

การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน:  
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วงเดือน สีลาอัมพรสิน

26 ม.ค. 2558

347732

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี


คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

มิถุนายน 2555


ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

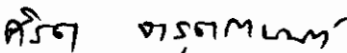
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ ได้พิจารณางานนิพนธ์  
ของ นางสาววงเดือน ลีลาอัมพรสินี ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

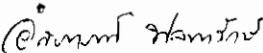
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์

.....  ..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา)

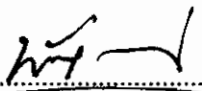
คณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์

.....  ..... ประธาน  
(รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา)

.....  ..... กรรมการ  
(ดร.ศิริดา จารุดกานนท์)

.....  ..... กรรมการ  
(ดร.อิสราภรณ์ พลนารักษ์)

คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพา

.....  ..... คณบดีคณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์พัชนี นนทศักดิ์)

วันที่ 25 เดือน สิงหาคม พ.ศ. 2555

## ประกาศคุณูปการ

การศึกษาวิจัยครั้งนี้สำเร็จลงได้ด้วยความกรุณาจากอาจารย์ รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา ที่ปรึกษางานนิพนธ์ ตลอดจนคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ทุกท่าน ที่กรุณาให้ คำปรึกษาแนะนำแนวทางที่ถูกต้อง ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความละเอียดถี่ถ้วน และใส่ใจด้วยดีเสมอมา ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งอย่างยิ่งจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

สิ่งที่สำคัญที่สุด ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณพ่อชิตชัย ลีลาอัมพรสิน และคุณแม่ บุญธรรม ลีลาอัมพรสิน ที่ให้ความห่วงใยและเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมา คณาจารย์ทุกท่าน ที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชา ความรู้และขอขอบใจเพื่อน ๆ ทุกคนที่ให้กำลังใจให้ความช่วยเหลือ ในการศึกษาครั้งนี้ หากงานนิพนธ์นี้มีความผิดพลาดหรือคลาดเคลื่อนประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับ ไว้แต่เพียงผู้เดียว

วงเดือน ลีลาอัมพรสิน

52920277: สาขาวิชา: การบัญชี, บช.ม. (การบัญชี)

คำสำคัญ: การให้สิทธิในการซื้อหุ้น/ผลการดำเนินงาน/ บริษัทจดทะเบียน/ ตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย

วงเดือน ถิลาอัมพรสิน: การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่ให้สิทธิซื้อ  
หุ้นแก่พนักงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (A STUDY  
AND COMPARISON OF THE PERFORMANCE OF THE COMPANIES WHICH GRANTING  
RIGHTS OF PURCHASING STOCK TO THEIR EMPLOYEES: A CASE STUDY OF  
REGISTERED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.) อาจารย์  
ผู้ควบคุมงานนิพนธ์: สุชาติ เหล่าปรีดา, บช.ม, 28 หน้า. ปี พ.ศ. 2555.

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างช่วงเวลา  
ก่อนและช่วงเวลาหลังจากมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน กลุ่มตัวอย่างศึกษาจากบริษัทที่จ  
ดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่  
พนักงาน ในช่วงปี 2547 – 2549 โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของสองประชากรแบบจับคู่  
(Paired-sample t - Test) เพื่อทดสอบเปรียบเทียบผลการดำเนินงาน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มบริษัทขนาดใหญ่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมช่วงเวลา  
หลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน  
ส่วนบริษัทขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้น  
แก่พนักงานน้อยกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

52920277 : MAJOR: ACCOUNTING; M.ACC (ACCOUNTING)

KEYWORDS: GRANTING STOCK OPTIONS TO EMPLOYEES/ PERFORMANCE/  
LISTED COMPANY/ STOCK EXCHANGE OF THAILAND

WONGDUAN LEELAAMPORNSIN : A STUDY AND COMPARISON OF THE  
PERFORMANCE OF THE COMPANIES WHICH GRANTING RIGHTS OF PURCHASING  
STOCK TO THEIR EMPLOYEES : A CASE STUDY OF REGISTERED COMPANIES IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. ADVISOR : SUCHART LAOPREEDA, B.M.  
29 P. 2012.

The objective of this study is to compare the companies performance between the periods before and after allowing employees to purchase stocks. The samples are registered companies in the Stock Exchange of Thailand which disclosed the data about granting rights of purchasing stocks to their employees during the years 2004 - 2006 By analyzing the average of Paired -Sample t Test to compare the performance at 0.05 significance level

The results show that a group of large companies have better rate of return on total assets after allowing their employees to purchase stocks than before but the small companies have lesser

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฅ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
สมมติฐานของงานวิจัย.....	3
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	4
ขอบเขตของการวิจัย.....	5
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	5
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	5
2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
แนวคิดในการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน.....	6
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	7
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม.....	11
3 วิธีดำเนินงานวิจัย.....	12
ลักษณะประชากร.....	12
การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง.....	12
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	13
การวิเคราะห์ข้อมูล.....	13
ตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการศึกษา.....	14
การทดสอบสมมติฐาน.....	14

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
3 วิธีดำเนินงานวิจัย .....	12
ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย .....	15
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล .....	16
4 ผลการวิจัย .....	17
ลักษณะทั่วไปของข้อมูล .....	17
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในภาพรวม .....	17
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของประกรแบบจับคู่ .....	21
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ .....	23
สรุปผลการวิจัย .....	23
อภิปรายผล .....	24
ข้อเสนอแนะงานวิจัย .....	25
บรรณานุกรม .....	26
ประวัติย่อของผู้วิจัย .....	29

## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3-1	ข้อมูลจำนวนบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน.....	13
4-1	ค่าสถิติเบื้องต้นของสินทรัพย์รวมช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน.....	18
4-2	ค่าสถิติเบื้องต้นของกำไรสุทธิช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน.....	19
4-3	ค่าสถิติเบื้องต้นของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน.....	20
4-4	ผลการทดสอบเปรียบเทียบ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน....	21
4-5	สรุปผลการทดสอบ.....	22



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
3-1 สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลาหลังจากบริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน...	15

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันบริษัทต่าง ๆ ใช้วิธีให้รางวัลกับพนักงานเพื่อสร้างแรงจูงใจในการทำงาน โดยมอบสิ่งตอบแทนในรูปแบบแตกต่างกันไป มีวิธีหนึ่งที่ใช้กันมากคือ การออกหลักทรัพย์ของบริษัท โดยออกเป็นหุ้นหรือใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นให้แก่พนักงานรวมถึงคณะกรรมการของบริษัท เพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ถือหุ้นของบริษัทซึ่งผลดีจากการให้หุ้นนี้ จะทำให้พนักงานเกิดความรู้สึกของความเป็นเจ้าของรู้สึกเหมือนว่าร่างกายแรงใจที่ทุ่มเทไปนั้น ไม่ได้ตกเป็นของผู้ถือหุ้นอย่างเดียวแต่ยังเป็นของตนเองอีกด้วย รู้สึกว่าตนเองได้รับความสำคัญ และเป็นส่วนหนึ่งที่มีความหมายต่อองค์กร อัตราการลาออกของพนักงานก็จะลดลงตามไปด้วย

