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

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด

ชิดชญา จันทเพ็ชร์

26 มิ.ย. 2558
347792

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา
สิงหาคม 2557
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณางานนิพนธ์ของ ชิดชญา จันทเพ็ชร์ ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์

..... อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร. พรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ)

คณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์

..... ประธาน

(ดร. พรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ)

..... กรรมการ

(ดร. ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์)

..... กรรมการ

(ดร. อิสราภรณ์ ทนุผล)

คณะการจัดการและการท่องเที่ยวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับบนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพา

..... คณบดีคณะการจัดการและการท่องเที่ยว

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์พัชนี นนทศักดิ์)

วันที่ ๗ เดือน สิงหาคม พ.ศ.2557

ประกาศคุณูปการ

งานนิพนธ์ฉบับนี้ สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความช่วยเหลือและการสนับสนุนที่ดีจากบุคคลหลายท่าน ซึ่งคณะผู้วิจัยต้องขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

ขอกราบขอบพระคุณ ดร. พรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ ที่ปรึกษางานนิพนธ์ครั้งนี้ที่ให้ความกรุณาให้คำปรึกษา แนะนำแนวทางที่ถูกต้องและเป็นประโยชน์และให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ของการศึกษาฉบับนี้ด้วยความละเอียดถี่ถ้วนจนงานนิพนธ์นี้เสร็จสมบูรณ์และขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ดร. อิสราภรณ์ ทนุผล และท่านอาจารย์ ดร. ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์ ที่ท่านได้กรุณามาเป็นกรรมการสอบงานนิพนธ์ ตลอดจนคำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งคณาจารย์ของคณะการจัดการท่องเที่ยว สาขาวิชาการบัญชี มหาวิทยาลัยบูรพาทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ต่าง ๆ ตลอดการศึกษาในหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิตให้แก่ผู้วิจัยจนสามารถทำการศึกษานี้ได้สำเร็จ ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

สิ่งที่สำคัญที่สุด ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา, ผศ. จุฑาทิพย์ ศรีเมือง, คุณอุษณา ชะนะมา ที่ให้การสนับสนุนให้ความช่วยเหลือและคอยเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมาตลอดจนรุ่นพี่ เพื่อน ๆ ทุกคนที่คอยให้กำลังใจให้ความช่วยเหลือเป็นอย่างดีมาโดยตลอด ซึ่งทุกคนมีส่วนทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยดี หากงานนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ชิดชญา จันทเพ็ชร์

55920766: สาขาวิชา: การบัญชี; บช.ม. (การบัญชี)
คำสำคัญ: คุณค่า/ มูลค่าของกิจการ/ ESOP/ ผลตอบแทน/ พนักงาน/ การซื้อหุ้น
ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด

ชิดชญา จันทเพ็ชร์: ความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ ให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด EMPLOYEE STOCK OPTION PLAN (ESOP) (THE RELATIONSHIP BETWEEN VALUE RELEVANCE AND FIRM VALUE: A CASE STUDY OF THE COMPANIES THAT GIVING ESOP BENEFITS FOR STAFFS) อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์: พรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ, บช.ด. 58 หน้า, ปี พ.ศ. 2557

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่ทำการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงานตั้งแต่ปี 2553-2557 จำนวน 81 บริษัท เก็บข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่มีการประกาศต่อสาธารณะในช่วงเวลาดังกล่าว โดยใช้แบบจำลองทางสถิติที่นำเสนอโดย Ohlson (1995) ในการหามูลค่าของกิจการ วิธีการศึกษาใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) เพื่อทดสอบค่าความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญ .05

ผลการศึกษาพบว่า กิจการที่มีการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดสูงกว่าราคาตามมูลค่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ณ วันประกาศกำไรตามแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) ซึ่งเป็นคุณค่าส่วนเพิ่มสำหรับนักลงทุนที่จะนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจต่อไป

55920766: MAJOR: ACCOUNTING; M.ACC. (ACCOUNTING)

KEYWORDS: THE RELATIONSHIP/ VALUE RELEVANCE/ FIRM VALUE/ ESOP

CHIDCHAYA CHANTAPHET: THE RELATIONSHIP BETWEEN VALUE RELEVANCE AND FIRM VALUE: A CASE STUDY OF THE COMPANIES THAT GIVING ESOP BENEFITS FOR STAFFS. ADVISOR: PHORNPRAVEE CHANSUWAN, Ph.D., 58 P. 2014.

The purpose of this study is to examine the relationship between Value Relevance and Firm value of the Companies that giving ESOP staffs. The sample of this study are 81 firms year from listed in the Stock Exchange of Thailand who provided rights and benefits for all staffs under ESOP Project. The Modified Ohlson model (1995) was used to test the relationship among the Book Value, Income, ESOP-Par and Firm Value. The Multiple Regression analysis technique is used as a tool to test the hypothesis at the significance level of .05

The finding reveals that the state value of ESOP, which is over the par value, is related to the price at the date of announcement in comply with Ohlson (1995) Model. This result is incremental value for investors for economics decision making.

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย ..... ง

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ ..... จ

สารบัญ ..... ฉ

สารบัญตาราง ..... ซ

บทที่

1 บทนำ 1

ความสำคัญของปัญหา 1

วัตถุประสงค์การวิจัย 4

ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย 4

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย 5

2 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง 6

ที่มาและความหมายของ ESOP 6

ลักษณะและประโยชน์ของ ESOP 7

แบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) 9

การวัดประสิทธิผลของ ESOP 13

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง 14

3 วิธีดำเนินการวิจัย 19

แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย 19

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง 19

เครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล 20

วิธีการเก็บข้อมูล 22

วิธีการวิจัย 23

4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล 25

ลักษณะทั่วไปของข้อมูล 25

การวิเคราะห์เบื้องต้นสถิติเชิงพรรณา 27

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	29
การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ	31
5 สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	37
สรุปผลการวิจัย	37
อภิปรายผล	37
ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป	39
บรรณานุกรม	40
ภาคผนวก	45
ภาคผนวก ก	46
ภาคผนวก ข	54
ประวัติย่อของผู้วิจัย	59

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ขนาดและกลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศโครงการ ESOP	20
2	การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Book Value, Income และ ESOP-Par ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรต้นที่สนใจศึกษา	27
3	การตรวจสอบข้อมูลโดยใช้ Kolmogorov-Smirnov test ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรต้นที่สนใจศึกษา	28
4	การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของ Book Value, Income, ESOP-PAR และ Price	29
5	สรุปตัวแบบสมการถดถอยของสมการ Model Summary[b]	32
6	ความแปรปรวน (ANOVA) ของสมการ	33
7	วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เป็นการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุระหว่าง Book Value, Income และ ESOP-Par ต่อ Price	34

บทที่ 1
บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

ตลอดระยะเวลาในอดีตที่ผ่านมา บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการให้ผลตอบแทนแก่ผู้บริหาร กรรมการบริษัทและพนักงานในรูปแบบของหลักทรัพย์มากขึ้น (Equity-Based Compensation: EBC) สาเหตุที่ทำให้การตอบแทนแบบนี้เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากเป็นการให้ผลตอบแทนที่คำนึงถึงผลประโยชน์ทั้งของผู้ถือหุ้นและผู้บริหารพร้อมกัน โดย EBC เป็นเครื่องมือในการช่วยบรรเทาปัญหาที่เกิดจากตัวแทน (Agency problem) ในองค์กรธุรกิจขนาดใหญ่ (Jensen & Meckling, 1976) เป็นการสร้างขวัญและกำลังใจในการทำงาน ทำให้ผลการทำงานของผู้บริหารและพนักงานมีประสิทธิภาพเกิดประสิทธิผลมากยิ่งขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นตามไปด้วย

จากผลการศึกษาการให้ผลตอบแทนในรูปแบบของหลักทรัพย์อย่างแพร่หลาย มีการศึกษาผลกระทบในหลายมุมมอง เช่นศึกษาผลกระทบ EBC ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออก ESOP (Pugh, Oswald, & Jahera, 2000) ผลกระทบของ EBC ที่มีต่อประสิทธิผลและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Bloom, 1985) ผลกระทบของ EBC ที่มีต่อราคาหุ้น (Adamson, 1993) อย่างไรก็ตามการให้ผลตอบแทนในรูปของหลักทรัพย์อาจก่อให้เกิดการขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์เพราะการให้ผลตอบแทนเป็นหุ้นสามัญ หมายถึง การให้พนักงานนั้นเป็นผู้ถือหุ้นหรือมีส่วนในการเป็นเจ้าขององค์กรเป็นการให้สิทธิพนักงานในการรับประโยชน์จากการถือหุ้นสามัญ เปิดโอกาสให้พนักงานมีสิทธิในการออกเสียงลงมติในที่ประชุม

ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทคือทรัพยากรที่มีความสำคัญอย่างมากที่จะทำให้บริษัทเหล่านั้นสามารถดำเนินธุรกิจไปสู่เป้าหมายที่ตั้งไว้ โดยบริษัทต่าง ๆ มักจะมีแนวคิดให้รางวัลกับพนักงานเพื่อสร้างแรงจูงใจในการทำงาน โดยมอบสิ่งตอบแทนในรูปแบบที่แตกต่างกันไป แต่มีอยู่วิธีหนึ่งที่พบเห็นกันก็คือ การออกหลักทรัพย์ของบริษัทเองซึ่งอาจเป็นหุ้นหรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Warrant) ให้แก่พนักงานรวมถึงคณะกรรมการของบริษัท วิธีดังกล่าวรู้จักกันในชื่อของ ESOP หรือ Employee Stock Option Program ซึ่งถือเป็นการสร้างแรงจูงใจให้พนักงาน โดยหากหุ้นของบริษัทมีมูลค่าสูงขึ้น พนักงานที่ได้รับหุ้นดังกล่าวก็จะได้รับประโยชน์เพิ่มขึ้นด้วยอย่างไรก็ดี การให้ ESOP แก่พนักงานมีวัตถุประสงค์ในการนำเอาผลตอบแทนของพนักงานมาผูกติดกับราคาหุ้นของบริษัท ด้วยการทำให้ผลตอบแทนส่วนหนึ่งของพนักงาน มีส่วนสัมพันธ์กับราคาหุ้นของ

บริษัทด้วย (นรินทร์ โอฬารกิจอนันต์, 2551) การออก ESOP จึงถือเป็นเครื่องมือในการกระจายการเป็นส่วนหนึ่งของความเป็นเจ้าของในทุนของบริษัทนายจ้างให้พนักงาน อีกทั้งยังเป็นเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ระดมทุนเพื่อขยายกิจการพร้อมกับก่อให้เกิดแรงจูงใจให้พนักงานทำหน้าที่เพื่อสร้างประโยชน์ให้กับบริษัทอีกด้วย

การออกหลักทรัพย์ตามโครงการ ESOP เป็นเหตุให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นจากเดิม ซึ่งนำไปสู่การเกิด Dilution Effect (การที่มูลค่าและสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง) ยังผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องได้รับผลกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ในขณะเดียวกันนอกจากพนักงานแล้วกรรมการอาจเป็นบุคคลที่ได้รับจัดสรรหุ้นจาก ESOP อีกด้วย จึงเป็นการสุ่มเสี่ยงต่อประเด็นในเรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากผู้ที่เสนอเรื่อง ESOP ขึ้นมาเพื่อขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็คือกรรมการนั่นเอง ดังนั้น จึงมีข้อกำหนดให้การออก ESOP จะต้องได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเสียก่อน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสในการใช้สิทธิเพื่อรักษาประโยชน์ของตนเองได้ในต่างประเทศเองก็มีการให้ ESOP เช่นเดียวกัน แต่ส่วนใหญ่จะมีการกำหนดให้ใช้สิทธิได้ในอนาคตเพื่อผลักดันให้กรรมการและพนักงานพยายามดำเนินธุรกิจให้เติบโตต่อไป ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้นไปอีกทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์ และในขณะเดียวกันทั้งกรรมการและพนักงานก็สมควรได้รับผลตอบแทนโดยการได้รับสิทธิซื้อหุ้นในราคาที่ถูกกว่าราคาตลาดขณะนั้น ส่วนของไทยนั้นหลักการให้ ESOP ส่วนใหญ่เป็นการให้เพื่อเป็นขวัญกำลังใจแก่กรรมการและพนักงาน โดยจะกำหนดให้ใช้สิทธิได้ทันทีและในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดในปัจจุบัน ดังนั้นบทบาทจึงมาตกกับผู้ถือหุ้นในการพิจารณาความเหมาะสม ความจำเป็น และดูว่าการกำหนดราคาเป็นการจูงใจให้กรรมการและพนักงานตั้งใจสร้างผลงานเพื่อให้ผลประกอบการออกมาดีในอนาคตหรือไม่อย่างไรและในแง่ของผู้ถือหุ้นนั้นได้รับผลกระทบ หรือเป็นการเอาเปรียบผู้ถือหุ้นหรือไม่และสิ่งที่สำคัญมากเรื่องหนึ่งก็คือ ผลกระทบจากการออก ESOP ที่มีต่อผู้ถือหุ้น เช่น ในเรื่องของราคาตลาดของหุ้นเมื่อมีการใช้สิทธิ หรือว่าผลกระทบในเรื่องสิทธิออกเสียงของผู้ถือหุ้นเดิม เป็นต้น

บริษัทที่มีการให้ผลประโยชน์แก่พนักงานเพื่อจูงใจให้ทำงานให้กับบริษัทในระยะยาวโดยอาจเป็นสิทธิ์ในการ ซื้อหุ้นบริษัทก่อนเข้าตลาด (ก่อน IPO) หรือ การออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น โดยที่ก่อนที่จะมีมาตรฐานการรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 2 เรื่องการจ่ายโดยใช้หุ้นเป็นเกณฑ์ มีผลบังคับใช้ เมื่อ 1 มกราคม 2554 บริษัทสามารถเลือกที่จะบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย เมื่อมีการออก ESOP หรือเลือกที่จะไม่บันทึกก็ได้ ทำให้กำไรของบริษัทดูดีเพราะโบนัสหรือผลประโยชน์ที่ให้กับกรรมการและพนักงานนั้น ต้องบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายตามหลักการสำคัญของมาตรฐานการรายงานทางเงิน ฉบับที่ 2 เรื่องการจ่ายโดยใช้หุ้นเป็นเกณฑ์ พ.ศ. 2549 สำหรับกรณีการให้สิทธิซื้อหุ้นแก่พนักงานในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่ายุติธรรมเพื่อเป็นการจูงใจพนักงาน

การออก ESOP ของประเทศไทยอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยมีการออกระเบียบและกฎเกณฑ์โดยเฉพาะคือ หลักเกณฑ์การเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงานบริษัท ปี พ.ศ. 2538 เพื่อเป็นการป้องกันสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นที่อาจเสียผลประโยชน์จากโครงการดังกล่าว

เบื้องต้นขั้นตอนการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจและดุลพินิจในการใช้เกณฑ์บังคับให้ผู้บริหารหรือกรรมการต้องเปิดเผยข้อมูลโดยระบุรายละเอียดในการออก ESOPในจดหมายเรียกประชุมผู้ถือหุ้นและมีข้อจำกัดให้จำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขายต้องไม่เกินร้อยละ 5.00 ของจำนวนทุนจดทะเบียน และต้องมีผลกระทบต่อการเจือจางกำไรต่อหุ้นไม่เกินร้อยละ 4.00 ในกรณีที่มีการเสนอขายที่มีสัดส่วนมากกว่าเกณฑ์ที่กำหนด ทั้งสองกรณี บริษัทต้องชี้แจงต่อผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการ ก.ล.ต. ถึงความจำเป็นในการออก ESOP ที่มีผลต่อความอยู่รอดของบริษัทหรือส่งเสริมต่อการดำเนินธุรกิจ คณะกรรมการ ก.ล.ต. มีอำนาจในการพิจารณา

