

## บทที่ 5

### สรุปและอภิปราย

#### สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหาร กับผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและปัจจัยในการวัดผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ และใช้ขนาดของกิจการ โดยใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัววัดขนาดของกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี เป็นตัวแปรควบคุม การศึกษานี้ศึกษาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 และงบการเงินประจำปี โดยเก็บข้อมูลย้อนหลังแบบตัดขวาง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549-2553 ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 346 ปี-บริษัท

โดยปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ตัวแปรอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการโดยใช้สินทรัพย์รวม และกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 6 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ และจากกลุ่มตัวอย่าง 409 ปี-บริษัท คงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่คัดตัวอย่างบางตัวที่มีความผิดปกติและไม่เข้าเงื่อนไข ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างออกแล้วจำนวน 346 ปีบริษัท และใช้การทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการโดยใช้สินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหาร

ผลการศึกษาด้านข้อมูลทั่วไปพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยสินทรัพย์รวมสูงสุด คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร โดย กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยรายได้รวมสูงสุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมจ่ายค่าตอบแทนเฉลี่ยให้แก่ผู้บริหารสูงสุดต่อคนต่อปี

คือกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมจ่ายค่าตอบแทนเฉลี่ยให้แก่กรรมการสูงสุด ต่อคนต่อปีคือกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

สำหรับผลการศึกษาที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยพบว่า ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ตัวแปรอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการโดยใช้สินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของงานวิจัย และกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

## อภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหาร กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น โดยใช้ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาประกอบไปด้วยมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ โดยใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ต่อหุ้น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการโดยใช้สินทรัพย์รวม และกลุ่มอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการโดยใช้สินทรัพย์รวม และกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์ต่อค่าตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งสามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1. ด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารนั้น อาจเกิดได้จากสาเหตุคือ

1.1 นักลงทุนให้ความสนใจต่อตัวแปรราคาหลักทรัพย์มากกว่าจึงส่งผลให้ค่าน้ำหนักของตัวแปรในการทดสอบโน้มเอียงไปทางตัวแปรราคาหลักทรัพย์มากกว่า ซึ่งจากการทดสอบเพิ่มเติมโดยตัดตัวแปรราคาหลักทรัพย์ออก พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 ดังผลการวิเคราะห์ที่แสดงในภาคผนวกหน้า

1.2 เกิดจากข้อจำกัดของกลุ่มตัวอย่าง กล่าวคือ กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนที่ถูกจัดอันดับอยู่ในกลุ่ม SET 100 INDEX ค่าทางสถิติที่ใช้ทดสอบจึงมาจากกลุ่มบริษัท ที่มีขนาดใหญ่เท่านั้น ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความโน้มเอียงของข้อมูล (BIAS) ซึ่งถือเป็นข้อจำกัดของงานวิจัยฉบับนี้

1.3 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยส่วนใหญ่มีการกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารสอดคล้องกับผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในปัจจุบัน ซึ่งเป็นไปตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้เสนอแนะว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารควรสอดคล้องกับผลงานของ

บริษัท และผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน ซึ่งผลการทดสอบสอดคล้องกับผลการศึกษาของ KJ Sigler (2011) ที่พบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

2. ด้านราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาหลักทรัพย์หารด้วยราคาพาร์ ซึ่งมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารนั้น แสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร โดยเชื่อมโยงกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Boshen, Augustine, Laurence and Kimberly (2003) พบว่าราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารในปัจจุบัน

3. ด้านขนาดของกิจการโดยใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัววัดขนาดของกิจการซึ่งมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารนั้นแสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจ่ายค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารที่มีความเหมาะสมกับขนาดของกิจการคือ ถ้ากิจการมีสินทรัพย์รวมสูง ค่าตอบแทนของผู้บริหารก็จะสูง และหากกิจการมีสินทรัพย์รวมต่ำ ค่าตอบแทนของผู้บริหารก็จะต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ ภักจิรา ทองอยู่ (2552) และ Sigler (2011) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับค่าตอบแทนของผู้บริหาร

4. ด้านปัจจัยอุตสาหกรรม ซึ่งแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีกิจกรรมและกระบวนการทางธุรกิจที่แตกต่างกัน โดยผลการศึกษาพบว่าค่าตอบแทนของผู้บริหารส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับกลุ่มอุตสาหกรรมลักษณะในการดำเนินงาน โดยสอดคล้องกับผลการศึกษาของ ภักจิรา ทองอยู่ (2552)

### ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. การศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาเกี่ยวกับค่าตอบแทนของผู้บริหารต่อผลการดำเนินงาน โดยพิจารณาถึงปัจจัยในด้านสัดส่วนความเป็นเจ้าของในกิจการต่อค่าตอบแทนของผู้บริหาร
2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์ และ ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์กับการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร (Employee Stock Option)