

ผลกระทบของการควบรวมตำแหน่งของประธานกรรมการบริหาร ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

จิราพร เกษสมุทร

นักศึกษาระดับปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจ

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

ดร.ศิริลักษณ์ ศุภราชชัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 22 กุมภาพันธ์ 2566

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 22 มีนาคม 2566

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 5 เมษายน 2566

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของการควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร (CEO Duality) ซึ่งเป็นตัวแปรกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 ได้จำนวนทั้งสิ้น 2,003 ตัวอย่าง และทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการศึกษาพบว่าค่าตอบแทนฯ มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทั้งด้านบัญชี (Return on Asset: ROA) และด้านตลาดทุน (Tobin's Q) แต่ความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานด้านตลาดทุนจะลดลงเมื่อบริษัทมี CEO Duality หากผลการดำเนินงานด้านตลาดทุนสะท้อนมุมมองของนักลงทุน ผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่า ตลาดทุนให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการ โดยมองว่า หากบริษัทมี CEO Duality จะทำให้ค่าตอบแทนฯ มีแนวโน้มที่จะไม่ทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น เนื่องจากประธานกรรมการบริหารจะเป็นผู้ที่มีอำนาจสูงสุดและอาจใช้เป็นแนวทางในการหาผลประโยชน์ได้ รวมทั้งการกำหนดค่าตอบแทนที่เกี่ยวข้องเอง

คำสำคัญ: ค่าตอบแทนคณะกรรมการ การควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผลการดำเนินงานของบริษัท

An Impact of CEO Duality on the Relationship between the Board's Compensation and Firm Performance in Thai Listed Companies

Jiraporn Ketsamut

*Graduate student in Master of Accountancy
Khon Kaen Business School, Khon Kaen University*

Received: February 22, 2023

Revised: March 22, 2023

Accepted: April 5, 2023

Dr.Siriluck Sutthachai

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

ABSTRACT

The objective of this research is to determine the moderating effect of CEO Duality on the relationship between compensation of the board and management and firm performance in Thai listed companies. The research collects data of 2,003 observations during the period of 2014 to 2019. The multiple regression analysis is applied for data analysis. The results show that board compensation is positively and significantly associated with firm performance measured by either return on asset (ROA) or Tobin's Q. In addition, the moderating effect of CEO Duality is negative and statistically significant only on the relationship between compensation and Tobin's Q, implying that CEO Duality weakens the positive association between compensation and market performance. If Tobin's Q indicates investor's perception toward firm value, this result suggests that corporate governance mechanism is in investors' consideration. They may view that when a firm has CEO Duality, management power will be questioned, leading to their concern on managerial entrenchment.

Keywords: Board Compensation, CEO Duality, Thai Listed Company, Firm Performance

บทนำ

ค่าตอบแทนถือเป็นกลไกอย่างหนึ่งที่สำคัญในการกำกับดูแลกิจการ โดยตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) เชื่อว่า ค่าตอบแทนจะสร้างแรงจูงใจในการทำงานให้กับกรรมการและผู้บริหาร การจ่ายค่าตอบแทนที่สูงให้กับกรรมการบริษัทและ/หรือกรรมการบริหาร (ในบทความวิจัยนี้จะเรียกคณะกรรมการทั้งสองชุดรวมกันว่า “คณะกรรมการ”) ทำให้ช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problems) นั่นคือ ลดแรงจูงใจในการหาผลประโยชน์ส่วนตัวของคณะกรรมการได้ ทำให้คณะกรรมการดำเนินธุรกิจเพื่อผลประโยชน์ขององค์กร (Srichanphet, 2008) ซึ่งจะทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี งานวิจัยจำนวนมากได้ทำการพิสูจน์แนวคิดนี้ โดยได้ทำการศึกษาในเรื่องค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงาน แต่มีผลการวิจัยที่แตกต่างกัน (Abdalkrim, 2019; Buachoom, 2017; Aggarwal & Ghosh, 2015; Dorata & Petra, 2008; Saechua & Boonmunewai, 2019; Wang, Zhang, Ullah, Ullah, & Ullah, 2021; Raithatha & Komera, 2016; Smirnova & Zavertiaeva, 2017; Subekti & Sumargo, 2015; Elsayed & Elbardan, 2018; Feng, Wang & Saini, 2015; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Kang & Nanda, 2017) ทำให้หลายๆ งานวิจัย (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Broye, François & Moulin, 2017; Dorata & Petra, 2008) ได้ศึกษาเพิ่มเติม โดยเชื่อว่า ลักษณะการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัทน่าจะมีผลต่อบทบาทของค่าตอบแทนที่มีต่อผลการดำเนินงาน

ถ้าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ค่าตอบแทนของคณะกรรมการจะทำหน้าที่เป็นกลไกตัวหนึ่งที่เป็นแรงจูงใจในการทำงานของคณะกรรมการร่วมกับกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่น ๆ และทำให้ค่าตอบแทนมีแนวโน้มที่จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (Abdalkrim, 2019; Dorata & Petra, 2008) แต่ถ้าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี บริษัทอาจให้ค่าตอบแทนที่สูงมากกว่าปกติ เพื่อชดเชยปัญหาตัวแทนที่อาจเกิดขึ้น และนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีได้ อย่างไรก็ตาม การกำกับดูแลกิจการที่ไม่เพียงพอก็อาจทำให้คณะกรรมการมีอำนาจมากเกินไปและเป็นผลให้ค่าตอบแทนอาจไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมีความสัมพันธ์ในเชิงลบได้ ดังนั้นค่าตอบแทนอาจไม่ได้เป็นตัวช่วยในการลดปัญหาตัวแทนเสมอไป (Core et al., 1999; Broye et al., 2017; Dorata & Petra, 2008; Bussaratrakul, Sathianchoke, Assawaruengpiphop, Lhoapudchan, & Inlakorn, 2016)

งานวิจัยข้างต้นนี้แสดงให้เห็นว่า ลักษณะการกำกับดูแลกิจการมีแนวโน้มที่จะมีผลต่อบทบาทของค่าตอบแทนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นการศึกษาเรื่องผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อบทบาทของค่าตอบแทนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจ และได้มีการศึกษาในประเทศต่างๆ เช่น Core et al. (1999) และ Dorata and Petra (2008) ที่ได้ทำการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา Broye et al. (2017) ได้ศึกษาในประเทศฝรั่งเศส และ Abdalkrim (2019) ศึกษาในประเทศซาอุดีอาระเบีย เป็นต้น และมีผลการวิจัยที่แตกต่างกัน ซึ่ง Broye et al. (2017) ได้อ้างอิงงานวิจัยจำนวนมากและอธิบายว่า บริบทของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน ทำให้ลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่มีระดับบริษัทและในแต่ละประเทศแตกต่างกัน ซึ่งมีผลทำให้อิทธิพลของการกำกับดูแลกิจการต่อค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานในประเทศหนึ่งอาจแตกต่างจากอีกประเทศหนึ่งได้

ในประเทศไทย ค่าตอบแทนของคณะกรรมการได้มีการศึกษาโดยผู้วิจัยหลาย ๆ ท่านเช่นกัน เพื่อพิจารณาว่า เมื่ออยู่ในบริบทประเทศไทย ค่าตอบแทนเป็นกลไกที่ช่วยลดปัญหาตัวแทนและสร้างแรงจูงใจให้กับคณะกรรมการในการทำงานได้หรือไม่ โดยส่วนใหญ่เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนและผลการดำเนินงาน (Buachoom, 2017;

Seangarvut, Jankong, Kongtong & Teprasit, 2020; Saechua & Boonmunewai, 2019; Luckanapisaste, Sutthachai & Likitwongkajon, 2019; Bussaratrakul et al., 2016) ซึ่งผลการวิจัยของงานเหล่านี้ก็มีความหลากหลายเหมือนกับงานวิจัยที่มีการศึกษาในต่างประเทศ แต่งานวิจัยที่ผ่านมาในประเทศไทยยังไม่ได้มีการศึกษาเพิ่มเติมว่า การกำกับดูแลกิจการมีผลต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวหรือไม่ อย่างไร การศึกษาในบริบทประเทศไทยมีความน่าสนใจ ทำให้บริษัทต่าง ๆ ได้ใช้เป็นแนวทางในการกำหนดค่าตอบแทนโดยพิจารณาพร้อมกับการกำกับดูแลกิจการที่มีในขณะเดียวกัน องค์กรกำกับดูแลสามารถใช้เป็นแนวทางในการออกกฎเกณฑ์และข้อเสนอแนะต่าง ๆ เกี่ยวกับการกำหนดค่าตอบแทนและการกำกับดูแลกิจการ

ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานในประเทศไทย และได้เลือกศึกษาการกำกับดูแลกิจการด้านการควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร (CEO Duality) ซึ่งเป็นตัวแปรหนึ่งที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับทั้งค่าตอบแทนของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของกิจการ (Guluma., 2021; Hassan & Halbouni, 2013; Elsayed & Elbardan, 2018; Broye et al., 2017; John & Robert, 1999; Petra & Dorata, 2008; Lam & Lee, 2008) และมีหลาย ๆ งานวิจัย (Core et al., 1999; Broye et al., 2017; Dorata & Petra, 2008; Abdalkrim, 2019) พบว่า CEO Duality มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงาน โดยบริษัทที่มี CEO Duality ทำให้ CEO มีอำนาจสูงสุดในการบริหารจัดการองค์กร และอำนาจดังกล่าวมีผลต่อการทำงานของคณะกรรมการบริษัทและกรรมการบริหาร ซึ่งส่งผลกระทบต่อสิ่งที่การกำหนดค่าตอบแทนของคณะกรรมการได้

การทบทวนวรรณกรรม ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง และการพัฒนาสมมติฐาน

ลักษณะการบริหารโดยทั่วไปของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ บทบาทของเจ้าของเงินและผู้ทำหน้าที่ดำเนินงานในบริษัทแยกออกจากกัน เจ้าของเงินหรือผู้ถือหุ้นไม่ได้เป็นผู้บริหารกิจการโดยตรง แต่มีการแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร เพื่อเข้ามาบริหารจัดการบริษัทในรูปแบบของ “คณะกรรมการ” การบริหารในรูปแบบดังกล่าวเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ที่เสนอว่า ความสัมพันธ์ของทฤษฎีตัวแทนเกิดจากการที่ผู้ถือหุ้น (Principal) ไม่สามารถบริหารงานได้เพียงลำพัง จึงมีความจำเป็นที่จะต้องมีตัวแทน (Agency) ในการบริหารงาน อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีตัวแทนเชื่อว่า ทุกคนในองค์กรย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำเพื่อประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น โดยไม่คำนึงว่า ผลประโยชน์ส่วนตัวนั้นจะก่อให้เกิดผลกระทบกับบริษัทอย่างไร ดังนั้นคณะกรรมการมีโอกาสที่จะดำเนินงานของบริษัท เพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของบริษัท ซึ่งถือเป็นปัญหาตัวแทน (Agency Problems) และก่อให้เกิดเป็นต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จนอาจนำไปสู่ความเสียหายอย่างมากต่อกิจการ ดังนั้นผู้มีส่วนได้เสียโดยเฉพาะผู้ถือหุ้นจึงต้องมีกระบวนการและ/หรือกลไกในการกำกับดูแลการทำงานของคณะกรรมการ

ทฤษฎีตัวแทนเห็นว่า ค่าตอบแทนเป็นกลไกตัวหนึ่งในการลดปัญหาตัวแทนได้ การจ่ายค่าตอบแทนที่สูงให้กับคณะกรรมการจะลดแรงจูงใจของคณะกรรมการในการหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากบริษัท และถ้าผลตอบแทนดังกล่าวบางส่วนขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการจะยิ่งทำให้คณะกรรมการมีการดำเนินงานเพื่อผลประโยชน์ขององค์กร (Srichanphet, 2008) นำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดี ดังนั้นค่าตอบแทนถือเป็นกลไกอย่างหนึ่งที่สำคัญ และเชื่อว่ามีผลต่อการดำเนินงานของบริษัทได้ งานวิจัยที่ผ่านมา (Abdalkrim, 2019; Buachoom, 2017; Elsayed &

Elbardan, 2018; Dorata & Petra, 2008; Feng et al., 2015; Raithatha & Komera, 2016; Subekti & Sumargo, 2015; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Wang et al., 2021; Smirnova & Zavertiaeva, 2017) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัท และพบความสัมพันธ์เชิงบวก อย่างไรก็ตาม บางงานวิจัย (Saechua, & Boonmunewai, 2019; Raithatha & Komera, 2016; Wang et al., 2021; Kang & Nanda, 2017; John & Robert, 1999) พบว่า ค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน หรือไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างทั้งสองตัวแปร นอกจากนี้ บางงานวิจัยรายงานว่า พบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวก และความสัมพันธ์เชิงลบหรือไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญ เช่น งานวิจัยของ Aggarwal and Ghosh (2015) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกของค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงานด้านบัญชี แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงานด้านตลาดทุนสำหรับบริษัทในประเทศอินเดีย

ความแตกต่างของความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานดังกล่าว ทำให้หลาย ๆ งานวิจัย (Core et al., 1999; Broye et al., 2017; Dorata & Petra, 2008; Abdalkrim, 2019) ทำการศึกษาเพิ่มเติม โดยเชื่อว่า ความแตกต่างของความสัมพันธ์ส่วนหนึ่งมาจากลักษณะการกำกับดูแลกิจการของแต่ละบริษัท โดยงานวิจัยส่วนหนึ่ง (Buachoom, 2017; Dorata & Petra, 2008; Abdalkrim, 2019) อ้างอิงทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) เชื่อว่า ถ้าบริษัทมีลักษณะการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริษัทจะมีกระบวนการตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการอย่างเข้มแข็ง ค่าตอบแทนของคณะกรรมการจึงทำหน้าที่เป็นกลไกตัวหนึ่งที่เป็นแรงจูงใจในการทำงานของคณะกรรมการร่วมกับกลไกการกำกับดูแลกิจการอื่น ๆ และทำให้ค่าตอบแทนมีแนวโน้มที่จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างชัดเจน (Abdalkrim, 2019)

ในทางตรงกันข้าม ถ้าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่ดี ย่อมทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะมีปัญหาตัวแทนสูงและนำไปสู่การทำงานของคณะกรรมการที่เป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าบริษัท ดังนั้นบริษัทต้องให้ค่าตอบแทนที่สูงมากกว่าปกติโดยเฉพาะค่าตอบแทนที่ผูกติดกับผลการดำเนินงาน (Incentive Compensation) สำหรับคณะกรรมการเพื่อลดปัญหาตัวแทน เมื่อคณะกรรมการได้รับผลประโยชน์ที่สูงและเป็นผลประโยชน์ร่วมกับผลการดำเนินงานแล้ว ย่อมมีโอกาสที่จะทำงานเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้นผลการดำเนินงานย่อมน่าจะดีด้วย (Core et al., 1999; Broye et al., 2017) อย่างไรก็ตาม ในอีกมุมมองหนึ่ง เห็นว่า เมื่อการกำกับดูแลกิจการไม่เพียงพอย่อมทำให้ประสิทธิภาพในการตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการลดลง และคณะกรรมการ (โดยเฉพาะตำแหน่งผู้บริหาร) จะมีอำนาจมากและสามารถใช้อำนาจที่มีอยู่ได้ตามที่ต้องการ ดังนั้นถึงแม้ว่าค่าตอบแทนจะสูงมากเพียงใดก็ตาม ผลการดำเนินงานอาจไม่ได้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เพราะขาดการตรวจสอบและกำกับดูแลการทำงานของกรรมการบริหารโดยคณะกรรมการบริษัท ทำให้กรรมการบริหารสามารถทำงานเพื่อผลประโยชน์ของตนเองได้ ค่าตอบแทนจึงอาจไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ หรือมีความสัมพันธ์ในเชิงลบได้ และค่าตอบแทนอาจจะไม่ได้เป็นตัวช่วยในการลดปัญหาตัวแทนอย่างที่ทฤษฎีตัวแทนได้อธิบายไว้ (Core et al., 1999; Broye et al., 2017; Dorata & Petra, 2008; Bussaratrakul et al., 2016)