ต่อมาในปี พ.ศ. 2544 คณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ผ่อนปรนเกณฑ์การจำกัดจำนวนที่เสนอขาย โดยปรับลดบทบาทการใช้ดุลพินิจของคณะกรรมการ ก.ล.ต. โดยปล่อยให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นเป็นผู้ตัดสินใจเพราะเป็นการดำเนินการที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจปกติ และเป็นกลไกในการปกป้องสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นที่เข้มแข็งขึ้น เช่น ข้อกำหนดในการให้ผู้บริหารเปิดเผยข้อมูลมากขึ้น การออกโครงการต้องผ่านการเห็นชอบจากคณะกรรมการการให้ผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งเป็นคณะกรรมการอิสระ โดยเฉพาะกับโครงการที่เสนอขายให้แก่กรรมการไม่กี่รายหรือโครงการที่เสนอขายตราสารที่มีราคาต่ำกว่าตลาด ซึ่งมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ถือหุ้นเดิม

จากแนวโน้มในการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยที่มีมากขึ้น การศึกษาบริษัทจดทะเบียนที่ออกโครงการ ESOP มีผลการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์หรือมูลค่ากิจการต่อการประกาศออกโครงการ ESOP ของบริษัทจดทะเบียนจึงมีความสำคัญในการช่วยให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนตัดสินใจดำเนินกลยุทธ์ในการให้ผลตอบแทนแก้ผู้บริหาร กรรมการและพนักงาน อีกทั้งช่วยให้นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ถึงแม้ว่าผลการศึกษาของต่างประเทศระบุว่าการออก ESOP ส่งผลให้การบริหารงานของผู้บริหารมีลักษณะตั้งรับ และจำกัดอยู่ในส่วนที่ตนเองถนัด แต่การออก ESOP มีผลดีต่อการส่งเสริมและให้กำลังใจต่อพนักงานทั่วไปจึงถือได้ว่า ESOP เป็นทางเลือกหนึ่งในการให้รางวัลแก่พนักงานจากการปฏิบัติงาน ทั้งนี้ ESOP ที่ดีควรออกให้กับพนักงานที่อยู่ในตำแหน่งที่แรงจูงใจของพนักงานส่งผลต่อกำไรของบริษัทโดยตรง เช่น กรรมการผู้จัดการ ผู้อำนวยการฝ่ายขาย ผู้อำนวยการฝ่ายพัฒนาธุรกิจ เป็นต้น ESOP ไม่ใช่วิธีการจ่ายค่าตอบแทนที่ดีสำหรับพนักงานในแผนกที่เป็นฝ่ายสนับสนุน

เช่น ฝ่ายบัญชี ฝ่ายประสานงาน พนักงานในแผนกเหล่านี้ ควรตอบแทนด้วยการขึ้นเงินเดือนให้จะดีกว่า ESOP ที่แจกให้พนักงานทุกคนไม่ใช่วิธีที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งทำให้ ESOP ที่พนักงานระดับปฏิบัติการแต่ละคนได้รับมีมูลค่าน้อยมากจนไม่มีนัยสำคัญจะกลายเป็นการสูญเปล่าเพราะพนักงานรู้สึกว่ามันน้อยมากเสียจนไม่อยากเสียเวลาคิดว่าควรจะขยันขึ้น หรือเท่าเดิมดี หรือขยันไปก็คงไม่มีผลต่อกำไรโดยรวมของบริษัทสักเท่าไร บางบริษัท มีเจตนาทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดูดีขึ้นด้วยการหันมาให้ผลตอบแทนผู้บริหารด้วยการแจก ESOP เป็นหลัก เพื่อจ่ายเงินเดือนประจำน้อยลง กำไรของบริษัทจะได้ดูดีเพราะเงินเดือนต้องบันทึกเป็นค่าใช้จ่าย

จากการศึกษาข้างต้น พบว่า การออก ESOP นั้นมีทั้งผู้ที่เห็นด้วยและไม่เห็นด้วยเกี่ยวกับการนำ ESOP มาใช้ในบริษัทประเทศไทย ซึ่งในมุมมองของผู้ถือหุ้นย่อมไม่เห็นด้วยกับแนวคิดดังกล่าวเพราะผู้ถือหุ้นมองว่าการให้ ESOP แก่ผู้บริหารหรือพนักงานนั้นทำให้เกิดการถ่ายโอนความมั่งคั่งเพราะบริษัทมีจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นทำให้กำไรต่อหุ้นของบริษัทในอนาคตลดลงได้ หรือทำให้สัดส่วนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง เรียกว่า Dilution Effect แต่ในมุมมองของกิจการการนำ ESOP มาใช้แล้วประสบความสำเร็จก็จะช่วยให้ธุรกิจมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีขึ้นและช่วยให้ผู้ถือหุ้นเดิมได้ประโยชน์ด้วย (Adamson, 1991) ซึ่งผลการวิจัยนั้นอาจมาจากวัตถุประสงค์ในการวัดที่แตกต่างกันและมีข้อจำกัดในเรื่องจำนวนข้อมูลที่น้อยเกินไปและอาจเป็นการพิจารณาเพียงระยะเวลาสั้นจากความไม่สอดคล้องกันในอดีตจึงเป็นแรงจูงใจให้งานวิจัยนี้เกิดขึ้นเพื่อหาข้อสรุปโดยศึกษา บริษัทที่ออก ESOP มีผลต่อมูลค่ากิจการโดยใช้ตัวแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) มาประยุกต์ใช้ในการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของคุณค่าที่เกี่ยวข้อง (Value Relevance) ของบริษัทที่ออก ESOP กับมูลค่าของบริษัท (มูลค่าหลักทรัพย์หรือมูลค่าของกิจการ) หากพบว่า มีความสัมพันธ์กัน นั่นหมายความว่า ข้อมูลทางบัญชีนี้ส่งผลต่อมูลค่ากิจการจริง

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาคุณค่าที่เกี่ยวข้องของบริษัทที่ออก ESOP ในราคาที่มากกว่าราคาพาร์ว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่าของบริษัทหรือไม่

ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแบบของการวิจัยครั้งนี้ เป็นการศึกษาโดยประยุกต์ใช้แบบจำลองทางสถิติที่นำเสนอโดย Ohlson (1995) การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่บริษัทมีการออก ESOP ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ดังนี้

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง Price, Book Value, Income, ESOP-Par โดยกำหนดให้

(Y) Price $= \beta_1$ **Book Value** $+ \beta_2$ **Income** $+ \beta_3$ **(ESOP-Par)**$+ \varepsilon$

Price = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ณ วันประกาศกำไร

Book Value = ราคาตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

Income = กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

ESOP = ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น

Par = ราคาตามมูลค่าของหุ้น

ε = ความคลาดเคลื่อน ε เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทำให้ทราบว่าบริษัทที่ออก ESOP ส่งผลกระทบที่ดีต่อมูลค่ากิจการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์

2. ช่วยให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนตัดสินใจดำเนินกลยุทธ์ในการให้ผลตอบแทนแก่ผู้บริหาร กรรมการและพนักงาน

บทที่ 2
แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ที่มาและความหมายของ ESOP

บริษัทต่าง ๆ ประกอบไปด้วยบุคคล 3 ฝ่าย ได้แก่ ผู้ถือหุ้น (Shareholders) เจ้าหนี้ (Creditors) และผู้บริการ (Managers) ในส่วนของผู้บริหารนั้นทำหน้าที่เป็นตัวแทน (Agent) ของผู้ถือหุ้นที่มีหน้าที่ที่สำคัญในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นให้ได้ (Maximize shareholder's wealth) อย่างไรก็ตามทั้ง 3 ฝ่ายย่อมมีแรงผลักดันในการที่จะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น จึงมักนำไปสู่เรื่องของความขัดแย้งเกี่ยวกับผลประโยชน์ (Modigliani & Miller, 1958) เช่น เป้าหมายของผู้บริหาร คือ เงินเดือน โบนัส และรายได้ในรูปแบบอื่น ๆ ถ้าบริษัทสามารถหาเงินมาได้เท่าไรก็ต้องจ่ายให้ผู้บริหารก่อนแล้วจึงจ่ายให้เจ้าหนี้จากนั้นเหลือเท่าไรจึงจะเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น ถ้าผู้บริหารตั้งเงินเดือนให้ตัวเองสูง ๆ มีรถประจำตำแหน่งราคาแพง ๆ หรือใช้จ่ายฟุ่มเฟือยก็จะทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นลดน้อยลงไป ดังนั้นหากผู้บริหารสร้างความมั่งคั่งให้เกิดกับตนเอง (Maximize manager's wealth) ผลที่ตามมาก็คือ การไปลดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Minimize shareholder's wealth) นี้เองเป็นตัวอย่างของความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of interest) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ปัจจัยหนึ่งที่จะช่วยจูงใจให้ผู้บริหารหันมาสนใจสร้างหรือทำให้เกิดความมั่นคงของผู้ถือหุ้นมากที่สุด ก็คือการทำให้ผู้บริหารมีส่วนเป็นเจ้าของหรือได้ผลตอบแทนที่ขึ้นอยู่กับผลประกอบการนั่นเอง

ในปี 1976 Jensen and Meckling (1976) ได้เสนอให้มีแผนการจ่ายค่าตอบแทนของผู้บริหารและพนักงานให้ผูกติดกับราคาหุ้นของบริษัท ได้แก่ การให้สิทธิในการซื้อหุ้น (Stock Option) เพราะจะทำให้ผู้บริหารได้รับผลประโยชน์สูงสุดเช่นกัน จากแนวความคิดดังกล่าวจึงเป็นหัวใจที่สำคัญที่ทำให้เกิดรูปแบบการให้ผลตอบแทนเพื่อสร้างแรงจูงใจให้แก่พนักงานและผู้บริหาร หรือที่เรียกว่า Employee Stock Option Plan (ESOP) ซึ่งความหมายของ ESOP คือ สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด (คล้ายกับ Warrant) แต่ออกให้กับผู้บริหารหรือพนักงานของบริษัทโดยเฉพาะ ESOP จึงเป็นเครื่องมือที่ใช้เพิ่มแรงจูงใจในการทำงานให้พนักงานซึ่งไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทด้วยการทำให้ผลตอบแทนส่วนหนึ่งของพนักงานมีส่วนสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทด้วย (นรินทร์ โอฬารกิจอนันต์, 2551) กล่าวคือ หากราคาหุ้นเพิ่มขึ้น พนักงานก็สามารถใช้สิทธิซื้อหุ้นได้ที่ราคาเดิม ทำให้พนักงานได้กำไร ดังนั้น พนักงานที่ได้รับ ESOP ย่อมให้ความสนใจกับราคาหุ้นของบริษัทมากกว่าพนักงานที่ได้รับแต่เงินเดือนอย่างเดียว ซึ่งเป็นพฤติกรรมที่ผู้ถือหุ้นอยากให้

พนักงานเป็นอย่างไรก็ตามสิทธิ์ในการซื้อหุ้นดังกล่าวนี้ เป็นการให้พนักงานสามารถซื้อหุ้นของบริษัทในราคาใช้สิทธิ์ (Exercise price) ที่กำหนดไว้ล่วงหน้าและภายในระยะเวลาที่กำหนด อีกทั้งสิทธิ์ดังกล่าวไม่สามารถถ่ายโอนสิทธิ์ผู้อื่นได้ เพื่อไม่ให้พนักงานทำกำไรเพียงระยะสั้นด้วยการขายสิทธิ์ซื้อหุ้นที่ได้มากับนักลงทุนภายนอก

ลักษณะและประโยชน์ของ ESOP

ESOP ตามหลักสากลนั้น หมายถึง กองทุนหรือโครงการสวัสดิการที่จัดตั้งขึ้นเพื่อการเข้าถือกรรมสิทธิ์ในหลักทรัพย์ของบริษัทนายจ้าง โดยผู้เข้าถือกรรมสิทธิ์ก็คือพนักงานหรือลูกจ้างของบริษัท โดยปกติแล้ว ESOP เป็นกองทุนที่จัดตั้งขึ้นมาโดยเงินสมทบของฝ่ายบริษัทนายจ้าง (แต่ในบางกรณี พนักงานหรือลูกจ้างอาจต้องจ่ายเงินสมทบด้วยในจำนวนเงินที่ไม่มากนัก) เพื่อนำเงินดังกล่าวมาซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทนายจ้างเข้า ESOP เพื่อประโยชน์ของพนักงานทุกคนหาต้องออกจากงาน เนื่องจากการเกษียณอายุหรือไม่ว่าด้วยเหตุใดก็ตาม โดยที่บริษัทนายจ้างอาจเลือกจ่ายเงินสมทบในรูปของหลักทรัพย์ก็ได้ ซึ่งหลักทรัพย์ที่ ESOP ซื้อมาโดยเงินสมทบหรือหลักทรัพย์ที่ได้รับมาจากบริษัทนายจ้างนั้น จะถูกนำมาจัดสรรให้กับพนักงานแต่ละคนตามหลักเกณฑ์ที่แต่ละบริษัทกำหนดไว้ (บริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ จำกัด หรือ TSFC, 2543)

สำหรับประเทศไทยนั้นรูปแบบของ ESOP อาจมีลักษณะแตกต่างออกไปจาก ESOP ที่มีการให้แก่ผู้บริหารและพนักงานในต่างประเทศ คือ ไม่ได้อยู่ในรูปกองทุนแล้วมีเงินสมทบ ส่วนใหญ่จะจัดสรรอยู่ในลักษณะให้สิทธิพนักงานซื้อหุ้นโดยตรง โดยมีการกำหนดราคาเป็นราคาพิเศษสำหรับพนักงาน แต่ที่นิยมเป็นอย่างมาก คือ "การออกใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหลักทรัพย์" ให้แทนการซื้อโดยทันที ทั้งนี้บางบริษัทอาจจัดหาแหล่งเงินกู้ยืมให้กับพนักงานที่ต้องการเงินทุน หรือให้พนักงานจัดหาแหล่งเงินทุนเอง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายของบริษัทนั้น ซึ่งแหล่งเงินกู้ยืมดังกล่าว ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ทั่วไป และบริษัทหลักทรัพย์ โดยปัจจุบันบริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์ จำกัด (TSFC) เป็นบริษัทหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียวที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้สามารถให้บริการสินเชื่อระยะยาวที่ได้รับการจัดสรรในโครงการ ESOP หรือหลักประกันประเภทอื่นตามที่ TSFC กำหนดจะถูกนำมาเป็นหลักประกันการกู้ยืม นอกจากนี้ ยังไม่ได้สิทธิยกเว้นภาษีหากได้กำไรจากการขายในสิทธิเหมือนกับรูปแบบการให้ ESOP ในประเทศสหรัฐอเมริกา

แม้ว่ารูปแบบของ ESOP ของไทยกับต่างประเทศจะมีความแตกต่างกันบ้างแต่คงอยู่บนวัตถุเดียวกัน คือ การมุ่งหวังให้ทั้งผู้บริหารและพนักงานมีความรู้สึกเป็นเจ้าของบริษัททำให้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ผลคือการช่วยให้พนักงานรู้สึกมีส่วนร่วมกับองค์กร (Employee involvement) (สุจิตรา ธนานันท์, 2552) ซึ่งเทคนิคดังกล่าวเชื่อมโยง

กับทฤษฎีสองปัจจัย (Motivator-hygiene theory) ของ Herzberg เพราะการให้ ESOP ถือเป็นปัจจัยในการจูงใจ (Motivator Factors) ซึ่งนอกเหนือไปจากปัจจัยสุขอนามัย (Hygiene factors) เช่น เงินเดือน หรือสวัสดิการต่าง ๆ ที่ได้รับเป็นปกติอยู่แล้ว การเพิ่มปัจจัยในการจูงใจจะทำให้พนักงานมีแรงจูงใจในการทำงานเพิ่มขึ้นและทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ท้ายที่สุดบริษัทก็จะมีผลการทำงานที่ดีขึ้นส่งผลให้ผู้ถือหุ้นก็รู้สึกพอใจไปด้วย

