

● ● ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทน
กรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการ
ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Corporate Governance and
Director Compensation and The Relationship between Management
Compensation and Firm Performance of Listed Companies on the
Stock Exchange of Thailand ● ●

ณัฐวุฒิ ทรัพย์สมบัติ¹ และ สุธาวลัย พุกษ์อำไพ²

Nuthawut Sabsombat and Suthawan Prukumpai

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปีพ.ศ. 2553 - 2555 ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ โดยตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีได้สนับสนุนให้กิจการกำหนดรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนกรรมการให้เหมาะสมและสอดคล้องกับผลการปฏิบัติงานของกรรมการแต่ละคนเพื่อจะช่วยเหลือลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ที่อาจเกิดขึ้น และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งพิจารณาทั้งมุมมองทางบัญชีและมุมมองทางตลาด ทั้งนี้เนื่องจาก การกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารในระดับที่น่าพอใจนั้น จะทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารกิจการให้มีประสิทธิภาพ และจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงขึ้น

คำสำคัญ :: การกำกับดูแลกิจการ, ผลตอบแทนกรรมการ, ผลตอบแทนผู้บริหาร, ผลการดำเนินงานของกิจการ

ABSTRACT

This paper aims 1) to investigate the association between corporate governance and director compensation and 2) to examine the relationship between management compensation and firm performance of listed companies on the Stock Exchange of Thailand during 2010 to 2012. The results show a positive association between corporate governance and director compensation. The good corporate governance structure promotes the performance driven for director compensation system. As a result, it would lower the

possibility of agency problem. MoreoverIn addition, there is a positive association between management compensation and firm performance represented by both accounting-based and marketing-based measurement. This is because the reasonable the Stock Exchange of Thailand who are either unable or take longer process to discriminate the quality of information disseminated into the market (Boonworachote, 2011).

Keywords : Corporate Governance, Director Compensation, Management Compensation, Firm Performance

¹ โครงการปริญญาโท การบัญชี ภาคพิเศษ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900 email: nu_thaw_ut@hotmail.com

² ภาควิชาบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900

บทนำ ●●

ในการดำเนินธุรกิจนั้นความเป็นเจ้าของในกิจการอาจกระจายไปสู่ผู้ถือหุ้นจำนวนมาก ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นทุกรายไม่สามารถเข้ามาบริหารงานได้ด้วยตนเอง ดังนั้นผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการจึงจำเป็นต้องเลือกตัวแทนเข้ามาดำเนินการบริหารงานแทนซึ่งก็คือกรรมการและผู้บริหาร แต่เนื่องจากตัวการและตัวแทนอาจมีความต้องการที่ไม่ตรงกัน โดยตัวแทนอาจมุ่งสร้างผลกำไรในระยะสั้นมากจนเกินไปเนื่องจากการกำหนดผลตอบแทนของตนถูกพิจารณาจากผลกำไรในแต่ละปี โดยมองข้ามหรือลดการลงทุนในระยะยาว จึงที่อาจส่งผลให้กิจการต้องเผชิญกับความเสียหายทั้งในระยะสั้นและระยะยาวซึ่งถือว่าเป็นความต้องการที่แท้จริงของตัวการ ดังนั้นจึงอาจเกิดเนื่องจากการกำหนดนโยบายหรือ กำหนดเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงานที่ไม่สอดคล้องกัน และท้ายที่สุดก่อให้เกิดผลเสียกับองค์กรโดยรวม ดังนั้นเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งดังกล่าว (Agency Problem; Jensen and Meckling, 1976) กิจการอาจพิจารณานำหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาใช้ในการกำหนดนโยบาย หรือการบริหารจัดการต่างๆ ทั้งในเรื่องของสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส รวมทั้งความรับผิดชอบของคณะกรรมการ

โดยทั่วไป ผู้บริหารมีหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากร เพื่อให้บรรลุเป้าหมายขององค์กร แต่ในบางครั้งพบว่า ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการดำเนินงานเพื่อบรรลุเป้าหมายในระยะสั้น เพื่อแสดงให้เห็นถึงผลการปฏิบัติงานของตน โดยเป้าหมายดังกล่าวนี้อาจไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของกิจการในระยะยาว และท้ายที่สุดอาจส่งผลเสียหายให้แก่กิจการ เช่นในปีค.ศ.