งานวิจัยก่อน ๆ ได้ศึกษาเรื่องนี้โดยการนำลักษณะการกำกับดูแลกิจการในเรื่อง CEO Duality มาทำการศึกษาเนื่องจากประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารเป็นผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจทุกเรื่องที่เป็นการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นการที่บริษัทมี CEO Duality แสดงว่า บริษัทได้มอบหมายอำนาจในการบริหารจัดการทั้งหมดให้

บุคคลคนเดียว (Dorata & Petra, 2008) และอำนาจดังกล่าวทำให้มีผลต่อการกำหนดค่าตอบแทนของคณะกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัทด้วย งานวิจัยจำนวนมากพบว่า CEO Duality มีผลต่อการกำหนดค่าตอบแทนให้กับคณะกรรมการ (Buachoom, 2017; Merino, Manzanque & Banegas, 2012) ในขณะเดียวกันก็มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Buachoom, 2017; Al Farooque, Buachoom & Sun, 2019; Mishra & Kapil, 2018) ดังนั้น CEO Duality จึงอาจจะมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้น และอาจทำให้ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเชิงบวกหรือเชิงลบได้

ทฤษฎีสัญญาสูงสุด (Optimal Contracting Theory) อธิบายไว้ว่า เมื่อบริษัทมี CEO Duality ทำให้เกิดการกระจุกตัวของอำนาจและความรับผิดชอบในบุคคลคนเดียว (Holtz & Neto, 2014) ทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทลดลงได้ (Guluma, 2021; Mishra & Kapil, 2018) เนื่องจากตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหาร มีหน้าที่และความรับผิดชอบที่แตกต่างกัน โดยคณะกรรมการบริษัทจะต้องทำหน้าที่ในการกำกับดูแลการทำงานของคณะกรรมการบริหาร เพื่อให้แน่ใจว่า ผู้บริหารได้มีการบริหารจัดการบริษัท เพื่อให้บริษัทประสบความสำเร็จในการดำเนินงานและเป็นไปเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่างๆ การมี CEO Duality จึงส่งผลกระทบต่อความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทในการตรวจสอบและกำกับดูแลการทำงานของคณะกรรมการบริหาร โดยถ้าการตรวจสอบทำให้พบการทำงานที่ไม่มีประสิทธิภาพของประธานกรรมการบริหาร ประธานกรรมการบริษัทจะเพิกเฉยหรือไม่ปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ไม่ดี เพราะการปรับปรุงสะท้อนการบริหารงานที่เกิดจากความผิดพลาดของตนเอง (Peng, Zhang, Zhong & Li, 2021) ดังนั้นบริษัทต้องให้ค่าตอบแทนที่สูงมากกับประธานกรรมการบริหารเป็นการชดเชยการกำกับดูแลที่ขาดหายไปของประธานกรรมการบริษัทจากการที่ประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารเป็นคนเดียวกัน และทำให้แน่ใจว่า ประธานกรรมการบริหารจะลดความต้องการผลประโยชน์ส่วนตัวทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการทำงานเพื่อผลประโยชน์ของบริษัทอย่างเต็มที่ (Broye et al., 2017; Abdalkrim, 2019) ดังนั้นบริษัทที่มี CEO Duality จึงมีแนวโน้มที่จะทำให้ค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทได้ และความสัมพันธ์นี้สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่ได้อธิบายไว้

ในขณะเดียวกัน Broye et al. (2017) อ้างอิงทฤษฎีอำนาจผู้บริหาร (Managerial Power Theory) ได้อธิบายว่าเมื่อ CEO Duality เกิดการกระจุกตัวของอำนาจและความรับผิดชอบ ทำให้ประสิทธิผลในการตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการลดลง CEO จะมีอำนาจมากและสามารถใช้อำนาจที่มีอยู่ได้ตามที่ต้องการ รวมถึงการกำหนดค่าตอบแทนในตำแหน่งของตนเอง ดังนั้นถึงแม้ว่าค่าตอบแทนจะสูงมากเพียงใดก็ตาม ผลการดำเนินงานอาจไม่ได้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน เพราะขาดการตรวจสอบและกำกับดูแลการทำงานของกรรมการบริหารโดยคณะกรรมการบริษัท และไม่มี การประเมินผลการทำงานของผู้บริหารตามที่ควรจะเป็นเพื่อกำหนดค่าตอบแทน ทำให้ค่าตอบแทนอาจจะไม่ได้เป็นตัวช่วยในการลดปัญหาตัวแทนและสร้างแรงจูงใจในการทำงานอย่างที่ทฤษฎีตัวแทนได้อธิบายไว้ ดังนั้นบริษัทที่มี CEO Duality มีแนวโน้มที่จะทำให้บทบาทของค่าตอบแทนเป็นไปในลักษณะที่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการหรือมีความสัมพันธ์ในเชิงลบได้ (Core et al., 1999; Broye et al., 2017; Dorata & Petra, 2008; Bussaratrakul et al., 2016)

งานวิจัยหลาย ๆ งานได้มีการยืนยันในบทบาทของ CEO Duality ที่มีต่อความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานในการศึกษาที่แตกต่างกัน เช่น Core et al. (1999) และ Dorata and Petra (2008) พบว่า ในประเทศ

สหรัฐอเมริกา บริษัทที่มี CEO Duality มีแนวโน้มที่ค่าตอบแทนจะสูง เพราะ CEO มีอำนาจในการต่อรอง และถือเป็นการชดเชยกลไกการกำกับดูแลจากประธานกรรมการบริษัทที่ขาดหายไป อย่างไรก็ตาม CEO Duality มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานโดย CEO Duality ทำให้ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนลดลง

ในทางตรงกันข้าม Broye et al. (2017) และ Abdalkrim (2019) พบว่า บริษัทที่มี CEO Duality มีแนวโน้มที่ค่าตอบแทนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานเชิงการลงทุน (Stock Return) สนับสนุนทฤษฎีสัญญาสูงสุด (Optimal Contracting Theory) และเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน อย่างไรก็ตาม Broye et al. (2017) ไม่พบความสัมพันธ์ในลักษณะเดียวกันนี้เมื่อวัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี ซึ่งวัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

งานวิจัยเกี่ยวกับบทบาทของค่าตอบแทนของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทหลาย ๆ งานได้มีการศึกษาในประเทศไทย และบางงานวิจัย (Subsombat, 2014; Munruethai, 2015; Seangarvut et al., 2020; Al Farooque et al., 2019) พบว่า ค่าตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บางงานวิจัย (Bussaratrakul et al., 2016; Saechua & Boonmunewai, 2019) รายงานความสัมพันธ์เชิงลบ หรือไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิจัยที่แตกต่างกันทำให้งานวิจัยบางงาน (Seangarvut et al., 2020; Buachoom, 2017; Al Farooque et al., 2019) สนับสนุนทฤษฎีตัวแทนในการใช้อธิบายบทบาทของค่าตอบแทนของคณะกรรมการในประเทศไทยได้ ในทางตรงกันข้าม บางงานวิจัย (Bussaratrakul et al., 2016; Saechua & Boonmunewai, 2019) มีผลการวิจัยที่แตกต่างจากคำอธิบายของทฤษฎีตัวแทน ทำให้เกิดข้อสงสัยว่า ในประเทศไทย บทบาทของค่าตอบแทนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นอย่างไร? และจะเป็นกลไกตัวหนึ่งของการกำกับดูแลที่จะสามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนและนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีได้ตามแนวคิดของทฤษฎีตัวแทนหรือไม่?