นอกจากนี้การออก ESOP ยังนำมาใช้เพื่อลดปัญหาทฤษฎีตัวแทน (Agency problem) จากแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) (Modigliani & Miller, 1958) ที่มองว่าจริง ๆ แล้ว ผู้ถือหุ้นต่างหากที่เป็นเจ้าของบริษัทที่แท้จริง และผู้บริหารเป็นเพียงตัวแทนของเจ้าของบริษัทที่ช่วยในการบริการบริหารให้บริษัทเกิดกำไรสูงสุด (Maximize wealth) ดังนั้น ระดับการใช้ความสามารถของผู้บริหารจะขึ้นอยู่กับอัตราส่วนของหุ้นที่ผู้บริหารถืออยู่ในบริษัท คือ ถ้าผู้บริหารมีหุ้นของบริษัทมาก สัดส่วนของความเป็นเจ้าของ (Equity owner) ในบริษัทก็จะมากตามไปด้วยในทางตรงกันข้ามหากผู้บริหารมีส่วนในความเป็นเจ้าของน้อย การตัดสินใจ (Decision making) ในเรื่องต่าง ๆ ก็มักจะมองที่ประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ที่แท้จริงที่เจ้าของจะได้รับ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานโดยรวมของบริษัทไม่ได้รับผลประโยชน์สูงสุด (Optimal profit) ดังนั้น ESOP จะช่วยทำให้ฝ่ายผู้บริหาร และพนักงานหันมามีจุดมุ่งหมายเดียวกันกับผู้ถือหุ้น เพราะ ESOP ช่วยกระตุ้นให้พนักงานเกิดแรงจูงใจ โดยการพยายามสร้างให้พวกเขารู้สึกว่าตัวเองเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทเฉกเช่นเดียวกับผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้น (Chen & Kensinger, 1988)

ESOP ในต่างประเทศเป็นที่ยอมรับและมีการใช้กันอย่างแพร่หลายมานานกว่า 30 ปี โดยเฉพาะบริษัทต่าง ๆ ในประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้บริษัทในสหรัฐอเมริกาทั้งที่เป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ และบริษัทขนาดเล็กมีการให้ ESOP แก่พนักงานมากกว่า 11,000 แห่ง ทั้งนี้จากการทำสำรวจของสมาคม ESOP แห่งสหรัฐอเมริกาเปิดเผยว่า บริษัทส่วนใหญ่ที่เข้าร่วมโครงการ ESOP จะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น เช่น จากการสำรวจพบว่า 71 เปอร์เซ็นต์ของบริษัททั้งหมดที่มีการออก ESOP มีรายได้เพิ่มสูงขึ้น และพบว่า 66 เปอร์เซ็นต์ของบริษัททั้งหมดมีกำไรเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยในต่างประเทศมากมายที่ออกมาสนับสนุนการให้ ESOP แก่ผู้บริหารและพนักงาน เพราะต่างมองว่า ESOP ช่วยทำให้พนักงานเกิดความรู้สึกเป็นส่วนหนึ่งของบริษัท ซึ่งในท้ายที่สุดจะช่วยให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่มีการให้ ESOP เช่น ผลงานวิจัยพบว่า ผลิตผลของแรงงาน ซึ่งคิดจากยอดขายต่อพนักงานหนึ่งคน ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return On Asset: ROA) อัตราส่วนกำไรส่วนเกิน (Profit margin) (James, Sesil & Maya, 2005) และผลิตผลของบริษัทที่มีการให้ ESOP เพิ่มสูงขึ้น (Yasushi & Fumio, 1996) พบว่า กลุ่มที่มีการให้

สิทธิ์ซื้อหุ้น มีดัชนีวัดประสิทธิภาพสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่มีการให้สิทธิ์ซื้อหุ้น ถึง 16 เปอร์เซ็นต์ และมีความแตกต่างกันในอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 2.5 เปอร์เซ็นต์ รวมทั้งงานวิจัยของ David and Qian (2001) พบว่า บริษัทที่อยู่ในโครงการ ESOP จะส่งผลกระทบเชิงบวกต่อโอกาสการเจริญเติบโตของบริษัท แต่จะมีผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest coverage) ซึ่งสมมุติฐานของงานวิจัยคาดว่าบริษัทขนาดใหญ่น่าจะเข้าร่วมโครงการ ESOP มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่ผลการศึกษาพบว่าในประเทศสิงคโปร์นั้นบริษัทขนาดเล็กมีความนิยมในการเข้าร่วมโครงการ ESOP มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

อย่างไรก็ตาม การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา จำนวน 85 บริษัท ที่เข้าร่วมโครงการ ESOP ในระหว่างปี 1973-1986 ซึ่งเปรียบเทียบช่วงเวลาก่อนและหลังการนำ ESOP มาใช้จากการศึกษาไม่พบหลักฐานที่จะแสดงให้เห็นชัดเจนว่าบริษัทที่มีการนำ ESOP ไปใช้ร่วมกับการให้ผลตอบแทนรูปแบบอื่นจะช่วยพัฒนาผลการดำเนินงานของบริษัท แต่หากเป็นบริษัทที่มีการให้ผลตอบแทนพนักงานด้วย ESOP เพียงอย่างเดียวจึงจะพบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับผลกระทบจากโครงการ ESOP ดังกล่าว นอกจากนี้ยังมีการมองว่าการที่มีการออก ESOP แล้วทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นนั้น อาจเนื่องมาจากผลประโยชน์ทางภาษีมากกว่า (Chen & Kensinger, 1988)

แบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995)

จากที่กล่าวไว้แล้วข้างต้น การศึกษาถึงประโยชน์ที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของนักลงทุนถือเป็นประเด็นทางบัญชีที่มีการศึกษาในวงกว้าง (Kothari, 2001) ซึ่งในการวิจัยทางบัญชีเราสามารถนำตัวแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) มาใช้ในการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับคุณภาพของข้อมูลบัญชีเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุน หลังการเปลี่ยนแปลงระบบมาตรฐานการบัญชีในประเทศไทยได้ในที่นี้จะกล่าวถึงตัวแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) อย่างย่อ ผู้สนใจสามารถศึกษาค้นคว้าได้ในผลงานวิจัยของ Ohlson ที่ตีพิมพ์ออกมาหลักเกณฑ์พื้นฐานของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลบัญชีที่ Ohlson (1995) นำเสนอ มีหลักเกณฑ์มาจากทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดมูลค่าหุ้นในทางการเงินที่กำหนดว่ามูลค่าราคาหุ้นเท่ากับเงินปันผลที่จ่ายในอนาคตคิดลดมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน

$$P_t = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t(d_t + 1)}{(1 + r_0)\mathbf{1}} \quad (1)$$

ซึ่ง P_t = ราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาที่ t

d_t = เงินปันผลที่จ่าย ณ เวลาที่ t

r_e = Cost of Equity

Ohlson (1995) ได้กำหนดเงื่อนไขเพิ่มเติมขึ้นมา เรียกว่า Clean Surplus Relations (CSR) หมายถึง มูลค่าตามบัญชีสุทธิ ณ วันสิ้นงวดที่หักเงินปันผลออกเรียบร้อยแล้ว

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \quad (2)$$

ซึ่ง x_t = กำไรสุทธิ ณ เวลา t

b_t = มูลค่าตามบัญชี (Book Value) ณ เวลา t

และกำหนด Abnormal Earning หรือ Residual Income เท่ากับ

$$\tilde{}^{a}\chi = x_t - (r_e * b_{t-1})$$

ซึ่ง $\tilde{}^{a}\chi$ = Residual Income ณ เวลา t (3)

จากสมการที่ 1 กำหนดไว้ว่ามูลค่าหลักทรัพย์หรือมูลค่าของกิจการเท่ากับเงินปันผลที่จ่ายในอนาคตคิดมาเป็นมูลค่าปัจจุบันมีข้อจำกัดเกิดขึ้น เช่น ไม่มีหลักเกณฑ์ทางบัญชีที่จะมากำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัท บางกิจการไม่มีการจ่ายเงินปันผลทำให้ยากต่อการใช้สูตรนี้ในการคำนวณเป็นต้นประเด็นสำคัญในทางบัญชีที่ Ohlson (1995) นำเสนอและเป็นที่ยอมรับกันทั่วไปคือการนำ CSR จากสมการที่ 2 เข้าไปแทนค่าในสมการที่ 1 หลังจากที่มีการแทนค่าสมการที่ 2 และ 3 ลงในสมการที่ 1 และปรับรูปแบบสมการใหม่แล้วมูลค่ากิจการหรือมูลค่าราคาหลักทรัพย์เท่ากับ

$$P_t = b_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t\left(\tilde{}^{a}\chi_{+1}\right)}{(1 + r_0)t} \quad (4)$$

จากสมการที่ 4 จะเห็นว่าเงินปันผลหายไปจากการคำนวณและมูลค่าหลักทรัพย์หรือมูลค่าของกิจการเท่ากับมูลค่าตามบัญชีปีปัจจุบันบวกกับกำไรที่เกินปกติ (Abnormal earnings) หรือ กำไรส่วนเกิน (Residual income)

ของปีถัดไป ดังนั้นแทนที่จะคำนวณมูลค่าของกิจการจากเงินปันผล (Income distribution) เปลี่ยนมาเป็นการคำนวณจากกำไรสุทธิ (Income generating) ข้อดีประการหนึ่งก็คือ การคำนวณเงินปันผลไม่มีหลักเกณฑ์ที่แน่นอน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายเงินปันผลของแต่ละบริษัทในขณะเดียวกัน การคำนวณกำไรสุทธิมีหลักเกณฑ์ทางบัญชีกำหนดเอาไว้แต่ข้อเสียประการหนึ่งก็คือหลักเกณฑ์ทางบัญชีมีหลายทางเลือกหากกิจการใช้หลักเกณฑ์ทางบัญชีที่แตกต่างกันก็จะทำให้เกิดผลต่าง (Noise) ดังนั้นจากสมการที่ 4 จึงมีข้อสมมติขึ้นมาประการหนึ่งว่ากิจการต่าง ๆ ใช้วิธีการบัญชีเดียวกัน

ในสมการที่ 4 จะเห็นว่า มีการนำข้อมูลบัญชีไปใช้เพื่อกำหนดมูลค่าของกิจการ แต่ทั้งนี้ยังคงต้องมีการประมาณการกำไรที่เกินปกติที่จะเกิดขึ้นในปีถัดไป ซึ่งก็ไม่แตกต่างจากการประมาณการเงินปันผลที่จะจ่ายในอนาคต ดังนั้น Ohlson (1995) จึงกำหนดคุณสมบัติของกำไรที่เกินปกติ ไว้ว่า

$$\tilde{\chi}^{a}_{t+1} \sim = \omega \tilde{\chi}^{a}_{t} \sim + Vt + \varepsilon_{1,t+1} \quad (5)$$

$$V_{t+1} = \gamma V_t + \varepsilon_{2,t+1} \quad (6)$$

ซึ่ง $\sim V_t$ = ข้อมูลอื่นที่ไม่ใช่ Abnormal Earning

ε = ค่าความคลาดเคลื่อน

γ and ω = ค่าสัมประสิทธิ์ persistence

จากสมการที่ 4-6 รวมกันได้ว่า

$$P_t = bt + \alpha_1 \tilde{\chi}^{a}_{t} + \alpha_2 V_t \quad (7)$$

ซึ่ง $\alpha_1 = \omega/(1+r_0-\omega)$

$\alpha_2 = (1+r_c)/(1+r_c-\omega)(1+r_c-\gamma)$

จากสมการที่ 7 จะเห็นว่ามูลค่าของกิจการเท่ากับผลรวมของมูลค่าตามบัญชีกำไรที่เกินปกติ และข้อมูลอื่น ๆ ซึ่ง Ohlson (1995) ได้แสดงให้เห็นว่า มูลค่าของกิจการสามารถวัดได้จากข้อมูลบัญชีตามที่แสดงไว้ในสมการที่7

การวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการและข้อมูลบัญชีหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของข้อมูลบัญชีและราคาหลักทรัพย์หรือกล่าวได้อีกว่าเป็นการศึกษาถึงประโยชน์ของข้อมูลบัญชีเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุนได้นำเอาสมการที่ 7 ไปประยุกต์ใช้กันอย่างแพร่หลาย เช่น Collins, Maydew and Weiss (1997) ใช้สมการด้านล่างนี้ในการวิเคราะห์มูลค่าของกิจการในสหรัฐอเมริกาในช่วงระยะเวลา 40 ปีที่ผ่านมา

$$Pt = \alpha_0+\alpha_1 b_t+\alpha_2 x_t+\varepsilon_t \qquad (8)$$

สำหรับค่า V_t ในสมการที่ 7 สามารถกำหนดให้เท่ากับศูนย์ (Stober, 1999) หรือไม่เช่นนั้น การวัดมูลค่าของค่า V_t นี้ทำได้ค่อนข้างยาก ซึ่งในการประมาณค่า V_t สามารถศึกษาได้จากงานวิจัย ของ Dechow and Schrand (1999) สมการที่ 8 ปรากฏอยู่ในงานวิจัยด้านบัญชีอย่างแพร่หลายจนถึงปัจจุบันและก็ให้เครดิตกับ Ohlson (1995) จากสมการที่8จะเห็นว่า เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลทางบัญชี (มูลค่าตามบัญชีและกำไรสุทธิ) ซึ่งพิจารณาได้จากค่าของส่วนเพิ่มอำนาจในการอธิบาย (Explanatory power (R_2)) หรือค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรทั้งสองทั้งขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของผู้วิจัยซึ่งหากผู้วิจัยต้องการศึกษาเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการกับข้อมูลบัญชีก็สามารถดูจาก ส่วนเพิ่มอำนาจในการอธิบาย แต่หากผู้วิจัยต้องการศึกษาถึงการวัดมูลค่า (Measurement method) ก็สามารถดูจากค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรและสมการที่ 8 ถูกนำไปใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยประเด็นนี้

ดังจะเห็นได้จากงานวิจัย วิธีปฏิบัติทางบัญชีสำหรับกิจการที่มีการลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชน (พวงแก้ว เข็มทอง และพรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ, 2555) ได้ใช้แบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) มาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดต่อกำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้น และราคาตามบัญชีของ TRUE และ DTACT

$$\gamma^{\text{Price}_{\text{True}_t}} = \beta_1 \text{Income}_{\text{True}_t}+\beta_2 \text{Book Value}_{\text{True}_t}+\varepsilon \qquad (9)$$

$$\gamma^{\text{Price}_{\text{Dtac}_t}} = \beta_1 \text{Income}_{\text{Dtac}_t}+\beta_2 \text{Book Value}_{\text{Dtac}_t}+\varepsilon \qquad (10)$$

$$\gamma = {}_1X_1+{}_2X_2+\varepsilon$$

$$Price_{True+Dtac} = {}_1\text{Income}_{\text{True+Dtac}} + {}_2\text{Book value}_{\text{True+Dtac}}+\varepsilon \qquad (11)$$

ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะเลือกแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) มาประยุกต์ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้โดยปรับให้เข้ากับบริบท ดังนี้

$$(Y)_{\text{Price}} = \beta_1 \text{Book Value} + \beta_2 \text{Income} + \beta_3 (\text{ESOP-Par}) + \varepsilon$$

Price = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ณ วันประกาศกำไร

Book Value = ราคาตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

Income = กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

ESOP = ราคาใช้ สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น

Par = ราคาตามมูลค่าของหุ้น

ε = ความคลาดเคลื่อน ε เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

การวัดประสิทธิผลของ ESOP

การที่ผู้บริหารมีการนำ ESOP มาใช้ย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมมีความคาดหวังว่า ESOP จะช่วยสร้างแรงจูงใจให้พนักงานรู้สึกเป็นส่วนเดียวกันกับธุรกิจและส่งผลให้เกิดประสิทธิผลต่อการดำเนินงานของบริษัทมากขึ้น ทั้งนี้ผู้ถือหุ้นเดิมมองว่าการให้ ESOP ทำให้เกิดการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Transfer wealth) จากผู้ถือหุ้นเดิมไปสู่ผู้ถือหุ้นอื่นมากขึ้นทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมเสียผลประโยชน์ (Dilution effect) ซึ่งใจที่นี้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ก็หมายถึงผู้บริหาร และพนักงาน ซึ่งหากการนำ ESOP มาใช้ประสบความสำเร็จผู้ถือหุ้นเดิมก็จะไม่ได้รับผลกระทบดังกล่าว