2001 กรณี Enron ถูกฟ้องล้มละลายโดยผู้ถือหุ้นเนื่องจากราคาหลักทรัพย์ตกลงจาก 90.75 ดอลลาร์สหรัฐ เหลือไม่ถึง 1 ดอลลาร์สหรัฐ โดยมีสาเหตุหนึ่งมาจากการที่กิจการกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารให้ผูกติดกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานระยะสั้น เช่น ยอดขาย หรือ ราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น ส่งผลให้ผู้บริหารแต่ละรายมุ่งเพิ่มยอดขายและราคาหลักทรัพย์โดยไม่คำนึงถึงกำไรหรือคุณภาพของกระแสเงินสด ในขณะที่เดียวกันระบบบัญชีก็ถูกออกแบบให้สะท้อนตัวเลขดังกล่าวอย่างรวดเร็ว เพื่อให้ผู้บริหารได้รับโบนัสจำนวนมาก ท้ายที่สุด Enron ซึ่งเป็นบริษัทที่มีสินทรัพย์มูลค่าสูงสุดแห่งหนึ่งในประวัติศาสตร์สหรัฐอเมริกาต้องถูกฟ้องล้มละลาย เหตุการณ์ดังกล่าวได้ส่งผลกระทบให้แก่ต่อผู้ถือหุ้นจำนวนมาก จะเห็นได้ว่า การกำหนดผลตอบแทนผู้บริหารอาจเป็นส่วนหนึ่งในเครื่องมือการกำกับดูแลกิจการที่ดี อีกทั้งยังอาจส่งผลต่อแรงจูงใจในการทำงานของผู้บริหารเพื่อให้บรรลุเป้าหมายของกิจการได้

การกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสำคัญต่อกิจการ เพราะจะแสดงให้เห็นถึงการมีระบบบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส และตรวจสอบได้ ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นใจต่อผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุน ผู้มีส่วนได้เสีย และผู้ที่เกี่ยวข้องทุกฝ่าย จึงถือได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นเครื่องมือเพื่อเพิ่มมูลค่าและส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท และสอดคล้องกับปรัชญาเศรษฐกิจพอเพียงที่พระบาทสมเด็จพระเจ้าอยู่หัวทรงมีพระราชดำริสชี้แนะเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน ซึ่งเป็นปรัชญาที่มุ่งเน้นความสมดุลและพร้อมต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว โดยให้ความสำคัญกับการใช้ความรู้อย่างรอบคอบ ระมัดระวัง และคำนึงถึงคุณธรรม

จะเห็นได้ว่าการกำหนดผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารมีความสำคัญในโลกธุรกิจ

ปัจจุบัน และเป็นเรื่องที่บุคคลภายนอกให้ความสนใจ เพราะจำนวนผลตอบแทนนั้นอาจไม่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของกิจการและการปฏิบัติงานของกรรมการและผู้บริหาร อีกทั้งการจ่ายผลตอบแทนที่ไม่เหมาะสมดังกล่าว อาจเป็นสัญญาณที่สะท้อนให้เห็นถึงความอ่อนแอของระบบการกำกับดูแลกิจการขององค์กร ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำเรื่องผลตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารมาเชื่อมโยงระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของกิจการ และเนื่องจากคณะกรรมการบริษัทถือเป็นหัวใจของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กร ส่วนผู้บริหารถือเป็นบุคคลสำคัญในองค์กรที่จะทำให้เกิดมูลค่ากิจการหรือผลการดำเนินงานของกิจการ จึงเป็นที่มาของการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ และความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการทั้งมุมมองทางด้านบัญชีและมุมมองทางด้านการตลาด

● ทฤษฎีการเลือกสรร ●

ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการและผู้บริหาร

กิจการที่มีการระดมเงินทุนจากประชาชน หรือบุคคลภายนอกเข้ามา ลักษณะการบริหารจัดการจำเป็นต้องแบ่งแยกหน้าที่ของเจ้าของเงินและผู้บริหารจัดการองค์กร โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียน บทบาทของ “เจ้าของเงิน” “บริษัท” และ “ผู้จัดการ” ย่อมต้องแยกจากกัน โดยเจ้าของเงินทุนหรือผู้ถือหุ้นทุกคนอาจไม่สามารถบริหารจัดการองค์กรเองได้ จึงมีการแต่งตั้ง “กรรมการ” เพื่อเป็นผู้แทนและบริหารบริษัทในรูปของ “คณะกรรมการ” และโดยมากคณะกรรมการก็ไม่ได้จัดการบริษัทเอง แต่จะแต่งตั้งผู้จัดการหรือผู้บริหาร ทำหน้าที่บริหารจัดการบริษัทอีกชั้นหนึ่ง โดยคณะกรรมการในฐานะผู้แทนของผู้ถือหุ้น

จึงมีหน้าที่ ความรับผิดชอบในการดูแลให้ผู้จัดการบริหารกิจการให้เป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2547)

● ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ●

มนวิภา ผดุงสิทธิ์ (2548) ได้กล่าวถึง ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ว่าเป็นการแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) ที่เป็นผู้กำหนดขอบเขตงานที่ต้องทำ และตัวแทน (Agent) ที่เป็นเสมือนตัวแทนของตัวการในการปฏิบัติงานตามขอบเขตนั้น ซึ่งอาจเกิดความขัดแย้งขึ้นได้ 2 ประเภท คือ 1) Adverse Selection เป็นปัญหาที่ตัวการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าตัวแทนที่ถูกเลือกเข้ามานั้น จะมีความสามารถในการทำงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ และ 2) Moral Hazard เป็นปัญหาที่ตัวการไม่สามารถแน่ใจได้ว่าเมื่อเลือกตัวแทนเข้ามาเป็นตัวแทนแล้ว ตัวแทนนั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่ ซึ่งในกรณีของบริษัท ตัวการ (Principal) ก็คือผู้ถือหุ้น และ ตัวแทน (Agent) ก็คือกรรมการและผู้บริหาร โดยทฤษฎีตัวแทนได้ระบุว่าบริษัทจะต้องมีสัญญา (Contract) ที่มีประสิทธิภาพเพื่อดึงดูดให้กรรมการและผู้บริหารทำงานโดยมุ่งที่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ดังนั้น การจ่ายผลตอบแทนให้กับกรรมการและผู้บริหารควรจัดเป็นสัญญาที่บริษัทใช้ในการจูงใจให้กรรมการและผู้บริหารปฏิบัติงานให้มีผลสอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับ อีกทั้งการกำกับดูแลกิจการที่ดียังส่งผลให้ความขัดแย้งระหว่าง ตัวการ และตัวแทนลดลง เนื่องจากกรรมการและผู้บริหารได้ทำงานด้วยความระมัดระวัง มุ่งเน้นที่ประโยชน์ขององค์กรโดยรวม ซึ่งอีกทั้งทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องมีการรับรู้และเชื่อมั่นว่าบริษัทดำเนินงานด้วยความโปร่งใส ส่งผลให้

Agency Cost ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนของกิจการ ลดลง และมูลค่าของกิจการ (Firm value) สูงขึ้น ในท้ายที่สุด

● ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ ●

แนวคิดเรื่องการกำกับดูแลกิจการ ได้รับความสนใจเพิ่มขึ้นในระดับสากล นับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์การเงินในเอเชีย และกรณีการล่มสลายของบริษัท Lehman Brothers และ Enron เป็นต้นมา โดยการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทมากขึ้นโดยเฉพาะองค์กรที่เป็นบริษัทมหาชน เนื่องจากต้องรับผิดชอบต่อผู้ที่เกี่ยวข้อง (ผู้มีส่วนได้เสีย) จำนวนมาก โดย OECD ได้ให้คำนิยามของการกำกับดูแลกิจการคือ “ความเกี่ยวเนื่องสัมพันธ์กันของผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มในองค์กร ผู้มีส่วนได้เสียพึงได้รับการปฏิบัติอย่างอย่างเป็นธรรม นั่นคือ เจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้น ผู้ซื้อสินค้า ผู้ขายสินค้า พนักงานลูกจ้าง เจ้าหนี้ รัฐบาล และสังคมโดยรวม ต้องได้รับการปฏิบัติอย่างยุติธรรม และเสมอภาค นอกจากนี้ การกำกับดูแลกิจการ ยังรวมถึง ระบบการบริหาร และควบคุมการดำเนินงานภายในของบริษัท เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุถึงเป้าหมายที่ตั้งไว้ เพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว (OECD, 2004, p.11)”

การกำหนดผลตอบแทนกรรมการ ถือเป็นเครื่องมือสำคัญอย่างหนึ่งในการสรรหาบุคคลที่มีความรู้ ความสามารถมาดำรงตำแหน่ง รักษาบุคคลไว้ และจูงใจการทำงานให้เป็นไปตามเป้าหมาย แต่จากลักษณะของรายการแล้ว ผลตอบแทนดังกล่าวอาจเข้าข่ายเป็นรายการที่เกี่ยวข้องกันได้ เพราะเป็นเรื่องที่กรรมการมีส่วนได้เสียโดยตรงในเรื่องที่พิจารณาดังนั้น ผลตอบแทนนี้จึงควรที่จะเหมาะสมกับตำแหน่งหน้าที่ ความรับผิดชอบ และผลการปฏิบัติงาน ของ

กรรมการแต่ละราย และกำหนดหรือประเมินโดยบุคคลอื่นที่ดูแลการทำหน้าที่ของบุคคลดังกล่าว ซึ่งต้องไม่ใช่ผู้ได้รับผลตอบแทนนั้นเอง (บรรษัทภิบาลแห่งชาติ, 2556)

