

สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยบูรพา  
ต.แสนสุข อ.เมือง จ.ชลบุรี 20131

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร (Employee Stock Option Plan (ESOP) กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คมณภัค ช่างเกวียน

26 ส.ค. 2558

347772

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี

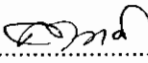
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

มิถุนายน 2556

ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

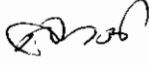
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณางานนิพนธ์ของ  
คมณภัค ช่างเกวียน ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์

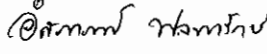
..........อาจารย์ที่ปรึกษา

(รศ.สุชาติ เหล่าปรีดา)

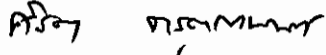
คณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์

..........ประธาน

(รศ.สุชาติ เหล่าปรีดา)

..........กรรมการ

(ดร.อิสราภรณ์ พลนารักษ์)

..........กรรมการ

(ดร.ศิริดา จารุดกานนท์)

คณะกรรมการและห้องที่เขวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพา

..........คณบดีคณะกรรมการจัดการและห้องที่เขว

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์พัชนี นนทศักดิ์)

วันที่.....5.....เดือน.....กรกฎาคม.....พ.ศ. 2556

## ประกาศคุณูปการ

งานวิจัยฉบับนี้ สำเร็จลงได้ด้วยความสามารถจากรองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา ที่ปรึกษางานนิพนธ์ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษาแนะนำแนวทางที่ถูกต้องตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความละเอียดถี่ถ้วน และเอาใจใส่ด้วยดีเสมอมา ขอกราบขอบพระคุณ ดร.อิสราภรณ์ พลนารักษ์ และดร.ศิริดา จารุตกานนท์ ที่ได้กรุณาเป็นกรรมการสอบงานนิพนธ์ ตลอดจนให้คำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้สร้างองค์ความรู้และทักษะของการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดาและทุกคนในครอบครัวที่ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจด้วยดีตลอดมา รวมถึงเพื่อน ๆ และท่านอื่น ๆ ที่ได้เอื้อนามในที่นี้ ที่มีส่วนช่วยให้กำลังใจและให้ความช่วยเหลือต่าง ๆ จนงานนิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์

คุณค่าและประโยชน์อันพึงจากการศึกษาครั้งนี้ ขอยกความดีให้แก่บิดา มารดา และคณาจารย์ทุกท่านที่ถ่ายทอดวิชาความรู้แก่ผู้วิจัย หากมีสิ่งใดขาดตกบกพร่องหรือมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอนอมนับไว้แต่เพียงผู้เดียว และผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานนิพนธ์ฉบับนี้คงมีประโยชน์สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องและสนใจในการนำมาศึกษาต่อ

คมณภัค ช่างเกวียน

54920509: สาขาวิชา: ก่อร่างบัญชี, บช.ม. (การบัญชี)

คำสำคัญ: การซื้อหุ้น/ ผู้บริหาร/ การดำเนินงาน/ การเติบโต/ ผู้ถือหุ้น/ บริษัทจดทะเบียน/  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คอมเมนต์ ช่างเกวียน : การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่  
ผู้บริหาร (EMPLOYEE STOCK OPTION PLAN: ESOP) กับผลการดำเนินงานและอัตราการ  
เติบโต: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (A STUDY OF  
RELATIONSHIP BETWEEN EMPLOYEE STOCK OPTION PLAN (ESOP) AND FIRM'S  
PERFORMANCES AND GROWTH RATE: A CASE STUDY OF LISTED COMPANIES IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND). อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์: สุชาติ เหล่าปรีดา,  
บธ.ด. 52 หน้า, ปี พ.ศ. 2556.

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการ  
ซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร (Employee Stock Option Plan: ESOP) กับผลการดำเนินงานและอัตราการ  
เติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบ  
แสดงรายงานประจำปีและงบการเงินจากฐานข้อมูลออนไลน์ SET SMART ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551  
จนถึง พ.ศ. 2554 โดยนำข้อมูลที่ได้อมาวิเคราะห์สถิติพรรณนาและใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอย  
เชิงพหุที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร (ESOP)  
กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผล  
การดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารไม่มี  
ความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโต และอายุของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีความ  
แตกต่างกันในแต่ละช่วงอายุ โดยพบว่าโครงการที่มีอายุนั้นจะให้อัตราการเติบโตที่สูงขึ้นอย่างเห็น  
ได้ชัด ในขณะที่โครงการที่มีอายุปานกลางและอายุยาว จะมีผลการดำเนินงานและอัตราการ  
เติบโตที่เพิ่มขึ้นและคงที่อย่างต่อเนื่อง

## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฌ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของงานวิจัย.....	3
สมมติฐานของงานวิจัย.....	3
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	6
ขอบเขตการวิจัย.....	6
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	7
นิยามคำศัพท์.....	7
2 แนวคิด ทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
ความหมายของคำตอบแทนผู้บริหาร.....	8
แนวคิดเกี่ยวกับการให้ผลตอบแทนในรูปแบบโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ ผู้บริหาร.....	10
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	12
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	13
สรุปแนวคิด ทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	16
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	18
ลักษณะประชากร.....	18
การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง.....	18
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	20
ตัวแปรและการวัดค่า.....	20

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา.....	21
การทดสอบสมมติฐาน.....	24
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	24
4 ผลการวิจัย.....	26
ลักษณะทั่วไปของข้อมูล.....	26
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในภาพรวม.....	26
การวิเคราะห์ข้อมูล.....	28
สรุปผลการทดสอบ.....	43
5 สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	45
สรุปผลการวิจัย.....	45
อภิปรายผล.....	47
ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป.....	48
บรรณานุกรม.....	49
ประวัติย่อของผู้วิจัย.....	52

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3-1	19
3-1	19
4-1	27
4-2	29
4-3	32
4-4	34
4-5	36
4-6	37
4-7	39
4-8	40
4-9	42
4-10	44

## สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
1-1 กรอบแนวคิดที่ 1.....	5
1-2 กรอบแนวคิดที่ 2.....	5
1-3 กรอบแนวคิดที่ 3.....	6
1-4 กรอบแนวคิดที่ 4.....	6
2-1 โครงสร้างคำตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	10



## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันบริษัทในประเทศไทย ยังคงมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นลักษณะครอบครัว หรือ กลุ่มธุรกิจ และส่วนมากเจ้าของเงินกับผู้บริหารจัดการ มักจะเป็นกลุ่มเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับ ก็จะเป็นผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลักษณะนี้ด้วยเช่นกัน แต่เมื่อมีธุรกิจต้องการขยายกิจการจึงต้องระดมทุนเปิดรับบุคคลภายนอกเข้ามา ทำให้ลักษณะการบริหารจัดการเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม โดยแยกส่วนเจ้าของกับส่วนงานบริหารออกจากกันเพื่อความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ และความเชื่อมั่นของผู้ร่วมลงทุน นั่นก็คือผู้ถือหุ้นนั่นเอง เมื่อองค์กรมีการแยกส่วนบริหารกับเจ้าของเงินออกจากกัน ทำให้เกิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ขึ้น โดย Jensen and Meckling (1976) ผู้คิดค้นทฤษฎีนี้ มองว่ามนุษย์ทุกคนมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้นผู้บริหาร หรือตัวแทน (Agent) จะพยายามสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการก็ต่อเมื่อเห็นว่าจะได้รับผลประโยชน์นั้นด้วย ในขณะที่เดียวกันผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการ หรือ ตัวการ (Principal) ก็พยายามที่จะสร้างความสมดุลของผลประโยชน์ระหว่าง 2 ฝ่ายให้มากที่สุดเพื่อลดความขัดแย้งระหว่างระหว่างตัวการและตัวแทน เป็นความขัดแย้งที่เรียกว่า Moral Hazard คือ ตัวการ ไม่แน่ใจว่า Agent ที่เลือกเข้ามาบริหารงาน ได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่ หรือปฏิบัติงานอย่างเต็มประสิทธิภาพหรือไม่ โดยทฤษฎีตัวแทนระบุว่าบริษัทต้องมีสัญญาหรือคำตอบแทนที่ดึงดูดให้ผู้บริหารปฏิบัติงานให้มีผลสอดคล้องกับคำตอบแทนที่ได้รับ (มนวิภา ผดุงสิทธิ์ , 2548)

ระบบการจ่ายคำตอบแทนให้กับผู้บริหารและพนักงานที่เหมาะสมและเป็นธรรมถือเป็นพื้นฐานที่ทำให้เกิดมูลค่าขององค์กรในระยะยาว เนื่องจากองค์กรสามารถที่จะจูงใจคนที่มีความสามารถให้ยังคงทำงานอยู่กับองค์กร แต่ขณะเดียวกันคำตอบแทนนั้นก็จะต้องอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลสามารถเปรียบเทียบกับองค์กรอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน รูปแบบของการจ่ายคำตอบแทนผู้บริหารในประเทศไทยส่วนใหญ่ยังเป็นอัตราคงที่รายเดือนและได้รับเงินพิเศษตอบแทนเป็นช่วงเวลา คือ โบนัส ซึ่งแม้จะจ่ายในอัตราที่สูงแต่ก็ยังไม่สามารถที่จูงใจระดับสูง คำตอบแทนว่าเท่าไรจึงจะเพียงพอ ในทางกลับกันคำตอบแทนผู้บริหารที่มีจำนวนสูงก็ไม่ได้เป็นเครื่องประกันว่าผู้บริหารจะปฏิบัติงานอย่างเต็มความสามารถเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กร ดังนั้นจึงมีการพยายามที่จะผูกคำตอบแทนให้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทในหลากหลาย

รูปแบบ หนึ่งในนั้นคือ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (Employee Stock Option Plan: ESOP) ซึ่งเป็นโครงการที่ให้สิทธิกับผู้บริหารและพนักงานในการซื้อหุ้นของบริษัทในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด โดยมุ่งหวังให้ผู้บริหารและพนักงานเข้ามาเป็นเจ้าของบริษัทและทำให้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงานซึ่งสะท้อนออกมาเป็นราคาหุ้นของบริษัทให้มากขึ้น (วณิชฐา พิริยะวัฒน์กุล, 2553)

โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (ESOP) เป็นการผลักดันให้ผู้บริหารและพนักงานพยายามปฏิบัติหน้าที่ในการดำเนินธุรกิจเพื่อสร้างมูลค่าให้กับองค์กร ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงและผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์ แต่การให้ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ก็อาจทำให้เกิดปัญหาเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่ในแนวทางที่ขัดกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในระยะยาว เนื่องจาก โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น เป็นการให้สิทธิที่สัญญาว่าผู้บริหารจะได้รับผลประโยชน์ถ้าราคาหุ้นสูงขึ้น แต่ผู้บริหารจะไม่มีความเสี่ยงเลยหากราคาหุ้นต่ำลง หรือการที่ผู้บริหารปรับแต่งตัวเลขทางการเงินเพื่อสร้างผลดำเนินงานที่ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นในระยะสั้นเท่านั้น เนื่องจากผู้บริหารจะสามารถโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ได้ก็ต่อเมื่อครบ 1 ปีหลังจากวันที่ได้รับสิทธิ จึงเป็นแรงจูงใจให้กับผู้บริหารดำเนินการที่กระทบต่อราคาหุ้นโดยที่มูลค่าโดยรวมของบริษัทไม่ได้เพิ่มขึ้น (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) ซึ่งในแต่ละบริษัทก็พยายามที่จะจัดการกับปัญหานี้ โดยการให้สิทธิที่มีระยะเวลาของโครงการมากกว่า 1 ปี เช่น 3 ปี หรือ 5 ปี เพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทอย่างต่อเนื่อง แต่ยังมีบางบริษัทที่ยังคงมีการให้สิทธิแก่ผู้บริหารและพนักงาน ที่มีอายุโครงการระยะสั้นเพียง 1 ปี จึงเกิดข้อสงสัยขึ้นว่าอาจมีข้อมูลภายในบางประการที่ผู้บริหารทราบและสามารถเอื้อประโยชน์แก่ตนได้ จึงเสนอต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้มีโครงการระยะสั้นขึ้น อีกทั้งจากงานวิจัยในอดีตพบว่า การให้สิทธิแก่ผู้บริหารและพนักงานในสหรัฐอเมริกา ส่วนใหญ่ไม่สัมพันธ์กับผลประกอบการ เนื่องจากผู้บริหารมีอิทธิพลในคณะกรรมการของบริษัท และสามารถใช้อำนาจหน้าที่ที่มีกำหนดผลตอบแทนให้กับตนเอง เช่น การปรับราคาสิทธิให้ต่ำเมื่อผลประกอบการต่ำและราคาหุ้นต่ำ และผู้บริหารใช้สิทธิที่ได้รับตามโครงการเป็นเครื่องป้องกันการเข้าครอบงำกิจการและลดภาษี ส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง รายได้ของกิจการต่ำลง ผลกระทบคือผู้ถือหุ้นเสียผลประโยชน์ (ไพพรรณี โคตรแสนลี, 2550) ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาความแตกต่างของอายุโครงการในแต่ละช่วงเวลาเพื่อยืนยันว่า โครงการให้ค่าตอบแทนเป็น

สิทธิในการซื้อหุ้น เป็นโครงการที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทอย่างยั่งยืนในระยะยาว หากมีการให้สิทธิอย่างต่อเนื่องและติดต่อกันหลายปี

