิในการซื้อเป็นจำนวน 4 กลุ่มตามที่กล่าวไว้แล้ว

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณพบว่า ตัวแปรกลุ่มอายุใบสำคัญแสดงสิทธิ ESOP (ตัวแปรที่หนึ่ง) และ จำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP (ตัวแปรที่สอง) มีผลการวิเคราะห์ที่ใกล้เคียงกับตารางที่ 3 อย่างไรก็ตาม เมื่อแทนค่า ESOP ด้วยกลุ่มจำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP (ตัวแปรที่สาม) ตัวแปรผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน และตัวแปรควบคุมอื่น ๆ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถในการทำกำไร โดยผลการวิจัยนี้แสดงในตารางที่ 4 ซึ่งสมการมีค่า Adjusted R Square มีค่าเท่ากับ 0.451 แสดงว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรได้ร้อยละ 45.1 และเมื่อเปรียบเทียบกับค่า Adjusted R Square ครั้งนี้กับงานวิจัยอื่นที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างดี (Patwanichanon, 2010; Changsuwan, 2010; Sornprasit, 2011) ส่วนที่เหลือร้อยละ 54.9 เกิดจากปัจจัยอื่นที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรซึ่งไม่ได้นำมาศึกษาครั้งนี้

ตารางที่ 4 ผลสมการถดถอยเชิงพหุคูณโดยสถิติในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารแทนด้วยกลุ่มจำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP

Model	Unstandardized		Standardized	t	p-value
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1.124	0.615		-1.828	0.070
COMP	1.676E-8	0.000	0.125	1.676	0.096*
D_ESOP1	0.195	0.114	0.173	1.717	0.089*
D_ESOP2	0.240	0.127	0.181	1.893	0.061*
D_ESOP3	0.095	0.173	0.043	0.552	0.582
SIZE	0.114	0.063	0.132	1.810	0.073*
LEV	-0.022	0.002	-0.679	-10.048	0.000***
R Square = 0.476					
Adjusted R Square = 0.451					
Durbin-Watson = 2.061					
Std. Error of the Estimate = 0.4180346					

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.1, ** ระดับนัยสำคัญที่ 0.05, *** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ในส่วนของการสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับความสามารถทำกำไร พบว่า ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ในขณะเดียวกัน ตัวแปรกลุ่มจำนวนหุ้นสามัญตามโครงการ ESOP ของกลุ่มบริษัทที่มีจำนวนหุ้น ESOP น้อยกว่า 15 ล้านหุ้น (D_ESOP1) และ บริษัทที่มีจำนวนหุ้น ESOP มากกว่า 15 ล้านหุ้นแต่ไม่เกิน 30 ล้านหุ้น (D_ESOP2) มีค่า p-value เท่ากับ 0.089 และ 0.061 ตามลำดับ แสดงว่ากลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 2 มีความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างจากกลุ่มที่ 3 และ 4 ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% แสดงว่า บริษัทที่มีการให้จำนวนสิทธิในการซื้อหุ้นตาม ESOP ที่มีความแตกต่างกันจะมีความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกัน ทำให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นไปในลักษณะ Relative Relationship มากกว่า Absolute Relationship และเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ของทั้งสองตัวแปรพบว่ามีค่าบวก นั้นหมายความว่า เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนมากกว่า 45 ล้านหุ้น (กลุ่มที่สี่) แล้ว กลุ่มที่หนึ่งและสองมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่า ซึ่งผลการวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นได้ว่าการให้สิทธิในการซื้อหุ้นตาม ESOP อาจไม่ใช่เครื่องมือที่ดีในการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารในการปฏิบัติงานเพื่อสร้างกำไรให้กับบริษัท

ผลการวิจัยในส่วนของกลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนมากกว่า 30 ล้านแต่ไม่น้อยกว่าหรือเท่ากับ 45 ล้านหุ้น (กลุ่มที่สาม D_ESOP3) ก็สนับสนุนความคิดเห็นข้างต้น โดยผลการวิจัยพบว่า ค่า p-value ของตัวแปร D_ESOP3 มากกว่าร้อยละ 0.10 แสดงว่าสมการทั้งหมด ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า กลุ่มที่สามนี้มีความสามารถในการทำกำไรไม่แตกต่างจากกลุ่มบริษัทที่ออกสิทธิซื้อหุ้นจำนวนมากกว่า 45 ล้านหุ้น (กลุ่มที่สี่)