วิธีการดังกล่าวเรียกว่า Employee stock Ownership plan (ESOP) เป็นรูปแบบหนึ่งของสวัสดิการที่บริษัทนายจ้างให้แก่ลูกจ้าง เพื่อผลประโยชน์ของลูกจ้าง โดย ESOP เป็นเครื่องมือในการกระจายกรรมสิทธิ์ในทุนของบริษัทนายจ้างให้แก่ลูกจ้าง ซึ่งถือเป็นการสร้างแรงจูงใจให้แก่พนักงาน เพื่อสร้างการมีส่วนร่วมและแรงจูงใจในการปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถ เพื่อสร้างผลกำไรให้มากที่สุดให้กับบริษัทโดยหากหุ้นของบริษัทมีมูลค่าสูงขึ้น พนักงานที่ได้รับหุ้นดังกล่าว ก็จะได้รับประโยชน์เพิ่มขึ้น อีกทั้งการนำ ESOP มาใช้ เป็นการดึงดูดทรัพยากรบุคคลที่มีความสามารถ ให้ทำงานกับบริษัทระยะยาว พนักงานที่ได้รับ ESOP จะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างระหว่างราคาให้สิทธิกับราคาตลาดของหุ้นที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Capital Gains) โดยพนักงานต้องการส่วนต่างราคามากเท่าใด พนักงานก็ต้องเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานให้มากขึ้นควบคู่กันไป ถือเป็นกลยุทธ์หนึ่งที่จะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัท

การออกหลักทรัพย์ตามโครงการ ESOP เป็นเหตุให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นจากเดิม ซึ่งนำไปสู่การเกิดมูลค่าและสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง (Dilution Effect) เป็นผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ในขณะเดียวกัน นอกจากพนักงานแล้วกรรมการอาจเป็นบุคคลที่ได้รับจัดสรรหุ้นจาก ESOP ด้วย จึงเป็นความเสี่ยงในเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์เนื่องจากผู้ที่เสนอเรื่อง ESOP ขึ้นมาเพื่อขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น คือกรรมการ ดังนั้นจึงมีข้อกำหนดให้การออก ESOP จะต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเสียก่อน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสในการใช้สิทธิและรักษาประโยชน์ของตนเองไว้ ผู้บริหารมีอาชีพ

จึงมีผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflicts of Interest) กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากวัตถุประสงค์ที่ต่างกัน หมายความว่า ผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อสร้างมูลค่าของหุ้นให้สูงที่สุด ในขณะที่ผู้บริหารมีอาชีพอาจเน้นไปที่การสร้างความมั่นคงทางการงานหรือฐานะทางสังคมของตนเอง โดยขอมสละโอกาสที่จะทำให้ราคาหุ้นสูงสุด เพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารเป็นไปในทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้น Jensen and Meckling (1976 อ้างถึงใน อาณัติ สิมัคเดช, 2546, หน้า 12) ได้เสนอให้แผนการจ่ายตอบแทนของผู้บริหารมีมูลค่าผูกกับราคาหุ้นของบริษัท เช่น การให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน (Employee Stock Option) เพราะจะทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารสูงสุดเช่นกัน ดังนั้นในการให้รางวัลหรือผลตอบแทนแก่พนักงานโดยการออกหลักทรัพย์ในรูปของใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าและราคาตลาดหลักทรัพย์ของกิจการได้ เพราะการออกใบสำคัญแสดงสิทธินี้ ทำให้สิทธิในการออกเสียงในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง แต่อีกมุมหนึ่งคือ พนักงานหรือกรรมการที่ได้รับสิทธิในการซื้อหุ้น ถือเป็นส่วนหนึ่งของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นผลทำให้พนักงาน กรรมการ มีความตั้งใจในการทำงานเพื่อให้ได้ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ซึ่งอาจทำให้มีผลต่อมูลค่าของกิจการ

อย่างไรก็ตามยังไม่มียานวิจัยที่ศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากบริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาต่อว่า ผลการดำเนินงานช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานแตกต่างกันอย่างไร นักลงทุนจะสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้ ทั้งนี้เนื่องจากงานวิจัยในอดีตพบว่าแผนการให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัทโดยให้ตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้น (Stock Option) มีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน โดยกลุ่มที่มีการให้ตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้นจะมีดัชนีวัดประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มบริษัทเปรียบเทียบที่ไม่มีตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้นถึง 16% มีความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2.5% (Kruse & Krumova, 2002; อนันต์ ต้นวิริยะวรกุล, 2552)

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทมีให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## สมมติฐานของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีสมมติฐานว่าผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน สอดคล้องกับงานวิจัยของ ไพพรรณี โคตรแสนลี (2550, หน้า 30) มูลค่าเฉลี่ยใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน(เชิงบวก)กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

Kruse, Blasi and Cont (1996 อ้างถึงใน ไพพรรณี โคตรแสนลี, 2550, หน้า 2) พบว่าการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของการลงทุนในกลุ่มที่มีพนักงานถือหุ้นมากกว่า 10% อัตราผลตอบแทนจะสูงกว่าดัชนี Dowjones ประมาณ 30% และสูงกว่าอัตราผลตอบแทนตามดัชนี เอสแอนด์พี (S&P) 500 ประมาณ 20%

Kruse and Krumova (2000 อ้างถึงใน อนันต์ ตันวิริยะวรกุล, 2552, หน้า 8) พบว่าแผนการให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัท โดยให้ตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้น (Stock Option) มีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน โดยกลุ่มที่มีการให้ตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้นจะมีดัชนีวัดประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มบริษัทเปรียบเทียบที่ไม่มีตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้น ถึง 16% มีความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2.5% สรุปว่า ผลกระทบจากการมีส่วนร่วมกำไร หรือสิทธิออกเสียงในบริษัทลดลง ที่เกิดจากการออกหุ้นใหม่ต่อผู้ถือหุ้นถูกหักล้างด้วยประสิทธิภาพการทำงานที่เพิ่มขึ้น

การเงินธนาคาร (2547) จากการศึกษาและวิจัยจากต่างประเทศ พบว่าคุณลักษณะเด่นอย่างหนึ่งของการให้ ESOP นั้น ทำให้บริษัทมีวัฒนธรรมองค์กรที่เปิดให้พนักงานมีส่วนร่วมในการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ลดของเสียจากการผลิต และการขาดงานน้อยลงซึ่งส่งผลให้มีกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่า ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับผลกระทบจาก Dilution Effect เพราะได้รับการชดเชยจาก Productivity ที่เพิ่มมากขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น ESOP มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร กล่าวคือบริษัทที่นำ ESOP มาใช้ในระยะเวลา 3-4 ปี จะมี Productivity ที่เพิ่มมากขึ้นและมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าคู่แข่ง

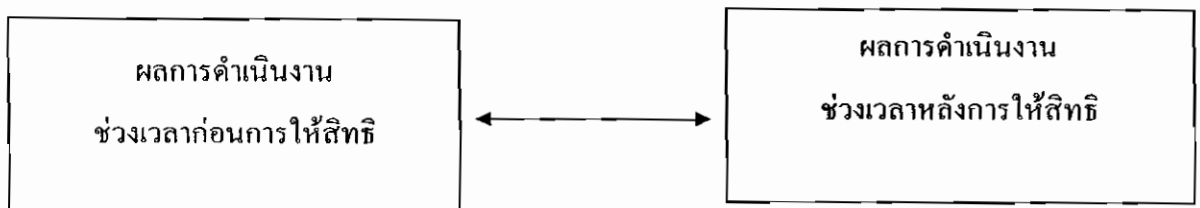
นันทนา นันตา (2552) จากการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ทั้งนี้ จากการสังเกตของผู้วิจัยพบว่า บริษัทที่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจะเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งการที่บริษัทมีขนาดใหญ่จะแสดงให้เห็นถึงความมีเสถียรภาพทางธุรกิจ และมีความพร้อมทางด้านทรัพยากรบุคคล และกำลังเงิน ทั้งนี้การที่บริษัทขนาดใหญ่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารอาจเนื่องมาจากบริษัทต้องการที่จะจูงใจและรักษาผู้บริหารที่มีคุณภาพ ความรับผิดชอบ ประสิทธิภาพให้อยู่กับกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ

Bhagat, Carey, and Elson (1997) พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารปัจจัยหนึ่งคือ ขนาดของบริษัท. จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