เนื่องจากการออก ESOP นั้น มีความเชื่อมโยงกับเรื่องของผลตอบแทนที่นำมาผูกติดกับราคาหุ้น การประเมินมูลค่าหุ้นจึงถูกใช้เป็นเกณฑ์การตัดสินใจที่นักลงทุนมักใช้ในการพิจารณาว่าจะซื้อหรือขายหุ้นตัวใดตัวหนึ่ง โดยจะเปรียบเทียบระหว่างราคาตลาดของหุ้น ณ ปัจจุบัน กับมูลค่าที่แท้จริงที่ได้จากการประเมิน (Intrinsic value) คือ นักลงทุนจะตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในหุ้นใด ๆ เมื่อราคาตลาดต่ำกว่า มูลค่าที่แท้จริงที่ได้จากการประเมิน เพราะนักลงทุนเชื่อว่าในที่สุดราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นมาที่ราคาที่แท้จริง หรือ ราคาที่ควรเป็น ซึ่งนั้นก็หมายถึง กำไรที่นักลงทุนคาดว่าจะได้รับ ในทางกลับกันนักลงทุนมักจะตัดสินใจขายหุ้นใด ๆ เมื่อราคาตลาด สูงกว่า มูลค่าที่แท้จริงที่ได้จากการประเมินจึงอาจกล่าวได้ว่านักลงทุนใช้ประโยชน์จากการคำนวณหามูลค่าที่แท้จริงที่ได้จากประเมินในการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น การประเมินผลการดำเนินงานของฝ่ายบริหารสามารถพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้เพราะการที่บริษัทมีอัตราผลตอบแทนเกิดปกติก็แสดงว่าสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทนั่นเอง (Brown & Warner, 1985) อีกทั้งการพิจาณาอัตราผลตอบแทนเกิดปกตินั่นแสดงว่า ผู้บริหารมีความสามารถในการสร้างรายได้จนสามารถชดเชยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (Operating costs) และต้นทุนเงินทุน (Cost of capital) ได้จนหมดสิ้น ซึ่งหากพิจารณาเพียงกำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรสุทธิ
ของบริษัทนั้นอาจไม่สามารถบอกว่ากำไรดังกล่าวนั้นสามารถชดเชยต้นทุนต่าง ๆ ได้ครบถ้วนแล้วหรือยัง (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2542) ดังนั้นหากมีการเปลี่ยนแปลงเชิงบวกในส่วนของอัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังการนำ ESOP มาใช้นั้นก็แสดงถึงความประสิทธิผลของ ESOP ในการช่วยสร้างแรงจูงใจให้เกิดขึ้นในองค์กร

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยในต่างประเทศที่สนับสนุนว่าสามารถนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติมาใช้ในการพิจารณาถึงประสิทธิผลของการนำ ESOP ไปใช้เพื่อสร้างแรงจูงใจให้พนักงาน ได้โดยพบว่า บริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐอเมริกาที่เข้าร่วมโครงการ ESOP จำนวน 128 บริษัท โดยเก็บข้อมูลทั้งหมด 24 เดือนภายหลังบริษัทมีการประกาศเข้าร่วมโครงการ ESOP ผลคือ จะส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีสาระสำคัญในช่วงเดือนที่ 0 ถึง เดือนที่ 18 (Adamson, 1991) ซึ่งสอดคล้องไปในแนวทางเดียวกันกับการศึกษาของ Stephen and Fernando (2003) ที่วัดผลการดำเนินงานใน 3 รูปแบบ ได้แก่ 1. Future abnormal return 2. Future return on assets และ 3. Current and future firm valuation หรือ Tobin's q ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับระดับผลตอบแทนของ Option เฉพาะระดับผู้บริหาร ซึ่งให้ผลไปในทิศทางเดียวกันทั้ง 3 วิธีที่นำมาใช้วัดผลการดำเนินงานของบริษัท

สำหรับงานวิจัยในอดีตของไทยแม้จะมีการศึกษาเกี่ยวกับ ESOP อยู่บ้างแต่ก็ยังไม่เคยมีการศึกษาประสิทธิผลของ ESOP โดยการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเลย เช่น งานวิจัยของ วิลาวัลย์ โพธิอุบล (2549) พบว่า สัดส่วนการออกใบสำคัญแสดงสิทธิสำหรับซื้อหุ้นแก่กรรมการและพนักงาน (ESOP) มีความสัมพันธ์กันกับผลการดำเนินงานในเชิงบวกในระดับนัยสำคัญ 90 เปอร์เซ็นต์ และงานวิจัยของ วรงค์ศิริ ปัญจนทีทรัพย์ (2546) ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้น พบว่ามีค่าติดลบ 4 เปอร์เซ็นต์ ภายหลังบริษัทมีการประกาศให้ ESOP ในช่วง 81 วัน ซึ่งงานวิจัยทั้ง 2 ฉบับต่างมีข้อจำกัดในเรื่องจำนวนของกลุ่มตัวอย่างและกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษานั้นยังมีการนำ ESOP มาใช้ไม่ครบปี ซึ่งผู้วิจัยก็เชื่อว่าการนำ ESOP ไปใช้อาจจะต้องใช้เวลามากกว่า 1 ปี จึงจะสามารถเห็นผลว่า ESOP สามารถช่วยทำให้ประสิทธิภาพจากการดำเนินงานดีขึ้น (Adamson, 1991)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากผลการศึกษางานวิจัยการออกโครงการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/พนักงาน (ESOP) ของต่างประเทศ พบว่า ESOP เป็นเครื่องมือหนึ่งในการช่วยบรรเทาปัญหาความขัดแย้ง ด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น และส่งผลให้การดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น (Jensen & Meckling, 1976) เนื่องจาก ESOP ช่วยลดภาระของผู้ถือหุ้นในการสร้างมาตรการติดตามเฝ้าดูหรือควบคุมการทำงานของผู้บริหาร รวมถึงเป็นเครื่องมือในการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารในการบริหารงานเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยให้ความเป็นเจ้าของและเป็นส่วนหนึ่งในกิจการ (A partial owner) นอกจากนี้ Taylor (1981) ได้สรุปผลการศึกษาว่า การดำเนิน

โครงการ ESOP จะช่วยเพิ่มคุณค่าให้แก่กิจการ เนื่องจากมีการปฏิสัมพันธ์การสื่อสารข้อมูลระหว่างพนักงานด้วยกันเอง ทำให้เกิดขบวนการตรวจสอบการทำงานระหว่างพนักงานและผู้จัดการ

การศึกษาเชิงประจักษ์ ในเรื่องการนำเสนอผลตอบแทนระยะยาวให้แก่ผู้บริหารในรูปแบบต่าง ๆ (Long-term compensation package) เช่น การให้สิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัท (Option) การให้หุ้นสามัญแบบมีเงื่อนไข (Restricted stock) เช่น การให้สิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัท โดยวัดจากผลงาน หรืออายุการทำงาน เป็นต้น พบว่า มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในทางบวก (Brickley, Bhagat, & Lease, 1985) ต่อมา Tehranian and Waegelein (1985) ได้ศึกษาเพิ่มเติมว่าถ้าหากเป็นการให้ผลตอบแทนแบบระยะสั้น (Short-term compensation package) ตลาดจะตอบสนองอย่างไร ซึ่งผลการศึกษาก็สอดคล้องกับ Brickley and others (1985) นั้นคือ พบว่า การตอบสนองของราคาเป็นไปในทิศทางบวกต่อการประกาศ จึงนำไปสู่การสรุปผลการศึกษาว่าการตอบสนองดังกล่าวเกิดจากสมมติฐาน 3 ประการ คือ ผลกระทบจากแรงจูงใจในการประกาศใช้ ESOP ให้เป็นผลตอบแทนแก่ผู้บริหาร (Incentive effect) การส่งสัญญาณของผู้บริหารว่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่แท้จริง (Signaling effect) และผลกระทบจากการช่วยประหยัดภาษีให้กับบริษัทที่ออก ESOP (Tax effects) นอกจากนี้ David and Qian (2001) ได้ศึกษาผลกระทบของการออก ESOP ให้แก่กรรมการ/ พนักงานในประเทศสิงคโปร์ พบว่า ตลาดมีการตอบสนองเชิงบวกและให้ข้อสรุปว่า ESOP เป็นเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ อย่างไรก็ตามข้อสรุปดังกล่าว ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Yermack (1995) ที่พบว่าการออก ESOP ไม่มีนัยสำคัญต่อการลดลงของต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในส่วนของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศออก ESOP โดย DeFusco, Johnson, and Zorn (1990) พบว่า มีค่าความผันผวนเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ว่าเมื่อบริษัทนั้น ๆ มีการออก ESOP จะส่งผลให้ผู้บริหารกล้าที่จะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงมากขึ้นในขณะเดียวกันก็พบว่าความมั่นคั่งของผู้ถือหุ้นได้เพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน

ด้านการศึกษาในประเทศไทยนั้น Areeya Kanchanabat (2007) กลับให้ผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกับการศึกษาที่มีมาในต่างประเทศ โดยพบว่า การตอบสนองของตลาดที่มีต่อการออก ESOP เป็นไปในเชิงลบแต่จะมีการตอบสนองเชิงบวกในกรณีที่เป็นการออก ESOP ในรูปของในสำคัญแสดงสิทธิให้แก่กรรมการ/ พนักงานของบริษัทขนาดเล็ก โดยมีราคาใช้สิทธิสูงกว่าราคาตลาด (Out-of-the-money) นอกจากนี้ ยังพบว่าผลประกอบการของบริษัทหลังจากการออก ESOP ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อย่างไรก็ตาม การศึกษาว่าบริษัทหนึ่ง ๆ จะมีโอกาส (Probability) ออก ESOP เท่าใดนั้นสามารถทำได้โดยนำวิธีทางสถิติที่เรียกว่า “Logistic Regression Analysis” มาใช้จากการศึกษาที่

ผ่านมาพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่มี Market-to-book ratio สูงซึ่งแสดงถึงโอกาสในการเจริญเติบโต (Growth opportunity) ของบริษัท มีระดับการก่อหนี้ต่ำจะมีโอกาสออก ESOP สูง (David & Qian, 2001)

ระดับของทุนมนุษย์ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดโอกาสในการออก ESOP ของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่การดำเนินงานต้องอาศัยทุนมนุษย์สูง ลงทุนด้านการวิจัยและพัฒนา (Research and Development: R & D) มากจะมีต้นทุนในการควบคุมดูแลที่สูง พนักงานต้องการผลตอบแทนที่จูงใจ เช่น การแบ่งผลกำไร (Profit sharing) การให้ ESOP จึงเป็นการแก้ปัญหาเพื่อลดต้นทุนดังกล่าว (David, Panu, & Mikko, 2004)

นอกจากนี้บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ มีแนวโน้มที่จะออก ESOP เพื่อทดแทน การจ่ายผลตอบแทนในรูปของเงินสด ซึ่งจะกระทบตัวเลขทางบัญชีที่ใช้คำนวณอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากมูลค่าในการออก ESOP จะไม่ถูกมารวมคำนวณอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรแต่จะบันทึกในหมายเหตุงบการเงินเท่านั้น (Shu-hui, 2009)

Ball and Brown (1968) สรุปว่า กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ทำให้มีการขยายการศึกษาวิจัยทางบัญชีเกี่ยวกับประเด็นนี้อย่างกว้างขวาง จนมาถึงปัจจุบันนี้นักวิจัยทางบัญชีมีความพยายามในการหาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลบัญชีประเภทต่าง ๆ เพื่อนำมาอธิบายว่าข้อมูลบัญชีนั้นมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

วิลาวัลย์ โพธิ์อุบล (2549, หน้า 11) กล่าวว่า ปัจจัยที่ทำให้บริษัทต่างเลือกนำโครงการ ESOP มาใช้ก็คือ เพื่อสร้างแรงจูงใจและเป็นขวัญและกำลังใจในการทำงานกับพนักงานเป็นการให้ผลตอบแทนกับพนักงานในรูปแบบหนึ่งที่บริษัทไม่ต้องจ่ายออกมาในรูปตัวเงิน มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานของบริษัทที่จะลดลง รายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้นเนื่องจากพนักงานรู้สึกเป็นส่วนหนึ่งของบริษัท มีส่วนในหุ้นของบริษัท หากสามารถทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นได้ พวกเขาเหล่านั้นก็จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นตามไปด้วย สุดท้ายผลการดำเนินงานของบริษัทน่าจะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์ (2554, หน้า 11) กล่าวว่า สำหรับกรณีของประเทศไทย เมื่อมีการนำมาตรฐานการบัญชีสากลมาใช้ในประเทศไทย เป้าหมายที่หลายฝ่ายคาดหวังไว้คือ การพัฒนาคุณภาพของข้อมูลทางบัญชีเพื่อการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน นักลงทุนจึงมีนักวิจัยด้านบัญชีจำนวนไม่น้อยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลบัญชีมาเป็นเวลานานจนกระทั่ง Ohlson (1995) ได้นำเสนอผลงานการวิเคราะห์และอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลบัญชีออกมาและได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวางในวงการวิจัยด้านบัญชี ซึ่งคำอธิบายของ Ohlson (1995) สอดคล้องกับคำกล่าวของ Beaver (2002) ว่าการศึกษาวิจัยทางด้านบัญชีจะให้ความสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลทางบัญชี

โดยได้นำตัวแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) ไปประยุกต์ใช้ นำเสนอการวิเคราะห์และนำข้อมูลบัญชีมาใช้ในการกำหนดมูลค่าของกิจการแทนที่จะใช้เงินปันผลเหมือนเช่นอดีตที่ผ่านมา เปรียบเทียบประโยชน์ของข้อมูลบัญชีที่มีต่อนักลงทุนภายหลังจากมีการปรับปรุงข้อมูล การศึกษาประโยชน์ของข้อมูลบัญชีที่มีต่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งงานวิจัยทางบัญชีส่วนใหญ่จะศึกษาจากความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลบัญชีและมูลค่าหลักทรัพย์(มูลค่าของกิจการ) หากพบว่ามีความสัมพันธ์กัน นั่นหมายความว่า ข้อมูลทางบัญชีมีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนักลงทุน

วณิษฐา พิริยะวัฒนกุล (2553, บทคัดย่อ) การวัดประสิทธิผลของการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ Employee Stock Option Plan (ESOP) โดยใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ พบว่า การนำ ESOP มาใช้ยังไม่ค่อยได้รับความนิยมจากบริษัทต่าง ๆ ในประเทศไทย ส่วนใหญ่มักเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มเทคโนโลยี และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่มีการใช้ ESOP สามารถเห็นการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้อย่างชัดเจนในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น และเป็นที่น่าสังเกตว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติส่วนใหญ่มีค่าเป็นลบ แต่พบว่าหลังจากบริษัทได้นำ ESOP มาใช้นั้น อัตราผลตอบแทนเกินปกติมีแนวโน้มเป็นลบลดลงในปีที่ 2 และ 3 หลังจากมีการเริ่มใช้ เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติก่อนใช้ ESOP จึงเป็นเครื่องบ่งชี้ทำให้เห็นแนวโน้มในการช่วยทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติติดลบน้อยลงได้ ซึ่งนั่นก็หมายถึงความสามารถของผู้บริหารและพนักงานที่สามารถช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทหรือก็คือ การที่บริษัทมีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานดีขึ้น