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การจ่ายค่าตอบแทนให้กับผู้บริหารในโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น นั้นเป็นเครื่องมือสำคัญที่บริษัทสามารถจูงใจให้บุคลากรในบริษัทปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัท ซึ่งจะสะท้อนออกมาในมูลค่าของหุ้นบริษัทที่สูงขึ้นและพนักงานก็จะได้รับผลประโยชน์ตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย แต่ทั้งนี้อาจเกิดความเสียหายต่อผู้ถือหุ้นเดิมเนื่องจากหุ้นที่ถืออยู่มีมูลค่าลดลง (Dilution Effect) ประกอบกับคณะกรรมการซึ่งเป็นผู้เสนอเรื่องให้กับที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาอนุมัติ ก็อาจทำให้ปัญหาขัดแย้งทางผลประโยชน์เพราะโครงการดังกล่าวก็ถูกจัดสรรให้กับคณะกรรมการด้วย (คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2544) ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงต้องพิจารณาอย่างรอบคอบเพื่อดูแลผลประโยชน์ของตน ทั้งนี้ การเสนอโครงการเพื่ออนุมัติต่อผู้ถือหุ้น อาจมีข้อมูลภายในที่คณะกรรมการผู้บริหารทราบโดยไม่แจ้งต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อความผันผวนผลประกอบการที่จะแสดงออกไปเป็นราคาหุ้นในระยะสั้นได้ ดังนั้นงานวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งเน้นที่จะศึกษาโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทในทิศทางใด และในแต่ละช่วงอายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ว่าสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทแตกต่างกันหรือไม่ และเพิ่มช่องทางให้ผู้ถือหุ้นได้ประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทผ่านโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น

### สมมติฐานของการวิจัย

จากปัญหางานวิจัยที่ต้องการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้นโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัท รวมทั้งในแต่ละช่วงเวลาของโครงการ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้นว่าจะสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคตให้กับบริษัทแตกต่างกันหรือไม่ โดยมีงานวิจัยในอดีตของ ไพพรรณี โคตรแสนลี (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของพนักงานกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าการผลตอบแทนพนักงานที่ผูกติดกับผลประกอบการในอนาคตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งเป็นการศึกษาในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุด 100 อันดับ (SET100) ใน

ระหว่างปี พ.ศ. 2546-2548 เป็นระยะเวลา 3 ปี แต่ในขณะนั้นโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้น ยังจำกัดวงแคบในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ และงานวิจัยจัดกลุ่มตัวอย่างได้เพียง 2 กลุ่ม คือกลุ่มธุรกิจการเงิน และกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากจำนวนตัวอย่างน้อย ไม่เพียงพอต่อการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม สอดคล้องกับงานวิจัยของ วณิชฐา พิริยะวัฒนกุล (2553) ที่พบว่าส่วนใหญ่กลุ่มที่นำ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มาใช้มักจะอยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเพิ่มกลุ่มตัวอย่างให้ครอบคลุมทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น กลุ่ม MAI กลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มฟู้ด เพื่อเป็นการตรวจสอบผลที่ผ่านมว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือไม่ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานที่ว่า

$H_1$  : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (ESOP)

มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท (ROA)

$H_2$  : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (ESOP)

มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท (Growth)

นอกจากนี้ในโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ยังมีการแบ่งรูปแบบออกไปเป็น 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี ซึ่งผู้วิจัยสังเกตว่าการกำหนดอายุโครงการในแต่ละรูปแบบ จะมีผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตที่แตกต่างกันไป โครงการระยะยาวจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารและพนักงานให้ปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตที่มีลักษณะยั่งยืน และโครงการระยะสั้นอาจทำให้เกิดผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตที่สูงในปีแรกแล้วตกลงให้ปีถัดไปหรือไม่ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานที่ว่า

$H_3$  : อายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น

มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

$H_4$  : อายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น

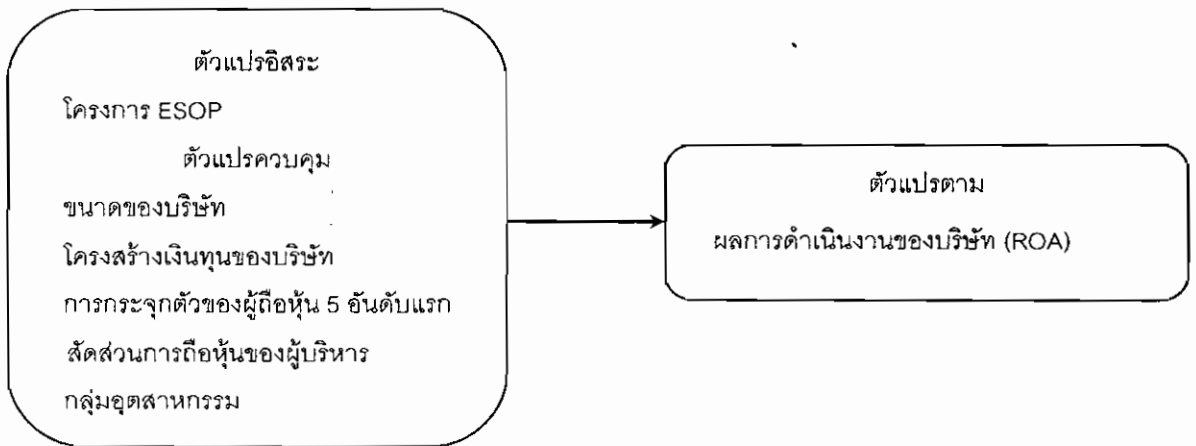
มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท

ในการพิจารณาคำถามงานวิจัยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัท งานวิจัยในอดีตพบว่ามีตัวแปรอื่น ๆ ที่สัมพันธ์กับสถานการณ์นี้ คือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่และบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้สูงมีแนวโน้มที่จะให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร (นันทานันดา, 2552) กลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหาร เนื่องจากขึ้นอยู่กับลักษณะการดำเนินงาน (พรชนก วิถีธรรม, 2554) โครงสร้างการถือหุ้นที่วัดจากร้อยละของการ

ถือหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (Beiner, Drobetz, Schmid & Zimmermann, 2004 อ้างถึงใน ศิลปพร ศรีจันทเพชร, 2552)จากงานวิจัยทั้งหมดจึงผู้วิจัยจึงสร้างกรอบแนวคิดในการวิจัยได้เป็น 4 กรอบแยกตามสมมติฐาน ดังนี้

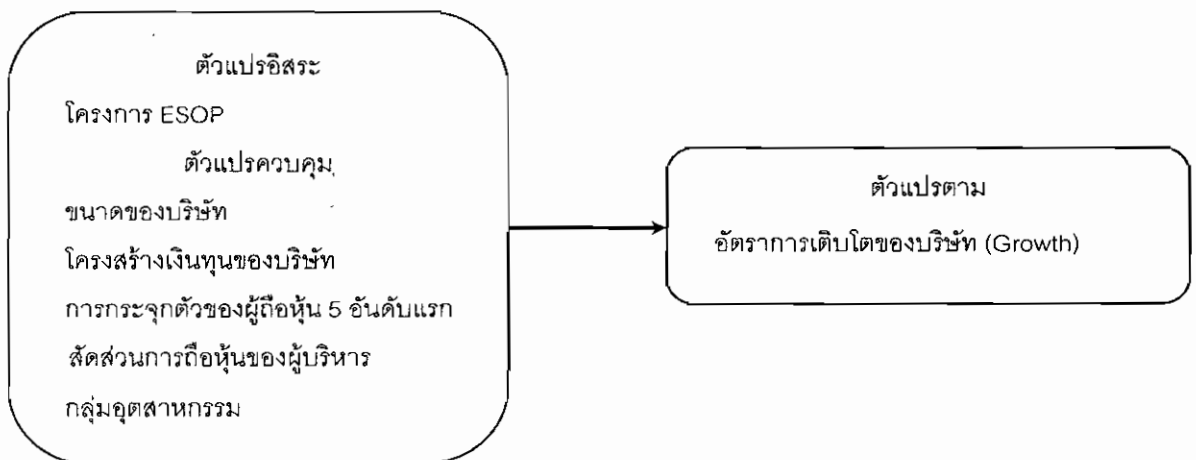
### กรอบแนวคิดในการวิจัย

สมมติฐานที่ H<sub>1</sub> : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท



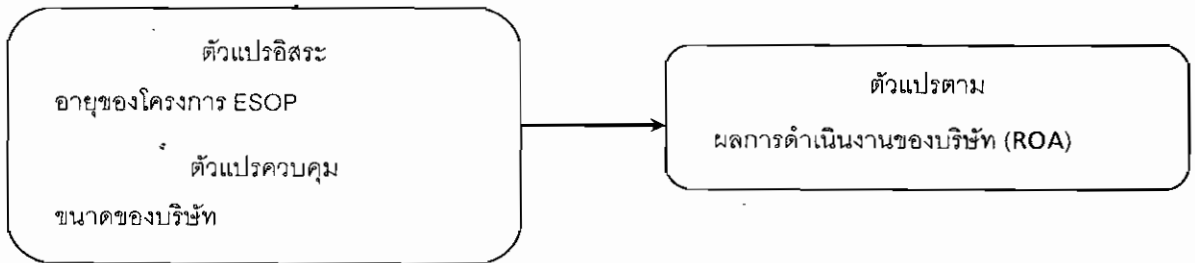
ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดที่ 1

สมมติฐานที่ H<sub>2</sub> : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท



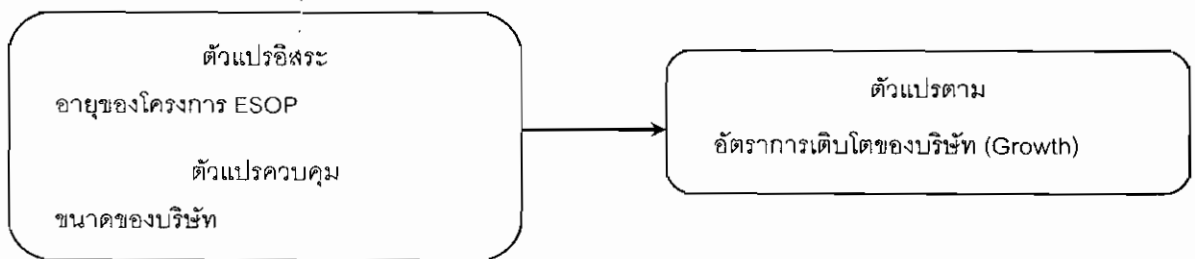
ภาพที่ 1-2 กรอบแนวคิดที่ 2

สมมติฐานที่ H<sub>3</sub> : อายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (ESOP)  
มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (ROA)



ภาพที่ 1-3 กรอบแนวคิดที่ 3

สมมติฐานที่ H<sub>4</sub> : อายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (ESOP)  
มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโต (Growth)



ภาพที่ 1-4 กรอบแนวคิดที่ 4

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยคาดว่าจะได้รับประโยชน์ ดังนี้

1. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นที่จะทราบถึงผลของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อประกอบการตัดสินใจอนุมัติโครงการ
2. เพิ่มองค์ความรู้เกี่ยวกับประสิทธิภาพของอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ESOP ที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ในแต่ละช่วงอายุของโครงการ เพื่อประกอบการตัดสินใจอนุมัติโครงการ

3. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อพนักงานงานผู้ปฏิบัติ นอกเหนือจากคณะกรรมการ ผู้บริหารที่ได้รับสิทธิในการซื้อหุ้น พิจารณาถึงมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทอย่างแท้จริงก่อนการตัดสินใจใช้สิทธิ

4. เพื่อเป็นตัวอย่างสำหรับผู้สนใจและผู้บริหาร ให้สามารถนำไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจและศึกษาค้นคว้าต่อไป

### **ขอบเขตการวิจัย**

การศึกษาคความสัมพันธ์ครั้งนี้ มีขอบเขตการศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงิน ข้อมูลจากแบบแสดงรายการประจำปี (56-1) และแบบแสดงข้อมูลออนไลน์ SET SMART ในระหว่างปี พ.ศ. 2551- 2554 โดยไม่รวมบริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ
2. บริษัทที่ข้อมูลไม่ครบทั้ง 4 ปีต่อเนื่อง
3. บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ธนาคาร ประกันภัย และประกันชีวิต กองทุน เงินทุนและหลักทรัพย์ เนื่องจากมีข้อบังคับพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากธุรกิจอื่น ๆ และบริษัทที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด ซึ่งอยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

### **ข้อจำกัดของการวิจัย**

การศึกษางานวิจัยวัดอัตราการเติบโตของบริษัท โดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมต่อปี โดยมีสมมติฐานว่าสภาพเศรษฐกิจไม่มีผลต่อการดำเนินธุรกิจ ซึ่งอาจทำให้สะท้อนผลการดำเนินงานได้ในระดับหนึ่ง

### **นิยามคำศัพท์**

โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น หมายถึง สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด โดยออกให้เฉพาะผู้บริหารหรือพนักงานของบริษัทโดยเฉพาะ เป็นเครื่องมือที่ใช้เพิ่มแรงจูงใจในการทำงานให้กับพนักงานซึ่งไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทด้วยการทำให้ผลตอบแทนส่วนหนึ่งของพนักงานมีส่วนสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัท

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาและรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องเพื่อเป็นประโยชน์ในการศึกษาวิจัยและได้นำเสนอตามหัวข้อดังต่อไปนี้

1. ความหมายของค่าตอบแทน
2. แนวคิดเกี่ยวกับการให้ผลตอบแทนในรูปโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร
3. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
5. สรุปแนวคิด ทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ความหมายของค่าตอบแทนผู้บริหาร

ผู้วิจัยได้ศึกษาเกี่ยวกับแรงจูงใจที่จะกระตุ้นพนักงานให้ทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพสูงสุดและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงต้องมีการเชื่อมโยงระหว่างทฤษฎีการจูงใจและการปฏิบัติ ซึ่งมีหลายเทคนิคและวิธีการจูงใจที่ยอมรับกันในทางปฏิบัติ เช่น การจ่ายผลตอบแทนทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน การนำระบบรางวัลสร้างแรงจูงใจในการทำงาน เพราะค่าตอบแทนมีความสำคัญต่อบุคคล ค่าตอบแทนสามารถดึงดูดพนักงานที่มีความรู้ความสามารถให้ยังคงทำงานอยู่กับบริษัท ค่าตอบแทนที่เป็นค่าจ้างและเงินเดือนสามารถป้องกันความไม่พอใจของพนักงาน ดังนั้นค่าตอบแทนที่จะเป็นแรงจูงใจให้กับพนักงานได้ดีนั้นจะต้องขึ้นอยู่กับผลการปฏิบัติงานของพนักงานเท่านั้น ซึ่งมีผู้ให้คำนิยามค่าตอบแทนไว้หลากหลาย ดังนี้

Milkovich and Newman (2002 อ้างถึงใน ไพพรรณี โคตรแสนลี, 2550) ค่าตอบแทน หมายถึง รางวัลตอบแทนทั้งหมดที่พนักงานได้รับโดยการแลกเปลี่ยนกับการทำงาน ซึ่งประกอบด้วย ค่าจ้าง (Wage) เป็นค่าตอบแทนที่คำนวณจากอัตรารายชั่วโมงทำงาน เงินเดือน (Salary) เป็นค่าตอบแทนที่จ่ายเป็นรายเดือนหรือรายปี โบนัส (Bonus) หรือรางวัลเหมาจ่าย (Lump-sum Payment) เป็นรางวัล ซึ่งถือเป็นเกณฑ์การจ่ายเพียงครั้งเดียวสำหรับผลการปฏิบัติงานระดับสูง ผลประโยชน์อื่น ๆ (Benefits) เป็นรางวัลที่ให้แก่พนักงาน ซึ่งเป็นผลจากการจ้างงานและการปฏิบัติงานในตำแหน่งต่าง ๆ ขององค์กร หรือหมายถึง ทุกรูปแบบของผลตอบแทนด้านการเงิน บริหาร หรือผลประโยชน์ที่พนักงานได้รับ ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของการสร้างความสัมพันธ์โดยการจ้างงาน

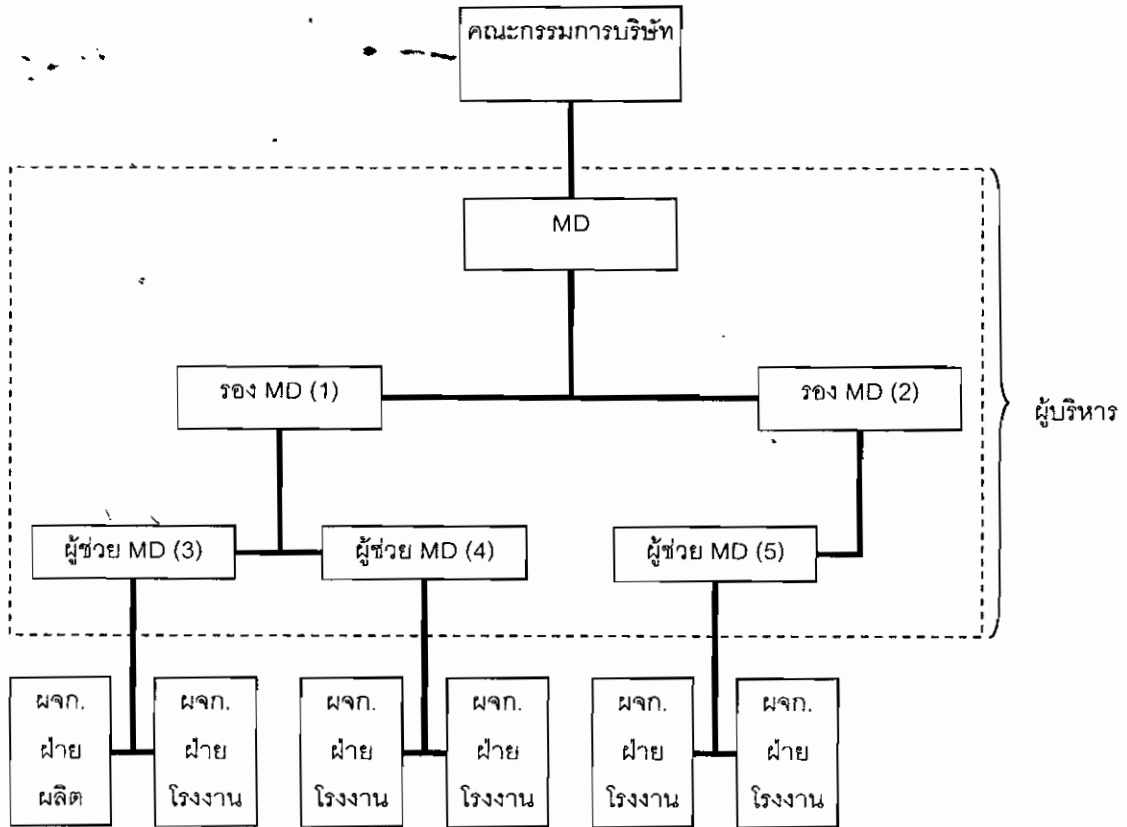


รัชชย สันติวงษ์ (2546 อ้างถึงใน นันนภา นันตา, 2552) ค่าตอบแทนจะเป็นค่ากลางที่ใช้พูดถึงขอบเขตความหมายของค่าตอบแทนรวม (Total Compensation) จะประกอบด้วย ผลตอบแทนที่มีการจ่ายให้โดยตรงเป็นตัวเงิน เช่น ค่าตอบแทนพื้นฐาน ค่าตอบแทนผลงานที่ทำได้ ผลตอบแทนเพื่อการจูงใจและค่าตอบแทนเพิ่มเพื่อการครองชีพกับผลประโยชน์ตอบแทนทางอ้อมที่ได้รับ เช่น เงินบำเหน็จการประกันสุขภาพ และอื่น ๆ ค่าจ้าง เป็นการจ่ายตอบแทนให้กับพนักงานที่จ้างเป็นรายชั่วโมงหรือรายวัน โดยจะจ่ายให้ตามเวลาการทำงานที่ทำจริงในหน้าที่การงาน รวมถึงรายได้รวมของพนักงานรายวันหรือรายชั่วโมง ซึ่งทำงานในช่วงระยะเวลาหนึ่ง โดยการคำนวณตามอัตราค่าจ้างที่ทำงานจริง แต่สำหรับคำว่าเงินเดือน จะหมายถึง จ่ายตอบแทนให้กับผู้บริหาร หัวหน้างานพนักงานในสำนักงาน พนักงานขาย ซึ่งมีการว่าจ้างเป็นช่วงเวลานานกว่ารายชั่วโมงหรือรายวัน เช่น จ้างเป็นรายสัปดาห์ รายบักซ์ รายเดือนหรือรายปี

ไพพรรณี โคตรแสนลี (2550) ค่าตอบแทน หมายถึง ผลประโยชน์ทุกอย่างที่องค์กรจ่ายเพื่อพนักงานทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน และค่าตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต ค่าตอบแทนเหล่านี้จะถูกปรับปรุงเพื่อสะท้อนให้เห็นเครื่องวัดผลการปฏิบัติงาน ประสิทธิภาพในการทำงาน การทำผลกำไรกลับคืนสู่องค์กร ผลตอบแทนที่จ่ายตามผลการปฏิบัติงานที่ใช้กันอย่างกว้างขวางมากที่สุดคือ ค่าจ้าง เงินเดือนที่ใช้กับคนงานการผลิต และโบนัสกำไรที่ใช้กับผู้บริหาร

ค่าจ้างที่บัญญัติไว้ในพระราชบัญญัติคุ้มครองแรงงาน พ.ศ. 2541 หมายความว่า เงินที่นายจ้างและลูกจ้างตกลงกันจ่ายเป็นค่าตอบแทนในการทำงานตามสัญญาจ้างสำหรับระยะเวลาการทำงานปกติเป็นรายชั่วโมง รายวัน รายสัปดาห์ รายเดือน หรือระยะเวลาอื่นหรือจ่ายให้โดยคำนวณตามผลงานที่ลูกจ้างทำได้ในเวลาทำงานปกติของวันทำงาน และให้หมายถึง เงินที่นายจ้างให้แก่ลูกจ้างในวันหยุด และวันลาที่ลูกจ้างมิได้ทำงาน และลูกจ้างมีสิทธิได้รับ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2549) ค่าตอบแทนผู้บริหาร หมายถึง ผลรวมค่าตอบแทนที่จ่ายให้แก่กรรมการผู้บริหารและผู้บริหารทุกราย โดยต้องระบุจำนวนรายและลักษณะของค่าตอบแทนด้วย ผู้บริหาร หมายถึง ผู้จัดการหรือผู้บริหาร 4 รายแรกต่อจากผู้จัดการลงมา และให้หมายความรวมถึงผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารในสายงานบัญชีหรือการเงินที่เป็นระดับผู้จัดการฝ่ายขึ้นไปหรือเทียบเท่า โดยรวมผู้บริหารในระดับผู้ช่วย (MD) ทั้งหมด ทั้งนี้ ค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารดังกล่าว ให้ระบุทั้งค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินและค่าตอบแทนอื่น (ถ้ามี)



ภาพที่ 2-1 โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ค่าตอบแทนที่ให้แก่ผู้บริหารในงานวิจัยนี้ หมายถึง ประโยชน์ทุกอย่างที่องค์กรจ่ายให้กับผู้บริหารทั้งที่เป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน และค่าตอบแทนในอนาคตที่ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของธุรกิจ ค่าตอบแทนเหล่านี้จะถูกสะท้อนออกมาเป็นผลการปฏิบัติงานที่มีประสิทธิภาพเพื่อทำกำไรคืนสู่องค์กร

### แนวคิดเกี่ยวกับการให้ผลตอบแทนในรูปแบบโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร

ในปี 1976 Jensen and Meckling ผู้คิดค้นทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้เสนอให้มีแผนการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหารและพนักงานให้ผูกติดกับราคาหุ้นของบริษัท ได้แก่ การให้สิทธิในการซื้อหุ้น (Stock Option) เพราะจะทำให้ผู้บริหารได้รับประโยชน์สูงสุดเช่นกัน จากแนวคิดดังกล่าวจึงเป็นหัวใจสำคัญที่ทำให้เกิดรูปแบบการให้ผลตอบแทนเพื่อสร้างแรงจูงใจให้แก่พนักงานและผู้บริหารหรือที่เรียกว่า โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น (วณิชฐา

พริยะวัฒน์กุล, 2553) ซึ่งหมายถึง สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด มีลักษณะคล้าย warrant แต่ ออกให้กับผู้บริหารหรือพนักงานของบริษัทโดยเฉพาะ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น จึงเป็นเครื่องมือที่ใช้เพิ่มแรงจูงใจในการทำงานให้พนักงาน ซึ่งไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ด้วยการทำให้ผลตอบแทนส่วนหนึ่งของพนักงาน มีส่วนสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทด้วย (นรินทร์ โอฟารกิจอนันต์, 2551) นั่นคือ หากราคาหุ้นเพิ่ม พนักงานก็ยังสามารถใช้สิทธิในการซื้อหุ้นในราคาเดิมทำให้พนักงานได้กำไร ดังนั้นพนักงานจะให้ความสนใจกับราคาหุ้นของบริษัทมากกว่าการสนใจแต่เงินเดือนที่ได้รับจากบริษัทเพียงอย่างเดียว ซึ่งเป็นพฤติกรรมที่ผู้ถือหุ้นต้องการให้พนักงานของบริษัทเป็น แต่การให้สิทธิดังกล่าวเป็นการกำหนดราคาไว้ล่วงหน้าและภายในระยะเวลาที่กำหนด และไม่สามารถโอนกรรมสิทธิ์ให้ผู้อื่นได้ เพื่อป้องกันการทำกำไรในระยะสั้นด้วยการขายสิทธิซื้อหุ้นของพนักงานให้กับนักลงทุนภายนอก

โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ตามหลักสากลนั้น หมายถึง กองทุนหรือโครงการสวัสดิการที่ตั้งขึ้นเพื่อการเข้าถือกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ของบริษัทนายจ้าง โดยผู้เข้าถือกรรมสิทธิ์ก็คือพนักงานหรือลูกจ้างของบริษัทนั่นเอง โดยปกติ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น จะเป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้นจากเงินสมทบของนายจ้าง (แต่บางกรณีลูกจ้างหรือพนักงาน อาจจะต้องจ่ายเงินสมทบด้วยแต่ในจำนวนที่ไม่มากนัก) เพื่อนำเงินดังกล่าวมาจ่ายซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทนายจ้าง เพื่อประโยชน์ของพนักงานทุกคนเมื่อต้องการออกจากงานเนื่องจากเกษียณอายุหรือเหตุผลใดก็ตาม โดยที่นายจ้างอาจจ่ายเงินสมทบในรูปแบบของหลักทรัพย์ก็ได้ ซึ่งหลักทรัพย์ที่ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ซื้อมาโดยเงินสมทบหรือหลักทรัพย์ที่ได้รับมาจากนายจ้างนั้น จะถูกนำมาจัดสรรให้กับลูกจ้างแต่ละคนตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้ของแต่ละบริษัท (บริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ จำกัด หรือ TSFC, 2543)