H<sub>1</sub>: บริษัทขนาดเล็กที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

H<sub>2</sub>: บริษัทขนาดใหญ่ที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

### กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

1. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนให้ทราบถึงผลการดำเนินงานเปรียบเทียบระหว่างช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน เพื่อใช้ประกอบในการตัดสินใจทางธุรกิจ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อใช้เป็นตัวอย่างสำหรับผู้สนใจ ให้สามารถนำไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจ และศึกษาค้นคว้าต่อไป

## ขอบเขตของการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ เป็นการศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ผู้วิจัยได้สำรวจรายชื่อจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน หนังสือชี้ชวนของบริษัท และข้อมูลสำคัญทางการเงินในปี พ.ศ. 2547-2549

## ข้อจำกัดของการวิจัย

การศึกษานี้ได้เลือกใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิคือ เก็บข้อมูลจากงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน และข้อมูลจากแบบเปิดเผยข้อมูล (56-1) ซึ่งบริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน และมีการเปิดเผยข้อมูลไว้อย่างชัดเจน แต่มีบางบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ จึงต้องตัดออกจากข้อมูลที่ได้ศึกษาวิจัย

ผู้วิจัยได้เลือกใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2547-2549 เนื่องจากความพร้อมของข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยต่อสาธารณชน และงบการเงินดังกล่าวได้ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทยแล้ว

## นิยามศัพท์เฉพาะ

ESOP (Employee Stock Ownership Plan) คือ สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด แต่จะออกให้กับพนักงานของบริษัทโดยเฉพาะ

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA: Return On Assets) คือ การวัดประสิทธิภาพและประสิทธิผลของกิจการในการใช้สินทรัพย์ ซึ่งจะสะท้อนในรูปของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้น คือ ตราสารที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นในการซื้อหลักทรัพย์ที่ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นอ้างอิงอยู่ (Underlying Asset) เช่นหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ หรือตราสารอนุพันธ์ ตามราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) จำนวนที่ให้ใช้สิทธิ (นิยมใช้เป็นอัตราส่วน) และภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า ซึ่งหากพ้นกำหนดระยะเวลาแล้วก็ไม่สามารถใช้สิทธิดังกล่าวได้

## บทที่ 2

### ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อประโยชน์ในการศึกษา ซึ่งประกอบด้วยแนวคิด และผลงานวิจัยดังต่อไปนี้

1. แนวคิดในการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน
2. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
4. สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม

#### แนวคิดในการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

การเงินธนาคาร (2547) ผู้บริหารและพนักงาน ถือเป็นทรัพยากรที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง ต่อความสำเร็จของการดำเนินงาน การสร้างแรงจูงใจและทัศนคติที่ดีให้เกิดขึ้นในจิตใจของ พนักงานจึงเป็นเรื่องที่สำคัญอย่างยิ่งและไม่ควรมองข้าม ไปซึ่งประโยชน์ที่ได้รับนอกจากจะได้ ความทุ่มเทที่เต็มเปี่ยมในการทำงานแล้ว ยังได้ความจงรักภักดีต่อองค์กรในระยะยาวอีกด้วย

นอกเหนือจากการสร้างแรงจูงใจในรูปของผลตอบแทนรูปแบบที่เป็นเงินเดือน โบนัส เงินทุนสำรองเลี้ยงชีพแล้ว การสร้างความรู้สึกร่วมในความเป็นเจ้าขององค์กร ถือเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญประการหนึ่งที่จะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีเยี่ยมขององค์กร ซึ่งโครงการ ESOP เป็นรูปแบบหนึ่งของการให้ผลตอบแทนแก่พนักงาน และการรักษามูลค่ากรให้ร่วมทำงานกับ บริษัทในระยะยาว

ประโยชน์ของการใช้ ESOP ก่อให้เกิดประโยชน์ทั้งกับผู้ถือหุ้น พนักงาน และบริษัท โดยในส่วนของประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นนั้นคือ การทำให้ผู้บริหารบริษัทมีวัตถุประสงค์เดียวกัน กับผู้ถือหุ้น ด้วยการบริหารงานที่สร้างผลตอบแทนสูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ส่วนประโยชน์ต่อพนักงาน ได้แก่ โอกาสของพนักงานที่จะได้มีส่วนร่วมในเจ้าของกิจการ เป็นอีกช่องทางที่ช่วยเพิ่มเงิน ก้อนกับพนักงาน เพื่อเอาไว้ใช้ในยามฉุกเฉินหรือหลังเกษียณอายุ และประโยชน์ต่อบริษัท เนื่องจากแรงจูงใจ และความทุ่มเทของพนักงานในการทำงานที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้การดำเนินงาน ขององค์กรดีขึ้น รวมทั้งบริษัทสามารถรักษามูลค่ากรที่สำคัญให้อยู่กับบริษัทในระยะยาว ตลอดจน ทำให้วิธีการจ่ายผลตอบแทนของบริษัท มีทางเลือกที่เพิ่มมากขึ้น

อนันต์ คันวีริยะวรกุล (2552) แผนการในการให้สิทธิในการซื้อหุ้นให้แก่พนักงานถือเป็นกลยุทธ์ที่สำคัญของบริษัท เพื่อดึงดูดและรักษาผู้บริหารระดับสูงที่มีความสามารถให้ทำงานอยู่กับบริษัทซึ่ง Shimko and Tucker (1993) กล่าวว่า แผนการนี้มีความสำคัญ 4 ประการ คือ

- (1) โครงสร้างในการจ่ายโบนัสในลักษณะการให้สิทธิในการซื้อหุ้นนี้ สามารถจูงใจผู้บริหารให้ตั้งใจทำงานให้มีประสิทธิภาพ เมื่อผลตอบแทนผู้บริหารผูกติดอยู่กับราคาหุ้น ผู้บริหารจะต้องเอาใจใส่ต่อหน้าที่การงานเพื่อส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น
- (2) ไม่มีผลกระทบต่อกำไรของกิจการ
- (3) ให้ประโยชน์ทางภาษีแก่พนักงาน และ
- (4) บริษัทสามารถประหยัดเงินสดในส่วนที่ต้องนำมาจ่ายโบนัส ซึ่งในบางครั้งการให้สิทธิซื้อหุ้นนี้ยังทำให้บริษัทสามารถระดมทุนได้จากการขายหุ้นด้วย

## ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คือ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน ซึ่งตัวแทนกระทำการแทน เพื่อผลประโยชน์แก่ผู้เป็นเจ้าของกิจการซึ่งเรียกว่า ตัวการ

1.1 ปัญหาด้านตัวแทน (Agency Problem) หมายถึง ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างตัวการ (ผู้ถือหุ้น) และ ตัวแทน (ผู้บริหาร) โดยตัวแทนกระทำการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว เพราะต้นทุนของกิจการที่มีการทำสัญญาว่าจ้างจ่ายเป็นค่าตอบแทนแก่ตัวแทนน้อยกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับโดยตรงแก่ตัวแทน

1.2 ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) หมายถึง ต้นทุนจากการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) อาจรวมถึง สิทธิในการซื้อหุ้น (Stock Option) และ โบนัสที่วางแผนจ่ายให้แก่ผู้บริหารซึ่งในปี 1976 Jensen and Meckling ได้นำเสนอทฤษฎีตัวแทนเป็นครั้งแรกโดยอธิบายความสัมพันธ์ของปัญหาด้านตัวแทน

2. เป็นสัญญาระหว่างกลุ่มบุคคลตั้งแต่ 2 คนขึ้นไป โดยเจ้าของเดิมได้มอบอำนาจหน้าที่และสิทธิในการบริหารสินทรัพย์ให้บุคคลอื่นในการบริหารจัดการ พบว่าจะเกิดความขัดแย้งในส่วนของผลประโยชน์ระหว่างตัวการ ก็คือ ผู้ถือหุ้น และตัวแทน คือ ผู้บริหาร