เมื่อมีการทดสอบสมการโดยการใส่ Fixed Effect พบว่า ผลการวิจัยไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญจากตารางที่ 4 เมื่อสมการมี Industry-fixed Effect แต่เมื่อใส่ Year-fixed Effect พบว่า Dummy Variables ซึ่งเป็นตัวแทนของกลุ่มสิทธิในการซื้อหุ้นแต่ละกลุ่มนั้นมีค่า p-value ที่มากกว่า 0.10 นั้นหมายความว่า บริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นกับผู้บริหารแต่ละกลุ่มไม่มีความแตกต่างของความสามารถในการทำกำไร ซึ่งแตกต่างจากกรณีที่รายงานในตารางที่ 4 อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยไม่ได้นำเสนอผลการวิจัย Fixed Effect ทั้งหมดไว้เป็นตาราง แต่ความแตกต่างของผลการวิจัยในส่วน of Year-fixed Effect นี้ ทำให้ความสัมพันธ์ที่รายงานในตารางที่ 4 เป็นความสัมพันธ์ที่ยังไม่ชัดเจนนัก ดังนั้นจึงอาจต้องศึกษาเพิ่มเติมเพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ของความสัมพันธ์ และผลการวิจัยดังกล่าวทำให้เกิดข้อสงสัยว่า ค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน ซึ่งบริษัทหลาย ๆ บริษัทได้มีการใช้นั้น สามารถสร้างแรงจูงใจในการทำงานให้กับผู้บริหารได้จริงหรือไม่

สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ๆ ผลการวิจัยพบว่า มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับความสามารถในการทำกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และความเสียหายทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับความสามารถในการทำกำไรที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยที่ผ่านมา เช่น Patwanichanon (2010) Meng et al. (2010) และ Somwong (2007)

เพื่อให้มั่นใจในผลการศึกษา ผู้วิจัยได้ทดสอบสมการเพิ่มเติม โดยการเปลี่ยนค่าของผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินโดยคำนวณเฉพาะเงินเดือนและโบนัสเท่านั้น และผลการวิเคราะห์ไม่มีความแตกต่างจากตารางที่ 4 มากนัก โดยค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน และกลุ่มบริษัทที่มีจำนวนหุ้น ESOP น้อยกว่า 15 ล้านหุ้น (D_ESOP1) และบริษัทที่มีจำนวนหุ้น ESOP มากกว่า 15 ล้านหุ้นแต่ไม่เกิน 30 ล้านหุ้น (D_ESOP2) ยังคงมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไร

นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบเปลี่ยนค่า ROE เป็นอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) และผลการวิจัยไม่มีความแตกต่างจากกรณีที่ใช้ค่า ROE นั่นคือ สิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไร ทั้งกรณีที่มีการใช้สัดส่วนสิทธิในการซื้อหุ้นเป็นตัวแสดงมูลค่าของ ESOP และกรณีที่ใช้ Dummy Variables เป็นตัวแทนของกลุ่มบริษัทที่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่แตกต่างกัน เนื่องจากผลการวิจัยไม่มีความแตกต่างจากตารางที่ 3 และ 4 อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นผู้วิจัยจึงไม่ได้นำเสนอผลการวิจัยไว้ในบทความวิจัยนี้

5. สรุปผลการศึกษา ข้อเสนอแนะและข้อจำกัดในงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารตามโครงการ ESOP นี้ถือเป็นตัวแทนของผลตอบแทนผู้บริหารที่ไม่เป็นตัวเงิน โดยคิดเป็นสัดส่วนสิทธิซื้อหุ้น ESOP ต่อจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่บริษัทจดทะเบียนและชำระแล้ว และมีตัวแปรควบคุมได้แก่ ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ขนาดของบริษัท และความเสียหายทางการเงิน โดยให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไร และใช้วิธีสมการถดถอยพหุคูณในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนของสิทธิในการซื้อหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตาม เมื่อได้เปลี่ยนค่าของสิทธิในการซื้อหุ้นที่ให้กับผู้บริหารโดยการจัดกลุ่มบริษัทตามจำนวนหุ้นสามัญที่ให้สิทธิในการซื้อให้กับผู้บริหารเป็น 4 กลุ่มและกำหนดตัวแปรหุ่นสำหรับแต่ละกลุ่มบริษัทในการคำนวณตามสมการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นจำนวนน้อยกว่า 15 ล้านหุ้นและกลุ่มบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นจำนวน 15-30 ล้านหุ้นมีความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญ

แสดงว่า สิทธิในการถือหุ้นที่ให้กับผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไม่เกินไปในลักษณะเชิงเส้นกับความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นจึงเป็นความสัมพันธ์ในลักษณะ Relative Relationship มากกว่า Absolute Relationship อย่างไรก็ตาม ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรกลุ่มทั้งสองมีค่าเป็นบวก หมายความว่ากลุ่มบริษัทที่ให้สิทธิการถือหุ้นน้อยกว่า 30 ล้านหุ้น มีแนวโน้มที่จะมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่าบริษัทที่ให้สิทธิถือหุ้นมากกว่า 30 ล้านหุ้น ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า บริษัทที่มีการให้สิทธิถือหุ้นสูงจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงด้วย ดังนั้นการให้สิทธิในการถือหุ้นแก่ผู้บริหาร อาจไม่สามารถลดปัญหาที่เกิดจากปัญหาตัวแทน (Agency Problems) ได้

ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่า ในประเทศไทย การให้สิทธิในการถือหุ้นอาจไม่สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อสร้างกำไรให้กับบริษัทได้ นั่นคือ ผู้บริหารอาจไม่ได้ให้ความสำคัญกับผลตอบแทนดังกล่าว แต่อาจให้ความสำคัญกับปัจจัยอื่น ๆ เช่น ความต้องการสร้างความท้าทายใหม่ ๆ ในการบริหารงานเพื่อสร้างชื่อเสียงให้กับตนเองและได้รับการยอมรับสูงสุดในกลุ่มธุรกิจ หรือการกำกับดูแลที่เข้มแข็งในบริษัท เป็นต้น ดังนั้นการศึกษาปัจจัยที่จะสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารดำเนินงานเพื่อสร้างกำไรน่าจะเป็นงานวิจัยที่น่าสนใจในอนาคต และผลการวิจัยก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีแนวทางในการลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นจากการจ้างผู้บริหารได้

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดที่ควรคำนึงถึงในเรื่องต่าง ๆ ได้แก่ เรื่องของข้อมูลการให้สิทธิในการถือหุ้น เพราะข้อมูลการให้สิทธิในการถือหุ้นที่จัดเก็บนี้เป็นข้อมูลสิทธิการถือหุ้นทั้งหมดที่มีการประกาศจ่ายโดยบริษัท และไม่ได้คำนึงถึงมูลค่าของหุ้นสามัญของแต่ละบริษัทและค่าเฉลี่ยต่อผู้บริหารหนึ่งคน ซึ่งมูลค่าดังกล่าวอาจมีผลต่อการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารแต่ในปัจจุบัน การเก็บข้อมูลในลักษณะดังกล่าวเป็นไปได้ยากจึงทำให้งานวิจัยนี้ไม่สามารถวัดมูลค่าของสิทธิฯ เพื่อใช้ในงานวิจัยได้ ดังนั้นถ้าในอนาคต การเก็บข้อมูลดังกล่าวมีความยุ่งยากน้อยลง งานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาใช้มูลค่าของหุ้นสามัญสำหรับตัวแปรค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินได้ รวมทั้งงานวิจัยนี้ทดสอบเฉพาะข้อมูลสิทธิในการถือหุ้นที่ให้กับผู้บริหารเท่านั้น โดยเห็นว่า สิทธิในการถือหุ้นนี้เป็นเพียงเครื่องมืออย่างหนึ่งที่สามารถสร้างแรงจูงใจในการทำงานให้กับผู้บริหารได้ แต่ไม่ได้พิจารณาข้อมูลจำนวนหุ้นที่ผู้บริหารใช้สิทธิฯ ซื้อเพื่อถือครองจริง ๆ ข้อมูลนี้จึงอาจไม่สะท้อนในมุมมองของ “ส่วนได้เสียของผู้บริหารในกิจการ” ตามแนวคิดการกำกับดูแลกิจการ ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจพิจารณาสิทธิในการถือหุ้นที่ให้กับผู้บริหารในแง่มุมมอง “ส่วนได้เสียของผู้บริหารในกิจการ” ซึ่งผลการวิจัยจากงานดังกล่าวอาจเป็นประโยชน์ในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยต่อไปได้