บริษัทในประเทศไทยโดยส่วนใหญ่จะมีการดำเนินธุรกิจลักษณะธุรกิจครอบครัว หรือมีความกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Connelly, Limpaphayom & Nagarajan, 2012; Al Farooque et al., 2019) ดังนั้นบริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยจึงมีแนวโน้มที่จะมี CEO Duality ซึ่งจะทำให้มีบุคคลคนเดียวที่มีอำนาจในการบริหารจัดการบริษัท และบุคคลดังกล่าวอาจจะเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่อีกด้วย ทำให้ผลประโยชน์ของบริษัทและผลประโยชน์ของ CEO เป็นไปในแนวทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ผลประโยชน์ดังกล่าวอาจไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและอาจทำให้การบริหารงานของ CEO มีการโอนย้ายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยนั้นมาเป็นของตนเองได้ Al Farooque et al. (2019) เห็นว่า ปัญหาตัวแทนในประเทศไทยจึงเป็นปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นส่วนน้อยกับคณะกรรมการ (Type II Agency Problem) มากกว่าปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นจำนวนมากกับคณะกรรมการ (Type I Agency Problem) อย่างที่เกิดขึ้นในประเทศที่มีตลาดเงินและตลาดทุนขนาดใหญ่

เมื่ออ้างอิงตามทฤษฎี Managerial Power Theory จึงมีความเป็นไปได้ว่า CEO Duality อาจทำให้บทบาทของค่าตอบแทนของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานลดลง (Core et al., 1999; Broye et al., 2017) นั่นคือ ในบริษัทที่มี CEO Duality ค่าตอบแทนอาจไม่ได้เป็นเครื่องมือในการช่วยให้ปัญหาตัวแทนลดลงและอาจไม่ใช่กลไกที่สำคัญในการสร้างแรงจูงใจให้กับ CEO ในการบริหารงานเพื่อผลการดำเนินงานที่ดีเสมอไป ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า

H_{1a}: CEO Duality มีแนวโน้มที่จะทำให้ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานลดลง

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางงาน (Aggarwal & Ghosh, 2015; Broye et al., 2017; Abdalkrim, 2019; Lam & Lee, 2008; Merendino & Melville, 2019) ได้อธิบายว่า การที่บริษัทมี CEO Duality นั้นทำให้เกิดการบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิผล และประสิทธิภาพ เพราะการที่รวมอำนาจไว้ที่บุคคลคนเดียวยอมทำให้บุคคลนั้นได้รับทราบข้อมูลทั้งหมดในองค์กร การตัดสินใจต่าง ๆ อยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่ครบถ้วนและเป็นไปอย่างรวดเร็วและถูกต้อง และบริษัทมีทิศทางการทำงานของธุรกิจอย่างชัดเจน และตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของความต้องการของตลาดได้รวดเร็วและทันเวลา ซึ่งบางงานวิจัยในประเทศไทย (Phanomai & Chancharat, 2016; Ramdani & Witteloostuijin, 2010) มีหลักฐานเชิงประจักษ์สนับสนุนแนวคิดข้างต้นว่า CEO Duality มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่การมี CEO Duality ทำให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมองว่า บริษัทจะมีความโปร่งใสและทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ซึ่งเป็นทั้งผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่และผู้บริหาร ทำให้บริษัทอาจไม่ได้รับความไว้วางใจจากผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม โดยเฉพาะกลุ่มนักลงทุนภายนอก บริษัทที่มี CEO Duality อาจจะต้องตระหนักรู้ถึงปัญหาเกี่ยวกับมุมมองความไม่โปร่งใสดังกล่าว บริษัทจึงต้องมีกลไกในการทำงานที่เพิ่มความโปร่งใส และให้ความสำคัญกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้มีความเป็นไปได้ว่า บริษัทในประเทศไทยที่มี CEO Duality นั้น คณะกรรมการอาจได้รับค่าตอบแทนที่สูงมาก เพื่อให้แน่ใจว่า CEO จะไม่ใช้อำนาจที่มีมากในการหาผลประโยชน์ให้ตนเอง แต่จะทำหน้าที่อย่างเต็มที่ในการบริหารจัดการองค์กรและนำไปสู่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดีสำหรับผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม ดังนั้นการให้ค่าตอบแทนนี้เป็นความพยายามในการลดปัญหาตัวแทน ทำให้บริษัทที่มี CEO Duality มีแนวโน้มที่ค่าตอบแทนจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานมากขึ้น ในงานวิจัยนี้จึงตั้งสมมติฐานในมุมมองที่แตกต่างจากสมมติฐาน H_{1a} ว่า

H_{1b} : CEO Duality มีแนวโน้มที่จะทำให้ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนและผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยครั้งนี้เก็บข้อมูลในงบการเงินระหว่างปี พ.ศ. 2557–2561 เป็นระยะเวลา 5 ปี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนทรัสต์เพื่อการลงทุน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย เนื่องจากกลุ่มดังกล่าวมีรูปแบบของงบการเงินและข้อบังคับการจัดทำรายงานทางการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างชัดเจน จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจึงเท่ากับ 489 บริษัทมีตัวอย่างทั้งสิ้น 2,445 ตัวอย่าง แต่เนื่องจากมีตัวอย่างบางบริษัทในบางปีที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนจึงเหลือจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 2,003 ตัวอย่างในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ที่ต้องการ ตามรายละเอียดในตารางที่ 1 นี้

ตารางที่ 1 รายละเอียดกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัย

	จำนวน
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	618
หัก กลุ่มธนาคาร	6
กลุ่มประกันภัยและการลงทุน	60
กลุ่มอื่น ๆ เช่น บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู	63 (129)
จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง	489
จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดระยะเวลา 5 ปี (489 บริษัท × 5 ปี)	2,445
หัก ตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(442)
จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์	2,003

ตารางที่ 2 แสดงข้อมูลจำนวนบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง โดยจะเห็นได้ว่า กลุ่มตัวอย่างมีจำนวนบริษัทในอุตสาหกรรมบริการมากที่สุด และมีจำนวนบริษัทในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีน้อยที่สุด

ตารางที่ 2 จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	เปอร์เซ็นต์
เกษตรกรรมและอุตสาหกรรมอาหาร	53	10.8
ทรัพยากร	50	10.2
เทคโนโลยี	36	7.4
บริการ	115	23.5
สินค้าอุตสาหกรรม	95	19.4
สินค้าอุปโภคบริโภค	40	8.2
อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง	100	20.5
รวม	489	100

การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยนี้ทำการจัดเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) คือ (1) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ 56-1 และ (2) รายงานประจำปี โดยเก็บข้อมูลมาจากฐานข้อมูล (SETSMART) เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ และฐานข้อมูล Eikon ระหว่างปี พ.ศ. 2557–2561 ระยะเวลา 5 ปี โดยค่าตอบแทนของคณะกรรมการจะเก็บข้อมูลค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ซึ่งประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส เบี้ยประชุม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ที่เปิดเผยข้อมูลไว้ในหัวข้อค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัท และค่าตอบแทนผู้บริหาร และในงานวิจัยนี้ไม่ได้นำค่าตอบแทนที่เป็นบำนาญมาพิจารณาด้วย เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Abdalkrim (2019) ที่ไม่นำค่าตอบแทนที่เป็นบำนาญมาใช้เป็นตัววัดในงานวิจัย เนื่องจากในบางบริษัท ผลประโยชน์ของผู้บริหารไม่ได้มีการเปิดเผยข้อมูลไว้ ในขณะที่บางบริษัทนำเสนอข้อมูลรวมเป็นส่วนหนึ่งของรายการบัญชีผลประโยชน์พนักงานในหมวดหนี้สิน ทำให้อาจมีปัญหาในการเก็บข้อมูลดังกล่าว

ในส่วนของคุณค่า CEO Duality ผู้วิจัยพิจารณาชื่อผู้ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทว่าเป็นชื่อเดียวกับผู้ดำรงตำแหน่งเป็นประธานกรรมการบริหารหรือไม่ ถ้าเป็นบุคคลเดียวกัน จะกำหนดให้ข้อมูลเป็น 1 ในขณะที่ถ้าเป็นบุคคลคนละคนกันจะให้ข้อมูลเท่ากับ 0

ส่วนของข้อมูลผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น ผู้วิจัยได้พิจารณาเก็บข้อมูล 2 แบบคือ

1. ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านบัญชี ได้เก็บข้อมูลเป็นอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) เนื่องจากเป็นตัวแปรที่นิยมใช้วัดผลการดำเนินงานทางด้านบัญชีอย่างแพร่หลายไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยทั้งในประเทศและต่างประเทศ เช่น Abdalkrim (2019), Aggarwal and Ghosh, (2015), Elsayed and Elbardan, (2018), John and Robert, (1999), Raithatha and Komera, (2016), Saechua and Boonmunewai, 2019, Shiah-Hou and Cheng, (2012) และ Subekti and Sumargo (2015)

2. ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านตลาดหุ้น (Market-based Measure) เป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าขององค์กรในมุมมองของนักลงทุน เพราะอัตราส่วนนี้สามารถใช้คาดการณ์การตัดสินใจจ่ายลงทุนในอนาคต และงานวิจัยนี้ได้ใช้อัตราส่วน Tobin's Q ตามแนวคิดของ Chung and Pruitt (1994) เนื่องจากอัตราส่วนนี้มีการปรับปรุงสูตรการคำนวณที่ง่ายขึ้น และลดปัญหาในเรื่องการเก็บรวบรวมข้อมูล และมีงานวิจัยก่อน ๆ (เช่น Aggarwal & Ghosh, 2015; Elsayed & Elbardan, 2018; Kang & Nanda, 2017; Raithatha & Komera, 2016; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Subekti & Sumargo, 2015) ได้นำไปใช้ในการศึกษาเช่นกัน โดยคำนวณตามสมการดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ} + \text{มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าตลาดของหนี้}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$$

ข้อมูลมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิจัดเก็บจากฐานข้อมูลในระบบ Eikon ในขณะที่ข้อมูลมูลค่าตลาดของหนี้และมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมจัดเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปีในส่วนของบริษัทแสดงฐานะการเงิน และงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ

ส่วนของข้อมูลอื่น ๆ ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมของงานวิจัยนี้ได้มีการจัดเก็บข้อมูลในแนวทางเดียวกับงานวิจัยก่อน ๆ (Abdalkrim, 2019; Luckanaphiset et al., 2019; Saechua & Boonmunewai, 2019; Elsayed & Elbardan, 2018; Raithatha & Komera, 2016; Smirnova & Zavertiaeva, 2017) รายละเอียดของการวัดมูลค่าของตัวแปรที่ศึกษาแสดงในตารางที่ 3

ผู้วิจัยได้ตรวจสอบการแจกแจงข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง และพบว่า ข้อมูลของตัวแปรบางตัวมีการแจกแจงแบบไม่ปกติที่มีลักษณะเบ้ขวา ดังนั้นผู้วิจัยจึงทำการแปลงข้อมูลโดยใช้ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural logarithms) สำหรับตัวแปรค่าตอบแทนของคณะกรรมการ และตัวแปรขนาดของบริษัท ซึ่งใช้มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท และการทำ Winsorization ในการจัดการกับ outliers ซึ่งมีผลต่อการกระจายตัวของข้อมูลและส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของการวิเคราะห์สถิติ โดยงานวิจัยนี้ทำการ Winsorization ที่สัดส่วน 1% สำหรับตัวแปร ROA และ 5% สำหรับตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LVE) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ)

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาว่าถ้าบริษัทมี CEO Duality จะมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทหรือไม่ ดังนั้นในการวิเคราะห์ข้อมูล งานวิจัยนี้จึงใช้วิธีการวิเคราะห์แบบสมการพหุคูณถดถอย (Multiple Regression Analysis) โดยให้ CEO Duality เป็นตัวแปรกำกับ สมการในการวิเคราะห์ข้อมูลมีทั้งสิ้น 2 สมการดังนี้

1. สมการทดสอบความสัมพันธ์ค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงาน

$$PERF_t = B_0 + B_1COMP_t + B_2DUAL_t + B_3FS_t + B_4FAGE_t + B_5LEV_t + B_6LIQ_t + B_7IND + B_8YE + e$$

2. สมการทดสอบผลกระทบของ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ในข้อ 1

$$PERF_t = B_0 + B_1COMP_t + B_2DUAL_t + B_3(COMP_t * DUAL_t) + B_4FS_t + B_5FAGE_t + B_6LEV_t + B_7LIQ_t + B_8IND_t + B_9YE + e$$

ตารางที่ 3 อธิบายสัญลักษณ์ของตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปร

สัญลักษณ์	ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรตาม		
PERF	ผลการดำเนินงานของบริษัท	ซึ่งจะทำการทดสอบ 2 กรณีคือ
Tobin's Q_t	อัตราส่วน Tobin's Q ณ ปีที่ t	มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ + มูลค่าตลาดหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าตลาดของหนี้สิน / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
ROA _t	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ณ ปีที่ t	กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม

ตารางที่ 3 อธิบายสัญลักษณ์ของตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปร (ต่อ)

สัญลักษณ์	ตัวแปร	การวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรอิสระ		
$COMP_t$	ค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัทและผู้บริหาร ในปีที่ t	ลอการิทึมของผลรวมค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน ประกอบด้วย เงินเดือน โบนัส เบี้ยประชุม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
$DUAL_t$	การควมรวมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัท กับประธานกรรมการบริหาร ในปีที่ t	ใช่ = 1 ไม่ใช่ = 0
ตัวแปรกำกับ		
$COMP_t * DUAL_t$	ผลคูณของค่าตอบแทนผู้บริหารกับ ประธานกรรมการบริษัทเป็น ประธานกรรมการบริหารในปีที่ t	ลอการิทึมของค่าตอบแทนคณะกรรมการบริษัท และผู้บริหารคูณกับการควมรวมตำแหน่ง ประธานกรรมการบริษัทกับประธานกรรมการบริหาร (dummy)
ตัวแปรควบคุม		
FS_t	ขนาดบริษัท ณ ปีที่ t	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
$FAGE_t$	อายุบริษัท ณ ปีที่ t	นับตั้งแต่วันเริ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย
LEV_t	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t	หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม
LIQ_t	อัตราส่วนสภาพคล่อง ณ ปีที่ t	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน

เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจาก 7 อุตสาหกรรมและแต่ละอุตสาหกรรมมีลักษณะเฉพาะของตนเองที่อาจทำให้มีผลต่อผลการวิจัยเมื่อทำการวิเคราะห์ทางสถิติ รวมทั้งกลุ่มตัวอย่างเป็นการรวบรวมข้อมูลจากระยะเวลา 5 ปีที่อาจมีความแตกต่างของสภาพแวดล้อมและเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยเช่นกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงได้มีการวิเคราะห์สมการพหุคูณถดถอยโดยการกำหนดคำสั่งในการทำ fixed effect สำหรับข้อมูลในลักษณะ Panel data ในการวิเคราะห์ทางสถิติร่วมด้วยทั้งในส่วนของ Year – fixed Effect (YE) และ Industry - fixed Effect (IND)

ผลการวิจัยและการอภิปรายผล

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

ลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 4 แสดงข้อมูลเชิงพรรณนาสำหรับลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง โดยตารางที่ 4-A แสดงอัตราส่วน Tobin's Q ที่มีค่าระหว่าง -0.78 ถึง 6.97 และมีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 0.62 ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าระหว่าง -23.41 ถึง 31.60 และมีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 4.60 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Dev.) มีค่าเท่ากับ 7.41 แสดงให้เห็นความหลากหลายของผลการดำเนินงานของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งมีทั้งบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนสุทธิและกำไรสุทธิ ในขณะเดียวกัน ลักษณะอื่นๆ ของบริษัท ทั้งค่าตอบแทนคณะกรรมการ (COMP) ขนาดของบริษัท (FS) ซึ่งเป็นมูลค่าสินทรัพย์รวม อายุของบริษัท อัตราส่วนทางการเงิน ก็แสดงให้เห็นว่า มีความหลากหลายของกลุ่มตัวอย่างเช่นกัน เช่น ในส่วนของอายุของบริษัทที่ทั้งบริษัทใหม่ที่มีอายุการก่อตั้ง 3 ปีเท่านั้น และบริษัทที่อยู่มานานถึง 45 ปี และมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทกลุ่มตัวอย่างก็มีตั้งแต่ 6.2 ล้านบาทจนถึง $414,000$ ล้านบาท นอกจากนี้ ค่าตอบแทนของคณะกรรมการก็มีมูลค่าตั้งแต่ 5.2 ล้านบาทจนถึง $284,000$ ล้านบาท ทำให้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละตัวแปรที่กล่าวมามีค่าสูงโดยอายุของบริษัทมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 10 ปี จำนวนสินทรัพย์รวมมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงถึง $128,000$ ล้านบาท และค่าตอบแทนคณะกรรมการมีค่าสูงถึง 53.6 ล้านบาท