พวงแก้ว เข็มทอง และพรปรวีณ์ ชาญสุวรรณ (2555, หน้า 9) ผลจากการตรวจสอบสมมติฐานที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามโดยตัวแบบได้ประยุกต์จากตัวแบบของ Ohlson (1995) โดยศึกษาความสัมพันธ์ของราคาตามบัญชี (BV) กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัท (INCOME) ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปร พบว่า กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัท และราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับราคาตามบัญชีในระดับสูง และการวิเคราะห์เชิงพหุ พบว่ามีตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีความสัมพันธ์กับราคาตามบัญชี อย่างมีนัยสำคัญจึงสรุปได้ว่า BV มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 1.208 แสดงว่าราคาตามบัญชี เพิ่มขึ้น 1 บาทต่อหุ้น จะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 1.208 บาทต่อหุ้น สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 และแสดงให้เห็นว่า ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ในกิจการที่มีสินทรัพย์ที่เกิดจากการร่วมการงานนั้น มีผลต่อการตัดสินใจหรือเป็นที่สนใจของนักลงทุนสอดคล้องกับ Chen, Roll and Ross (1986); Poon and Taylor (1991); Clare and Thomas (1994) ที่ศึกษาบทบาททฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์ในการอธิบายความสัมพันธ์ของผลการตอบแทนของหุ้นและเศรฐศาสตร์

มหภาค ที่แสดงให้เห็นว่าราคาหุ้นควรสะท้อนถึงความคาดหวังเกี่ยวกับการดำเนินงานในอนาคต ผลกำไรของบริษัทยังสะท้อนให้เห็นถึงระดับกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ

ธนัท วงษ์ชูแก้ว และคณะ (2552, หน้า 48) พบว่า กรณีศึกษา การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงาน (ESOP) และการศึกษาปัจจัยที่ทำให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงาน (ESOP) พบว่า มีการตอบสนองเชิงลบต่อประกาศโครงการ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยพบว่า ความกังวลที่มีต่อผลกระทบของการเจือจางต่อกำไรหุ้น (Dilution effect) ความกังวลต่อการวัดผลการดำเนินงานหลังจากออกโครงการ ESOP (Implication in measuring performance) ความกังวลต่อการลดลงของอัตราเงินปันผล (Possibility of dividened decreasing) ส่งผลให้มีการตอบสนองในเชิงลบต่อการออกโครงการ ESOP ของบริษัทจดทะเบียน ศักยภาพของการเติบโตของบริษัทในอนาคต ระดับทุนของมนุษย์ มีผลทำให้บริษัทตัดสินใจประกาศนโยบายการออก ESOP ที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป จำนวนของบริษัทที่ทำการศึกษายังมีจำนวนไม่มากนักเมื่อเทียบกับต่างประเทศ หากในอนาคตมีการประกาศใช้โครงการ ESOP มากขึ้น จะทำให้มีข้อมูลสำหรับการศึกษามากกว่าปัจจุบัน ซึ่งจะทำให้ผลการศึกษามีความสมบูรณ์มากขึ้นและช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล ควรเป็น 3 ปี หรือ 5 ปี (ซึ่งในงานวิจัยนี้ทำการทดสอบในช่วงก่อนและหลังการประกาศโครงการ ESOP ในช่วงระยะเวลา 20 วัน)

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาการนำโครงการ ESOP มาใช้กับบริษัทในประเทศไทย โดยเลือกศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ เพื่อดูว่า โครงการ ESOP จะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการหรือไม่ ผลจากการศึกษาในช่วงเวลาที่เปลี่ยนไป ข้อมูลเป็นข้อมูลแบบข้อมูลพลวัต (Information dynamic) คือข้อมูลสารสนเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตลอดเวลาจะให้ผลที่เหมือนหรือแตกต่างจากงานวิจัยอื่นอย่างไร และเลือกที่จะใช้รูปแบบจำลองทางสถิติ ของ Ohlson (1995) มาเป็นตัววัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยศึกษาความสัมพันธ์ ของตัวแปรราคาตามบัญชี กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัท Other Information ซึ่งในที่นี้เลือก ESOP-PAR ที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากพบข้อดีและสนใจแบบจำลองทางด้านสถิตินี้จากผลงานวิจัยข้างต้น

บทที่ 3
วิธีดำเนินการวิจัย

แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อศึกษาจากข้อมูลสาธารณะที่เปิดเผยไว้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลจากแหล่งอื่น ๆ เช่น งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการออกโครงการ ESOP ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ งบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงิน ข่าวบริษัท ประกาศของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. บทความทางวิชาการและจากเว็บไซต์ที่บริการข้อมูลการซื้อขายของตลาดหลักทรัพย์ เช่น www.setsmart.com www.set.or.th เป็นต้น ซึ่งแสดงข้อมูลบริษัททั้งหมดที่มีการออกโครงการ ESOP ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 ถึง 31 มีนาคม 2557 สาเหตุที่เลือกศึกษาผลการดำเนินงานในช่วงระหว่างปี 2553-2557 เพราะเคยมีงานวิจัยเกี่ยวกับ ESOP หลายเรื่องที่กล่าวว่า กลุ่มตัวอย่างในการนำโครงการ ESOP มาใช้ยังน้อย และช่วงเวลาของการศึกษาควรจะศึกษาต่อหลังจาก ปี 2552 (ธนัท วงษ์ชูแก้ว, 2552)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศออกโครงการ ESOP นับตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2553 จนถึงวันที่ 31 มีนาคม พ.ศ. 2557 จำนวน 115 บริษัท

2. ต้องเป็นบริษัทจดทะเบียน ฯ ที่มีข้อมูลที่ต้องการนำมาใช้ในการทดสอบอย่างครบถ้วน ได้แก่ ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ข้อมูลจากงบการเงิน Book value, Income, ESOP-par, Price รวมไปถึงการเก็บข้อมูลดังกล่าวต้องไม่ก่อให้เกิดปัญหาในช่วงเวลาที่ทดสอบ

จากการคัดเลือกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศโครงการ ESOP ในช่วงปี พ.ศ. 2553-2557 ที่เป็นไปตามเงื่อนไขดังกล่าวมีจำนวนทั้งหมด 81 บริษัท (คิดเป็นร้อยละ 73.91 %) สัญลักษณ์ชื่อย่อของบริษัทที่ทำการศึกษาแสดงไว้ในภาคผนวก

ตารางที่ 1 ขนาดและกลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศโครงการ ESOP

ปีที่ออกหุ้น ESOP	ตลาด	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอ	จำนวนบริษัทที่นำไปศึกษาเปรียบเทียบ
2548-2549	SET	-	2	0
2545-2556	Mai	MAI Industry	8	0
2544-2554	SET	SET ธุรกิจการเงิน	11	0
2547-2556	SET	เกษตรและอุตสาหกรรม	1	4
2544-2556	SET	เทคโนโลยี	4	21
2544-2556	SET	ทรัพยากร	1	10
2544-2555	SET	บริการ	2	14
2547-2556	SET	สินค้าอุตสาหกรรม	2	5
2547-2549	SET	สินค้าอุปโภค บริโภค	1	2
2547-2549	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2	25
		รวมข้อมูล	34	81

เครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลของงานวิจัยครั้งนี้ใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นการรวบรวม วิเคราะห์และสรุปลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล โดยข้อมูลของตัวแปรอิสระ ซึ่งหมายถึง มูลค่าของกิจการ ประกอบไปด้วย

1.1 ราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP หรือราคาตามบัญชีที่เราได้ยินกันบ่อย ๆ นั้นคือ มูลค่าของสินทรัพย์ที่ทางบริษัทใช้เงินทุนจากเจ้าของบริษัทมาซื้อซึ่งก็คือ มูลค่าตามบัญชีที่เป็นส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นเอง (ชื่อเต็มภาษาอังกฤษ คือ Book Value of Equity)

ตัวอย่าง บริษัท A มีมูลค่าตามบัญชี = 20 ล้านบาท
จำนวนหุ้นในตลาด = 20 ล้านหุ้น
ราคาหุ้น = 1 บาทต่อหนึ่งหุ้น

จะได้ว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหนึ่งหุ้น = 20 ล้านบาท/ 20 ล้านหุ้น = 1 บาทต่อหนึ่งหุ้น

เมื่อนำราคาหุ้นไปเปรียบเทียบกับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นจะได้ว่า

ราคาหุ้น/ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น = 1 บาท/ 1 บาท = 1

เพราะฉะนั้น ราคาปิดต่อมูลค่าตามบัญชี = 1 หมายความว่า ราคาหุ้นมีค่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นหารกันออกมาจึงเท่ากับหนึ่ง (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556, หน้า 30)

1.2 Income มาจากคำว่า กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นหรือส่วนกำไรสุทธิแบ่งเฉลี่ยให้แก่หุ้นสามัญแต่ละหุ้นของบริษัท แสดงให้เห็นถึงกำไรของบริษัทเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด สามารถคำนวณได้โดยการนำกำไรสุทธิรอบ 12 เดือนล่าสุดเป็นตัวตั้งแล้วหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2556, หน้า 31)

1.3 ESOP คือ ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น

1.4 Par คือ ราคาตามมูลค่าของหุ้น หาได้จากทุนจดทะเบียน/ จำนวนหุ้น

สาเหตุที่เลือก ESOP-Par เป็นตัวแปรอื่น ๆ ที่นำมาใส่ในโมเดลของ Ohlson (1995) เพราะเราสนใจว่า ESOP จะมีราคาแพงแค่ไหนเมื่อเทียบกับราคา Par และผู้วิจัยมีมุมมองว่าเมื่อ ESOP-Par และจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์จริง ๆ

จากนั้นข้อมูลต่าง ๆ จะถูกนำมาทำการวิเคราะห์ขั้นต้นในรูปแบบของความถี่ การหาสัดส่วนหรือร้อยละ การวัดแนวโน้มเข้าสู่ส่วนกลาง เช่นการหาค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐานและการวัดการกระจายข้อมูล เช่น ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุด ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) เป็นการนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาวิเคราะห์ในขั้นสูง เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้อง (Value relevance) กับมูลค่าของกิจการ (Firm value) ซึ่งใช้วิธี การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson correlation coefficient) และการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) เป็นเทคนิคการวิเคราะห์ทางสถิติ เพื่อสร้างสมการทำนาย (Prediction equation) โดยการทำนายตัวแปรตามหนึ่งตัวจากตัวแปรอิสระจากการวิจัยครั้งนี้กำหนดให้ตัวแปรตามที่ใช้ในการทดลองคือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่มีการประกาศกำไร ตัวแปรอิสระ คือ ราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้น ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น ราคาตามมูลค่าของหุ้น

สมการทำนาย ใช้แบบจำลองทางสถิติ Ohlson (1995)

(Y) Price $= \beta_1$ **Book Value** $+ \beta_2$ **Income** $+ \beta_3$ **(ESOP-Par)**$+ \varepsilon$

Price = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ณ วันประกาศกำไร

Book Value = ราคาตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

Income = กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

ESOP = ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น

Par = ราคาตามมูลค่าของหุ้น

ε = ความคลาดเคลื่อน ε เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

วิธีการเก็บข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้อง (Value relevance) กับมูลค่าของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด (Employee Stock Option Plan: ESOP) เก็บรวบรวมข้อมูลและวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินที่กิจการทำขึ้นเพื่อเผยแพร่สู่สาธารณชนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ เว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์และ Set Market Analysis and Report Tool (SETSMART) ทั้งนี้จำนวนบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด (Employee Stock Option Plan: ESOP) ที่จะนำมาศึกษามีทั้งหมด 115 บริษัท โดยได้ตัดทิ้ง 34 บริษัท ได้แก่ บริษัทกลุ่ม ไม่ระบุกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 2 บริษัท กลุ่ม MAI Industry จำนวน 8 บริษัท กลุ่มธุรกิจการเงิน จำนวน 11 บริษัท กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรม จำนวน 1 บริษัท กลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 4 บริษัท กลุ่มทรัพยากร จำนวน 1 บริษัท กลุ่มบริการ จำนวน 2 บริษัท กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 2 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคและอุปโภค จำนวน 1 บริษัท และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 2 บริษัท ที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและไม่เพียงพอต่อการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ เหลือบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่จะนำมาศึกษารวมทั้งสิ้น 81 บริษัท

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

ทั้งนี้นอกเหนือจากข้อมูลที่ได้จากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินที่นำมาใช้ในการประมวลผลแล้ว ข้อมูลต่าง ๆ ที่ใช้ประกอบรายละเอียดเพื่อเสริมให้งานวิจัยมีความสมบูรณ์มากขึ้น มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิต่าง ๆ อันได้แก่ ตำรา งานวิจัย วิทยานิพนธ์ วารสารงานวิจัยรวมไปถึงสื่อสิ่งพิมพ์อิเล็คทรอนิคส์

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ (Firm value): กรณีศึกษาบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ โครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดของบริษัทที่ทำการประกาศโครงการ ESOP ในช่วงปี พ.ศ. 2553-2557 จำนวน 81 บริษัท โดยตัดข้อมูลทิ้งไป 34 บริษัท เนื่องจากมีปัญหาด้านข้อมูลงบการเงินการเก็บรวบรวมข้อมูลจะรวบรวมจากงบการเงินของบริษัทที่มีการประกาศต่อสาธารณะในปี 2553 ถึงปี 2557 ไตรมาสที่ 1 เท่านั้น

วิธีการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อนำมาวิเคราะห์เปรียบเทียบ ศึกษาแนวโน้มและความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยใช้วิธีการทางสถิติ สถิติที่ใช้บรรยายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเรียกว่า สหสัมพันธ์ (Correlation) ผลที่ได้จะบรรยายถึงระดับความสัมพันธ์ ส่วนทิศทางของความสัมพันธ์นั้นขึ้นอยู่กับมาตรวัดตัวแปรและชนิดของสหสัมพันธ์ที่ใช้คำนวณ ค่าที่ได้จากการคำนวณเรียกว่า “สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์” (Correlation coefficient) วิเคราะห์หาสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation coefficient) ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณ 2 ตัว แต่ไม่มีการกำหนดว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรอิสระ หรือตัวแปรใดเป็นตัวแปรตาม และเป็นค่าที่ไม่มีหน่วย

ข้อมูลที่เก็บรวบรวมจะถูกคำนวณขึ้นมาสองส่วน คือ คุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการและใช้แบบจำลอง Ohlson (1995) Model ในการทดสอบสมการทำนาย

1. การคำนวณหาคุณค่าที่เกี่ยวข้องคุณค่าที่เกี่ยวข้อง เป็นลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลบัญชี ได้แก่ ข้อมูลที่มีประโยชน์และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจของผู้ใช้งบการเงิน ในที่นี้จะกล่าวถึงการใช้ข้อมูลบัญชีเพื่อการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่ง Ball and Brown (1968) กล่าวไว้ว่า กำไรสุทธิมีความสัมพันธ์กับหลักทรัพย์

2. การคำนวณหามูลค่าของกิจการ การประเมินมูลค่าของกิจการในมุมมองของนักลงทุนนั้นเป็นการวิเคราะห์และเปรียบเทียบ ราคาของหุ้น ESOP และราคา Par เพื่อแสดงให้เห็นว่ามุมมอง

347792

ของนักลงทุนมีการประเมินมูลค่าของกิจการมากน้อยเพียงใด ผู้วิจัยเลือกที่จะศึกษา ความสัมพันธ์ของตัวแปร Book value, Income, ESOP-Par ที่มีต่อมูลค่าของกิจการ (Firm value) หรือในโมเดลนี้ใช้คำว่า Price

(ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่มีการประกาศกำไร) โดยตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลนี้ ใช้แบบจำลอง Ohlson (1995)