สำหรับประเทศไทยนั้นรูปแบบของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มีลักษณะแตกต่างออกไป คือ ไม่ได้อยู่ในรูปแบบกองทุนแล้วมีเงินสมทบแต่ส่วนใหญ่จะจัดสรรอยู่ในลักษณะให้สิทธิพนักงานซื้อหุ้นโดยตรง โดยมีการกำหนดราคาเป็นราคาพิเศษสำหรับพนักงาน แต่ที่นิยมกันมากคือ “การออกไปสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ (warrant)” ให้แทนการซื้อ โดยทันที ทั้งนี้บางบริษัทอาจจัดหาแหล่งเงินกู้ยืมให้กับพนักงานที่ต้องการเงินทุน หรือให้พนักงานจัดหาแหล่งเงินทุนเอง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายของบริษัทนั้น ๆ ซึ่งแหล่งเงินกู้ยืมดังกล่าว ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ทั่วไป และบริษัทหลักทรัพย์ (วณิชฐา พริยะวัฒน์กุล, 2553)

## ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

แม้ว่ารูปแบบของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ของประเทศไทยกับต่างประเทศจะมีความแตกต่างกันแต่ยังคงอยู่บนวัตถุประสงค์เดียวกัน คือ มุ่งหวังให้ผู้บริหารและพนักงานมีความรู้สึกเป็นเจ้าของบริษัททำให้มีส่วนร่วมได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ผลคือการช่วยให้พนักงานรู้สึกมีส่วนร่วมขององค์กร (สุจิตรา ธนานันท์, 2549 อ้างถึงใน วณิชสุธา พิริยะวัฒน์กุล, 2553) ซึ่งเป็นเทคนิคที่ใช้สร้างแรงจูงใจเชิงบวก (Positive Motivation) โดยต้องการให้เกิดความร่วมมือและการสนับสนุนจากพนักงานในการสร้างข้อตกลงที่ดีเพื่อความสำเร็จขององค์กร ซึ่งเทคนิคดังกล่าวจะเชื่อมโยงกับทฤษฎีสองปัจจัย (Motivator-Hygiene Theory)

ทฤษฎีสองปัจจัย (Motivator-hygiene Theory)

Frederick Herzberg นำเสนอทฤษฎี 2 ปัจจัยในการจูงใจ (Two-factors Theory of Motivation) ดังนี้คือ

1. ปัจจัยจูงใจ (Motivation) หรือ ตัวกระตุ้นให้คนทำงาน ได้แก่ ลักษณะของงาน ทำให้ผู้ปฏิบัติมีความพอใจในงาน ใช้ความพยายามและความสามารถทุ่มเทในการทำงานมากขึ้น เช่น ความสำเร็จ การได้รับการยกย่อง ได้รับผิดชอบในงาน ลักษณะงานที่ท้าทายเหมาะกับระดับความสามารถ มีโอกาสก้าวหน้าและพัฒนาตนเองให้สูงขึ้น เป็นต้น

2. ปัจจัยเกื้อกูล/ ปัจจัยอนามัย (Hygiene Factors) ได้แก่ สภาพแวดล้อมของการทำงาน และวิธีการบังคับบัญชาของหัวหน้างาน หากไม่เหมาะสมหรือบกพร่องไป จะทำให้บุคคลรู้สึกไม่พอใจในงาน ซึ่งถ้ามีพร้อมสมบูรณ์ก็ไม่สามารถสร้างความพอใจในงานได้ แต่ยังคงปฏิบัติงานอยู่เพราะเป็นปัจจัยที่ป้องกันความไม่พอใจในงานเท่านั้น ไม่ใช่ปัจจัยที่จะส่งเสริมให้คนทำงานโดยมีประสิทธิภาพหรือผลผลิตมากขึ้นได้ เช่น เงินเดือน สวัสดิการต่าง ๆ ความมั่นคง ความปลอดภัย เป็นต้น

ตามหลักทฤษฎีสองปัจจัย กล่าวว่า การเพิ่มปัจจัยจูงใจและลดผลกระทบเชิงลบของปัจจัยเกื้อกูลจะช่วยให้เกิดแรงจูงใจในการทำงานและช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน ดังนั้นการที่บริษัทให้ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น แก่พนักงาน ถือเป็นปัจจัยในการจูงใจ ซึ่งนอกเหนือจากปัจจัยเกื้อกูล คือ เงินเดือนหรือสวัสดิการต่าง ๆ ที่ได้รับเป็นปกติอยู่แล้ว การเพิ่มปัจจัยในการจูงใจจะทำให้พนักงานมีแรงจูงใจในการทำงานเพิ่มขึ้นและทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ท้ายที่สุดบริษัทก็จะมีผลประกอบการที่ดีขึ้นส่งผลให้ผู้ถือหุ้นก็รู้สึกพอใจไปด้วย

### ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) มองว่าทุกคนมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่างเพื่อประโยชน์ส่วนตัวด้วยต้นทุนทั้งสิ้น การที่ผู้บริหารพยายามจะสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วว่าสิ่งนั้นจะเอื้ออำนวยประโยชน์ให้กับตนเองด้วยในเวลาเดียวกัน นอกจากการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถรู้ข้อตัดสินใจของผู้บริหารย่อมทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเป็นความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยผู้บริหารบางรายอาจตัดทอนผลประโยชน์ให้กับตนเองจากผลตอบแทนทางการเงินที่สูงเกินไป หรือเรียกผลตอบแทนส่วนเพิ่มในรูปแบบต่าง ๆ ที่นอกเหนือจากผลตอบแทนทางการเงิน เช่น รถประจำตำแหน่ง การใช้บัตรเครดิตของบริษัท การพักผ่อนโดยให้บริษัทเป็นผู้ออกค่าใช้จ่าย เป็นต้น จากปัญหาเหล่านี้ ทำให้เกิดกรณีศึกษาหลาย ๆ กรณี เช่น Tyco International (Sorkin, 2002a อ้างถึงใน นิรัญ รัตศรี และ จูติมา สิทธิพงษ์พานิช, 2552) ที่ผู้บริหารบริษัทฉ้อโกงบริษัทเป็นเงิน 170 ล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยใช้จ่ายเป็นเงินโบนัสที่ไม่ได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการและปลอมแปลงบัญชีค่าใช้จ่ายของบริษัทจากการที่นำเงินบริษัทไปใช้ส่วนตัว

การนำเอา ESOP มาใช้ในบริษัทเป็นการช่วยลดปัญหาตัวแทนจากแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Modigliani & Miller, 1958 อ้างถึงใน วณิชฐา พิริยะวัฒน์กุล, 2553) ที่มองว่าผู้ถือหุ้นต่างหากที่เป็นเจ้าของบริษัทที่แท้จริง และผู้บริหารเป็นเพียงตัวแทนของเจ้าของบริษัทที่ช่วยให้การบริหารให้บริษัทเกิดกำไรสูงสุด (Maximize Wealth) ดังนั้นระดับการใช้ความสามารถของผู้บริหารจะขึ้นอยู่กับอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นที่ผู้บริหารถืออยู่ในบริษัท และ ESOP จะช่วยทำให้ผู้บริหารและพนักงานหันมามีจุดมุ่งหมายเดียวกันกับผู้ถือหุ้น เพราะ ESOP ช่วยกระตุ้นให้พนักงานเกิดแรงจูงใจโดยการพยายามสร้างให้พนักงานรู้สึกที่ตัวเองเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทเช่นเดียวกับผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้น (Chen & Kensinger, 1988; วณิชฐา พิริยะวัฒน์กุล, 2553)

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยในต่างประเทศพบว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารที่ได้รับสิทธิในการซื้อหุ้น กับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังต่อไปนี้

Takao, Woochan and Ju (2003 อ้างถึงใน ศิลปะพร ศรีจันเพชร, 2551) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับผลการดำเนินงานทางการเงินในประเทศเกาหลี เพื่อเปรียบเทียบกับประเทศญี่ปุ่นและประเทศสหรัฐอเมริกา โดยกลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เกาหลี ตั้งแต่ปี 1998-2001 พบว่าผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราการเติบโต

ของยอดขายมีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนของผู้บริหารและการจ่ายค่าตอบแทนแก่ผู้บริหารมีผลต่อการดำเนินงานจากมูลค่าทางบัญชี

Mehran (1995 อ้างถึงใน พรชนก วิถีธรรม, 2554) ศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนของผู้บริหารที่อยู่บนพื้นฐานของราคาหลักทรัพย์และสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์จากฝ่ายบริหาร

Leonard (1990 อ้างถึงใน พรชนก วิถีธรรม, 2554) พบว่ากิจการที่มีการวางแผนในการจ่ายผลตอบแทนเพื่อจูงใจผู้บริหารในระยะยาว จะพบการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นมากกว่ากิจการที่ไม่ได้มีการวางแผนการจ่ายผลตอบแทนเพื่อจูงใจผู้บริหาร

Bhagat, Carey, and Elson (1997 อ้างถึงใน นันทนา นันตา, 2552) พบว่าความสัมพันธ์ของการจัดสรรสิทธิในการซื้อหุ้น (Stock option) ให้กับผู้บริหารส่งผลให้โอกาสในการเติบโตของบริษัทสูงขึ้น ทั้งนี้เพราะผู้บริหารจะพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการ ก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าสิ่งนั้นเอื้ออำนวยผลประโยชน์ให้กับตนเองด้วยในเวลาเดียวกัน

Gompers et al. (2003 อ้างถึงใน มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548) พบว่าบริษัทที่มีลักษณะเป็นประชาธิปไตยโดยให้อำนาจส่วนใหญ่แก่ผู้ถือหุ้นจะมีผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ดี มีมูลค่าขององค์กรสูง มีกำไรและอัตราการเติบโตของยอดขายสูงและมีค่าใช้จ่ายลงทุนที่ต่ำกว่าบริษัทที่ให้อำนาจส่วนใหญ่แก่ผู้บริหาร

Yasusshi and Fumio (1960) และ Kruse and Krumova (2000 อ้างถึงใน สุนทรี สุขเกษม, 2555) พบว่ากลุ่มที่มีการให้ตราสารสิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้น มีดัชนีวัดประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่มีการให้ตราสารสิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้น ถึง 16 เปอร์เซ็นต์ และมีความแตกต่างกันในอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2.5 เปอร์เซ็นต์

Botosan and Plumlee (2001 อ้างถึงใน ศิลปะพร ศรีจันเพชร, 2551) พบว่าการให้สิทธิการในการซื้อหุ้นสามัญแก่ผู้บริหารมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของกิจการ

Chen and Kensinger (1988 อ้างถึงใน สุนทรี สุขเกษม, 2555) พบว่า ESOP จะช่วยทำให้ผู้บริหารและพนักงานหันมา มีจุดมุ่งหมายเดียวกันกับผู้ถือหุ้น เพราะ ESOP จะช่วยกระตุ้นให้ผู้บริหารและพนักงานเกิดแรงจูงใจโดยการพยายามสร้างให้พวกเขา รู้สึกว่าตนเองเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร โครงสร้างเงินทุน อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิและกลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมในงานวิจัยมีดังนี้

นันทภา นันทา (2552) ที่ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ได้แก่ ผลการดำเนินงานของบริษัท โอกาสการเติบโตของบริษัท ขนาดของบริษัท สภาพคล่องของบริษัท และโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยเกี่ยวกับรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหาร และการให้ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ในช่วงปี พ.ศ. 2548-2550 พบว่า บริษัทที่มีผลการดำเนินงานดี บริษัทที่มีขนาดใหญ่และบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้สูงมีแนวโน้มที่จะให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ในขณะที่โอกาสการเติบโตของบริษัทและสภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร

พรชนก วิถีธรรม (2554) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2549-2553 พบว่า ค่าตอบแทนของผู้บริหาร มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ ขนาดของกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากขึ้นอยู่กับลักษณะการดำเนินงาน สอดคล้องกับผลการศึกษาของ ภักจิรา ทองอยู่ (2552) แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

อาณัติ สิมัคเดช (2549) อ้างถึงใน ไพพรรณี โคตรแสนลี, 2550) การที่บริษัทให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้แก่พนักงานเป็นส่วนหนึ่งของการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นหรือ Employee Stock Option Ownership Plan เป็นการสร้างแรงจูงใจ และมักส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น โดยศึกษาเหตุการณ์จำนวน 68 ตัวอย่างในประเทศไทยพบว่า การให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้ต่อพนักงานไม่ได้ส่งผลทางบวกต่อประสิทธิภาพการทำงานหรือสร้างความเจริญเติบโตในแง่ของยอดขายแก่บริษัท แต่การให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้อาจถูกใช้เป็นเครื่องมือของฝ่ายบริหารเพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ ซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทนของบริษัทลดลงถึง 4 % ในช่วง 80 วันรอบเหตุการณ์นี้