ตารางที่ 4 แสดงข้อมูลลักษณะทั่วไปของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง

	N	Min	Max	Mean	Median	S.D.
ตารางที่ 4-A แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย						
Tobin's Q	2003	-0.78	6.97	0.62	0.24	1.22
ROA	2003	-23.41	31.30	4.60	4.19	7.41
COMP	2003	5.2	284,000	50,900	34.8	53.6
FS	2003	6.2	414,000	28,000	4,860	128,000
FAGE	2003	3	45	20.93	24	10.09
LVE	2003	0.17	2.48	0.99	0.79	0.75
LIQ	2003	0.66	5.38	2.20	1.62	1.51

หมายเหตุ ค่าตอบแทน (COMP) และมูลค่าสินทรัพย์รวม (FS) มีหน่วยเป็นหลักล้านบาท

ตารางที่ 4-B แสดงจำนวนบริษัทที่มีการควบรวมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทกับประธานกรรมการบริหาร

	N	จำนวนบริษัท ที่ควบรวม	ร้อยละ	จำนวนบริษัท ที่ไม่ควบรวม	ร้อยละ
DUAL	2003	455	22.72	1547	77.28

ตารางที่ 4-B แสดงข้อมูลการควมรวมตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทกับประธานกรรมการบริหาร (DUAL) โดยบริษัทที่มี CEO Duality คิดเป็นร้อยละ 22.72 ของจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ในขณะที่บริษัทที่ไม่มี CEO Duality คิดเป็นร้อยละ 77.28 ซึ่งถือเป็นส่วนใหญ่ของกลุ่มตัวอย่าง จึงดูเหมือนว่า บริษัทส่วนใหญ่มีการกำกับดูแลเรื่องของ CEO Duality ที่ดี ผลของสถิติความถี่นี้แตกต่างจากที่คาดการณ์ไว้ โดยงานวิจัยนี้ประเมินว่า CEO Duality น่าจะมีความเป็นไปได้สูงที่จะเกิดขึ้นในบริษัทส่วนใหญ่ อย่างไรก็ตาม บางงานวิจัย (Broye et al., 2017; Abdalkrim, 2019) ได้ให้ข้อคิดเห็นว่า ในทางปฏิบัติ ถึงแม้ว่า บริษัทที่มีลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัวอาจจะมีการแบ่งแยกตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารออกจากกัน แต่ในการดำเนินงานภายในบริษัทแล้วอาจจะเกิดกรณีที่อำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการบริหาร (ซึ่งจะมาจากกลุ่มผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่) มีมากกว่าประธานกรรมการบริษัทได้ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทไม่เข้มแข็งมากพอ ทำให้ประธานกรรมการบริหารเป็นบุคคลเดียวที่มีอำนาจหน้าที่สูงสุดภายในบริษัท ซึ่งเป็นลักษณะการทำงานที่อาจแฝงอยู่ในองค์กร

ผลการวิจัยเชิงประจักษ์

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis)

ตารางที่ 5 แสดงให้เห็นผลของการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ทำการศึกษา และพบว่า ค่าตอบแทนของคณะกรรมการที่เป็นตัวเงิน (COMP) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ROA และอัตราส่วน Tobin’s Q และตัวแปรอิสระต่าง ๆ ก็มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน อย่างไรก็ตาม ค่าสถิติแสดงว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวยังไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Coefficient < 0.8) (Simmonds, 2017) นอกจากนี้ ค่า VIF ของแต่ละตัวแปรที่คำนวณได้ก็ไม่พบความน่ากังวลของปัญหา Multicollinearity เช่นกัน เนื่องจากค่า VIF มีค่าใกล้เคียง 1 (Simmonds, 2017)

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis)

ตัวแปร	COMP	ROA	Tobin’s Q	FS	FAGE	LVE	VIF
COMP							1.53
ROA	0.160**						1.38
Tobin’s Q	0.562**	0.180**					1.33
FS	0.567**	0.054*	0.502				1.57
FAGE	0.002	-0.108**	0.107**	0.017			1.01
LVE	0.254**	0.033	0.073**	0.29**	-0.079**		1.64
LIQ	-0.193**	0.005	-0.019	-0.192**	0.047*	-0.572**	1.54

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

ผลกระทบของ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของผลกระทบของ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งในสมการ (1A) แสดงให้เห็นว่า ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ROA หมายความว่า เมื่อให้ค่าตอบแทนคณะกรรมการที่สูงจะมีแนวโน้มให้ ROA ดีขึ้น ซึ่งก็สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา (Raithatha & Komera, 2016; Smirnova & Zavertiaeva, 2017; Subekti & Sumargo, 2015; Kang & Nanda, 2017; Elsayed & Elbardan, 2018) และเมื่อเพิ่ม CEO Duality เป็นตัวแปรกำกับในสมการ พบว่า CEO Duality ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนและ ROA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามสมการ (2A) ในขณะที่ CEO Duality ก็ไม่มีความสัมพันธ์โดยตรงอย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติกับ ROA ด้วย อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์โดยตรงระหว่างค่าตอบแทนกับ ROA ยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดิม

ตารางที่ 6 ผลกระทบของ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน

ตัวแปร	(1A) ROA	(2A) ROA	(1B) Tobin's Q	(2B) Tobin's Q
Constant	-13.675** [-2.55]	-14.225*** [-2.62]	1.878*** [2.89]	1.335** [2.04]
COMP	2.339*** [9.93]	2.405*** [9.32]	0.640*** [22.40]	0.705*** [22.68]
DUAL	0.107 [0.28]	3.189 [0.65]	0.005 [0.12]	3.049*** [5.14]
COMP * DUAL		-0.296 [-0.63]		-0.292*** [-5.15]
FS	-0.163 [-1.48]	-0.166 [-1.51]	-0.479*** [-35.89]	-0.482*** [-36.31]
FAGE	-0.066*** [-4.17]	-0.066*** [-4.19]	0.012*** [6.36]	0.012*** [6.26]
LVE	-2.205*** [-8.20]	-2.212*** [-8.22]	-0.122*** [-3.75]	0.116*** [3.58]
LIQ	0.331** [2.56]	0.330** [2.55]	0.043*** [2.74]	0.042*** [2.70]

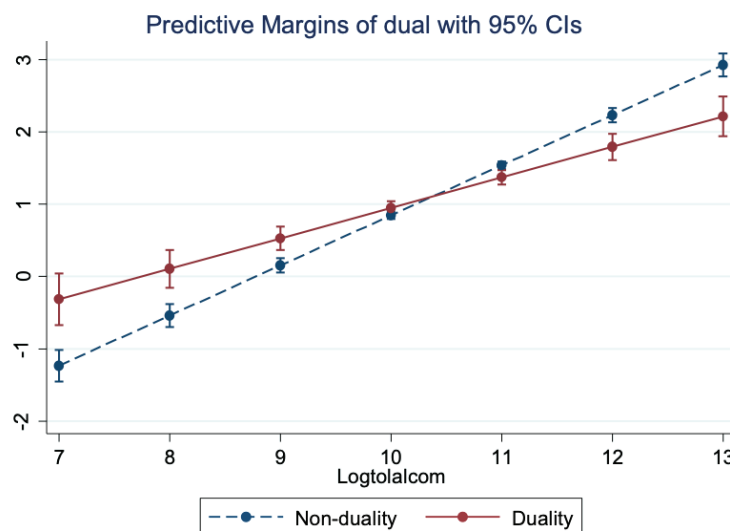
ตารางที่ 6 ผลกระทบของ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนคณะกรรมการกับผลการดำเนินงาน (ต่อ)

ตัวแปร	(1A) ROA	(2A) ROA	(1B) Tobin's Q	(2B) Tobin's Q
Year -Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry-Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,003	2,003	2,003	2,003
R-squared	0.10	0.10	0.41	0.42
Adj. R-squared	0.10	0.10	0.41	0.42