จากการศึกษาเชิงประจักษ์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการโดย Basu et al. (2007) ที่ทำการศึกษาข้อมูลบริษัทประเทศญี่ปุ่น ปีค.ศ. 1992-1997 และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง สัดส่วนกรรมการอิสระ และขนาดบริษัท กับผลตอบแทนผู้บริหาร ในทางตรงกันข้ามนอกจากนี้ Ryan and Wiggins (2004) ได้ศึกษาข้อมูลผลตอบแทนผู้บริหารจาก Standard & Poor's ExecuComp ในปีค.ศ. 1995-1997 ซึ่งเป็นข้อมูลบริษัทที่อยู่ในตลาด S&P 500, Midcap 400 และ Small cap 600 โดยพบว่าขนาดของกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลตอบแทนผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม Lawrence and Stapledon (1999) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศออสเตรเลียปีค.ศ. 1985-1995 แต่ซึ่งไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ กับผลค่าตอบแทนผู้บริหาร สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย อย่างเช่น อภิชาติ โตรุ่ง (2553) ได้พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระ ขนาดคณะกรรมการ และขนาดบริษัท กับผลตอบแทนกรรมการโดยศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในปีพ.ศ. 2549-2551 เช่นเดียวกับ Panyaphuntrakun (2009) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดคณะกรรมการ และการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการ กับผลตอบแทนกรรมการ โดยศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียน ปีค.ศ. 2004-2007 อย่างไรก็ตาม อรุณี ช่างสุวรรณ (2553) ได้ศึกษากับบริษัทจดทะเบียน ปีพ.ศ. 2552 และกลับไม่พบความสัมพันธ์

ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับอัตราการ
เปลี่ยนแปลงเฉลี่ยของผลค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
ข้างต้น จะพบว่าหากกิจการนำแนวทางการปฏิบัติ
ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมาประยุกต์ใช้กับ
องค์กร ในส่วนของความรับผิดชอบของกรรมการ
จะให้องค์กรเกิดความโปร่งใส และลดปัญหาความ
ขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างกรรมการและผู้

ถือหุ้นได้ อีกทั้งยังเป็นการสร้างความเชื่อมั่นในเรื่อง
การจ่ายผลตอบแทนให้กรรมการ ดังนั้นจึงเป็นที่มา
ของสมมติฐานการศึกษาที่ 1 คือ

**H₁: การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์
กับผลตอบแทนกรรมการ**

³ กรรมการ หมายถึง บุคคลที่ได้รับการแต่งตั้งจากผู้ถือหุ้นให้เข้ามาทำหน้าที่ในการจัดการบริษัทให้เป็นไปตามกฎหมาย
ข้อบังคับและมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อประโยชน์สูงสุดขององค์กร

● ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการ ●

การกำหนดผลตอบแทนของกรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูง ควรเป็นไปตามหลักการและนโยบายที่คณะกรรมการกำหนดภายในกรอบที่ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น และเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท ระดับผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือน โบนัส และผลตอบแทนคงใจในระยะยาว ควรสอดคล้องกับผลงานของบริษัทและผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแต่ละคน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

Gentry (2010) ได้เสนองานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการวัดผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งในเชิงการบัญชีและการตลาด ซึ่งสรุปได้ว่า การใช้วิธีการวัดผลการดำเนินงานของกิจการเพียงแค่มุมมองใดมุมมองหนึ่งอาจไม่สามารถนำไปสู่ข้อสรุปของผลการดำเนินงานที่ถูกต้องและสมบูรณ์ได้ เนื่องจากการวัดผลการดำเนินงานทั้งเชิงการบัญชีและการตลาดสะท้อนมุมมองที่แตกต่างกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกศึกษาทั้งมุมมองทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม กับ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมุมมองการตลาด ได้แก่ อัตราส่วน Tobin's Q

จากการศึกษาเชิงประจักษ์ถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ โดย Kato and Kubo (2003) ศึกษาข้อมูลบริษัทในประเทศญี่ปุ่นในปีค.ศ. 1986-1995 พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อีกทั้งยังพบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลตอบแทนของหุ้น เช่นเดียวกับ Merhebi et al. (2006) ที่ศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในประเทศออสเตรเลีย โดยเลือก 500 บริษัทแรกที่สร้างกำไรสูงสุด