สุวิลา ทะยะธง (2554) ศึกษาเปรียบเทียบค่าตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงปี พ.ศ. 2551-2553 พบว่า การจ่ายค่าตอบแทนให้กรรมการบริษัท

สอดคล้องกับผลของรายได้ และกำไร(ขาดทุน)สุทธิ ซึ่งเป็นไปตามแนวปฏิบัติที่ดีในการกำหนดค่าตอบแทนกรรมการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Beiner, Drobetz, Schmid and Zimmermann (2004 อ้างถึงใน ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2552) ศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่วัดจากร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ทิฆัมพร รักรธรรม และเสาวนีย์ ลิขณวัฒน์ (2549 อ้างถึงใน สุชลธา บุญการะกุล, 2551) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2545-2547 โดยทำการเก็บข้อมูลจาก สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหาร กรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหาร และกรรมการทั้งหมด รวมถึงตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน 4 ตัวชี้วัด ได้แก่ ROA ROE อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price to Earning Ratio) และอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (Dividend Payout Ratio) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารและคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน คือ ROA และอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการที่ไม่ใช่กรรมการบริหารไม่พบความสัมพันธ์กับตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน

### สรุปแนวคิด ทฤษฎีและเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผลตอบแทนของผู้บริหารนั้น สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ ผลตอบแทนที่เป็นตัวเงิน และไม่เป็นตัวเงิน โดยผลตอบแทนที่เป็นตัวเงินจะอยู่ในรูปแบบของเงินเดือน โบนัส สวัสดิการ เป็นต้น รวมถึงการให้ผลตอบแทนพนักงานในรูปของ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น เพื่อสร้างแรงจูงใจกระตุ้นการปฏิบัติงาน โดยภายใต้ทฤษฎีตัวแทน ที่ความเป็นเจ้าของและผู้บริหารแยกจากกัน และเจ้าของต้องการจูงใจให้ผู้บริหารทำงานอย่างเต็มประสิทธิภาพ โดยมีสัญญาจ้างงานที่ไม่ก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และมุ่งหวังให้ทั้งผู้บริหารและพนักงานมีความรู้สึกเป็นเจ้าของบริษัท ทำให้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น เชื่อมโยงกับทฤษฎีสองปัจจัย ที่โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น ได้สร้างแรงจูงใจและช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงาน เพื่อช่วยให้องค์กรมีผลการปฏิบัติงานที่ดี มีศักยภาพในการแข่งขันและได้ผลตอบแทนที่คืนกลับไปยังองค์กรและผู้ถือหุ้นในที่สุด



การที่ผู้บริหารมีการนำ ESOP มาใช้ย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมมีความคาดหวังว่า โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น จะช่วยสร้างแรงจูงใจให้พนักงานรู้สึกเป็นส่วนเดียวกันกับธุรกิจและสิ่งผลให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานดีขึ้น อย่างไรก็ตาม Lisa and Thomas (1988 อ้างถึงใน วณิชชฐา พิริยะวัฒน์กุล, 2553) ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา จำนวน 85 บริษัทที่เข้าร่วมโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ในช่วงปี 1973-1986 ซึ่งเปรียบเทียบช่วงเวลาก่อนและหลังการนำโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มาใช้ จากการศึกษาไม่พบหลักฐานที่จะแสดงให้เห็นชัดเจนว่าบริษัทที่มีการนำ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ไปใช้ร่วมกับการให้ผลตอบแทนรูปแบบอื่นจะช่วยพัฒนาผลการดำเนินงานของบริษัท แต่หากเป็นบริษัทที่มีการให้ผลตอบแทนพนักงานด้วย โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น เพียงอย่างเดียวจึงจะพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับผลกระทบจากโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ดังกล่าว เนื่องจากผู้บริหารมีอิทธิพลในคณะกรรมการของบริษัทและสามารถใช้อำนาจที่มีกำหนดผลตอบแทนให้กับตนเอง เช่น การปรับราคาใช้สิทธิ์ให้ต่ำเมื่อมีผลประกอบการต่ำและราคาหุ้นต่ำ และฝ่ายบริหารใช้สิทธิ์ในการซื้อหุ้นที่พนักงานได้รับจากบริษัทเจ้าของหุ้นเป็นผู้ออกให้ เพื่อป้องกันการครอบงำกิจการ ส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง รายได้ของกิจการต่ำลง ผลกระทบจากการที่ผู้ถือหุ้นเดิมเสียประโยชน์จากการพยายามควบคุมอำนาจของฝ่ายบริหาร นอกจากนี้ยังมียังมีการมองว่าการออก โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น แล้วทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นนั้นอาจเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีมากกว่า (Chen & Kensinger, 1985 อ้างถึงใน วณิชชฐา พิริยะวัฒน์กุล, 2553)

จากแนวคิด ทฤษฎีและผลงานวิจัยในอดีตที่กล่าวมาแล้วข้างต้น จะเห็นว่าการนำเอาโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมาใช้ในประเทศไทย ยังไม่สามารถที่จะระบุถึงช่วงเวลาที่ได้รับผลประโยชน์จากโครงการดังกล่าวอย่างเต็มประสิทธิภาพเนื่องจากระยะเวลาในการศึกษาของกลุ่มตัวอย่างที่สั้นและยังไม่มีมีการจับผลการดำเนินงานก่อนและหลังการใช้ โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ว่าดีขึ้นอย่างยั่งยืนหรือไม่ และในแต่ละรูปแบบอายุโครงการที่แบ่งออกเป็น 1 ปี 3 ปีและ 5 ปี นั้นจะให้ผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตที่แตกต่างกันหรือไม่

### บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย

การสำรวจและศึกษาเกี่ยวกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในบทนี้จะกล่าวถึงลักษณะของประชากร การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล ตัวแปร และการวัดค่า การทดสอบสมมติฐาน และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

#### ลักษณะประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2551-2554 เนื่องจากจะต้องมีการศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราเติบโตของบริษัทตามอายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ที่มีอยู่ 3 ช่วง คือ 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี ดังนั้นช่วงเวลาดังกล่าวจึงเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมที่สุดที่จะใช้ทำการศึกษาสหรั้บกลุ่มตัวอย่างที่ผู้วิจัยเลือกศึกษาจะไม่ครอบคลุมถึงบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ MAI และกองทุนรวม รวมถึงบริษัทจะต้องไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต กลุ่มบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูการดำเนินเงิน รวมถึงไม่รวมบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนถึงปี 2554 เนื่องจากลักษณะธุรกิจและการดำเนินงานแตกต่างออกไปจึงไม่เหมาะที่จะนำมาเปรียบเทียบกับกลุ่มตัวอย่าง นอกจากนี้จะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนต่อเนื่อง 4 ปี

#### การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2551-2554 ที่มีการเปิดเผยข้อมูลโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ซึ่งได้สำรวจข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) หนังสือชี้ชวนของบริษัท หมายเหตุประกอบงบการเงินและข้อมูลสำคัญทางการเงินในช่วงเวลาดังกล่าว โดยจะใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทตามปีงบการเงินของบริษัท ส่วนอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น จะใช้ข้อมูลตามปีบริษัทและแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยตัดข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนออก ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างมาจำนวน 345 บริษัท ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 3-1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตแยกตามอายุ  
โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ที่ติดต่อกันตามปีบริษัท โดยแยกเป็น  
3 กลุ่ม คือ 1 ปี 3 ปีและ 5 ปี

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวน รวม	หัก ข้อมูลไม่ ครบถ้วน	รวม ทั้งสิ้น	มี ESOP ต่อเนื่อง (ปีบริษัท)			ไม่มี ESOP
				1 ปี	3 ปี	5 ปี	
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	44	-5	39	0	0	2	37
สินค้าอุปโภคบริโภค	42	-4	38	2	2	1	33
สินค้าอุตสาหกรรม	82	-20	62	3	0	7	52
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	99	-29	70	4	6	6	54
ทรัพยากร	29	-5	24	0	0	1	23
บริการ	94	-18	76	5	3	9	59
เทคโนโลยี	39	-3	36	5	5	10	16
จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ทดสอบ	435	-84	345	19	16	36	274

จากตารางที่ 3-1 ได้กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จะใช้ทดสอบทั้งสิ้น คือ 345 บริษัท ซึ่งจำแนก  
ตัวอย่างทดสอบตามตัวแบบที่ 1 และ 2 จะได้จำนวนตัวอย่างได้ทั้งสิ้น 1,416 ตัวอย่าง และจำแนก  
ตัวอย่างทดสอบตามตัวแบบที่ 3 และตัวแบบที่ 4 ได้ตัวอย่างทั้งสิ้น 123 ตัวอย่าง

ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้จะแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ (ตารางที่ 1)

กลุ่มที่ 1 ศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของกลุ่มบริษัทที่มีการออก  
โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ทั้งหมดจำนวน 71 บริษัท (1 ปี =19 บริษัท, 3 ปี  
=16 บริษัท, 5 ปี =36 บริษัท) เปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่มีโครงการออก โครงการให้ค่าตอบแทนเป็น  
สิทธิในการซื้อหุ้น จำนวน 274 บริษัท แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มที่ 2 ศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของกลุ่มบริษัทที่ออกโครงการให้  
ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น อายุ 1 ปี ซึ่งมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 19 บริษัท  
เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตกับกลุ่มบริษัทที่ออกโครงการให้ค่าตอบแทน  
เป็นสิทธิในการซื้อหุ้น อายุ 3 ปี ซึ่งมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 16 บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม  
เดียวกัน

กลุ่มที่ 3 ศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของกลุ่มบริษัทที่ออกโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น อายุ 1 ปี ซึ่งมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 19 บริษัท เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตกับกลุ่มบริษัทที่ออกโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น อายุ 5 ปี ซึ่งมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 36 บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

กลุ่มที่ 4 ศึกษาผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของกลุ่มบริษัทที่ออกโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น อายุ 3 ปี ซึ่งมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 16 บริษัท เปรียบเทียบผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตกับกลุ่มบริษัทที่ออกโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น อายุ 5 ปี ซึ่งมีบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 36 บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานำมาจากรฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เปิดเผยต่อสาธารณชนผ่านระบบการติดต่อสื่อสารที่เชื่อมต่อกับเครื่องคอมพิวเตอร์จากเว็บไซต์ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) มีดังต่อไปนี้

1. รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 28 พฤษภาคม 2556
2. ข้อมูลจากแบบ 56-1 หนังสือชี้ชวน หมายเหตุประกอบงบการเงิน และงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2551-2554 ได้แก่ การออกโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร โครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สินทรัพย์รวมของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย
3. ข้อมูลสถิติอัตราส่วนทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE: ความสามารถในการชำระหนี้) รวบรวมจาก ข้อมูลเปรียบเทียบรายหลักทรัพย์ ใน SETSMART

### ตัวแปรและการวัดค่า

ในการทดสอบ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอายุโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยดังนี้

1. ตัวแปรอิสระ ได้แก่ โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าเป็น 1 และ 0 โดยกำหนดให้บริษัทที่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีค่าเท่ากับ 1 และในบริษัทที่ไม่มีการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีค่าเท่ากับ 0

2. ตัวแปรตาม ได้แก่

2.1 ผลการดำเนินงานของบริษัท วัดค่าจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท

2.2 อัตราการเติบโตของบริษัท วัดค่าจาก อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมของบริษัท ณ ปีนั้น ลบด้วยรายได้รวมของปีก่อนหารด้วยรายได้รวมของปีก่อน ( $\% \Delta \text{Sale}$ )

3. ตัวแปรควบคุม ได้แก่

3.1 ขนาดของบริษัท วัดค่าจากการใช้ลอการิทึมของยอดสินทรัพย์รวมของบริษัท

3.2 โครงสร้างเงินทุนของบริษัท การวัดผลกระทบจากโครงสร้างหนี้ที่มีการวัดที่หลากหลายรูปแบบ ซึ่งในงานวิจัยนี้จะวัดค่าโดยการใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

3.3 การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น วัดค่าจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกของบริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมจากแบบรายงาน 56-1

3.4 สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารบริษัท วัดค่าจากเปอร์เซ็นต์การถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารของบริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมจากแบบรายงาน 56-1

3.5 กลุ่มอุตสาหกรรม แยกศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรมเนื่องจากลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างกัน โดยแบ่งได้ 7 กลุ่ม คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

### ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

$H_1$  : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น

มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

โดยกำหนดตัวแบบสมการถดถอยที่ 1 และ 2 แยกทดสอบแต่ละสมมติฐานดังนี้

ตัวแบบที่ 1: การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
กับผลการดำเนินงาน (ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 DE_{i,t} + \beta_4 TOP5_{i,t} + \beta_5 CEO_{i,t} \\ + \beta_6 Ind1_{i,t} + \beta_7 Ind2_{i,t} + \beta_8 Ind3_{i,t} + \beta_9 Ind4_{i,t} + \beta_{10} Ind5_{i,t} + \beta_{11} Ind6_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

ตัวแบบที่ 2: การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
กับอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