หลังจากที่นักวิจัยพยายามอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าราคาหลักทรัพย์กับข้อมูลบัญชีมาเป็นเวลานาน จนกระทั่ง Ohlson (1995) ได้นำเสนอผลงานการวิเคราะห์และอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลบัญชีและได้รับการยอมรับกันอย่างกว้างขวางในวงการนักวิจัยด้านบัญชี ซึ่งตรงกับ Beaver (2002) ได้กล่าวในที่ประชุมเสนอผลงานวิจัยว่าการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และข้อมูลบัญชีจะมีมากขึ้นและเป็นหัวข้อสำคัญต่อนักวิจัยทางด้านบัญชี (Kothari, 2001) สอดคล้องกับ ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์ (2554) ที่กล่าวว่าเราสามารถนำตัวแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) มาใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุนหลังการเปลี่ยนแปลงระบบมาตรฐานบัญชีในประเทศไทยได้ ดังจะเห็นได้จากงานวิจัยของ พวงแก้ว เข็มทอง และพรปวีณ์ ชาญสุวรรณ (2555) ที่ใช้ตัวแบบสมการทำนายที่ได้ประยุกต์มาจากตัวแบบของ Ohlson (1995) วิจัยปฏิบัติทางการบัญชีสำหรับกิจการที่มีการลงทุนระหว่างภาครัฐและภาคเอกชน ที่ผู้วิจัยเลือกเป็นต้นแบบมาประยุกต์ใช้ในการวิจัยครั้งนี้

บทที่ 4
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ภายหลังจากที่ได้เก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี 2553-2557 แล้ว ลำดับต่อไปจึงเป็นการนำข้อมูลมาวิเคราะห์และประมวลผล ผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์เบื้องต้นสถิติเชิงพรรณนา

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

จากข้อมูลในภาคผนวกได้แสดงถึงรายละเอียดจำนวนบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ได้ออกโครงการ ESOP โดยจำแนกตามวันที่ออกโครงการ ประเภทของหลักทรัพย์และกลุ่มอุตสาหกรรมจากข้อมูลในช่วงที่ทำการศึกษาพบว่า จำนวนบริษัทที่ออกโครงการ ESOP โดยออกในรูปของหุ้นสามัญมีจำนวนเพียง 5 บริษัท หรือคิดเป็นสัดส่วนเพียง 4.35 % ของจำนวนที่ทำการออกโครงการ ESOP ทั้งหมด ซึ่งอธิบายได้ว่า การออกโครงการ ESOP ที่อยู่ในรูปการให้หุ้นสามัญแก่ผู้บริหารและพนักงานโดยตรง ไม่เป็นที่นิยมมากนัก อันเนื่องจากหุ้นสามัญใหม่ที่ออกตามโครงการ ESOP จะส่งผลให้มีการเจือจางของกำไรต่อหุ้น (Dilution effects) ต่อผู้ถือหุ้นเดิมทันที เมื่อเปรียบเทียบกับการออกโครงการ ESOP ในรูปแบบการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) พบว่าการออกโครงการ ESOP โดยการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ มีผลกระทบจากการเจือจางของกำไรต่อหุ้นเกิดขึ้นเมื่อมีการใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ ตามที่สัดส่วนและระยะเวลาที่บริษัทกำหนด จากสาเหตุดังกล่าว ส่งผลให้นักลงทุนโดยทั่วไปตอบสนองในเชิงลบต่อการออกโครงการ ESOP โดยตรงกับหุ้นสามัญ นอกจากนี้ การได้มาซึ่งหุ้นสามัญของผู้บริหารและพนักงานจากโครงการ ESOP ต้องเสียภาษีเงินได้จากส่วนต่างระหว่างราคาตลาดและต้นทุนของหุ้นสามัญ ณ วันที่ได้รับหุ้นสามัญ ซึ่งต่างจากการเสียภาษีเงินได้จากการได้มาซึ่งใบสำคัญแสดงสิทธิโดยภาษีพึงประเมินคำนวณจากส่วนต่างระหว่างราคาใช้สิทธิกับราคาตลาด ณ วันใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

นอกจากนี้ การออกโครงการ ESOP โดยหุ้นสามัญโดยตรงอาจไม่เพิ่มแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารหรือพนักงานเท่าใด เพราะผู้บริหารหรือพนักงานที่ได้สิทธิสามารถขายหุ้นได้ทันทีนับจากวันที่ได้สิทธิ โดยที่ไม่จำเป็นต้องพิสูจน์ในเรื่องการทำงานที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นหรือวัดผลการทำงานของผู้บริหารและพนักงานแต่ละราย ซึ่งอาจมองว่าเป็นเพียงการได้ประโยชน์ในระยะสั้น

(Short term incentive) เมื่อเปรียบเทียบกับการออกโครงการ ESOP โดยออกเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิ พบว่า ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิจะมีมูลค่ามากขึ้น หากราคาอ้างอิงของหุ้นสามัญในตลาดปรับตัวขึ้น และใบสำคัญแสดงสิทธิจะมีค่าลดลง หากราคาหุ้นสามัญอ้างอิงปรับลดลง ดังนั้น ผู้บริหารและพนักงาน จึงมีแรงจูงใจในการทำงานให้มีประสิทธิภาพ สร้างผลกำไรให้แก่บริษัทเพื่อส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญในตลาดปรับเพิ่มขึ้นและส่งผลให้มูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิเพิ่มขึ้น ผลประโยชน์จึงตกแก่ผู้บริหารและพนักงานในระยะยาว

ดังนั้นในการอธิบายส่วนของผลการวิจัย จึงแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยส่วนของงานวิจัยแรกจะอธิบายเกี่ยวกับ การตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา และผลการวิเคราะห์ข้อมูลจาก Kolmogorov-Smirnov Z test เป็นการตรวจสอบว่า ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงเป็นปกติหรือไม่ การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Measure of collinearity)

ผู้วิจัยใช้โปรแกรมทางสถิติ เพื่อช่วยในการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่าง Book value, Income และ ESOP-Par ที่ส่งผลต่อ Price ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 ว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยการใช้วิธีวิเคราะห์การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) ที่ระดับนัยสำคัญ .05

ผลจากการวิจัยของส่วนแรกของงานวิจัย

1. การตรวจสอบข้อมูลของตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการวิเคราะห์เบื้องต้นจะต้องมีการทดสอบข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการวิเคราะห์โดยตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูลว่ามีการกระจายตัวแบบปกติหรือไม่ สามารถทำได้โดย ความถี่ฮิสโตรแกรม คือ หากข้อมูลมีการกระจายตัวแบบปกติจะมีการกระจายตัวแบบระฆังคว่ำ หรือมีสมมาตร โดยค่าส่วนใหญ่อยู่ตรงกลางและลดหลั่นไปทางปลาย อีกทั้งยังต้องพิจารณาจากค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน ควรเท่ากันหรือใกล้เคียงกัน หรือ Kolmogorov-smirnov test จากการตรวจสอบข้อมูลที่จะใช้ทดสอบทุกตัวมีการกระจายตัวแบบปกติ และทุกข้อมูลของค่าความคลาดเคลื่อนที่เกิดจากการพยากรณ์มีการแจกแจงแบบปกติ

2. ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ศึกษา

ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ของตัวแปร Book value, Income, ESOP-Par

การวิเคราะห์เบื้องต้นสถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา แสดงผลดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา แสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Book value, Income และ ESOP-Par ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรต้น

ราคา	MIN	MAX	MEAN	SD
ราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP (Book Value)	0.06	116.59	7.179	14.225
กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP (Income)	0.01	14.09	0.997	1.882
ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด ต่อหุ้น ลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น (ESOP-Par)	0.10	40.00	6.418	8.712

จากตารางที่ 2 สามารถสรุปข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา ได้ว่า เมื่อพิจารณาตัวแปรที่วัดผลจากราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP (Book Value) พบว่า มีมูลค่าราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP (Book Value) รวมสูงสุดเฉลี่ย เท่ากับ 116.59 มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 7.179 ราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP (Book Value) ของข้อมูลกลุ่มนี้เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย เท่ากับ 14.225 และมีราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP (Book Value) รวมต่ำสุดเท่ากับ 0.06 และสูงสุด เท่ากับ 116.59 สำหรับในภาพรวมของข้อมูลแสดงให้เห็นว่าราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP (Book Value) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษานี้อยู่ในระดับสูง

ตัวแปรที่วัดผลจากกำไร(ขาดทุน)ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP (Income) พบว่า มีมูลค่ากำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP (Income) รวมสูงสุดเฉลี่ย เท่ากับ 14.09 มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 0.997 กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP (Income) ของข้อมูลกลุ่มนี้เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.882 และมีกำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP (Income) รวมต่ำสุดเท่ากับ 0.01 และสูงสุด เท่ากับ 14.09 สำหรับในภาพรวมของข้อมูลแสดงให้เห็นว่ากำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP (Income) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษานี้อยู่ในระดับสูง

ตัวแปรที่วัดผลจากราคามูลค่าใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น (ESOP-Par) พบว่า มีราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น (ESOP-Par) รวมสูงสุดเฉลี่ย เท่ากับ 40.00 มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 6.418 ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น (ESOP-Par) ของข้อมูลกลุ่มนี้เบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ย เท่ากับ 8.712 และมีราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น (ESOP-Par) รวมต่ำสุดเท่ากับ 0.10 และสูงสุด เท่ากับ 40.00 สำหรับในภาพรวมของข้อมูลแสดงให้เห็นว่า ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น (ESOP-Par) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษานี้อยู่ในระดับสูง

ตารางที่ 3 การตรวจสอบข้อมูลโดยใช้ Kolmogorov-Smirnov test ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรต้น

	ค่าเฉลี่ย (MEAN)	ส่วนเบี่ยงเบน (SD)	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
Book Value	7.1794	14.22555	0.787	.565
Income	0.9977	1.88266	1.306	.068
ESOP-Par	6.4180	8.71257	1.324	.060

จากตารางที่ 3 สรุปข้อมูลได้ดังนี้

ทดสอบค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติจากการตรวจสอบค่า e มีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ซึ่งตรวจสอบโดยค่า Kolmogorov-Smirnov =.565, .068, .060 > .05 ค่า sig.ของ Kolmogorov –Smirnov มากกว่าค่าอัลฟ่า .05 จึงยอมรับสมมติฐานหลักได้ คือมีการสุ่มตัวอย่างจากประชากรที่มีการแจกแจงแบบปกติเป็นไปตามเงื่อนไข

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน การวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่และสัมพันธ์กันอย่างไร โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 ค่าสูงสุดจะมีค่าเป็น 1 ซึ่งจะตีความได้ว่าตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กันอย่างมากที่สุดขณะเดียวกันค่าความสัมพันธ์ที่เท่ากับ -1 นั้นจะหมายถึง ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันอย่างมากที่สุดเช่นกัน แต่จะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามและค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีค่าเท่ากับ 0 นั้นจะหมายถึงตัวแปรนั้นไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างสิ้นเชิง

การบอกระดับหรือขนาดของความสัมพันธ์จะใช้ตัวเลขของค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ หากค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ -1 หรือ 1 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง แต่หากมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงถึงการมีความสัมพันธ์กันในระดับน้อย หรือไม่มีเลย สำหรับการพิจารณาค่าสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ โดยทั่วไปอาจใช้เกณฑ์ดังนี้

ค่า r	ระดับของความสัมพันธ์
0.90-1.00	มีความสัมพันธ์กันสูงมาก
0.70-0.90	มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง
0.50-0.70	มีความสัมพันธ์กันในระดับปานกลาง
0.30-0.50	มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ
0.00-0.30	มีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำมาก

สำหรับการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเชิงปริมาณตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น (Linear regression)

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ของ Book value, Income, ESOP-Par และ Price

ความสัมพันธ์	Price	Book Value	Income	ESOP-Par
Price	1	.947**	.955**	.571**
Book Value		1	.901**	.565**
Income			1	.447**
ESOP-Par				1

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้ง 4 ตัว คือ Price, Book value, Income และ ESOP-Par มีค่าอยู่ระหว่าง .447 ถึง .955 โดย

Price กับ ESOP-Par มีความสัมพันธ์กันที่สุดทางบวก .571**

รองลงมา Book Value กับ Price มีความสัมพันธ์กันทางบวกที่ .947**

รองลงมา Book Value กับ Income มีความสัมพันธ์กันทางบวกที่ .901**

รองลงมา Income และ Price มีความสัมพันธ์กันทางบวกที่ .955**

รองลงมา Book Value กับ ESOP-Par มีความสัมพันธ์กันทางบวกที่ .565**

และ Income กับ ESOP-Par มีความสัมพันธ์กันทางบวกที่ .447**

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง Price และตัวแปร Book value, Income และ ESOP-Par มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง .763 ถึง .900 มีความสัมพันธ์ในระดับสูงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ผลจากการวิเคราะห์ค่าของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

H1 = ρ Book value, Income, ESOP-Par, Price $\neq 0$ ได้ค่า Sig. ของการทดสอบ = .000 ซึ่งน้อยกว่า .05 จึงสรุปว่า H1 จริง

1. H_0 = ρ Income, ESOP-Par, Price = 0

   H1 = ρ Income, ESOP-Par, Price $\neq 0$ ได้ค่า Sig. ของการทดสอบ = .000 ซึ่งน้อยกว่า .05 จึงสรุปว่า H1 จริง

2. H_0 = ρ ESOP-Par, Price = 0

   H1 = ρ ESOP-Par, Price $\neq 0$ ได้ค่า Sig. ของการทดสอบ = .000 ซึ่งน้อยกว่า .05 จึงสรุปว่า H1 จริง

3. H_0 = ρ Book value, Income, ESOP-Par = 0

   H1 = ρ Book value, Income, ESOP-Par $\neq 0$ ได้ค่า Sig. ของการทดสอบ = .000 ซึ่งน้อยกว่า .05 จึงสรุปว่า H1 จริง

สรุปผลการทดสอบจะพบว่า ตัวแปรทั้ง 4 ตัว มีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญ .01 และเมื่อศึกษาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่า Price กับ ESOP-Par มีความสัมพันธ์กันในระดับค่อนข้างสูง (r = .571 มากกว่า .500) หรือ อาจกล่าวได้ว่า ค่า r = 57.10 % และสัมพันธ์กันในทางบวก คือ Price มาก ESOP-Par ก็มาก

ก่อนที่จะประมวลผลด้วยวิธีทางสถิติเทคนิควิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งจะต้องมีการตรวจสอบค่าผิดปกติ (Outliers) ในทางสถิติที่เรียกว่า Casewise Diagnostics (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2552) เป็นการตรวจสอบข้อมูลที่มีค่าสูงที่สุดและต่ำที่สุดเปรียบเทียบกับค่าที่มีมากกว่าหรือน้อยกว่า $\pm$ 3 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และถ้าหากพบว่า Case ใดคือค่า Casewise จะต้องตัดข้อมูลออกจากการวิเคราะห์ เพื่อป้องกันการนำกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเกินปกติมาทำการทดสอบรวมด้วย ซึ่งอาจจะทำให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม
ผิดไปจากความเป็นจริง

ส่วนการทดสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ได้แก่

1. ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน = 0 (E(e) = 0

เงื่อนไขข้อนี้จะเป็นจริงเสมอ ไม่จำเป็นต้องตรวจสอบ เนื่องจากเมื่อใช้วิธีกำลังสอง+ น้อยที่สุด จะทำให้ e(error) = 0 เสมอ

4. ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนต้องคงที่

การตรวจสอบค่าแปรปรวนค่าคลาดเคลื่อนต้องคงที่ โดยการทดสอบ Homogeneity of Variances ได้ค่า Sig. = .037 ซึ่ง > .05 แสดงให้เห็นว่า ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่เป็นไปตามเงื่อนไข

5. ค่าความคลาดเคลื่อนต้องเป็นอิสระกัน

ตรวจสอบความเป็นอิสระ โดยการใช้สถิติ Durbin-Watson พิจารณาจากค่า Durbin-Watson ได้เท่ากับ 1.726 ซึ่งค่าดังกล่าวอยู่ระหว่าง 1.5-2.5 สรุปได้ว่า ค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน เป็นไปตามเงื่อนไข

6. ค่าคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

จากการตรวจสอบค่า e มีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ ซึ่งตรวจสอบโดยค่า Kolmogorov-Smirnov = .565, .068, .060 > .05 ค่า Sig. ของ Kolmogorov-Smirnov มากกว่าค่าอัลฟ่า .05 จึงยอมรับสมมติฐานหลักได้ คือ มีการสุ่มตัวอย่างจากประชากรที่มีการแจกแจงแบบปกติเป็นไปตามเงื่อนไข