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ได้ใช้อัตราส่วน ROE เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานในช่วงเวลาที่มีการให้สิทธิในการถือหุ้นกับผู้บริหารเท่านั้น ยังไม่มีการพิจารณาช่วงระยะเวลาภายหลังจากการให้สิทธิมากกว่า 1 ปี ซึ่งในระยะยาวดังกล่าวผู้บริหารอาจนำสิทธิไปใช้ซื้อหุ้นและถือหุ้นเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้ว จนอาจทำให้ผู้บริหารรู้สึกมีส่วนร่วมในบริษัท และผลของความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและสิทธิถือหุ้นที่ให้กับผู้บริหารอาจเกิดขึ้นได้ ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตสามารถที่จะพิจารณาในเรื่องผลจากการให้สิทธิในการถือหุ้นให้กับผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานในระยะยาวได้ โดยอาจพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของ ROE และการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในสมการทดสอบความสัมพันธ์ได้

REFERENCES

- Ahsan, A. F. M. (2012). Can Return on equity be used to predict portfolio performance?. *Economics, Management, and Financial Markets*, 7(2), 132–148.
- Buachoom, W. (2017). Simultaneous relationship between performance and executive compensation of Thai non-financial firms. *Asian Review of Accounting*, 25(3), 404–423. DOI: 10.1108/ARA-02-2016-0020.
- Changsuwan, A. (2010). *The Relationship among Return on Equity and Corporate Governance and Management Compensation*. (Master's Independent Study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 245–270.
- Ghosh, A. (2003). *Board Structure, Executive Compensation and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India*. Retrieved from citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.202.5573&rep=rep1&type=pdf.
- Guo, W., Shiah-Hou, S. & Yang, Y. (2006). Stock bonus compensation and firm performance in Taiwan. *Managerial Finance*, 32(11), 862–885. DOI: 10.1108/03074350610703821.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Meng, R., Ning, X., Zhou, X. & Zhu, H. (2010). Do ESOPs enhance firm performance? Evidence from China's reform experiment. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1541–1551.
- Michaud, D.W. & Gai, Y. (2009). *CEO Compensation and Firm Performance*. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1531673>.
- Munruethai, P. (2015). *The Relationship between Director Fee and Financial Performance of Listed Thai Companies*. (Master's Independent Study). Thammasat University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Patwanichanon, P. (2010). *The Relationship between Profitability and Management Compensation of Thai Listed Companies*. (Master's Independent Study). Thammasat University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Piriyawattanakul, W. (2010). *Assessing the Effectiveness of Employee Stock Option Plan (ESOP) using Abnormal Return*. (Master's Independent Study). Thammasat University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Po-Ubol, W. (2006). *Employee Compensation in term of Employee Stock Option Plan (ESOP) and Firm Performance*. (Master's Independent Study). Thammasat University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Silaorn, A. (2001). *SET Regulation: The requirement for listed companies to disclose stock options offered to employees B.E. 2544*. Retrieved from https://www.set.or.th/th/regulations/rules/disclosure_p1.html.

- Smirnova, A.S. & Zavertiaeva, M.A. (2017). Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance*, 42, 658–673.
- Somwong, K. (2007). *The Relationship Between Firm Performance and Management Compensation of Real Estate Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand During the Period 2002–2006*. (Master's Independent Study). Thammasat University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Sornprasit, I. (2011). *Corporate Governance, Management Compensation, and Firm Performance: The Case of Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Independent Study). Thammasat University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Srijunpetch, S. (2008). Corporate Governance Theory. *Journal of Business Administration*. 31(120), 1–4.
- Subekti, I., & Sumargo, D. K. (2015). Family Management, Executive Compensation and Financial Performance of Indonesian Listed Companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 578–584.
- Tariq, U. (2010). *CEO compensation: Relationship With Performance And Influence Of Board Of Directors*. Retrieved from www.divaportal.org/smash/get/diva2:351913/fulltext.01.pdf.
- The Securities and Exchange Commission (2015). *Publicly Published Documents of Listed Companies trading Stocks*. Retrieved from <http://market.sec.or.th/public/idisc/th/FinancialReport/ALL>.
- Vanichbuncha, K. (2012). *Using SPSS for Windows for Data Analysis*. Bangkok. Chulalongkorn Publishing.
- Wetangkul, W. (2007). *The effect of strategies, board experiences, and board compensation on the association between proportion of board independence and firm's performance of firms listed on the stock exchange of Thailand*. (Master's Thesis). Culalongkorn University. Faculty of Commerce and Accountancy.
- Yomsin, A. (2012). *365 + 1...Financial and Investment Vocabularies*. Bangkok: Boonsiri Publishing.