$H_2$  : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น  
มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท

$$\% \Delta Sale_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 DE_{i,t} + \beta_4 TOP5_{i,t} + \beta_5 CEO_{i,t} \\ + \beta_6 Ind1_{i,t} + \beta_7 Ind2_{i,t} + \beta_8 Ind3_{i,t} + \beta_9 Ind4_{i,t} + \beta_{10} Ind5_{i,t} + \beta_{11} Ind6_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่

$ROA_{i,t+1}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท ที่  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t+1$

$\% \Delta Sale_{i,t+1}$  = ร้อยละการเปลี่ยนแปลงของยอดขายของบริษัท ที่  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t+1$

$ESOP_{i,t}$  = 1 ถ้าเป็นเข้าร่วมโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น 0  
ถ้าไม่มี

$Size_{i,t}$  = ลอการิทึมของสินทรัพย์รวมของบริษัทที่  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t$

$DE_{i,t}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t$

$TOP5_{i,t}$  = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรกของบริษัทที่  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t$

$CEO_{i,t}$  = สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทที่  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t$

$Ind1_{i,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 0 ถ้าเป็น  
กลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

$Ind2_{i,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 0 ถ้าเป็นกลุ่ม  
อุตสาหกรรมอื่น

$Ind3_{i,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 0 ถ้าเป็นกลุ่ม  
อุตสาหกรรมอื่น

- $Ind_{4,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ 0 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- $Ind_{5,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 0 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- $Ind_{6,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 0 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- $Ind_{7,t}$  = 1 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี 0 ถ้าเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- $\varepsilon_{i,t}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนหรือความผิดพลาดของบริษัท  $i$  ณ ช่วงเวลา  $t$

ตัวแบบที่ 3 และ 4 จะใช้การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างอายุโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น ที่มีกำหนด 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยใช้สถิติการวิเคราะห์ t-Test ดังนั้นจากสมมติฐานเพื่อสร้างตัวแบบคือ

$H_3$ : อายุของโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

ตัวแบบที่ 3: การศึกษาความแตกต่างของอายุโครงการให้สิทธิในการถือหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานของบริษัท

$H_{3a}$ : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการ ให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น จำนวน 1 ปี และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการ ให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น จำนวน 3 ปี แตกต่างกัน

$H_{3b}$ : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น จำนวน 1 ปี และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น โครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น จำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

$H_{3c}$ : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการ ให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น จำนวน 3 ปี และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น จำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

ตัวแบบที่ 4 : การศึกษาความแตกต่างของอายุโครงการให้สิทธิในการถือหุ้นแก่ผู้บริหาร กับอัตราการเติบโตของบริษัท

$H_4$ : อายุของโครงการให้คำตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท

โดยแบ่งการทดสอบสมมติฐานออกเป็น 3 กลุ่มคือ

$H_{4a}$ : อัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้นจำนวน 1 ปี และอัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้นจำนวน 3 ปี แตกต่างกัน

$H_{4b}$ : อัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้นจำนวน 1 ปี และอัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้นจำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

$H_{4c}$ : อัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้นจำนวน 3 ปี และอัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้นจำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

### การทดสอบสมมติฐาน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการถือหุ้นแก่ผู้บริหารกับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรนั้นสถิติที่ใช้ในการทดสอบเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

$H_1$  : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น  
มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

$H_2$  : โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น  
มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท

นอกจากนี้ยังศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอายุโครงการให้สิทธิในการถือหุ้นแก่ผู้บริหารกับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งในการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น ที่มีกำหนด 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยใช้วิธีการทดสอบ t-Test โดยมีสมมติฐานงานวิจัยคือ

$H_3$  : อายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการถือหุ้น



มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท

$H_4$  : อายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น

มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท

### สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย ประมวลผลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป SPSS โดยผู้วิจัยใช้สถิติเพื่อการวิจัยในครั้งนี้คือ

#### 1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

เพื่อบรรยายลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ซึ่งจะแสดงด้วยค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ามัธยฐานของข้อมูล (Median) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) และสรุปผล

#### 2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ตัวแบบที่ 1 และ 2 ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งเป็นการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวข้องว่ามีความสัมพันธ์ในลักษณะใด ตลอดจนวิเคราะห์ถึงผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม โดยแนวคิดของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระที่มีมากกว่าหนึ่งตัว

ตัวแบบที่ 3 และ 4 ใช้การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างอายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ที่มีกำหนด 1 ปี 3 ปีและ 5 ปี ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยใช้วิธีการทดสอบ t-Test

## บทที่ 4 ผลการวิจัย

การสำรวจและศึกษาเกี่ยวกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร (Employee Stock Option Plan: ESOP) กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในบทนี้จะกล่าวถึงผลจากการใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

### ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และข้อมูลสำคัญทางการเงินในปี พ.ศ. 2551-2554

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรในภาพรวม

ในส่วนของตารางที่ 2 เป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์เบื้องต้นของตัวแปรในตัวแบบที่ได้จากการศึกษาในภาพรวม การกำหนดข้อมูลเบื้องต้นแบ่งเป็น 2 กลุ่มหลัก ๆ คือ 1. ตัวแปรที่สนใจศึกษา 2. ตัวแปรตาม 3. ตัวแปรควบคุม สำหรับสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย

1. ความถี่และร้อยละ (Frequency and Percentage)
2. ค่าต่ำสุด (Minimum: Min)
3. ค่าสูงสุด (Maximum: Max)
4. ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean)
5. ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: SD)

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัท

ตารางที่ 4-1 สถิติเชิงพรรณนาของความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต

ตัวแปร	หน่วย	จำนวนชุดข้อมูล	ค่าต่ำสุด Min	ค่าสูงสุด Max	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD)
กลุ่มตัวอย่างที่มีโครงการ ESOP						
ROA	%	320	-51.30	49.78	9.46	10.88
Growth	%	320	-0.72	9.58	0.36	0.75
Size	log	320	5.68	8.64	6.79	0.68
TOP5	%	320	10.78	96.11	56.74	16.39
CEO	%	320	0.00	80.24	16.90	20.34
DE	%	320	0.02	122.83	1.78	7.13
ESOP	unit	320	1.00	1.00	1.00	0.00
กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีโครงการ ESOP						
ROA	%	1096	-80.95	80.88	7.07	10.87
Growth	%	1096	-0.97	7.19	0.34	0.65
Size	log	1096	5.19	9.15	6.57	0.64
TOP5	%	1096	0.00	99.60	58.03	17.49
CEO	%	1096	0.00	88.09	16.17	19.49
DE	%	1096	0.00	168.84	1.44	5.92
ESOP	unit	1096	0.00	0.00	0.00	0.00

จากตารางที่ 4-1 สามารถอธิบายสถิติเชิงพรรณนาได้ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

กลุ่มมีโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -51.30 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 49.78 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 9.46 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 10.88

กลุ่มไม่มีโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -80.95 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 80.88 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.07 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 10.87

2. อัตราการเติบโต

กลุ่มมีโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -0.72 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 9.58 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.36 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.75

กลุ่มไม่มี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ -0.97 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 7.19 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.34 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.65

3. ค่าลออกาสีที่มีของสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดค่าขนาดของกิจการ (Size)

กลุ่มมี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 5.68 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 8.64 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6.79 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.68

กลุ่มไม่มี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 5.19 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 9.15 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6.57 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.64

4. สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5)

กลุ่มมี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 10.78 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 96.11 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 56.74 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 16.39

กลุ่มไม่มี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.00 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 99.60 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 58.03 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 17.49

5. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

กลุ่มมี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 80.24 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.90 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 20.34

กลุ่มไม่มี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 88.09 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.17 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 19.49

6. โครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดค่า (DE)

กลุ่มมีโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.02 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 122.83 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.78 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 7.13

กลุ่มไม่มี โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 168.84 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.44 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 5.92

7. การเข้าร่วมโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารทั้งตลาดหลักทรัพย์ มีค่าต่ำสุด อยู่ที่ 0.00 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 1.00 ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.00 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.00

## การวิเคราะห์ข้อมูล

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย คือ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

แห่งประเทศไทย โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ ซึ่งใช้วิธีการทดสอบโดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย ซึ่งสามารถแสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ต้องการศึกษาโดยใช้ตัวแบบดังนี้

ตัวแบบที่ 1: การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร

กับผลการดำเนินงาน (ROA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESOP_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 DE_{i,t} + \beta_4 TOP5_{i,t} + \beta_5 CEO_{i,t} + \beta_6 Ind1_{i,t} + \beta_7 Ind2_{i,t} + \beta_8 Ind3_{i,t} + \beta_9 Ind4_{i,t} + \beta_{10} Ind5_{i,t} + \beta_{11} Ind6_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

ตารางที่ 4-2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
กับผลการดำเนินงาน

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	18733.511	11	1703.046	15.954	.000 <sup>b</sup>
	Residual	149868.581	1404	106.744		
	Total	168602.092	1415			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant) IND7 DE Size IND1 TOP5 IND2 CEO IND5 ESOP All, IND3 IND4

ตารางที่ 4-2 (ต่อ)

Coefficients <sup>a</sup>													
Model	Durbin-Watson	R Square	Adjusted R Square	Unstandardized Coefficients				Collinearity Statistics					
				B	Std. Error	t	Sig.	Tolerance	VIF				
1				(Constant)	1.97	0.111	0.104	-15.76	3.21	-4.91	*0.00		
				ESOP				3.12	0.71	4.40	*0.00	0.86	1.17
				TOP5				0.06	0.02	3.89	*0.00	0.95	1.06
				CEO				0.06	0.01	4.28	*0.00	0.91	1.09
				Size				2.69	0.47	5.71	*0.00	0.80	1.25
				DE				-0.24	0.04	-5.32	*0.00	0.98	1.02
				IND1				5.51	1.02	5.40	*0.00	0.73	1.37
				IND2				0.74	1.03	0.72	0.47	0.73	1.36
				IND3				0.30	0.88	0.34	0.74	0.66	1.51
				IND4				-0.54	0.86	-0.63	0.53	0.64	1.57
				IND5				1.83	1.25	1.46	0.14	0.75	1.33
				IND7				-1.98	1.05	-1.89	0.06	0.71	1.41

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors in the Model: (Constant), IND7, DE, Size, IND1, TOP5, IND2, CEO, IND5, ESOP, IND3, IND4

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

\*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-2 ซึ่งแสดงผลของความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน จากการทดสอบสัมประสิทธิ์การถดถอย ดังนี้

1. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรกของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น 3.89 และค่า Sig. = 0.00 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรกของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น 4.28 และค่า Sig. = 0.00 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

3. โครงการ ให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น 4.40 และค่า Sig. = 0.00 หมายความว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

4. ขนาดของกิจการโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดค่า มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น 5.71 และค่า Sig. = 0.00 หมายความว่า ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

5. โครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดค่า (DE) มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นลบ และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น -5.32 และค่า Sig. = 0.00 หมายความว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัท มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

6. กลุ่มอุตสาหกรรม (IND) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีความเป็นอิสระต่อกัน เนื่องจากเมื่อทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระ (VIF) และความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อน พบว่า ค่า VIF มีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ของทุกตัวแปรมีค่าเข้าใกล้ 1 และค่า Durbin Watson มีค่าเท่ากับ 1.97 ซึ่งมีค่าอยู่ในช่วงระหว่าง 1.5-2.5 ดังนั้นตัวแปรทุกตัวจึงไม่อยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) และจากผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยพบว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีโครงสร้างเงินทุน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท

ตัวแบบที่ 2: การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร

กับอัตราการเติบโต (Growth) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

$$\% \Delta \text{Sale}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESOP}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{DE}_{i,t} + \beta_4 \text{TOP5}_{i,t} + \beta_5 \text{CEO}_{i,t} \\ + \beta_6 \text{Ind1}_{i,t} + \beta_7 \text{Ind2}_{i,t} + \beta_8 \text{Ind3}_{i,t} + \beta_9 \text{Ind4}_{i,t} + \beta_{10} \text{Ind5}_{i,t} + \beta_{11} \text{Ind6}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ตารางที่ 4-3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
กับอัตราการเติบโต

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.705	11	.700	1.548	.108 <sup>b</sup>
	Residual	635.073	1404	.452		
	Total	642.778	1415			

a. Dependent Variable: Growth

b. Predictors: (Constant), IND7, DE, Size, IND1, TOP5, IND2, CEO, IND5, ESOP, IND3, IND4

Coefficients <sup>a</sup>										
Model		Durbin-Watson	R Square	Adjusted R Square	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
					B	Std. Error			Tolerance	VIF
1	Constant	1.39	0.012	0.004	0.61	0.21	2.94	0.00		
	ESOP				0.05	0.05	1.04	0.30	0.86	1.17
	TOP5				0.00	0.00	-1.54	0.12	0.95	1.06
	CEO				0.00	0.00	-0.81	0.42	0.91	1.09
	Size				-0.03	0.03	-1.11	0.27	0.80	1.25
	DE				0.00	0.00	-1.09	0.28	0.98	1.02
	IND1				0.18	0.07	2.68	*0.01	0.73	1.37
	IND2				-0.01	0.07	-0.13	0.89	0.73	1.36
	IND3				0.03	0.06	0.58	0.56	0.66	1.51
	IND4				0.08	0.06	1.47	0.14	0.64	1.57
	IND5				0.19	0.08	2.34	0.02	0.75	1.33
	IND7				0.04	0.07	0.55	0.58	0.71	1.41

a. Dependent Variable: Growth

b. Predictors in the Model: (Constant), IND7, DE, Size, IND1, TOP5, IND2, CEO, IND5, ESOP, IND3, IND4