7. ตัวแปรอิสระต้องเป็นอิสระต่อกัน

ค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าอยู่ระหว่าง 0-3 ซึ่งถือว่ามีค่าน้อย แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระ เป็นอิสระต่อกันเป็นไปตามเงื่อนไข

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

การวิเคราะห์การถดถอยเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเพื่อพยากรณ์ผลการวิจัย โดยกำหนดให้ตัวแปรอิสระของงานวิจัยนี้ คือ ราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้น (ราคามูลค่ายุติธรรมสิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น-ราคาตามมูลค่าของหุ้น) ส่วนตัวแปรตามคือ ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ซึ่งประกอบด้วยตัวแบบสมการที่ประยุกต์ใช้แบบจำลองของ Ohlson (1995) ดังนี้

$$\text{(Y) Price} = \beta_1 \text{ Book Value} + \beta_2 \text{ Income} + \beta_3 \text{ (ESOP-Par)} + \varepsilon$$

Price = ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ณ วันประกาศกำไร

Book Value = ราคาตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

Income = กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP ในงวดที่ t

ESOP = ราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น

Par = ราคาตามมูลค่าของหุ้น

ε = ความคลาดเคลื่อน ε เป็นตัวแปรที่มีการแจกแจงแบบปกติ

ผู้วิจัยได้วิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้ Price เป็นเกณฑ์และใช้ Book value, Income และ ESOP-Par เป็นตัวพยากรณ์ ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 สรุปตัวแบบสมการถดถอย ของสมการ Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.980[a]	.959	.958	3.19785	1.726

a. Predictors: (Constant), ESOP-Par, Income, Book value

b. Dependent Variable: Price

จากตารางที่ 5 เมื่อพิจารณาที่ค่า

1. Adjust R Square สามารถสรุปได้ว่า ราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP, กำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP และราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นสามารถพยากรณ์ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ได้ร้อยละ 95.80 ส่วนอีก 04.20 นั้นเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา

2. ค่า R= .980[a] หมายถึง ค่าที่แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด

3. ค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่า Y = 3.197

4. ค่า Durbin-Watson เป็นค่าสถิติที่ใช้ทดสอบความเป็นอิสระกันของค่าคลาดเคลื่อน ซึ่งเป็นเงื่อนไขหนึ่งของการวิเคราะห์ความถดถอย ในที่นี่ได้ค่า Durbin-Watson = 1.726 ซึ่งค่ามากกว่า 1.50 แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

5. และเมื่อพิจารณาความแปรปรวน (ANOVA) ของตัวแปรต่าง ๆ จะได้ผลดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ความแปรปรวน (ANOVA) ของสมการ

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	18624.549	3	6208.183	607.084	.000[a]
	Residual	787.420	77	10.226		
	Total	19411.968	80			

a. Predictors: (Constant), ESOP-Par, Income, Book value

b. Dependent Variable: Price

การวิเคราะห์ความแปรปรวนแบบทางเดียวที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน

$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$

H_1: มี $\beta_i \neq 0$ อย่างน้อย 1 ตัว; i = 1, 2, 3

ในที่นี้ SSR = 18624.549, SSE = 787.420

$$MSR = \frac{18624.549}{3} = 6208.183; \quad MSE = \frac{787.420}{77} = 10.226$$

$$\text{สถิติทดสอบ } F = \frac{MSR}{MSE} = 607.084 \text{ หรือ } \rho\,(F > 607.084) = .000$$

เขตปฏิเสธ: จะปฏิเสธ สมมติฐาน H_0 ถ้า Sig. $< .05$ ในที่นี้ Sig. $= .000 < .05$

สรุปผลการทดสอบ: มีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม Price อย่างมีนัยสำคัญ จึงต้องทำการทดสอบต่อไปว่าตัวแปรอิสระใดบ้างที่สัมพันธ์กับ Price แสดงในตารางที่ 7

ตารางที่ 7 วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เป็นการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุระหว่าง Book value, Income และ ESOP-Par ต่อ Price

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		β	Std. Error	Beta		
1	Constant	1.739	.454		3.826	.000
	Book value	.404	.064	.369	6.346	.000
	Income	4.762	.444	.575	10.717	.000
	ESOP-Par	.188	.050	.105	3.727	.000

a. Dependent Variable: Price

จากตารางที่ 7 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระทีละตัว

1. Unstandardized Coefficients เป็นตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

β คือ ค่าคงที่ และและสัมประสิทธิ์ความถดถอย = 1.739

Std. Error หรือ SE (a) = .454

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปร Book value = .404 = 40.40 บาท และ SE = .064

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปร Income = 4.762 และ SE = .444

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปร ESOP-Par = .188 และ SE = .050

สมการความถดถอยที่คาดไว้จะเป็น

(Y) Price $= \beta_1$ Book Value + β_2 Income + β_3 (ESOP-Par) + Ɛ

(1.739) Price = 0.404 Book Value +4.762 Income + 0.188 (ESOP-Par) + Ɛ

2. Standardized Coefficients Beta เป็นตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของตัวแปร Book Value = .369

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของตัวแปร Income = .575

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐานของตัวแปร ESOP-Par = .105

จึงสรุปได้ว่า ตัวแปร Income มีความสัมพันธ์กับ Price มากที่สุด และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกัน ส่วนตัวแปร Book value มีความสัมพันธ์กับตัวแปร Price น้อยที่สุด และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกัน ส่วนตัวแปร ESOP-Par มีความสัมพันธ์กับตัวแปร Price น้อย และความสัมพันธ์อยู่ในทิศทางเดียวกัน

3. t เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบ สมมติฐานเกี่ยวกับค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย β_1 และ β_0

การทดสอบเกี่ยวกับค่าคงที่ (β_0)

$H_0 = \beta_0 = 0$ vs $H_1 = \beta_0 \neq 0$

สถิติทดสอบ t = 3.826

เขตปฏิเสธจะปฏิเสธ H_0 = ถ้า Sig. < ระดับนัยสำคัญที่กำหนด ในที่นี้กำหนดระดับนัยสำคัญ = .05

ในที่นี้ Sig. ของค่าคงที่ = .000 ซึ่งน้อยกว่า .05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน

สรุปผลการทดสอบเส้นตรงแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Price กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ไม่ผ่านจุดศูนย์

จากการศึกษาพบว่า การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุระหว่าง Book value, Income และ ESOP-Par แสดงค่าสถิติ F เท่ากับ 607.084 มีค่า Sig. เท่ากับ .000 ซึ่งน้อยกว่า .05 หมายถึง ตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัว ที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม Price อย่างมีระดับนัยสำคัญร้อยละ 95.00 ค่า R เท่ากับ .980 หรือร้อยละ 98.00 ซึ่งเป็นค่าที่แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด ค่า R Square เท่ากับ .959 หรือร้อยละ 95.90 คือ ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจกล่าวคือตัวแปร Book value, Income และ ESOP-Par อธิบายการเปลี่ยนแปลงของ Price ได้ร้อยละ 95.90 ส่วนอีกร้อยละ 4.10 เกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา ค่าAdjust R Square เท่ากับ .958 หรือร้อยละ 95.80 เป็นค่า R^2 ที่ได้ปรับแล้ว และค่า Std. Error of the estimate เท่ากับ 3.19785 เป็นค่าคลาดเคลื่อนมาตรฐานของการประมาณค่า (Y) = 1.739

ซึ่ง Book Value มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันกับ Price โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 1.024 แสดงว่า Book Value เพิ่มขึ้น 0.404 บาทต่อหุ้น และมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 คือ Book Value มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดไตรมาสที่ 1

ESOP-Par มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Price โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 0.188 แสดงว่า ESOP-Par เพิ่มขึ้น 0.188 บาทต่อหุ้น และมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 คือ ESOP-Par มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดไตรมาสที่ 1 กิจการที่มีการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดสูงกว่าราคาตามมูลค่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ณ วันประกาศกำไรตามแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) ซึ่งเป็นคุณค่าส่วนเพิ่มสำหรับนักลงทุนที่จะนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจต่อไป

Income มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ Price โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 4.762 แสดงว่า Income เพิ่มขึ้น 4.762 บาทต่อหุ้น และมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 % ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 คือ Income มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวดไตรมาสที่ 1

จากการวิเคราะห์ในขั้นตอนนี้แสดงให้เห็นว่าราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP และกำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP รวมถึงราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้นลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น สามารถพยากรณ์ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ได้และมีผลต่อการช่วยตัดสินใจหรือเป็นที่สนใจของนักลงทุนในการพิจารณาเลือกลงทุนในกิจการ

บทที่ 5
สรุปผล อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเพื่อศึกษาคุณค่าที่เกี่ยวข้องของบริษัทที่ออก ESOP ว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่าของบริษัทหรือไม่ โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลบริษัทที่ทำการประกาศออก ESOP เลือกศึกษาข้อมูลทางบัญชีในช่วงปี 2553-2557 จำนวน 81 บริษัท เพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ ผลการศึกษาสรุปได้ดังนี้

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นในการศึกษาเกี่ยวกับข้อมูลที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์เพื่อใช้เป็นแนวทางประกอบในการตัดสินใจลงทุน โดยนักลงทุนทั่วไปนั้นย่อมต้องการที่จะลงทุนเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุด การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถือเป็นทางเลือกหนึ่งที่เป็นการบริหารจัดการเงินออม ซึ่งอาจให้ผลตอบแทนสูงกว่าการออมเงินในรูปแบบอื่น แต่ในขณะเดียวกันก็มีความเสี่ยงจากการลงทุนสูงกว่าการลงทุนในรูปแบบอื่นด้วยเช่นกัน ดังนั้น นักลงทุนจึงต้องรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการวิเคราะห์และประมวลผลข้อมูลเหล่านั้น เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นให้อยู่ในขั้นที่เป็นความเสี่ยงที่ยอมรับได้ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการ: กรณีศึกษาบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการใช้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด (Employee Stock Option Plan: ESOP) มีวัตถุประสงค์การศึกษาเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของ Book value, Income, ESOP-Par ที่ส่งผลต่อ Price เป็นตัวบ่งชี้หรือสามารถเป็นมาตรวัดประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการเลือกใช้ข้อมูลคุณค่าที่เกี่ยวข้องทางบัญชี เพื่อวิเคราะห์ในเชิงเปรียบเทียบได้อย่างถูกต้องเพื่อทำการประเมินหลักทรัพย์ก่อนตัดสินใจลงทุนได้อย่างถูกต้อง โดยสามารถมุ่งเน้นเฉพาะราคา ESOP-Par ที่เป็นตัวบ่งชี้ สำหรับบริษัทที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนด (ESOP) ดังกล่าวเท่านั้น ทำให้นักลงทุนวิเคราะห์และประมวลผลได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นส่งผลให้การตัดสินใจลงทุนได้ทันเวลา สำหรับในช่วงของราคาหลักทรัพย์ ณ ขณะใด ๆ ที่นักลงทุนได้คาดการณ์ไว้

อภิปรายผล

การศึกษาความสัมพันธ์ของ Book value, Income และ ESOP-Par ที่มีต่อ Price โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า Book value,

Income และ ESOP-Par มีความสัมพันธ์กับ Price และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า มีตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัวที่มีความสัมพันธ์กับ Price อย่างมีนัยสำคัญ จึงสรุปได้ว่า Book value มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Price โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 1.024 แสดงว่า Book value เพิ่มขึ้น 1 บาทต่อหุ้น จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ (Price) เพิ่มขึ้น 1.024 บาทต่อหุ้น สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 คือ Book value มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด ไตรมาสที่ 1

ESOP-Par มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันกับ Price โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 0.558 แสดงว่า ESOP-Par เพิ่มขึ้น 1 บาทต่อหุ้น จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ (Price) เพิ่มขึ้น 0.558 บาทต่อหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน คือ ESOP-Par มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด ไตรมาสที่ 1

Income มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Price โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ระดับ 1.041 แสดงว่า Income เพิ่มขึ้น 1 บาทต่อหุ้น จะทำให้ราคาหลักทรัพย์ (Price) เพิ่มขึ้น 1.041 บาทต่อหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ คือ Income มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด ไตรมาสที่ 1

จากการวิเคราะห์ในขั้นตอนนี้ แสดงให้เห็นว่าราคาตามบัญชีของบริษัทที่ออก ESOP และกำไร (ขาดทุน) ต่อหุ้นของบริษัทที่ออก ESOP รวมถึงราคาใช้สิทธิซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดต่อหุ้น ลบด้วย ราคาตามมูลค่าของหุ้น สามารถพยากรณ์ราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ออก ESOP ได้และมีผลต่อการตัดสินใจหรือเป็นที่สนใจของนักลงทุนในการพิจารณาเลือกลงทุนในกิจการ กิจการที่มีการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการให้สิทธิที่จะซื้อหุ้นในราคาที่กำหนดสูงกว่าราคาตามมูลค่าจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ณ วันประกาศกำไรตามแบบจำลองทางสถิติของ Ohlson (1995) ซึ่งเป็นคุณค่าส่วนเพิ่มสำหรับนักลงทุนที่จะนำไปใช้ในการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจต่อไป

ข้อจำกัดของการศึกษา

ข้อจำกัดของการวิจัยฉบับนี้ เป็นผลจากข้อมูลและขอบเขตของการวิจัย ซึ่งเป็นข้อจำกัดที่ไม่อาจหลีกเลี่ยงได้ จำเป็นต้องคัดเลือกข้อมูลตามระยะเวลาที่กำหนด ทำให้ผลการวิจัยมีข้อจำกัดดังนี้

1. การเปลี่ยนแปลงในการประกอบธุรกิจจะหมุนเวียนไปตามวัฏจักรธุรกิจซึ่งแบ่งเป็น 4 ช่วง คือ ภาวะขยายตัว ภาวะรุ่ งเรือง ภาวะถดถอย และภาวะตกต่ำ โดยกลุ่มอุตสาหกรรมในแต่ละกลุ่ม จะได้รับผลกระทบจากวัฏจักรของธุรกิจที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งในแต่ละกลุ่ม

อุตสาหกรรมจะมีช่วงวัฏจักรทางธุรกิจไม่เท่ากัน บางกลุ่มอุตสาหกรรมมีวัฏจักรธุรกิจสั้น และบางกลุ่มอุตสาหกรรมมีวัฏจักรธุรกิจยาว อีกทั้งอาจมีผลกระทบจากปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เช่น ภาวะความมั่นคงทางการเมือง สภาวะเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ เป็นต้น โดยวิจัยในครั้งนี้จะถือว่าช่วงเวลาที่ทำการทดสอบไม่ได้รับผลกระทบใด ๆ จากปัจจัยดังกล่าว ซึ่งอาจส่งผลการวิจัยฉบับนี้ไม่สมบูรณ์

2. จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยน้อย เมื่อเทียบกับจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ Employee Stock Option Plan (ESOP)จากจำนวนเดิมในปี 2554 จำนวน 79 บริษัท ต่อมาในปี 2555-2556 เพิ่มมาอีก 36 บริษัท รวมเป็นข้อมูลที่มีอยู่ในตลาดหลักทรัพย์115 บริษัท เหลือบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนนำมาศึกษาวิจัย 81 บริษัท

3. ตัวแปรต้นที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้เก็บรวบรวมเพียง คุณค่าที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ Book value, Income, ESOP-Par เนื่องจากผู้วิจัยมีข้อจำกัดทางด้านช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. งานวิจัยในครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องทางบัญชี ได้แก่ Book Value, Income , ESOP-Par และมูลค่าของกิจการ ซึ่งเป็นเพียงแค่ส่วนหนึ่งของข้อมูลทางการเงิน ยังมีข้อมูลตัวแปรอื่นๆที่น่าสนใจในการศึกษา เพราะข้อมูลที่เป็น ข้อมูลเป็นข้อมูลแบบ Information dynamic คือข้อมูลสารสนเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงไปตลอดเวลา สารสนเทศที่สำคัญๆ ได้แก่ สารสนเทศที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์หรือสำคัญต่อการตัดสินใจของนักลงทุน หรือมีผลต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้น อย่างเช่นการเพิ่ม ลดทุน หรือประกาศออกESOP

ดังนั้น หากผู้สนใจศึกษาต่อในอนาคต ควรใช้ตัวแปรอื่นในการวิจัยในครั้งต่อไปเป็นการหาความสัมพันธ์ และควรใช้สมการทำนายโมเดลอื่นๆเพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องทางบัญชี ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ

2. ควรมีการขยายตัวแปรอิสระโดยเพิ่มตัวแปรอื่นๆที่คาดว่าจะมีผลกระทบกับโมเดล และเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาทางสาขาบัญชี และควรพิจารณาถึงปัจจัยอื่นๆเพื่อให้การตัดสินใจลงทุนมีประสิทธิภาพมากขึ้น

บรรณานุกรม

กัลยา วานิชย์บัญชา. (2552). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล* (พิมพ์ครั้งที่ 15). กรุงเทพฯ: ธรรมสาร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). *คู่มือการใช้ Setsmart*. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ธนัท วงษ์ชูแก้ว. (2552). *กรณีศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงาน (ESOP) และการศึกษาปัจจัยที่ทำให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่กรรมการ/ พนักงาน (ESOP)*. การศึกษาอิสระการจัดการมหาบัณฑิต, สาขาการเงิน, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยมหิดล.