3. ต้นทุนตัวแทน เป็นต้นทุนที่เกิดจากต้นทุนของฝ่ายบริหารในการจัดการ รวมทั้งต้นทุนของผู้ถือหุ้นที่ใช้ในการตรวจสอบดูแลฝ่ายบริหาร ทั้งนี้รวมถึงผลต่างระหว่างค่าใช้จ่ายที่ให้แก่ฝ่ายบริหาร กับผลประโยชน์ที่ฝ่ายบริหารอุทิศตัวแก่ธุรกิจ

Jensen and Meckling (1976) มองว่าทุกคนมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อประโยชน์ส่วนตัว ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนในการบริหารจัดการจะพยายาม หาหนทางสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับ



กิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้ออำนวยประโยชน์ให้กับตนเองด้วยในเวลาเดียวกัน นอกจากนี้การที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหารย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินการขึ้น ซึ่งประกอบด้วย ต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นถ้าผู้บริหารตัดสินใจทำในสิ่งที่ทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ผู้ถือหุ้นย่อมรับผลกระทบในแง่ของราคาหุ้นของกิจการแต่ทั้งนี้ผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารอาจไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการมากนัก หากผู้บริหารเห็นว่าผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นไม่ได้สำคัญมากกว่าความเจริญก้าวหน้าในตำแหน่งหน้าที่การงาน และจรรยาบรรณของผู้บริหารจากทฤษฎีตัวแทน อาจสรุปได้ว่ากรณีที่ผู้บริหารเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่ช่วยสร้างอรรถประโยชน์ให้ตนเอง โดยการสร้างเสถียรภาพในหน้าที่การงาน ระดับและอัตราการเจริญเติบโตของรายได้ของผู้บริหารจะอยู่ในรูปของค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน เช่น การขึ้นเงินเดือนการให้โบนัส และค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน เช่น การให้สิทธิในการซื้อหุ้น เมื่อผู้ถือหุ้นมีความพึงพอใจต่อผลการดำเนินงานขององค์กรจากการทำงานของผู้บริหาร เพราะผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ในระดับแนวหน้าของอุตสาหกรรม สะท้อนผ่านการเพิ่มขึ้นของอัตราการเจริญเติบโตเฉลี่ยในกำไรของบริษัท (อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) และความมีเสถียรภาพของกำไรทางบัญชี

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากบทความและการศึกษาถึงผลการวิจัยต่าง ๆ ในอดีตที่ผ่านมาเกี่ยวกับการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานช่วงเวลาก่อนและหลังการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยมีงานวิจัยและบทความที่สำคัญดังนี้

การเงินธนาคาร (2547) จากการศึกษาและวิจัยจากต่างประเทศ พบว่าคุณลักษณะเด่นอย่างหนึ่งของการทำ ESOP นั้น ทำให้บริษัทมีวัฒนธรรมองค์กรที่เปิดให้พนักงานมีส่วนร่วมในการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต และการขาดงานน้อยลง ซึ่งส่งผลให้มีกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังพบว่า ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับผลกระทบ Dilution Effect เพราะได้รับการชดเชยจาก Productivity ที่เพิ่มมากขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น ESOP มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร กล่าวคือบริษัทที่นำ ESOP มาใช้ระยะเวลา 3-4 ปี จะมี ผลผลิต (Productivity) ที่เพิ่มมากขึ้น และมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าคู่แข่งทั้งในด้านของกำไรขั้นต้นของบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อีกทั้งยังทำให้ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ลดลง

ไพพรณี โคตรแสนลี (2550) การให้ ESOP มีความสัมพันธ์กับ ROA โดย ESOP เป็นเครื่องมือสำคัญที่ต้องการสร้างแรงจูงใจให้พนักงานตั้งใจปฏิบัติงาน ช่วยลดการลาออกของพนักงาน ลดต้นทุนค่าตอบแทน ทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น และเป็นการสร้างประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น และการให้ ESOP ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น โดยพบว่าองค์กรมีการกำหนดการจ่ายค่าตอบแทนปีต่อไปไว้ล่วงหน้า ซึ่งมุมมองนักลงทุนอาจจะไม่ให้ความสำคัญในเรื่องการนำผลตอบแทนพนักงานมาประกอบการตัดสินใจลงทุน

อาณัติ ลิ้มคเดช (2546) กล่าวว่า การให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้เป็นวิธีลดปัญหาตัวแทน เพื่อให้ผู้บริหารบริษัทบริหารกิจการเพื่อตอบสนองผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น จากตัวอย่างการล้มของบริษัท เอนรอน ซึ่งพบว่าผู้บริหารตกแต่งบัญชีบริษัทเพื่อผลประโยชน์ระยะสั้นในการสร้างมูลค่าสิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้แทนที่จะเป็นการมุ่งสร้างมูลค่าหุ้นระยะยาว นอกจากนั้นมาตรฐานการบัญชีของบริษัทส่วนใหญ่ไม่ถือว่าสิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้เป็นการมุ่งสร้างมูลค่าหุ้นระยะยาว ผลักดันให้บริษัทบันทึกสิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้เป็นการจ่ายเพื่อความโปร่งใสของงบการเงิน

อาณัติ ลิ้มคเดช (2549) กล่าวว่า การที่บริษัทให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้แก่พนักงานเป็นส่วนหนึ่งของการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้น เป็นการสร้างแรงจูงใจ และมักส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยศึกษาเหตุการณ์จำนวน 68 ตัวอย่างในประเทศไทยพบว่า การให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน อาจถูกใช้เป็นเครื่องมือของฝ่ายบริหารเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนของบริษัทลดลงถึง 4% ในช่วง 80 วันรอบเหตุการณ์นี้

Cramton, Mehran and Tray (2005) การให้ ESOP แก่สหภาพคนงานพบว่ามีความสัมพันธ์ดีขึ้นกับฝ่ายบริหาร มีความขัดแย้งด้านแรงงานน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญ และยังวัดผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงที่มีการออก ESOP เปรียบเทียบกับงานในอดีต พบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมในช่วงเหตุการณ์ 11 วัน และ 7 วันเป็นบวก คิดเป็น 1.6% และ 1.5% ตามลำดับ ในขณะที่ผลตอบแทนสะสม 4 วัน คิดเป็น 1.3% ซึ่งสูงกว่าที่ Beatty (1995) และ Chang and Mayers (1992) พบในอัตรา 1% และ 0.7% แต่ยังไม่ยอกกว่าที่ Chang (1990 cited in Cramton, Mehran and Tracy, 2005) พบว่าเป็น 3.7% แต่หากตัดตัวอย่างของการก่อหนี้เพื่อซื้อ ESOP ออกไปแล้วตัวอย่างของ Chang (1990 cited in Cramton, Mehran and Tracy, 2005) จะลดลงเหลือ 1.6% ดังนั้น การออก

ESOP นั้นจะส่งผลกระทบต่อทางบวก เนื่องจากลดปัญหาตัวแทน และมีอัตราผลตอบแทนสะสม 4 วัน ในช่วงระหว่าง 1-1.6%

Kruse, Blasi and Krumova (2000) พบว่า แผนการให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัทโดยให้ตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้น (stockoption) มีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยกลุ่มที่มีการให้ตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้นจะมีดัชนีวัดประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มบริษัทเปรียบเทียบที่ไม่มีตราสารสิทธิจะซื้อจะขายหุ้น ถึง 16.8% มีความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2.5 % งานวิจัยนี้สรุปว่าผลทางลบจากการเจือจางของกำไร (Dilution Effect) ที่เกิดจากการออกหุ้นใหม่ต่อผู้ถือหุ้นลูกหักล้างด้วยประสิทธิภาพของงานที่เพิ่มขึ้น