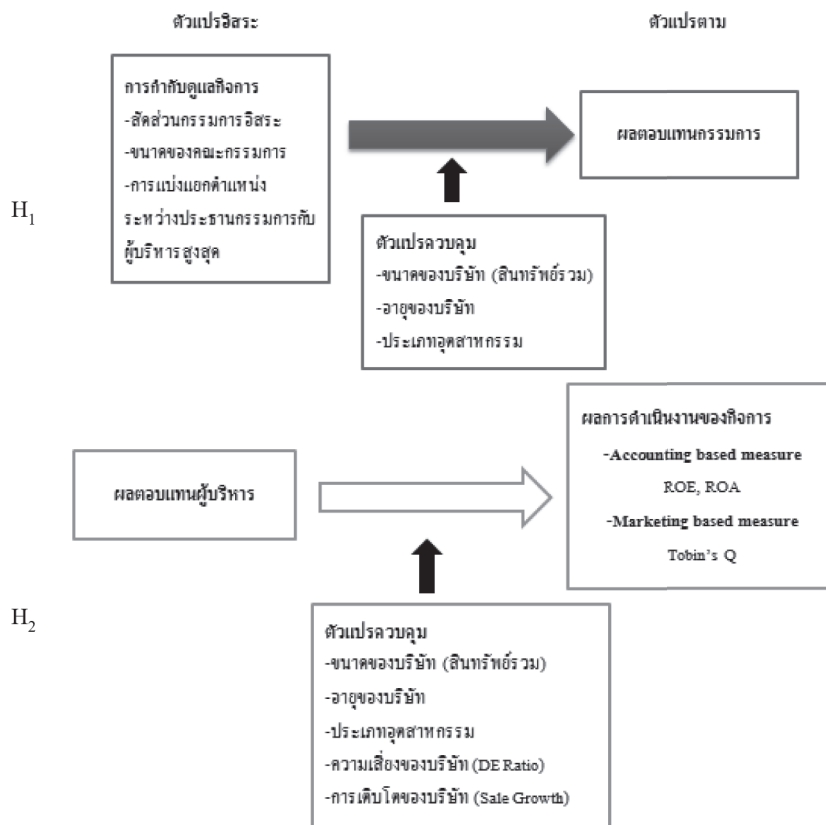
ในปีค.ศ. 1990-1999 พบว่า ผลตอบแทนของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงานของกิจการซึ่ง วัดโดย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนของหุ้น สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย เช่น อัญชลี ทศนวงศ์ (2553) ได้ศึกษากับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2546-2551 พบว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี นอกจากนี้มีงานวิจัยของ พรชนก วิถีธรรม (2554) ได้ศึกษากับบริษัทจดทะเบียนฯ ในปีพ.ศ. 2549-2553 โดยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับผลตอบแทนผู้บริหาร แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของผู้บริหาร

จากแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นจึงเป็นที่มาของสมมติฐานการศึกษาที่ 2 คือ

H₂ : ผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทถือเป็นหัวใจของการสร้างการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้เกิดขึ้นในองค์กร นอกจากนี้ผู้วิจัยยังสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ เพราะผู้บริหารถือเป็นบุคคลสำคัญในองค์กรที่จะทำให้เกิดมูลค่ากิจการหรือผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งแสดงกรอบแนวคิดในการศึกษาได้ดังภาพต่อไปนี้

⁴ กรรมการผู้จัดการและผู้บริหารระดับสูง หรือ เรียกว่าผู้บริหาร หมายถึง สมาชิกในองค์กรที่มีหน้าที่ในการจัดสรรทรัพยากรและประสานภารกิจของบุคคลอื่นในองค์กรให้ไปในทิศทางเดียวกัน เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ที่วางไว้ รวมทั้งเป็นผู้แก้ไขปัญหาอุปสรรคและขัดความยุ่งยาก



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

3. วิธีการศึกษา

3.1. กลุ่มตัวอย่างและวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปีพ.ศ. 2553-2555 ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนที่ถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงช่วงระยะเวลาของการศึกษา และบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนในช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 ไม่ว่าจะเป็นตัวแปรอิสระหรือตัวแปรตามที่สนใจศึกษา โดยความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทน

กรรมการมีจำนวน 1,213 ข้อมูล ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลดำเนินงานของกิจการมีจำนวน 1,033 ข้อมูล

ทั้งนี้โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ ผลตอบแทนกรรมการ และผลตอบแทนผู้บริหาร เก็บรวบรวมมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ณ สิ้นรอบบัญชี ส่วนข้อมูลผลการดำเนินงานของกิจการ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และการคำนวณอัตราส่วน Tobin's Q รวมถึงการคำนวณค่าตัวแปรควบคุมทุกตัว ได้เก็บรวบรวมมาจากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ใช้แบบจำลองที่ 1 ส่วนการทดสอบ ? สมมติฐานที่ 2 ใช้แบบจำลองที่ 2, 3 และ 4

แบบจำลองที่ 1:

$$DCOMP_i = b_1 [INBOARD_i] + b_2 [BOARDSIZE_i] + b_3 [SEPARATE_i] + b_4 [FIRMSIZE_i] + b_5 [FIRMAGE_i] + b_6 [INDUS]$$

แบบจำลองที่ 2 :

$$ROA_i = b_1 [MCOMP_i] + b_2 [FIRMSIZE_i] + b_3 [FIRMAGE_i] + b_4 [INDUS] + b_5 [RISK_i] + b_6 [GROWTH_i]$$

แบบจำลองที่ 3 :

$$ROE_i = b_1 [MCOMP_i] + b_2 [FIRMSIZE_i] + b_3 [FIRMAGE_i] + b_4 [INDUS] + b_5 [RISK_i] + b_6 [GROWTH_i]$$

แบบจำลองที่ 4:

$$TOBINQ_i = b_1 [MCOMP_i] + b_2 [FIRMSIZE_i] + b_3 [FIRMAGE_i] + b_4 [INDUS] + b_5 [RISK_i] + b_6 [GROWTH_i]$$

ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ประมวลผลแบบจำลองโดยใช้เทคนิค Cross-Sectional Multiple Regression Model เพราะคาดว่าจะระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา 3 ปี ไม่น่าจะมีผลในเรื่องมิติของเวลาต่อตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า
ตัวแปรอิสระ:		
สัดส่วนกรรมการอิสระ	INBOARD	จำนวนกรรมการอิสระ / จำนวนกรรมการทั้งหมด
ขนาดคณะกรรมการ	BOARDSIZE	จำนวนกรรมการทั้งหมด
การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด	SEPARATE	• ประธานกรรมการดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด = 0 • ประธานกรรมการไม่ได้ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด = 1
ผลตอบแทนผู้บริหาร	MCOMP	(เงินปันผลรวมของผู้บริหารทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่ปันตัวเงิน) / จำนวนผู้บริหาร
ตัวแปรตาม		
ผลตอบแทนกรรมการ	DCOMP	(เงินปันผลรวมของกรรมการทั้งปี + ผลตอบแทนอื่นที่ปันตัวเงิน) / จำนวนกรรมการ
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	(กำไรสุทธิ + (1-1) (ดอกเบี้ยจ่าย) + กำไรของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย) / สินทรัพย์
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ROE	(กำไรสุทธิ - เงินปันผลหุ้นสามัญ) / ส่วนของผู้ถือหุ้น
อัตราส่วน Tobin's Q	TOBINQ	(มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ สิ้นปี + หนี้สินรวม) / สินทรัพย์
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท	FIRMSIZE	ลอการิทึมของยอดขายสินทรัพย์
อายุของบริษัท	FIRMAGE	วันจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึงสิ้นรอบบัญชีล่าสุด
ประเภทอุตสาหกรรม	INDUS	ประกอบไปด้วย 8 กลุ่มอุตสาหกรรม
ความเสี่ยงของบริษัท	RISK	หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้น
การเติบโตของบริษัท	GROWTH	(ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน

⁵ จากการทดสอบเงื่อนไข: ตัวแปรอิสระทุกตัวต้องเป็นอิสระกัน พบว่ามีความสัมพันธ์ในระดับสูงระหว่างผลตอบแทนผู้บริหาร (ตัวแปรอิสระ) กับขนาดของบริษัท (ตัวแปรควบคุม) ซึ่งอาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ เนื่องจากตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์กันอย่างแน่นแฟ้นหรือมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกตัดตัวแปรควบคุมซึ่งได้แก่ ขนาดของกิจการออก เพื่อความมีประสิทธิภาพของการวิเคราะห์ข้อมูลแบบสมการถดถอยเชิงพหุ

● ผลการศึกษาและอภิปราย ●

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ (n = 1,213)				
ผลตอบแทนกรรมการ (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	648,254.69	7,319,145.25	30,625.00	886,851.37
สัดส่วนกรรมการอิสระ (หน่วย: เท่า)	0.40	0.88	0.08	0.08
ขนาดคณะกรรมการ (หน่วย: คน)	10.52	21	5	2.63
การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด (1 คือ แยก, 0 คือ ไม่แยก)	0.86	1	0	0.35
ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ (n = 1,033)				
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (หน่วย: เท่า)	0.08	0.62	-0.68	0.10
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย: เท่า)	0.09	1.40	-5.67	0.33
อัตราส่วน Tobin's Q (หน่วย: เท่า)	1.37	13.41	0.34	0.97
ผลตอบแทนผู้บริหาร (หน่วย: บาทต่อคนต่อปี)	4,653,180.64	42,497,040	337,500	5,187,600.34

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลตอบแทนกรรมการ

ตัวแปร	(n = 1,213)		
	แบบจำลองที่ 1 ผลตอบแทนกรรมการ		
	Coefficient	t-statistic	Adj. R ²
ขนาดคณะกรรมการ	0.084	6.848***	0.283
การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุด	0.337	5.270***	
สัดส่วนกรรมการอิสระ	0.722	2.735***	
อายุของบริษัท	0.004	1.337	
ขนาดของบริษัท	0.097	5.953***	
ประเภทอุตสาหกรรม		***	

หมายเหตุ: *** คือ มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01,

^a คือ White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

ตารางที่ 3 แสดงผลการประมาณค่าจากแบบจำลองที่ 1 ผลการศึกษาซึ่งพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับงานวิจัยของอภิชาติ โตรุ่ง (2553) Weisbach (1998) Basu et al. (2007) และ Ryan and Wiggins (2004) โดยพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระที่สูง มีการกำหนดผลตอบแทนกรรมการในระดับสูง สาเหตุอาจเนื่องมาจากการสร้างความเหมาะสมให้กับตำแหน่งหน้าที่ ความรู้ ความสามารถ และ

ประสบการณ์ของคณะกรรมการ ดังนั้นกิจการจึงควรจ่ายผลตอบแทนที่สูงเพื่อเป็นการจูงใจ หรือเหนี่ยวรั้งกรรมการท่านนั้นๆ ให้อยู่กับบริษัทต่อไป อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาได้ขัดแย้งกับงานวิจัยของอัญชลี ทศนวงศ์ (2553) และอรุณี ช่างสุวรรณ (2553) อาจเพราะความไม่เข้มงวดของการบังคับใช้หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีในอดีตที่ผ่านมา

นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดคณะกรรมการกับผลตอบแทนกรรมการ เนื่องจากการที่มีอำนาจต่อรองในจำนวนคณะ

กรรมการที่มาก จึงมีอิทธิพลต่อการจ่ายผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับงานวิจัยของ อภิชาติ โตรุ่ง (2553) อัญชลี ทศนวงศ์ (2553) Boyd (1994) Basu et al. (2007) และ Coakley and Iliopoulou (2006) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ได้ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Anjam (2010) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกรรมการกับผล

ตอบแทนกรรมการและผู้บริหาร โดยให้เหตุผลไว้ว่าเป็นข้อจำกัดของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษา เพราะได้เลือกเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่เป็นกลุ่มบริษัทครอบครัวเท่านั้นกับผลตอบแทนกรรมการ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Panyaphuntrakun (2009) และ Anjam (2010)

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ

(n = 1,033)

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 2 ROAa		แบบจำลองที่ 3 ROE		แบบจำลองที่ 4 Tobin's Q	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
ผลตอบแทนผู้บริหาร	0.028	7.153***	0.064	5.808***	0.284	7.210***
อายุของบริษัท	0.000	0.185	0.001	0.893	-0.006	-1.917*
ความเสียของบริษัท	-0.007	-3.539***	-0.031	-3.910***	-0.005	-0.979
การเติบโตของบริษัท	0.023	2.235**	0.055	2.629***	0.025	0.857
ประเภทอุตสาหกรรม		***		***		***
Adj. R ²	0.157		0.195		0.124	

หมายเหตุ : *, **, *** คือ มีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

^a คือ White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors and Covariance

ตารางที่ 4 แสดงผลจากสำหรับแบบจำลองที่ 2, 3 และ 4 ก็พบว่า ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการไม่ว่าจะวัดด้วยที่วัดค่าโดยใช้ตัวแปรที่แสดงมุมมองทางบัญชี (อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) และหรือตัวแปรที่แสดงมุมมองทางการตลาด (Tobin's Q) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้และสอดคล้องกับงานวิจัย เช่น อัญชลี ทศนวงศ์ (2553) พรชนก วิจิตรธรรม (2554) Kato and Kubo (2003) Kato and Long (2005) Lee et al. (2005) และ Main et al. (1993) ด้วยเหตุผลที่ว่า การที่ผู้บริหารได้รับผลตอบแทนที่น่าพอใจ จึงทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการบริหารจัดการบริษัทให้มี

ประสิทธิภาพมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทนั้นๆ ได้รับการยอมรับหรือมีชื่อเสียง และสุดท้ายจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตาม ก็มีบางงานวิจัย อย่างเช่น อภิชาติ โตรุ่ง (2553) หรือ Anjam (2010) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ อาจเนื่องมาจากช่วงเวลาการศึกษาหรือกลุ่มตัวอย่างที่แตกต่างกัน

● สรุปผลการศึกษา ●

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปีพ.ศ. 2553-2555 พบว่า การกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือ บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการอิสระสูงจะมีผลตอบแทนกรรมการ

ที่สูง เพราะผลตอบแทนกรรมการอิสระควรมากพอที่จะรักษากรรมการอิสระนั้นไว้และเป็นการรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นด้วย เนื่องจากผลตอบแทนกรรมการถือเป็นส่วนหนึ่งของกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเชื่อมั่น และไว้วางใจที่จะได้ประโยชน์สูงสุดจากการจ่ายผลตอบแทนกรรมการอิสระที่สูง สำหรับขนาดของคณะกรรมการก็พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดของคณะกรรมการที่สูงจะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูงตามไปด้วย เป็นเพราะการที่มีอำนาจต่อรองที่สูงจากการมีจำนวนคณะกรรมการที่มาก ส่งผลต่อค่าตอบแทนที่สูงตามไปด้วย และโดยมากบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มักมีขนาดคณะกรรมการที่ใหญ่ด้วยเช่นกัน ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่นี้มักมีความมั่นคงในฐานะทางการเงิน ส่งผลให้สามารถจ่ายผลตอบแทนให้แก่กรรมการที่สูงด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ยังพบว่า การแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างประธานกรรมการกับผู้บริหารสูงสุดออกจากกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือ บริษัทที่มีการแบ่งแยกตำแหน่งระหว่างผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการออกจากกันจะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูง เนื่องจากบริษัทยอมเสียค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เพิ่มมากขึ้น เพื่อเป็นเครื่องมือในการป้องกันและลดปัญหาตัวแทนในกรณีนี้ก็คือ บริษัทยอมจ่ายผลตอบแทนทั้งในตำแหน่งประธานกรรมการ และตำแหน่งผู้บริหารสูงสุด เพื่อช่วยกระตุ้นให้ตัวแทนกระทำการเพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น และป้องกันพฤติกรรมที่ไม่พึงประสงค์ของตัวแทนในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีการควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกันจะมีผลตอบแทนกรรมการที่ต่ำลง เพราะหากมีการควบรวมตำแหน่งดังกล่าว