นฤกรณ์ อนันทศรี. (2551). *การศึกษาความสัมพันธ์ปัจจัยพื้นฐานประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิและอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อมูลค่าทางบัญชี: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, มหาวิทยาลัยบูรพา.

นรินทร์ โอฬารกิจอนันต์. (2551). *ESOP (Employee Stock Options) คืออะไร*. เข้าถึงได้จาก http://www.cpaccount.net/accounting-article-section/43-accounting-article-category/231-esop-employee-stock-options

บริษัทหลักทรัพย์เพื่อธุรกิจหลักทรัพย์จำกัด หรือ TSFC. (2543). เข้าถึงได้จาก http://www.tsfc.co.th/pdf/Apr2246.Pdf

ประวัฒน์ เบญญาศรีสวัสดิ์. (2554). ลักษณะเชิงคุณภาพของข้อมูลบัญชีเรื่องความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจ. *วารสารนักบริหาร*, *31*(2), 10-14.

พวงแก้ว เข็มทอง และพรปวีณ์ ชาญสุวรรณ. (2555). วิธีปฏิบัติทางการบัญชีสำหรับกิจการที่มีการลงทุนระหว่างภาครัฐและภาคเอกชน. *BU Academic Review*, *11*(2), 86-98.

วณิษฐา พิริยะวัฒนกุล. (2553). *การวัดประสิทธิผลของการให้ผลตอบแทนแก่พนักงานตามโครงการ Employee Stock Option Plan (ESOP) โดยใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ*. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วรงค์ศิริ ปัจนทีทรัพย์. (2546). *การตอบสนองของราคาหุ้นภายหลังมีการประกาศให้ ESOP.* งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วรศักดิ์ ทุมนานนท์. (2542). *ถึงเวลาแล้วสำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added).* เข้าถึงได้จาก http://www.mbachula.org/CD-MBA.../02-Vorasak-pornanong-powerpoint.pdf

วิลาวัลย์ โพธิ์อุบล. (2549). *ผลตอบแทนพนักงานในรูปของการออกใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้น (Employee stock ownership plan: ESOP) กับผลการดำเนินงานของบริษัท.* งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สุจิตรา ธนานันท์. (2552). *การพัฒนาทรัพยากรมนุษย์* (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ: สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.

Adamson, S. R. (1991). *The effect of ESOP implementation on the value of large publicly-held firms*. Working paper Michigan: University of Microfilms International.

_____. (1993). The ESOP as an employee benefit: its impact on firm value. *Benefits Quarterly*, Second Quarter, 54-64.

Areeya, K. (2007). *Employee Stock Option Program (ESOP): Market reaction and firm performance-evidence from Thailand.* Bangkok: Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, *6*(2), 159-178.

Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, *77*(2), 453-474.

Bloom, S. (1985). *Employee ownership and firm performance.* Ph.D. dissertation, Harvard University. Ann Arbor, MI: University Microfilms International.

Brickley, J. A., Bhagat, S., & Lease, R. C., (1985). The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth. *Journal of Accounting gad Economics*, *7*, 115-129.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economic*, *8*, 205-258.

Chang, S. (1990). Employee stock ownership plans and shareholder wealth: An empirical investigation. *Finance Management, 19*, 48-58.

Chen, A. H., & Kensinger, J. W. (1988). Puttable stock: A new innovation in equity financing. *Financial Management, 17* (1), 27-37.

Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business, 59*(3), 383-403.

Clare, A. D., & Thomas, S. H. (1994). Macroeconomic factors, the apt and the UK stock market. *Journal of Business Finance & Accounting, 21*(3), 309-330.

Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics, 24*, 39-68.

David, K. D., & Qian, S. (2001). Causes and effects of employee stock option plans: Evidence from Singapore. *Journal of Finance*, 9, 563-599.

Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (1999). *Earnings quality.* from http://www.asb.unsw.edu.au/schools/accounting/Document/Measuring%20accounting%20quality.pd

DeFusco, R. A., Johnson, R. R., & Zorn, T. S. (1990). The effect of executive stock option plans on shareholders and bondholders. *Journal of Finance, 45*, 617-627.

Derek, C. J., Panu, K., & Mikko, M. (2004). The determinants of stock option comemsation: evidence from Finland; *ETLA Discussion Papers, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA)*, 957, 1-38.

Herzberg, F. (1959). *The motivation to work.* New York: John Wiley and Sons.

James, C., Sesil, K., & Maya, K. (2005). *Impact of broad-based stock options on firm performance: Dies firm size matter*, Working paper. Rutgers University, School of Management and Labour Relations and New York Institute of Technology, School of Management.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior. Agency costs, and capita structure. *Journal of Financial Economics, 3*, 305-360.

Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics, 31*(1-3), 105-231.

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review, 48*, 261-297

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values,and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, *11*(2), 661-687.

Poon, S., & Taylor, S. J. (1991). Macroeconomic factors and the UK stock market. *Journal of Business & Accounting, 18*(5), 619-636.

Pugh, W., Oswald, S., & Jahera, J. (2000). The effect of ESOP adoptions on corporate performance: Are there really performance changes. *Managerial and Decision Economics*, *21*, 167-180.

Shu-hui, L. (2009). Why firm award stock options-examining the design of employee stock options. *Asian Social Science*, *5*(7), 85.

Stephen, A. H., & Fernando, P. (2003). *Stock option incentives and firm performance*, Working Paper. Kellogg School of Management, Northwestern University.

Stober, T. L. (1999). Empirical applications of the Ohlson [1995] and Feltham and Ohlson [1995, 1996] valuation models. *Managerial Finance*, *25*(12), 3-16.

Taylor, P. (1981). *Employee stock ownership: A micro economic analysis*. Ann Arbor, MI: University Microfilms International.

Tehranian, H., & Waegelein, J. F. (1985). Market reaction to short term executive compensation plan adoption. *Journal of Accounting and Economics*, *7*, 131-144.

Yasushi, O., & Fumio, O. (1996). The productivity effects of information sharing, profit sharing and ESOPs. *Journal of the Japanese and International Economies*, *11*, 385-402.

Yermack, D. (1995). Do corporations award CEO stock options effectively. *Journal of Financial Economics*, *39*, 237-269.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

รายละเอียดจำนวนบริษัทและกลุ่มตัวอย่าง

จำนวนบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนที่ได้ออกโครงการ ESOP เรียงตามตัวอักษรย่อ

ที่	หลักทรัพย์	บริษัท	ตลาด	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
1	A	บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
2	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
3	AIT	บริษัท แอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
4	AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
5	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
6	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
7	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
8	BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	พาณิชย์
9	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
10	CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
11	CFRESH	บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	SET	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	อาหารและเครื่องดื่ม
12	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
13	CPI	บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)	SET	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	ธุรกิจการเกษตร
14	CSL	บริษัท ซีเอส ล็อกซอินโฟ จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
15	CWT	บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุตสาหกรรม	ยานยนต์
16	DCON	บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง
17	DELTA	บริษัทเดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
18	DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
19	DRACO	บริษัท ดราโก้ พีซีบี จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
20	DRT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ดราเพชร จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง
21	EASON	บริษัท อีซึ่น เฟ้นท์ จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุตสาหกรรม	ยานยนต์

ที่	หลักทรัพย์	บริษัท	ตลาด	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
22	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
23	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
24	EMC	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
25	ERW	บริษัท ดิ เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
26	ESTAR	บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
27	GOLD	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
28	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็คโทรนิคส จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
29	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	พาณิชย์
30	INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
31	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
32	IT	บริษัท ไอที ซิตี้ จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	พาณิชย์
33	JAS	บริษัทจัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
34	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
35	JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
36	KCE	บริษัท เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
37	KMC(AQ)	บริษัทกฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
38	LH	บริษัทแลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
39	LOXLEY	บริษัท ล็อกซเล่ย์ จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	พาณิชย์
40	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
41	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซีนีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
42	MATCH	บริษัท แม็ทชิ่ง แม็กซิไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
43	MFEC	บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
44	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	SET	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	อาหารและเครื่องดื่ม
45	MODERN	บริษัท โมเดอร์นฟอร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุปโภคบริโภค	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน

ที่	หลักทรัพย์	บริษัท	ตลาด	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
46	MPIC	บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
47	NEP	บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุตสาหกรรม	บรรจุภัณฑ์
48	NNCL	บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
49	NWR	บริษัทเนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
50	PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุตสาหกรรม	เหล็ก
51	PRIN	บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
52	PS	บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
53	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
54	PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
55	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
56	RML	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
57	RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)	SET	ทรัพยากร	พลังงานและสาธารณูปโภค
58	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
59	S & J	บ.เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุปโภคบริโภค	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์
60	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
61	SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ๊ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	SET	สินค้าอุตสาหกรรม	ยานยนต์
62	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
63	SEAFCO	บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริการรับเหมาก่อสร้าง
64	SE-ED	บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
65	SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
66	SIRI	บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
67	SIS	บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
68	SMM	บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์

ที่	หลักทรัพย์	บริษัท	ตลาด	กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ
69	SPALI	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
70	SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	สื่อและสิ่งพิมพ์
71	SPPT	บริษัท ซิงเกิ้ล พอยท์ พาร์ท (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
72	SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
73	SVOA	บริษัท เอสวีโอเอ จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
74	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
75	TASCO	บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	วัสดุก่อสร้าง
76	TEAM	บริษัท ทีมฟรีซิชั่น จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
77	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	SET	บริการ	ขนส่งและโลจิสติกส์
78	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	SET	เทคโนโลยี	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร
79	TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
80	TLUXE	บริษัท ไทยลักซ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	SET	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	ธุรกิจการเกษตร
81	UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	SET	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

บริษัทจดทะเบียนจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและปีที่ออก ESOP

หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ปีที่มีการออก ESOP	ประเภทของESOP
CFRESH	บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
CPI	บริษัท ซุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2556	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
TLUXE	บริษัท ไทยลักซ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2545	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
AIT	บริษัท เอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2550	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2550	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
CSL	บริษัท ซีเอส ล็อกซอินโฟ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2546	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
DELTA	บริษัทเดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
DRACO	บริษัท คราโก้ พีซีบี จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็คโทรนิคส จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2545	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
IEC	บริษัท อินเตอร์แนชั่นเนิลเอนจีเนียริง จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2544	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
JAS	บริษัทจัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2554	หุ้นสามัญ
KCE	บริษัท เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
MFEC	บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ปีที่มีการออก ESOP	ประเภทของESOP
SIS	บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SPPT	บริษัท ซิงเกิ้ล พอยท์ พาร์ท (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2546	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SVI	บริษัท เอสวีไอ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SVOA	บริษัท เอสวีโอเอ จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2550	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
TEAM	บริษัท ทีมพรีซิชั่น จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	เทคโนโลยี	2556	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2556	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2544	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2553	หุ้นสามัญ
EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2544	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2550	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2545	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)	ทรัพยากร	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	2555	หุ้นสามัญ
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
ERW	บริษัท ดิ เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริการ	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
IT	บริษัท ไอที ซิตี้ จำกัด (มหาชน)	บริการ	2555	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
LOXLEY	บริษัท ล็อกซเล่ย์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	2544	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ปีที่มีการออก ESOP	ประเภทของESOP
MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซีนีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	บริการ	2555	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
MATCH	บริษัท แม็พชิ่ง แม็กซิไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	บริการ	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
MPIC	บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	บริการ	2555	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)	บริการ	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SE-ED	บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)	บริการ	2544	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SMM	บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน)	บริการ	2555	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	บริการ	2545	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	บริการ	2547	หุ้นสามัญ
CWT	บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
EASON	บริษัท อีซึ่น เพ้นท์ จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม	2550	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
NEP	บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุตสาหกรรม	2556	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
MODERN	บริษัท โมเดอร์นฟอร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
S & J	บ.เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
STHAI	บริษัท ซันไทยอุตสาหกรรมถุงมือยาง จำกัด (มหาชน)	สินค้าอุปโภคบริโภค	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
A	บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2551	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
DCON	บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
DRT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2551	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

หลักทรัพย์	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ปีที่มีการออก ESOP	ประเภทของESOP
EMC	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
ESTAR	บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2546	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
GOLD	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2546	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
KMC	บริษัทกฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2548	หุ้นสามัญ
LH	บริษัทแลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2545	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
NNCL	บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
NWR	บริษัทเนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2546	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
PRIN	บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2555	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
PS	บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
QH	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
RML	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SEAFCO	บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2545	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2550	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SIRI	บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2553	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
SPALI	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2548	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
TASCO	บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2554	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2547	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น
UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2549	ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

ภาคผนวก ข

การทดสอบทางสถิติ

การทดสอบทางสถิติความสัมพันธ์ระหว่างคุณค่าที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการมีต่อบริษัทในโครงการ ESOP จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจำนวน 81 บริษัท

Statistics

		BV	INCOME	ESOP-Par
N	Valid	81	81	81
	Missing	0	0	0
Mean		7.1794	.9977	6.4180
Median		2.9425	.4300	2.6800
Std. Deviation		14.22555	1.88266	8.71257

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BV	81	.06	116.59	7.1794	14.22555
INCOME	81	.01	14.09	.9977	1.88266
ESOP-Par	81	.10	40.00	6.4180	8.71257
Valid N (listwise)	81				

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ESOP-Par, INCOME, BV[a]	.	Enter

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ESOP-Par, INCOME, BV[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.980[a]	.959	.958	3.19785	1.726

a. Predictors: (Constant), ESOP-Par, INCOME, BV

b. Dependent Variable: PRICE

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	18624.549	3	6208.183	607.084	.000[a]
	Residual	787.420	77	10.226		
	Total	19411.968	80			

a. Predictors: (Constant), ESOP-Par, INCOME, BV

b. Dependent Variable: PRICE

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.739	.454		3.826	.000		
	BV	.404	.064	.369	6.346	.000	.156	2.426
	INCOME	4.762	.444	.575	10.717	.000	.183	1.474
	ESOP-Par	.188	.050	.105	3.727	.000	.661	1.512

Collinearity Diagnostics[a]

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	BV	INCOME	ESOP-Par
1	1	2.875	1.000	.04	.01	.01	.04
	2	.693	2.037	.51	.03	.04	.04
	3	.363	2.814	.40	.00	.04	.78
	4	.069	6.467	.05	.96	.91	.14

a. Dependent Variable: PRICE

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	2.2530	121.6066	10.5985	15.25801	81
Residual	-7.01320	8.72618	.00000	3.13731	81
Std. Predicted Value	-.547	7.275	.000	1.000	81
Std. Residual	-2.193	**2.729**	.000	.981	81

a. Dependent Variable: PRICE