มีงานวิจัยที่ได้แย้งผลทางบวกของราคาหุ้นต่อ ESOP หลายชิ้น เช่น Bebchuk et al. (2002 อ้างถึงใน อาณัติ ลิ้มคเดช, 2549) ตั้งข้อสังเกตว่าการให้ Stock Option แก่ผู้บริหารของบริษัทในสหรัฐอเมริกาส่วนใหญ่ไม่ได้สัมพันธ์กับผลประโยชน์ของบริษัท ทั้งนี้เนื่องจากผู้บริหารมักจะมีอิทธิพลในคณะกรรมการบริษัท และสามารถแทรกแซงการกำหนดผลตอบแทนให้กับตนเองได้ เช่น มีการปรับราคาใช้สิทธิของผู้บริหารให้ต่ำลงเมื่อผลประโยชน์ออกมาต่ำกว่าคาดการณ์และราคาหุ้นตก หรือพฤติกรรมที่ผู้บริหารป้องกันความเสี่ยงจาก Option ของตนเองด้วยการรับใช้สิทธิเปลี่ยนเป็นหุ้นเมื่อถึงเวลาที่บริษัทอนุญาต แล้วขายหุ้นนั้นทันที

ฝ่ายบริหารยังสามารถใช้ ESOP เป็นเครื่องมือป้องกันการครอบงำกิจการได้ Dhillon and Ramirez (1994) พบการลดลงอย่างมีนัยสำคัญของความพยายามครอบงำกิจการหลังการออก ESOP สอดคล้องกับ Scholes and Wolfson (1990) ที่ทดสอบแรงจูงใจดังกล่าวเทียบกับแรงจูงใจด้านภาษีและการเพิ่มประสิทธิภาพ ผลการศึกษาสนับสนุนให้ ESOP เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการมากกว่า Beatty (1995) พบหลักฐานของการใช้ ESOP เพื่อด้านการครอบงำกิจการและลดภาษี

Mikkelsen and Partch (1994) ศึกษาการใช้ ESOP เพื่อเพิ่มสิทธิการออกเสียงของฝ่ายบริหาร ซึ่งพบว่าหลังให้ ESOP แก่พนักงาน บริษัทกลับมีรายได้ต่ำกว่าเดิม

การใช้ ESOP เป็นเครื่องมือป้องกันการครอบงำกิจการเช่นนี้จะมีผลทำให้ราคาหุ้นลดลงเนื่องจากผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์จากการพยายามควบคุมอำนาจของฝ่ายบริหาร

ลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทยมีความแตกต่างอย่างชัดเจนกับบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยที่ผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้บริหารบริษัทในไทยมักจะเป็นกลุ่มเดียวกันอยู่แล้ว ดังนั้นการให้ ESOP เพื่อสร้างแรงจูงใจแก่พนักงานจึงอาจไม่ใช่สิ่งจำเป็นยกเว้นแต่ผู้ถือหุ้นใหญ่ มีนโยบายที่จะให้พนักงานเข้ามามีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัท ผลการศึกษาของ Asawarachan (2001) ชี้ว่าลักษณะของ ESOP ไทยในปัจจุบันนี้มิได้มีผลต่อการลดปัญหาตัวแทน แต่กลับทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลดลงจากเงินปันผลที่ลดลง

## สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม

นอกเหนือจากการสร้างแรงจูงใจในรูปของผลตอบแทนแก่พนักงาน ที่เป็นเงินเดือน โบนัส เงินทุนสำรองเลี้ยงชีพ การสร้างความรู้สึกมีส่วนร่วมในความเป็นเจ้าของถือเป็นกลยุทธ์ที่จะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่ดีเยี่ยม โดยใช้รูปแบบการจ่ายค่าตอบแทนลักษณะการออกไปสำคัญ แสดงสิทธิในการซื้อหุ้น

โดยทั่วไป การให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน หมายถึง แผนการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานโดยบริษัทจัดสรรหุ้น ซึ่งส่วนใหญ่ใช้เงินกู้ซื้อหุ้นเดิมหรือออกหุ้นใหม่ของบริษัทให้แก่พนักงาน โดยบริษัทเป็นผู้รับภาระการกู้ยืม แผนการนี้ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่ผู้ซื้อ และขายหุ้นนอกจากนี้บริษัทสามารถนำเงินต้นและดอกเบี้ยมาหักภาษีได้ในขณะที่ผู้ขายหุ้นซึ่งอาจเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท สามารถเลื่อนเวลาการจ่ายภาษีกำไรจากการขายหุ้นออกไปได้หากนำเงินจากการขายนั้นไปลงในสินทรัพย์ทางการเงินชนิดอื่นต่อ เช่น หุ้นของบริษัทอื่น พันธบัตร และจะเสียภาษีต่อเมื่อขายสินทรัพย์ทางการเงินที่ซื้อใหม่นี้ พนักงานจะได้รับหุ้นในส่วนของคนที่ซื้อ

ในกิจการที่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยทั่วไปมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างแรงจูงใจและความภักดีต่อองค์กรของผู้บริหารในระยะยาว ซึ่งแนวคิดนี้ทำให้ผู้บริหารมีวัตถุประสงค์เดียวกันกับผู้ถือหุ้น ซึ่งผลประโยชน์จากการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารเองเป็นการเพิ่มโอกาสการมีส่วนร่วมในเจ้าของกิจการ และเพิ่มเงินก้อนยามฉุกเฉินหรือหลังเกษียณสำหรับบริษัทเมื่อพนักงานมีแรงจูงใจและทุ่มเทการทำงานเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อการดำเนินงานขององค์กรดีขึ้น

อย่างไรก็ตามมีผลงานวิจัยที่ได้แยงผลทางบวกของการให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้แก่พนักงาน จากการศึกษาวิจัยในอดีต พบว่าการให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้ แก่ผู้บริหารและพนักงานในสหรัฐอเมริกา นั้นส่วนใหญ่ไม่สัมพันธ์กับผลประโยชน์ประกอบ การ เนื่องจากผู้บริหารมีอิทธิพลในคณะกรรมการของบริษัท และสามารถใช้อำนาจที่มีกำหนดผลตอบแทนให้กับตนเอง เช่น การปรับราคาใช้สิทธิให้ต่ำเมื่อมีผลประโยชน์ด่ำและราคาหุ้นต่ำ และฝ่ายบริหารให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้ เป็นเครื่องป้องกันการครอบงำกิจการและลดภาษีซึ่งส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง รายได้ของกิจการต่ำลง ผลกระทบจากการที่ผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์จากการพยายามควบคุมอำนาจของฝ่ายบริหาร

### บทที่ 3

## วิธีดำเนินงานวิจัย

การวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานนี้ เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์มีวิธีการและข้อมูลทั้งหมดที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บรวบรวมจากแหล่งต่าง ๆ โดยมีขั้นตอนในการวิจัยดังนี้

### ลักษณะประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2547-2549 จำนวน 76 บริษัท โดยการศึกษาจะใช้ข้อมูลจากทุกหมวดอุตสาหกรรม และกลุ่มตัวอย่างจะต้องเปิดเผยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน โดยมีรายละเอียดดังนี้

### การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

1. เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการเปิดเผยการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ในปี 2547 - 2549 โดยจำแนกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก และกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ โดยใช้ค่ามัธยฐานของสินทรัพย์เป็นตัวแทนของข้อมูลในการจำแนกกลุ่มตัวอย่าง
2. ดำเนินการสำรวจบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับจำนวนบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน พบว่า บริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าว มีจำนวนดังตารางที่ 3-1
3. คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง จากบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ซึ่งสรุปจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 76 บริษัท โดยตัดบริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์ออกจำนวน 35 บริษัท
4. สำรวจบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จำนวน 41 บริษัท โดยคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง พบว่ามีกลุ่มตัวอย่างบริษัทขนาดเล็กจำนวน 20 บริษัท กลุ่มตัวอย่างบริษัทขนาดใหญ่จำนวน 21 บริษัท เพื่อทำการวิจัย