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

เมื่อวิเคราะห์ผลกระทบ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับ Tobin's Q ผลการวิจัยแสดงในสมการ (2A) แสดงให้เห็นว่า ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วน Tobin's Q นั่นคือ ค่าตอบแทนน่าจะเป็นแรงผลักดันทำให้คณะกรรมการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและสร้างมูลค่าให้กับบริษัท ทำให้ Tobin's Q มีมูลค่าที่สูง สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (เช่น Abdalkrim 2019; Aggarwal & Ghosh, 2015; Buachoom 2017; Elsayed & Elbardan, 2018; Raithatha & Komera, 2016; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Subekti & Sumargo, 2015) ในขณะที่เมื่อพิจารณา ความสัมพันธ์ของ CEO Duality กับ Tobin's Q กลับไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาให้ CEO Duality เป็นตัวแปรกำกับในสมการ (2B) นั้น ผลการวิจัยพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของ COMP * DUAL มีค่าเป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า CEO Duality มีผลกระทบเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนและ Tobin's Q นั่นคือ ในบริษัทที่มี CEO Duality มีแนวโน้มที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนคณะกรรมการกับ Tobin's Q ลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลาย ๆ งาน (Core et al., 1999; Dorata & Petra, 2008; Broye et al., 2017) และจากผลการวิจัยดังกล่าว งานวิจัยนี้ได้ทำการแทนค่าตามสมการ (2B) ในส่วนของตัวแปร COMP * DUAL เพื่อแสดงความสัมพันธ์ที่มีการเปลี่ยนแปลงให้ชัดเจนมากขึ้นจากการที่บริษัทมี CEO Duality ตามภาพที่ 1 ซึ่งจะเห็นได้ว่า เมื่อบริษัทมี CEO Duality จะทำให้ความชันของเส้นความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับ Tobin's Q ลดลง



ภาพที่ 1 ผลกระทบของ CEO Duality ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคำตอบแทนของคณะกรรมการและ Tobin's Q

หากพิจารณาว่า Tobin's Q เป็นผลการดำเนินงานของบริษัทที่สะท้อนจากมุมมองของนักลงทุน ผลการวิจัยก็สะท้อนให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนพิจารณาว่า เมื่อบริษัทใดมี CEO Duality คำตอบแทนจะมีบทบาทน้อยลงในการกระตุ้นการทำงานของคณะกรรมการ ทำให้นักลงทุนประเมินมูลค่าของบริษัทลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีอำนาจสูงสุดของผู้บริหาร (Managerial Power Theory) และยิ่งสนับสนุนความเป็นไปได้ของปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นหลักกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย (Type II Agency Problem) ของบริษัทในประเทศไทยตามที่ Al Farooque et al. (2019) ได้ประเมินไว้ โดยตลาดทุนมองว่า เมื่อบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ไม่เพียงพอ (ในที่นี้คือ CEO Duality) ทำให้ขาดการกำกับดูแลการทำงานของคณะกรรมการเป็นผลให้ผู้บริหารมีอำนาจสูงสุดในองค์กรและสามารถทำงานได้ตามความต้องการ รวมทั้งการกำหนดคำตอบแทนได้โดยไม่ต้องพิจารณาผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้น

ผลการวิจัยในส่วนของตัวเองพบพบว่า ตัวแปรต่างๆ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและมีความคล้ายคลึงกันในทุกสมการ รวมทั้งมีความสอดคล้องกับผลการวิจัยของงานวิจัยก่อนๆ เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LVE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Abdalkrim (2019), Raithatha and Komera (2016) และ Smirnova and Zavertiaeva (2017) แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีภาระหนี้สินมากจะมีผลการดำเนินงานที่น้อยกว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สินน้อย เนื่องจากภาระหนี้สินดังกล่าวก่อให้เกิดต้นทุนทางการเงินสูง ในขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Abdalkrim (2019) และ Smirnova and Zavertiaeva (2017) ซึ่งได้อธิบายไว้ว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงน่าจะมีโอกาสทางการค้ามากกว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ ดังนั้นจึงมีโอกาสที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าด้วย

สรุปผลการวิจัยและการอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยพิจารณาบทบาทของ CEO Duality ต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งทำให้มีความเข้าใจบทบาทของค่าตอบแทนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทยมากขึ้น ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี พ.ศ. 2557–2561 เป็นระยะเวลา 5 ปี และกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 2,003 ตัวอย่างมาวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ

ผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่า ในประเทศไทยนั้น ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีแนวโน้มที่จะมีผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทั้งด้านบัญชีและด้านตลาดทุน แต่ถ้าบริษัทมี CEO Duality ความสัมพันธ์นี้อาจลดลงสำหรับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงานด้านตลาดทุน หมายความว่า ถ้าบริษัทมี CEO Duality ค่าตอบแทนจะมีบทบาทน้อยลงในการกระตุ้นการทำงานของคณะกรรมการทำให้ผลการดำเนินงานด้านตลาดทุนของบริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มที่ดีน้อยกว่ากรณีที่บริษัทไม่มี CEO Duality นั่นคือ ในมุมมองของตลาดทุน การกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญในการบริหารจัดการบริษัท และถ้าตลาดทุนรับรู้ว่ามีแนวโน้มที่จะมีการกำกับดูแลกิจการไม่เพียงพอ ตลาดทุนจะประเมินมูลค่าของบริษัทลดลงเป็นผลให้ผลการดำเนินงานด้านตลาดทุนลดลงได้ ผลการวิจัยนี้ได้สนับสนุนความน่าจะเป็นของปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นหลักกับผู้ถือหุ้นส่วนน้อยตามแนวคิดของ Al Farooque et al. (2019) ในทางตรงกันข้าม CEO Duality ไม่มีผลต่อความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างค่าตอบแทนกับผลการดำเนินงานด้านบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่า การกำกับดูแลกิจการเรื่อง CEO Duality ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญมากนักต่อบทบาทของค่าตอบแทนในการกระตุ้นการทำงานของคณะกรรมการ ดังนั้นไม่ว่าบริษัทจะมีหรือไม่มี CEO Duality ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีแนวโน้มที่จะมีบทบาทในการลดปัญหาตัวแทนและกระตุ้นการทำงานของฝ่ายบริหาร เพื่อผลการดำเนินงานด้านบัญชีที่ดี ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ดังนั้นบริษัทที่มีหรือไม่มี CEO Duality ก็ตามควรต้องพิจารณาค่าตอบแทนของคณะกรรมการของบริษัทให้เหมาะสม เพื่อให้บริษัทมีผลการดำเนินงานด้านบัญชีที่ดี ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Aggarwal and Ghosh (2015) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของค่าตอบแทนของกรรมการบริษัทและพบว่า ค่าตอบแทนนั้นมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านบัญชี ซึ่ง Aggarwal and Ghosh (2015) มองว่า เป็นผลกระทบต่อมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของบริษัท

ข้อเสนอแนะและข้อจำกัดในงานวิจัย

จากผลการวิจัยข้างต้น งานวิจัยนี้มีข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์สำหรับกลุ่มต่าง ๆ โดยกลุ่มบริษัทควรมีการกำหนดค่าตอบแทนอย่างเหมาะสม เพื่อกระตุ้นการทำงานของคณะกรรมการ ซึ่งจะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดี เพราะค่าตอบแทนมีแนวโน้มที่จะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น อย่างไรก็ตาม CEO Duality อาจทำให้ค่าตอบแทนของคณะกรรมการมีบทบาทน้อยลงต่อผลการดำเนินงานในมุมมองของตลาดทุน ดังนั้นบริษัทที่มี CEO Duality ควรต้องมีกลไกการกำกับดูแลอื่น ๆ มาชดเชยกรณี CEO Duality เพื่อให้ตลาดทุนเชื่อว่า บริษัทมีการกำกับดูแลการทำงานของคณะกรรมการอย่างเพียงพอที่จะลดปัญหาตัวแทน และทำให้คณะกรรมการทำงานเพื่อผลประโยชน์ของบริษัท ในขณะที่เดียวกัน กลุ่มหน่วยงานของรัฐหรือหน่วยงานกำกับดูแลอาจช่วยในการเสนอแนะแนวทางการกำกับดูแลเพิ่มเติมสำหรับบริษัทที่มี CEO Duality เพื่อให้บริษัทได้นำไปปฏิบัติ และนำไปสู่การลดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นหลักและผู้ถือหุ้นส่วนน้อย เช่น การกำหนด