\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

\*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-3 ซึ่งแสดงผลของความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับอัตราการเติบโตของบริษัท จากการทดสอบสัมประสิทธิ์การถดถอย ดังนี้

1. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรกของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น -1.54 และค่า Sig. = 0.12 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรกของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตของบริษัท

2. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น -0.81 และค่า Sig. = 0.42 หมายความว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตของบริษัท

3. โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น 1.40 และค่า Sig. = 0.30 หมายความว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตของบริษัท

4. ขนาดของกิจการโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดค่า (Size) มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นลบ และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น -1.11 และค่า Sig. = 0.27 หมายความว่า ขนาดของกิจการ มีไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตของบริษัท

5. โครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดค่า (DE) มีค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) มีค่าเป็นบวก และค่าสถิติทดสอบ (t) เป็น -1.09 และ ค่า Sig. = 0.28 หมายความว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการเติบโตของบริษัท

6. กลุ่มอุตสาหกรรม มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการเติบโต ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

จากผลการวิเคราะห์พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมมีความเป็นอิสระต่อกัน เนื่องจากเมื่อทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระ (VIF) และความเป็นอิสระของค่าคลาดเคลื่อน พบว่า ค่า VIF มีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ของทุกตัวแปรมีค่าเข้าใกล้ 1 และค่า Durbin Watson มีค่าเท่ากับ 1.39 ซึ่งมีค่าต่ำกว่าช่วงระหว่าง 1.5 – 2.5 ดังนั้นตัวแปรทุกตัวจึงไม่อยู่ในระดับที่ก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinerity) และจากผลการทดสอบ

ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยพบว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรา  
การเติบโตของบริษัท

ตัวแบบที่ 3: การศึกษาความแตกต่างของอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
กับผลการดำเนินงาน ของบริษัท (ผลตามตารางที่ 5-4)

$H_{3a}$ : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
จำนวน 1 ปี และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร  
จำนวน 3 ปี แตกต่างกัน

ตารางที่ 4-4 ความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 3 ปี  
กับผลการดำเนินงานของบริษัท

		Paired Samples Statistics					
		Statistic	Bootstrap <sup>a</sup>				
			Bias	Std. Error	95% Confidence Interval		
					Lower	Upper	
Pair 1	ROA31	Mean	9.039	0.000	0.047	8.972	9.105
		N	37				
	ROA13	Mean	8.767	0.001	0.097	8.629	8.905
		N	37				

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

		Paired Samples Test					
		Paired Differences			t	df	Correlation
		Mean	Std. Deviation	Std. Error			
Pair 1	ROA31- ROA13	0.272	17.784	2.924	0.093	36.000	-0.016

## ตารางที่ 4-4 (ต่อ)

		Bootstrap for Paired Samples Test				
		Bootstrap <sup>a</sup>				
				Sig. (2-tailed)	95% Confidence Interval	
		Bias	Std. Error		Lower	Upper
Pair 1	ROA31- ROA13	0.000	0.050	*0.001	0.200	0.343

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-4 ซึ่งแสดงผลของความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 3 ปี กับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจากการทดสอบ t-Test พบว่าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ -0.016 แสดงว่าข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามหรือในทางลบในระดับค่อนข้างต่ำ ค่าเฉลี่ยของ ผลการดำเนินงาน 3 ปี มากกว่าผลการดำเนินงาน 1 ปี = 0.272 ค่า Sig.(2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับ  $H_{3a}$  สรุปได้ว่า ผลการดำเนินงานของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารอายุ 1 ปี แตกต่างกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

$H_{3b}$ : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 1 ปี และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

ตารางที่ 4-5 ความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 5 ปี  
กับผลการดำเนินงาน ของบริษัท

		Paired Samples Statistics					
		Statistic	Bootstrap <sup>a</sup>				
			Bias	Std. Error	95% Confidence Interval		
						Lower	Upper
Pair 1	ROA51	Mean	10.548	0.000	0.046	10.484	10.613
		N	48				
	ROA15	Mean	9.244	0.000	0.013	9.226	9.262
		N	48				

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

		Paired Samples Test					
		Paired Differences			t	df	Correlation
		Mean	Std. Deviation	Std. Error			
Pair 1	ROA51-ROA15	1.304	13.780	1.989	0.656	47.000	0.304

		Bootstrap for Paired Samples Test					
		Bootstrap <sup>a</sup>			Sig. (2-tailed)	95% Confidence Interval	
		Bias	Std. Error			Lower	Upper
Pair 1	ROA51 - ROA15	0.000	0.059		*0.001	1.221	1.386

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-5 ซึ่งแสดงผลของความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 5 ปี กับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจากการทดสอบ t-Test พบว่าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.304 แสดงว่าข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันหรือในทางบวก ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงาน 5 ปี มากกว่าผลการดำเนินงาน 1 ปี = 1.304 ค่า Sig.(2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับ  $H_{3b}$  สรุปได้ว่า ผลการดำเนินงานของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปี แตกต่างกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 5 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

$H_{3c}$  : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 3 ปี และผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

ตารางที่ 4-6 ความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปีและ อายุ 5 ปี กับผลการดำเนินงานของบริษัท

		Paired Samples Statistics					
		Statistic	Bootstrap <sup>a</sup>				
			Bias	Std. Error	95% Confidence Interval		
					Lower	Upper	
Pair 1	ROA53	Mean	10.698	0.000	0.000	10.698	10.698
		N	38				
	ROA35	Mean	11.473	0.000	0.000	11.473	11.473
		N	38				

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

		Paired Samples Test					
		Paired Differences				Correlation	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	t	df	n
Pair 1	ROA53 - ROA35	-0.775	11.051	1.793	-0.432	37.000	0.147

ตารางที่ 4-6 (ต่อ)

		Bootstrap for Paired Samples Test				
		Bootstrap <sup>a</sup>				
		Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	95% Confidence Interval	
					Lower	Upper
Pair 1	ROA53 - ROA35	0.000	0.000	*0.001	-0.775	-0.775

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-6 ซึ่งแสดงผลของความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปีและ อายุ 5 ปี กับผลการดำเนินงานของบริษัทจากการทดสอบ t-Test พบว่าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.147 แสดงว่าข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันหรือในทางบวก ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงาน 3 ปี มากกว่าผลการดำเนินงาน 5 ปี = 0.775 ค่า Sig.(2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับ  $H_{3c}$  สรุปได้ว่า ผลการดำเนินงานของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปี แตกต่างกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 5 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตัวแบบที่ 4: การศึกษาความแตกต่างของอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับอัตราการเติบโตของบริษัท (ผลตามตารางที่ 5-7)

$H_{4a}$ : อัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 1 ปี และอัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 3 ปี แตกต่างกัน

ตารางที่ 4-7 ความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 3 ปี  
กับอัตราการเติบโต ของบริษัท

Paired Samples Statistics							
		Bootstrap <sup>a</sup>					
		Statistic	Bias	Std. Error	95% Confidence Interval		
					Lower	Upper	
Pair 1	GROWTH31	Mean	0.322	0.001	0.021	0.292	0.352
		N	37				
	GROWTH13	Mean	0.398	0.000	0.000	0.398	0.398
		N	37				

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

Paired Samples Test							
		Paired Differences			t	df	Correlation
		Mean	Std. Deviation	Std. Error			
Pair 1	GROWTH31 - GROWTH13	-0.076	0.604	0.099	-0.764	36.000	0.554

Bootstrap for Paired Samples Test						
		Bootstrap <sup>a</sup>				
		Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	95% Confidence Interval	
					Lower	Upper
Pair 1	GROWTH31 - GROWTH13	0.001	0.021	*0.001	-0.106	-0.046

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-7 ซึ่งแสดงผลของความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 3 ปี กับอัตราการเติบโต ของบริษัทจากการทดสอบ t-Test พบว่าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.554 แสดงว่าข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันหรือในทางบวก ค่าเฉลี่ยของ Growth 1 ปี มากกว่า Growth 3 ปี = 0.076 ค่า Sig.(2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับ  $H_{4a}$  สรุปได้ว่า อัตราการเติบโตของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีแตกต่างกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

$H_{4b}$ : อัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 1 ปี และอัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

ตารางที่ 4-8 ความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 5 ปี กับอัตราการเติบโต ของบริษัท

		Paired Samples Statistics					
		Statistic	Bootstrap <sup>a</sup>				
			Mean	Std. Deviation	Bias	Std. Error	95% Confidence Interval
		Lower					Upper
Pair 1	GROWTH51	Mean	0.319	0.000	0.003	0.315	0.323
		N	48				
	GROWTH15	Mean	0.439	0.000	0.014	0.420	0.458
		N	48				

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples



ตารางที่ 5-8 (ต่อ)

		Paired Samples Test					
		Paired Differences			t	df	Correlation
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean			
Pair 1	GROWTH51 - GROWTH15	-0.120	0.321	0.046	-2.592	47.000	0.777

		Bootstrap for Paired Samples Test				
		Bootstrap <sup>a</sup>			95% Confidence Interval	
		Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	Lower	Upper
Pair 1	GROWTH51 - GROWTH15	0.000	0.011	*0.001	-0.136	-0.104

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-8 ซึ่งแสดงผลของความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 1 ปีและ อายุ 5 ปี กับอัตราการเติบโตของบริษัทจากการทดสอบ t-Test พบว่าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.777 แสดงว่าข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันหรือในทางบวก ค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโต 1 ปี มากกว่าอัตราการเติบโต 5 ปี = 0.120 ค่า Sig.(2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับ  $H_{4b}$  สรุปได้ว่า อัตราการเติบโตของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารอายุ 1 ปี แตกต่างกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 5 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

$H_{4c}$ : อัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารจำนวน 3 ปี และอัตราการเติบโตของบริษัทที่มีอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร จำนวน 5 ปี แตกต่างกัน

ตารางที่ 4-9 ความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปีและ อายุ 5 ปี  
กับอัตราการเติบโตของบริษัท

Paired Samples Statistics							
		Statistic	Bias	Std. Error	Bootstrap <sup>a</sup>		
					95% Confidence Interval		
					Lower	Upper	
Pair 1	GROWTH53	Mean	0.573	0.000	0.000	0.573	0.573
		N	38				
	GROWTH35	Mean	0.353	0.000	0.000	0.353	0.353
		N	38				

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

Paired Samples Test							
		Paired Differences					
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	t	df	Correlation
Pair 1	GROWTH53 - GROWTH35	0.221	1.534	0.249	0.886	37.000	0.244

Bootstrap for Paired Samples Test						
		Bias	Std. Error	Sig. (2-tailed)	Bootstrap <sup>a</sup>	
					95% Confidence Interval	
					Lower	Upper
Pair 1	GROWTH53 - GROWTH35	0.000	0.000	0.001	0.221	0.221

a. Unless otherwise noted, bootstrap results are based on 1000 stratified bootstrap samples

\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\*ณ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 4-9 ซึ่งแสดงผลของความแตกต่างของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปีและ อายุ 5 ปี กับอัตราการเติบโต ของบริษัทจากการทดสอบ t-Test พบว่าค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ 0.244 แสดงว่าข้อมูลมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันหรือในทางบวก ค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโต 5 ปี มากกว่าอัตราการเติบโต 3 ปี = 0.221 ค่า Sig.(2-tailed) = 0.001 ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับ  $H_{4c}$  สรุปได้ว่า อัตราการเติบโตของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 3 ปี แตกต่างกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร อายุ 5 ปี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

### สรุปผลการทดสอบ

สมมติฐานโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในเชิงบวก สอดคล้องกับงานของ ไพพรรณี ไครตแสนลี (2550) ที่พบว่าค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของมูลค่าเฉลี่ยใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่อย่างมีนัยสำคัญที่  $\alpha = 0.05$

สมมติฐานโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตสอดคล้องกับงานวิจัยของ อาณัติ สิมัคเดช (2549) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของยอดขายของกิจการไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร แก่พนักงาน

สมมติฐานอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีความแตกต่างกันในแต่ละช่วงอายุ ในผลการดำเนินงาน ของบริษัท พบความแตกต่างในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่  $\alpha = 0.01$

สมมติฐานอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารมีความแตกต่างกันในแต่ละช่วงอายุ ในอัตราการเติบโต ของบริษัท พบความแตกต่างในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญที่  $\alpha = 0.01$

ตารางที่ 4-10 สรุปผลการทดสอบ

	สมมติฐานงานวิจัย	ผลการทดสอบ
H <sub>1</sub>	: โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท	ยอมรับสมมติฐาน
H <sub>2</sub>	: โครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท	ปฏิเสธสมมติฐาน
H <sub>3</sub>	: อายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท	ยอมรับสมมติฐาน
H <sub>4</sub>	: อายุโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโตของบริษัท	ยอมรับสมมติฐาน