ตารางที่ 3-1 ข้อมูลจำนวนบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

	ปีบริษัท			
	2547	2548	2549	รวม
บริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานครั้งแรก	23	26	27	76
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์	7	12	16	35
รวม	16	14	11	41
กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก	5	10	5	20
กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่	11	4	6	21
รวม	16	14	11	41

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากแหล่งและวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลดังนี้

1. การเก็บรวบรวมจาก งบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการแสดงข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บทความหนังสือ ผลงานวิจัย วิทยานิพนธ์ เว็บไซต์ และสื่อข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งข้อมูลส่วนมากได้จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เปิดเผยต่อสาธารณชนผ่านระบบการติดต่อสื่อสารที่เชื่อมต่อกับเครื่องคอมพิวเตอร์จากเว็บไซต์ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) และ [www.setsamar.com](http://www.setsamar.com)

2. รายละเอียดเกี่ยวกับการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน วันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นให้แก่พนักงาน ในหนังสือชี้ชวน แบบแสดงรายการแสดงข้อมูลประจำปี (56-1) หมายเหตุประกอบงบการเงิน ตลอดช่วงปี 2547-2549

3. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม 2547-2549

### การวิเคราะห์ข้อมูล

หลังจากที่ได้ทำการรวบรวมข้อมูลเสร็จสิ้น แล้วจึงนำข้อมูลเข้าสู่กระบวนการประมวลผล โดยมีขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. แบ่งข้อมูลบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน เป็นข้อมูลช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

2. หาค่าเฉลี่ยของอัตราผลการดำเนินงานที่นำมาทดสอบและแสดงผลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

3. ทดสอบสมมติฐานงานวิจัยใช้สถิติที่ทดสอบคือ T-test (เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของประชากรสองกลุ่ม) โดยประมวลผลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป SPSS

4. สรุปผลการทดสอบความแตกต่างทางด้านผลการดำเนินงานช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยการพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

### ตัวแปรและการวัดค่าที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลาหลังจากบริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยใช้ดัชนีชี้วัดผลการดำเนินงานในการศึกษาดังนี้

อัตราส่วนทางการเงิน ที่นำมาทดสอบเพื่อตอบคำถามงานวิจัย คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets, ROA) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใช้ในการประเมินค่าความสามารถในการทำกำไร โดยรวมของสินทรัพย์ และผู้วิจัยคาดว่าช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

### การทดสอบสมมติฐาน

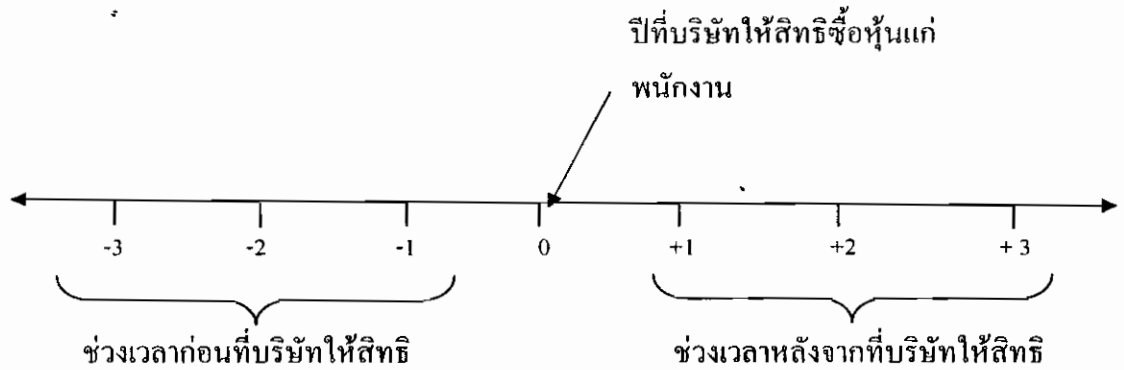
จากวัตถุประสงค์งานวิจัยที่ต้องการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยได้ศึกษาความแตกต่างของตัวแปรที่นำมาทดสอบโดยใช้สถิติทดสอบคือ T-test ในการทดสอบสมมติฐานซึ่งมีสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

$H_1$ : บริษัทขนาดเล็กที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

$H_2$ : บริษัทขนาดใหญ่ที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

## ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

เนื่องจากในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการเปรียบเทียบผลการดำเนินงานบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ดังนั้นจึงกำหนด ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและ ช่วงเวลาหลังจากบริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน เป็นเส้นเวลา (Time Line) ดังนี้



ภาพที่ 3-1 สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลาหลังจากบริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

จากการแบ่งช่วงเวลาตามเส้นเวลาดังกล่าว นำมาสร้างตัวแบบในการวิจัยดังต่อไปนี้  
ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

1. ตัวแบบที่ใช้ในการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ใช้วัดผลการดำเนินงานระหว่างช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

$$ROA_1 = \overline{ROA}_{1a} - \overline{ROA}_{1b}$$

โดยที่

$ROA_1$  = ผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของ  
ช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับช่วงเวลาก่อนที่บริษัท  
ให้สิทธิซื้อหุ้น

$\overline{ROA}_{1a}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้น  
จำนวน n บริษัท ณ เวลา  $t_0$



$$\overline{ROA}_{tb} = \frac{\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้น}}{\text{จำนวน } n \text{ บริษัท ณ เวลา } t_b}$$

โดยที่

$$t_a = (t_{+1} + t_{+2} + t_{+3})/3$$

$$t_b = (t_{-1} + t_{-2} + t_{-3})/3$$

โดยที่

$$ROA_{i,ta} = \frac{NI_{i,ta}}{TA_{i,ta}}$$

$$ROA_{i,tb} = \frac{NI_{i,tb}}{TA_{i,tb}}$$

### สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการศึกษาเพื่อบรรยายลักษณะของตัวอย่างที่ศึกษา ซึ่งบรรยายถึงลักษณะต่าง ๆ ซึ่งแสดงด้วย ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และในการสรุปผลและทดสอบสมมติฐานงานวิจัยด้วย สถิติที่ทดสอบคือ Paired-sample t-Test โดยประมวลผลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป SPSS

## บทที่ 4 ผลการวิจัย

### ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้มุ่งที่จะศึกษาวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยเปรียบเทียบผลการดำเนินงาน ช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน มีอัตราผลการดำเนินงานดีขึ้นหรือไม่ โดยการศึกษาได้แบ่งเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลหลังจากที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในภาพรวม

การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในตัวแบบที่ได้จากการศึกษาในภาพรวม กำหนดข้อมูลเบื้องต้นแบ่งเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานและช่วงเวลหลังจากที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน สำหรับสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย

1. ค่าเฉลี่ยเลขคณิต
2. ค่าต่ำสุด
3. ค่าสูงสุด
4. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ข้อมูลของตัวแปรที่สนใจศึกษาสามารถนำเสนอได้ตามลำดับดังนี้

ตัวแปรที่สนใจศึกษา

อัตราส่วนทางการเงิน ที่นำมาทดสอบเพื่อตอบคำถามงานวิจัย

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

ตารางที่ 4-1 ค่าสถิติเบื้องต้นของสินทรัพย์รวมช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลากลางจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

สินทรัพย์รวม	N	Minimum		Maximum		M		SD	
		ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง
บริษัทขนาดเล็ก	20	323.81	804.08	18,923.94	25,914.81	2,388.21	3,193.99	3,963.99	5,427.88
บริษัทขนาดใหญ่	21	1,069.23	3,254.91	588,039.03	657,905.22	59,808.53	76,849.28	129,383.48	145,786.04