ให้บริษัทที่มี CEO Duality มีจำนวนกรรมการบริษัทและ/หรือกรรมการบริหารที่เป็นอิสระมากกว่าที่ SET กำหนดไว้สำหรับบริษัทที่ไม่มี CEO Duality เพื่อให้มีกลไกในการตรวจสอบ CEO ทดแทนการตรวจสอบที่ขาดไป

สำหรับนักวิชาการ งานวิจัยนี้สามารถนำไปเป็นแนวทางในการศึกษาวิจัยในอนาคตเกี่ยวกับคำตอบแทน CEO Duality และการวัดผลการดำเนินงานทั้งด้านบัญชีและด้านตลาดทุน นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังมีข้อจำกัดที่งานวิจัยในอนาคตอาจใช้เป็นแนวทางในการศึกษาได้ โดยงานวิจัยนี้มีข้อจำกัดในเรื่องข้อมูลคำตอบแทนของคณะกรรมการ ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการเก็บข้อมูลคำตอบแทนที่เป็นตัวเงินเท่านั้นและเป็นคำตอบแทนรวมของทั้งคณะกรรมการบริษัทและกรรมการบริหาร เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เปิดเผยข้อมูลคำตอบแทนของคณะกรรมการในลักษณะยอดรวม โดยไม่มีการแยกรายละเอียด เช่น ไม่ได้ทำการเปิดเผยคำตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท และคณะกรรมการบริหารออกจากกัน หรือเปิดเผยข้อมูลเฉพาะคำตอบแทนที่เป็นตัวเงินเท่านั้น ส่วนคำตอบแทนในลักษณะทุน (Equity-Based) ไม่มีการเปิดเผยไว้อย่างชัดเจน ซึ่งส่งผลให้งานวิจัยนี้ยังไม่ได้ศึกษาคำตอบแทนในรายละเอียด เช่น การศึกษาผลกระทบของคำตอบแทนคงที่ (Fixed Compensation) และคำตอบแทนตามผลการดำเนินงาน (Performance-Based Compensation) ซึ่งผลกระทบของคำตอบแทนประธานกรรมการบริษัทและประธานกรรมการบริหารต่อผลการดำเนินงานก็อาจจะมี ความแตกต่างกันได้ด้วยเช่นกัน (Broye et al., 2017; Smirnova & Zavertiaeva, 2017) ดังนั้นหากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเปิดเผยรายละเอียดข้อมูลคำตอบแทนมากขึ้นในอนาคต การศึกษาผลกระทบของโครงสร้างคำตอบแทนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทน่าจะเป็นเรื่องที่น่าสนใจและเป็นประโยชน์อย่างมาก

REFERENCES

- Abdalkrim, G. (2019). Chief executive officer compensation, corporate governance and performance: evidence from KSA firms. *Corporate Governance*, 19(6), 1216–1235.
- Aggarwal, R., & Ghosh, A. (2015). Director's remuneration and correlation on firm's performance: A study from the Indian corporate. *International Journal of Law and Management*, 57(5), 373–399.
- Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2019). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54–81.
- Broye, G., François, A., & Moulin, Y. (2017). The cost of CEO duality: Evidence from French leadership compensation. *European Management Journal*, 35(3), 336–350.
- Buachoom, W. (2017). Simultaneous relationship between performance and executive compensation of Thai non-financial firms. *Asian Review of Accounting*, 25(3), 404–423.
- Bussaratrakul, P., Sathianchoke, J., Assawaruengpiphop, N., Lhoapudchan, S., & Inlakorn, S. (2016). *Determinants of compensation of directors and management in Thai companies listed in Stock Exchange of Thailand and Market for Alternative Investment (MAI)*. Working paper WP02/2016. Capital Market Research Institute, The Stock Exchange of Thailand. Retrieved from https://classic.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1465355783513.pdf, access date Dec 1, 2022.
- Connelly, J. T., Limpaphayom, P., & Nagarajan, N. J. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1722–1743.
- Dorata, N., & Petra, S. (2008). CEO Duality and compensation in the market for corporate control. *Managerial Finance*, 34(5), 342–353.
- 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.
- Feng, M., Wang, X., & Saini, J.S. (2015). Monetary compensation, workforce-oriented corporate social responsibility and firm performance. *American Journal of Business*, 30(3), 196–215.
- Guluma, T. F. (2021). The impact of corporate governance measures on firm performance: The influences of managerial overconfidence. *Future Business Journal*, 7(1), 1–18.
- Hassan, M. K., & Halbouni, S. S. (2013). Corporate governance, economic turbulence and financial Performance of UAE listed firms. *Studies in Economics and Finance*, 30(2), 118–138.
- Holtz, L., & Neto, A. S. (2014). Effects of board of directors' characteristics on the quality of accounting information in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25, 255–266.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- John, E., & Robert, W. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(1999), 371–406.
- Kang, L., & Nanda, P. (2017). How is managerial remuneration determined in India?. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 154–172.
- Lam, T. Y., & Lee, S. K. (2008). CEO Duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299–316.
- Luckanapisaste, S., Sutthachai, S., & Likitwongkajon, N. (2019). The relationship between management's stock options and firm's profitability. *Journal of Accounting Profession*, 47, 32–48.
- Merendino, A., & Melville, R. (2019). The board of directors and firm performance: Empirical evidence from listed companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(3), 508–551.
- Merino, E., Manzanque, M., & Banegas, R. (2012). Control of directors' compensation in Spanish companies: Corporate governance and firm performance. In *Performance measurement and management control: Global issues*. Emerald Group Publishing Limited.
- Mishra, R.K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72.
- Munruethai, P. (2015). *The relationship between director fee and financial performance of listed Thai companies*. (Master's Thesis). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Peng, H., Zhang, J., Zhong, S., & Li, P. (2021). Corporate governance, technical efficiency and financial performance: Evidence from Chinese listed tourism firms. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 48, 163–173.
- Petra, S., & Dorata, N. (2008). Corporate governance and chief executive officer compensation. *Corporate Governance*, 8(2), 141–152.
- Phanomai, W. & Chancharat, N. (2016). Board structure and performance of Thai listed food and beverage companies. *WMS Journal of Management*, 5(2), 44–55.
- Raithatha, M., & Komera, S. (2016). Executive compensation and firm performance: Evidence from Indian firms. *IIMB ManFagement Review*, 28, 160–169.
- Ramdani, D., & Witteloostuijn, A. V. (2010). The impact of board independence and CEO duality on firm performance: A quantile regression analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand. *British Journal of Management*, 21(3), 607–627.

- Saechua, P., & Boonmunewai, S. (2019). The relationship between family-firms, executive compensation, and firm performance of listed in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administrator and Accountancy*, 2, 75–95.
- Seangarvut, P., Jankong, W., Kongtong, P., and Teprasit, P. (2020). The board's structure and board's remuneration affecting to the firm performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand: MAI. *WMS Journal of Management*, 9(4), 53–62.
- Securities and Exchange Commission, (2017). *Corporate Governance Code for listed companies 2017*. Retrieved August 8, 2021 from <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf>.
- Shiah-Hou, S., & Cheng, C. (2012). Outside director experience, compensation and performance. *Managerial Finance*, 38(10), 914–938.
- Simmonds, P. (2017). Linear regression analysis: Primary agreement's test. *Journal of Research and Development of Curriculum: Srinakharinwirot University*, 7(2), 20–37.
- Smirnova, A., & Zavertiaeva M. (2017). Research in international business and finance. *Research in International Business and Finance*, 42, 658–673.
- Srichanphet, 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.
- Subsombat, N. (2014). *The relationship between Corporate Governance and Directors Compensation and The relationship between Management Compensation and Firm Performance of Listed on the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Thesis). Kasetsart University, Faculty of the Graduate School of Kasetsart University.
- Wang, C., Zhang, S., Ullah, S., Ullah, R., & Ullah, F. (2021). Executive compensation and corporate performance of energy companies around the world. *Energy Strategy Reviews*. 38, <https://doi.org/10.1016/j.esr.2021.100749>.