## บทที่ 5

### สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้ศึกษาเกี่ยวกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จุดประสงค์เพื่อศึกษาอายุของโครงการให้ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้น ในแต่ละช่วงเวลาว่าสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทแตกต่างกันหรือไม่ และเพิ่มช่องทางให้นักลงทุนได้ประเมิณผลการดำเนินของบริษัทผ่านโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท โครงสร้างเงินทุนของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารบริษัทและกลุ่มอุตสาหกรรม การศึกษาค้นคว้านี้เก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีระหว่างปี 2551-2554 รวมระยะเวลา 4 ปี โดยผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างได้ จำนวน 345 ตัวอย่าง นำข้อมูลทั้งหมดมาประมวลผลด้วย SPSS for window โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาเพื่อบรรยายลักษณะของตัวอย่าง ซึ่งจะแสดงด้วย ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด จากนั้นทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ และทดสอบอายุของโครงการซึ่งวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างอายุโครงการ ESOP ที่มีกำหนด 1 ปี 3 ปีและ 5 ปี ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยใช้วิธีการทดสอบ t-Test (ได้ผลการวิจัยสรุป ดังนี้

#### สรุปผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2554 ในการนำมาศึกษาเกี่ยวกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท โครงสร้างเงินทุนของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Mehran (1995) ที่ศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนของผู้บริหารที่อยู่บนพื้นฐานของราคาหลักทรัพย์และสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์จากฝ่ายบริหาร และงานวิจัยของไพพรรณี โคตรแสนลี (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของพนักงานที่ขึ้นอยู่กับผลประกอบการในอนาคต ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรก (SET100) ในช่วงปี 2546-2548 พบว่าผลตอบแทนพนักงานที่ผูกติดกับผลประกอบการในอนาคตมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารคืออัตราการเติบโต ซึ่งวัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้ของบริษัท ซึ่งผู้วิจัยสังเกตว่าอาจเกิดจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้กับฝ่ายบริหารของบริษัทที่ผูกไว้กับกำไรทางบัญชีหรือผลประกอบการของบริษัท ซึ่งอาจเป็นสิ่งที่กระตุ้นให้ผู้บริหารทำการตกแต่งตัวเลขกำไรให้ผิดเพี้ยนไปจากความเป็นจริงเพื่อเพิ่มผลตอบแทนให้กับตนเอง สอดคล้องกับงานวิจัยของ อาณัติ สิมัคเดช (2549) ที่พบว่าการเพิ่มขึ้นของยอดขายของกิจการไม่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการให้โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร แก่พนักงาน โดยขยายการศึกษาความสัมพันธ์ของยอดขายในปีที่ให้ ESOP แก่พนักงาน และถัดไปอีก 1-2 ปี ก็ไม่พบว่าการให้โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร แก่พนักงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย และจากการศึกษาของ Mikkelson and Partch (1994 อ้างถึงใน ไพพรรณี โคตรแสนลี, 2550) การให้โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร เพื่อเพิ่มสิทธิการออกเสียงของฝ่ายบริหาร พบว่าหลังให้โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร แก่พนักงาน บริษัทกลับมีรายได้ต่ำกว่าเดิม และจากการแทรกแซงของผู้บริหารที่มีอิทธิพลสามารถกำหนดราคาผลตอบแทนให้ตนเอง เช่น มีการปรับราคาใช้สิทธิ์ลดลงเมื่อผลประกอบการออกมาต่ำกว่าที่คาดการณ์และราคาหุ้นตกหรือพฤติกรรมที่ผู้บริหารป้องกันความเสี่ยงจากสิทธิ์ในการซื้อหุ้นของตนเองด้วยการรับใช้สิทธิ์เปลี่ยนเป็นหุ้นเมื่อถึงเวลาใช้สิทธิ์แล้วขายหุ้นนั้น

สำหรับตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า ตัวแปรควบคุมทุกตัวมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตบริษัท ยกเว้น โครงสร้างเงินทุนของบริษัท ที่ไม่พบความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต ตรงข้ามกับงานวิจัยของ นันนภา นันตา (2552) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเป็นปัจจัยที่ทำให้บริษัทตัดสินใจให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงาน

นอกจากนี้ยังศึกษาวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างอายุโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ที่มีกำหนด 1 ปี 3 ปี และ 5 ปี ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน พบว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร มีอายุสั้น คือ 1 ปี มีอัตราการเติบโตที่มากกว่าอัตราการเติบโตของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ระยะยาวคือ 5 ปี แต่เมื่อเปรียบเทียบโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ระยะปานกลาง 3 ปี กับโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ระยะสั้น 1 ปี พบว่า ระยะปานกลาง มีอัตราการเติบโตที่มากกว่า ระยะสั้น ส่วนโครงการระยะยาว 5 ปี เปรียบเทียบกับโครงการระยะปานกลาง 3 ปี พบว่าอัตราการเติบโตของระยะยาวมีมากกว่าระยะปานกลาง สำหรับผลการดำเนินงานนั้น พบว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ระยะปานกลางมีผลการดำเนินงานที่สูงกว่า โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ระยะสั้นและระยะยาว แสดงว่า เมื่อเริ่มโครงการในระยะแรกผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโตจะดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัดและจะมีลักษณะเติบโตคงที่เมื่อระยะเวลาของโครงการยาวนานขึ้น

## อภิปรายผล

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงานและอัตราการเติบโต ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การเข้าร่วมโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ผันแปรไปในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน แสดงว่าผู้ถือหุ้นมีการใช้สิทธิซื้อหุ้นให้แก่พนักงานเป็นเครื่องมือสำคัญที่ต้องการสร้างแรงจูงใจให้พนักงานขององค์กรปฏิบัติงานอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้องค์กรมีผลการดำเนินงานที่ดี และเป็นการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่สำหรับอัตราการเติบโตของบริษัทที่วัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายให้ผลตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นผลมาจากพนักงานที่ได้รับสิทธิ์และนำสิทธิ์มาใช้ ส่วนใหญ่เป็นพนักงานฝ่ายบริหารที่มีความพร้อมในการนำเงินมาลงทุนใช้สิทธิ์ ซึ่งเป็นพนักงานกลุ่มน้อยในบริษัท ทำให้อัตราการเติบโตซึ่งเป็นภาพรวมของบริษัทไม่สามารถแสดงผลออกมาได้อย่างชัดเจน ซึ่งการที่พนักงานได้รับสิทธิในการซื้อหุ้นจากบริษัทไม่ได้ส่งผลทางบวกต่อประสิทธิภาพในการทำงานหรือสร้างความเจริญเติบโตในแง่ของยอดขายของบริษัท นอกจากนี้โครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ที่มีอายุสั้น 1 ปี จะให้อัตราการเติบโตที่สูงกว่าโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ที่มีอายุยาว 5 ปี และยืนยันผลจากการเปรียบเทียบโครงการอายุปานกลาง 3 ปี และอายุยาว 5 ปี ที่ตรงกันคือ โครงการที่อายุสั้นกว่าจะให้อัตราการเติบโตที่สูงกว่า เนื่องจากการเริ่มต้น

โครงการในระยะแรกจะมีผลกระตุ้นในพนักงานเกิดการพัฒนาประสิทธิภาพการทำงานมากกว่าโครงการที่มีระยะเวลายาวนาน สอดคล้องกับทฤษฎีการตื่นตัวที่เมื่อพนักงานถูกกระตุ้นจากโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ก็จะมีปฏิกิริยาตอบสนองในระดับสูงในระยะแรกและจะลดลงเมื่อเวลาผ่านไป และจากผลการดำเนินงานที่ศึกษาพบว่า มีระดับผลการดำเนินงานที่ค่อย ๆ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องและจะเริ่มคงที่ในโครงการระยะยาว 5 ปี ซึ่งเป็นผลมาจากแรงจูงใจตามวัตถุประสงค์ของโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร ที่ต้องการให้พนักงานและผู้บริหารปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กรอย่างยั่งยืนให้เป็นไปตามความต้องการของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท

ข้อจำกัดของการวิจัย

การศึกษางานวิจัยวัดอัตราการเติบโตของบริษัท โดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมต่อปี โดยมีสมมติฐานว่าสภาพเศรษฐกิจไม่มีผลต่อการดำเนินธุรกิจ ซึ่งอาจทำให้สะท้อนผลการดำเนินงานได้ในระดับหนึ่ง

### ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร กับผลการดำเนินงาน หลังจากมีกอร์บังคับใช้มาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 2 เรื่อง การจ่ายโดยใช้หุ้นเป็นเกณฑ์ ซึ่งกำหนดให้ถือปฏิบัติสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มต้นตั้งแต่วันที่หรือหลังจากวันที่ 1 มกราคม 2554 เป็นต้นไป จึงเป็นอีกประเด็นที่น่าสนใจที่จะทำการศึกษา เพราะงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยไม่ได้นำตัวแปรนี้เข้ามาเกี่ยวข้องด้วย
2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน โดยใช้ตัวแปรที่แตกต่างกันออกไป เช่น จำนวนหุ้นที่ให้สิทธิ จำนวนหุ้นที่มีการเข้ามาใช้สิทธิ ราคาตลาดของหุ้น ณ วันนั้น



## บรรณานุกรม

- คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2544). *ESOP ที่ไม่ใช่หุ้นทาน*. วันที่ค้นข้อมูล 13 เมษายน 2556, เข้าถึงได้จาก [http://www.sec.or.th/investor\\_edu/info\\_media/article/manager027\\_011050.pdf](http://www.sec.or.th/investor_edu/info_media/article/manager027_011050.pdf)
- ทิฆัมพร วัชรธรรม และเสาวนีย์ ลิขณวัฒน์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 5, 4-11.
- ธงชัย สันติวงษ์. (2546). *การบริหารงานบุคคล* (พิมพ์ครั้งที่ 6). กรุงเทพฯ : ไทยวัฒนาพานิช.
- นรินทร์ โอฬารกิจอนันต์. (2551). ESOP (Employee Stock Options) คืออะไร. วันที่ค้นข้อมูล 13 เมษายน 2556, เข้าถึงได้จาก <http://www.cpaccount.net/accounting-article-section/43-accounting-article-category/231-esop-employee-stock-option>.
- นันทนา นันตา. (2552). *การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการให้สิทธิในการซื้อหุ้นแก่ผู้บริหาร : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. งานนิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- บริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ จำกัด หรือ TSFC. (2543). เข้าถึงได้จาก <http://www.tsfc.co.th/pdf/Apr2246.pdf>.
- พรชนก วิถีธรรม. (2554). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น*. การศึกษาด้วยตนเองปริญญาโทมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ไพพรรณี โคตรแสนลี. (2550). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของพนักงานกับผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. งานนิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 106, 13-22.
- วณิชฐา พิริยะวัฒน์กุล. (2553). *การวัดประสิทธิผลของการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ Employee Stock Option Plan (ESOP)*. การศึกษาด้วยตนเองปริญญาโทมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2552). ความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้น กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 3, 73-75.
- สุจิตรา ธนานันท์. (2549). การมีส่วนร่วมของพนักงาน. วันที่ค้นข้อมูล 13 เมษายน 2556, เข้าถึงได้จาก <http://nidampa9phitsanulok.net/download/620/sujitra/slide5.ppt>
- สุวิลา ทະຍະธง. (2554). การศึกษาเปรียบเทียบค่าตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2551 ถึง 2553. การค้นคว้าแบบอิสระ บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- หิรัญ รัตศรี และฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช. (2552). กรณีศึกษาการกำกับดูแลกิจการ. การกำกับดูแล เพื่อสร้างมูลค่ากิจการ. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 23(69), 1-20.
- อานัติ สัมคเดช. (2546). Employee Stock Option เครื่องมือสร้างแรงจูงใจหรือฉ้อฉลและ แนวทางการบันทึกบัญชีเพื่อสร้างความโปร่งใส. *สรรพากรศาสตร์*, 3(50), 11-37.
- \_\_\_\_\_. (2549). ผลกระทบจากแผนการแปลงพนักงานเป็นผู้ถือหุ้นต่อราคาหุ้น: กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 111(29), 11-28.
- Beiner, S., Drobetz, S. & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism?. *Kyklos*, 57(3), 327-356.
- Bhagat, S., Carey, C. D., & Elson, M. C. (1997). Director Ownership, Corporate Performance and Management Turnover. n.p.
- Borstadt, L. F., & Zvirlein, T. J., (1995). ESOP in publicly held companies: Evidence on productivity and firm performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 52(4), 1495-1517.
- Botosan, C., & Marlene, P. (2001). Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. *The Accounting Review*, 80(1), 21-53.
- Chen, A. & John, W. K. (1985). Innovations in Corporate Financing: Tax-Deductible Equity. *Financial Management*, 14, 44-45.
- Frederick, H. (1959). *The Motivation to Work*. New York: Wiley.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4).

- Kruse, R., & Krumova, S. (2000). *Stock Option Incentives and Firm Performance*. Working Paper. Evanston: Kellogg School of Management, Northwestern University.
- Leonard, J. S., (1990). Executive pay and firm performance. *Industrial and Labor Relations Review* 43, 13S-29S.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation, ownership and firm performance, *Journal of Financial Economics*. 38, 163-184.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48( 3), 261-297.
- Sorkin, A. R., (2002). *2 Top Tyco Executives Charged With \$600 Million Fraud Scheme*. New York: The New York Times.
- Takao, K., Woochan, K., & Ju, H. L. (2003). *Executive Compensation and firm Performance in Korea*. Doctoral dissertation, Department of Economic, Colgate University.
- Yasusshi, K., & Fumio, T. (1996). The productivity effects of information sharing, profit sharing and ESOPs. *Journal of the Japanese and International Economics*, 11, 385-402