หน่วย: ล้านบาท

จากตารางที่ 4-1 แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับข้อมูลเบื้องต้นของสินทรัพย์รวม ในช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลากลางจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

พบว่า

1. สินทรัพย์รวม (TA) กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 323.81 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 18,923.94 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2,388.21 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3,963.99
2. สินทรัพย์รวม (TA) กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก ช่วงเวลากลางจากบริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 804.08 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 25,914.81 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3,193.99 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 5,427.88
3. สินทรัพย์รวม (TA) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 1,069.23 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 588,039.03 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 59,808.53 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 129,383.48
4. สินทรัพย์รวม (TA) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลากลางจากบริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 3,254.91 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 657,905.22 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 76,849.28 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 145,786.04

ตารางที่ 4-2 ค่าสถิติเบื้องต้นของกำไรสุทธิช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาดังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

กำไรสุทธิ	N	Minimum		Maximum		M		SD	
		ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง		
บริษัทขนาดเล็ก	20	-408.67	-1,274.84	1,777.99	1,972.20	144.37	103.24	405.57	552.86
บริษัทขนาดใหญ่	21	-2,777.40	-18,434.59	11,270.21	18,474.19	889.20	1,869.24	3,138.78	7,138.70

หน่วย: ล้านบาท

จากตารางที่ 4-2 แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับกำไรสุทธิ ในช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาดังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานพบว่า

1. กำไรสุทธิ (NI) กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -408.67 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 1,777.99

ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 144.37 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 405.57

2. กำไรสุทธิ (NI) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -1,274.84 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 1,972.20

ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 103.24 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 552.86

3. กำไรสุทธิ (NI) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -2,777.40 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 11,270.21

ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 889.20 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3,138.78

4. กำไรสุทธิ (NI) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -18,434.59 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 18,474.19

ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1,869.24 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 7,138.70

ตารางที่ 4-3 ค่าสถิติเบื้องต้นของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลากลับหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

อัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม(ROA)	N	Minimum		Maximum		M		SD	
		ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง	ก่อน	หลัง
บริษัทขนาดเล็ก	20	0.00000	0.00000	0.25000	0.11000	0.06600	0.04500	0.57160	0.41610
บริษัทขนาดใหญ่	21	0.00000	0.00000	0.16000	0.18000	0.04190	0.06810	0.041179	0.04501

หน่วย: ล้านบาท

จากตารางที่ 4-3 แสดงรายละเอียดเกี่ยวกับข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในการวิจัย ในช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลากลับหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานพบว่า

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00000 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.25000 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.06600 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.57160
2. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลากลับหลังจากบริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00000 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.11000 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.04500 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.41610
3. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00000 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.16000 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.04190 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.041179
4. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลากลับหลังจากบริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นกับพนักงาน มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00000 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.18000 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.06810 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.05501

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธีวิเคราะห์ค่าเฉลี่ยของประชากรแบบจับคู่

ในการศึกษาครั้งนี้จากวัตถุประสงค์ที่ต้องการทดสอบความแตกต่างผลการดำเนินงานช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาดังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน พ.ศ. 2547 - 2549 ตามวิธีการวิจัยที่กล่าวไว้ในบทที่ 3 นั้นผลการวิจัยเป็นดังนี้

ตารางที่ 4-4 ผลการทดสอบเปรียบเทียบ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ช่วงเวลา ก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นและช่วงเวลาดังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทน	Mean	SD	Paired Differences		t	df	Sig	Sig
			SD	95% Confidence Interval of the Difference				
ต่อสินทรัพย์รวม		Error Mean	Lower	Upper				
บริษัทขนาดเล็ก	-.02100	.05902	-.04862	.00662	-1.591	19	.128	.064
บริษัทขนาดใหญ่	.02619	.05123	.00287	.04951	2.343	20	.030	.015

หมายเหตุ \* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการทดสอบดังตารางที่ 4-4 พบว่า ผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทที่นำมาศึกษา โดยพิจารณาภาพรวมจะเห็นได้ว่ากลุ่มบริษัทขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม มีค่าสถิติทดสอบ (t) เป็นลบ -1.591 และค่า Sig.(2-tailed)/2 > .05 จึงสามารถสรุปได้ว่ากลุ่มบริษัทขนาดเล็กมีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานน้อยกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานอย่างมีนัยสำคัญระดับ .05 ซึ่งเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่วนกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่มีค่าสถิติทดสอบ (t) เป็นบวก 2.343 และค่า Sig.(2-tailed) /2 < .05 จึงสามารถสรุปได้ว่ากลุ่มบริษัทขนาดใหญ่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานอย่างมีนัยสำคัญระดับ .05 ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

จากการทดสอบสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ซึ่งเป็นการสรุปผล โดยภาพรวม จากอัตราส่วนทางการเงินที่นำมาทดสอบความแตกต่างทางสถิติ และพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในการตอบคำถามงานวิจัย แสดงไว้ในตารางที่ 5

ตารางที่ 4-5 สรุปผลการทดสอบ

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
H <sub>1</sub> : บริษัทขนาดเล็กที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน	ปฏิเสธ
H <sub>2</sub> : บริษัทขนาดใหญ่ที่ให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน จะทำให้ผลการดำเนินงานในช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานดีกว่าช่วงเวลาก่อนที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน	ยอมรับ

## บทที่ 5

### สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน แต่ยังไม่มีการวัดในรูปตัวเลขอย่างชัดเจน ด้วยเหตุนี้วัตถุประสงค์หลักของการศึกษาจึงมุ่งเน้นศึกษาการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ได้ศึกษาข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าจากการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานในครั้งนี้จะช่วยให้ฝ่ายบริหาร และผู้ใช้ข้อมูล สามารถนำผลการวิจัยไปประกอบการตัดสินใจเลือกเครื่องมือในการบริหารงานได้ดีขึ้น และตรงตามเป้าหมายที่ต้องการ

ในการศึกษาผู้วิจัยได้เริ่มต้นศึกษาค้นคว้าจากวรรณคดีปริทัศน์ในอดีต และได้เก็บรวบรวมข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งได้สำรวจข้อมูลจากหนังสือชี้ชวน หมายเหตุประกอบงบการเงิน และข้อมูลสำคัญทางการเงินในปี พ.ศ. 2547-2549 โดยการศึกษาจะใช้ข้อมูลจากทุกหมวดอุตสาหกรรม ซึ่งมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 41 ตัวอย่าง แบ่งออกเป็นช่วงเวลาก่อนและช่วงเวลาหลังจากที่บริษัทมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

วิธีการศึกษาได้วิเคราะห์ความแตกต่างด้วยการทดสอบทางสถิติ ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน โดยการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวมมาทดสอบเพื่อตอบคำถามงานวิจัย

ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มบริษัทขนาดเล็กโดยภาพรวมแล้ว ช่วงเวลาหลังจากที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมน้อยกว่าช่วงเวลาก่อนการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานซึ่งเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่วนกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่โดยภาพรวมแล้ว ช่วงเวลาหลังจากให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมดีกว่าช่วงเวลาก่อนการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

การที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ช่วงเวลาหลังจากมิให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ดีกว่าช่วงเวลาก่อนการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้เป็นเพราะ ESOP นั้น ทำให้บริษัทมีวัฒนธรรมองค์กร



ที่เปิดให้พนักงานมีส่วนร่วมในการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและการขาดงานน้อยลง ส่งผลให้มีกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังพบว่า ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับผลกระทบ Dilution Effect เพราะได้รับการชดเชยจาก Productivity ที่เพิ่มมากขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น ESOP มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลประกอบการดำเนินงานขององค์กร กล่าวคือบริษัทที่ทำ ESOP มาใช้ระยะเวลา 3-4 ปี จะมี ผลผลิต (Productivity) ที่เพิ่มมากขึ้น

การที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก ช่วงเวลาหลังจากมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน น้อยกว่าช่วงเวลาก่อนการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะ

1. ลักษณะของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทยผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้บริหารมักจะเป็นกลุ่มเดียวกัน ดังนั้นการให้ ESOP เพื่อสร้างแรงจูงใจแก่พนักงานจึงอาจไม่ใช่สิ่งจำเป็น ยกเว้นแต่ผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้บริหารมีนโยบายที่จะให้พนักงานเข้ามีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของบริษัท

2. จากมุมมองที่เน้นบุคคลเป็นหลัก ซึ่งเป็นแม่บทของบัญชีที่มุ่งเน้นให้มีความพยายามในการรายงานมูลค่าของสินทรัพย์ที่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงทางเศรษฐกิจมากที่สุด หากแต่ช่วงเวลาที่บริษัทให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ถ้าบริษัทอยู่ในภาวะของการลงทุนทำให้สินทรัพย์มีจำนวนสูงขึ้น เป็นผลทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีจำนวนต่ำลง เพราะความแตกต่างที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ ได้คำนวณมาจาก กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม ดังนั้นจึงทำให้ผลการวิจัยไม่ตรงกับที่คาดหวังไว้

3. จากการศึกษาและวิเคราะห์ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน เพื่อใช้เป็นแนวทางในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ นั้น เป็นการคำนวณตัวเลขที่ได้มาจากงบการเงิน แต่เนื่องจากการจัดทำงบการเงินของแต่ละบริษัทมาจากการกำหนดนโยบายการบัญชีที่แตกต่างกัน ซึ่งกระทบต่อข้อมูลของการวิจัยที่นำมาทดสอบ

## อภิปรายผล

จากการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานช่วงเวลาหลังจากมีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ดีกว่าช่วงเวลาก่อนการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานเฉพาะกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ นันนภา นันตา (2552) ได้ศึกษาพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร บริษัทที่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจะเป็นบริษัท

ที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งการที่บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะแสดงให้เห็นถึงความมีเสถียรภาพทางธุรกิจ และมีความพร้อมทางด้านทรัพยากรบุคคล และกำลังเงิน ทั้งนี้การที่บริษัทขนาดใหญ่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารอาจเนื่องมาจากบริษัทต้องการที่จะจูงใจและรักษาผู้บริหารที่มีคุณภาพ ความรับผิดชอบ ประสิทธิภาพให้อยู่กับกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bhagat, Carey, and Elson (1997) พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารปัจจัยหนึ่ง คือ ขนาดของบริษัท

ส่วนกลุ่มบริษัทขนาดเล็กผลการดำเนินงานช่วงเวลาหลังการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานน้อยกว่าช่วงเวลาก่อนการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้บริหารบริษัทในไทยมักจะเป็นกลุ่มเดียวกัน ดังนั้นการให้ ESOP เพื่อสร้างแรงจูงใจแก่พนักงานจึงอาจไม่ใช่สิ่งจำเป็นซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Asawarachan (2001) ซึ่งว่าลักษณะของ ESOP ไทยในปัจจุบันนี้มิได้มีผลต่อการลดปัญหาตัวแทน แต่กลับทำให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นลดลงจากเงินปันผลที่ลดลง

### ข้อเสนอแนะงานวิจัย

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานภายหลังการให้สิทธิระหว่างบริษัทที่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงานและบริษัทที่ไม่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่พนักงาน
2. ควรเพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่างให้มากขึ้น และพิจารณาในเรื่องของขนาดของกิจการ เนื่องจากเมื่อเวลาผ่านไปสภาพแวดล้อมในการบริหารงานจะเปลี่ยนแปลงไปซึ่งทำให้แตกต่างกัน ดังนั้นการเพิ่มตัวอย่างในการวิเคราะห์จะทำให้เกิดความถูกต้องแม่นยำในผลการวิจัยมากขึ้น
3. เนื่องจากนโยบายการบัญชีที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้ใช้งบการเงินควรระมัดระวังในการวิเคราะห์ผลการดำเนินงาน ในปัจจุบันได้มีอัตราส่วนที่ใช้ในการประเมินผลตอบแทนจากการดำเนินงานเพื่อขจัดปัญหาความแตกต่างของการใช้นโยบายบัญชี เช่น มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added) ซึ่งเป็นการวัดผลการปฏิบัติงานทางการเงินซึ่งสะท้อนให้เห็นกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริงของธุรกิจ เป็นต้น ดังนั้นผู้ใช้งบการเงินควรวิเคราะห์ผลตอบแทนในหลาย ๆ รูปแบบ และควรคำนึงถึงปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เช่น ภาวะเงินเฟ้อ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตของประชากร เป็นต้น

## บรรณานุกรม

- การเงินธนาคาร. (2547). "ESOP" สูตรลับมัดใจ ผู้บริหาร + พนักงาน. ม.ป.ท.
- นันทนา นันดา. (2552). การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัณฑิตยศาสตร์, สาขาการบัญชี, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ไพโรพรรณี โคตรแสนลี. (2550). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของพนักงานกับผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัณฑิตยศาสตร์, สาขาการบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- อาณัติ ลิ้มกเดช. (2546). Employee Stock Option เครื่องมือสร้างแรงจูงใจหรือฉ้อฉลและแนวทางการบันทึกบัญชีเพื่อความโปร่งใส. *สรรพากรสาส์น*, 3(50), 11-37.
- \_\_\_\_\_. (2549). ผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นต่อราคาหุ้น: กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 111(29), 11-28.
- อนันต์ ดันวิริยะวรกุล. (2552). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสิทธิในการซื้อหุ้นของพนักงานกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์บัณฑิตยศาสตร์, สาขาการบัญชี, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- Aswarachan, A. (2001). *Dose Executive Stock Option Schemes Reduce Agency Problem?*. Independent Study Master in Finance Program, Thammasat University.
- Beatty, A. (1995). The Cash Flow and Informational Effects of Employee Stock Ownership Plans. *Journal of Financial Economics*, 38, 525-556
- Bhagat, S., Carey, C.D., & Elson, M. C. (1997). *Director Ownership, Corporate Performance and Management Turnover*. n.p.
- Blasi, J., Kruse, D., & Conte, M. (1996). Employee stock ownership and corporate performance Among public companies. *Industrial and Labor Relations Review*, 50(1), 60-79.
- Chang, S., & Mayers, D. (1992). Managerial vote ownership and shareholder wealth. *Journal Of Financial Economics* 32, 103 – 131.
- Cramton, P., Mehran, H., & Tracy, J. (2005). *ESOP Fables: The Impact of Employee Stock Ownership Plans on Labor Disputes*. Working Paper, University of Maryland.

- Dhillon, U. & Ramirez, G. (1994). Employee stock ownership and corporate control: an empirical study. *Journal of Banking and Finance*, 18, 9-26.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 11-28.
- Kruse, D., Blasi, J., & Krumova, M. (2002). *Employee Ownership and Corporate Performance*. New York: New York Institute of Technology.
- Mehran, H., & Yermack, D. (1996). *Stock-based Compensation and Top Management*. n.p.
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (1994). The Consequences of Unbundling Managers. Voting Rights and Equity Claims. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), 175-199.
- Milkovich, G. T., & Newman, J. M. (2002). *Compensation* (7<sup>th</sup> ed.). Burr Ridge, IL: McGraw-Hill Irwin.
- Scholes, M., & Mark, W. (1990). Employee stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities. *Financial Management*, 19(1), 12-28.
- Shimko, B. W., & Tucker, J. J. (1993). Proposed accounting rules for employee stock options: The potential impact and implications. *Compensation and Benefits Review*, (Nov-Dec), 31-36.