จะทำให้ผู้ถือหุ้นให้ความสนใจและพึงเล็งการปฏิบัติหน้าที่และผลตอบแทนของประธานกรรมการ ในฐานะผู้บริหารสูงสุดด้วยนั้น อีกทั้งผู้ถือหุ้นในฐานะตัวการจะควบคุมผลตอบแทนดังกล่าวให้มีความเหมาะสม ไม่ให้สูงจนเกินไป

อีกทั้ง การศึกษายังพบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับผลตอบแทนกรรมการ ซึ่งได้แก่ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนกรรมการ กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดของกิจการที่ใหญ่จะมีผลตอบแทนกรรมการที่สูง เป็นเพราะการที่กรรมการได้ใช้ความรู้ ความสามารถในการกำหนดทิศทาง นโยบาย และกลยุทธ์ของบริษัทให้เกิดความมั่งคั่งและประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ส่งผลให้ได้รับผลตอบแทนกลับมาในจำนวนที่สูงตามไปด้วย และยังพบตัวแปรควบคุมด้านประเภทอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนกรรมการเช่นเดียวกัน

นอกจากนี้ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ กล่าวคือ บริษัทที่จ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหารที่สูง จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการสูงตามไปด้วย เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจในการสร้างผลการดำเนินงานที่ดี จากการที่ตนได้รับผลตอบแทน ที่สอดคล้องกับผลการปฏิบัติงาน ความรู้ ความสามารถ และประสบการณ์ ตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ดังนั้นจะเห็นว่า กิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีการกำหนดรูปแบบการจ่ายผลตอบแทนให้กรรมการและผู้บริหารอย่างเหมาะสม ซึ่งจะจูงใจและกระตุ้นให้กรรมการและผู้บริหารมุ่งสร้างผลการดำเนินงานที่สอดคล้องกับเป้าหมายและวัตถุประสงค์ขององค์กร อันจะนำมาซึ่งการสร้างคามมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น

● บรรณานุกรม ●

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2549. หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2549. บริษัทภิบาลแห่งชาติ. 2556. การจัดตั้งคณะกรรมการบริษัทภิบาลแห่งชาติ (Online). www.cgthailand.org/SetCG/about/ncgc.html, 30 สิงหาคม 2556.

พรชนก วิจิธรรม. 2553. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น. วิทยานิพนธ์บัณฑิตศึกษา สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยบูรพา.

มนวิภา ผดุงสิทธิ์. 2548. การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดี. สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 1 บทบาท หน้าที่ และความรับผิดชอบของ “กรรมการ” และ “คณะกรรมการ” (Online). www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 2 แนวทางการปฏิบัติของ “กรรมการ” (Online). www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2547. คู่มือกรรมการบริษัทจดทะเบียน เล่ม 3 การรักษาสีทิตและการจัดประชุมผู้ถือหุ้น (Online). www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.

www.sec.or.th/view/view.jsp?lang=th, 30 สิงหาคม 2556.

อภิชาติ โตรุ่ง. 2553. ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับค่าตอบแทนกรรมการนักศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 100. การค้นคว้าอิสระ บัณฑิตศึกษา สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

อรุณี ช่างสุวรรณ. 2553. ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากหุ้น และกลไกการกำกับดูแลกิจการ กับค่าตอบแทนผู้บริหาร. การค้นคว้าอิสระ บัณฑิตศึกษา สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

อัญชลี ทศนวงศ์. 2553. ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระและกรรมการตรวจสอบ ค่าตอบแทนของผู้บริหาร และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วิทยานิพนธ์บัณฑิตศึกษา สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยบูรพา.

Anjam, Z. 2010. Determinants of CEO Compensation in Pakistan. Pakistan: University of Agder.

Basu, S. et al. 2007. “Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan.” *Pacific-Basin Finance Journal* 2007 (15): 56-79.

Boyd, B. K. 1994. “Board Control and CEO Compensation.” *Strategic Management Journal* 1994 (15): 335-344.

Coakley, J. and S. Iliopoulou. 2006. “Bidder CEO and Other Executive

Compensation in UK M&As.” **European Financial Management** 2006 (4): 609-631.

Gentry, R. J. and Shen, W. 2010. “The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it?” **Journal of Managerial Issues** 2010 (4): 514-530.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” **Journal of Financial Economics**. Harvard University: 305-360.

Kato, T. and C. Long. 2005. **Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges**. New York USA: Department of Economics, Colgate University.

Kato, T. and K. Kubo. 2003. **CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay**. New York USA: Department of Economics, Colgate University.

Lee, K. W. et al. 2005. **Executive Pay Dispersion, Corporate Governance and Firm Performance**. New York USA: Henry Kaufman Management Center.

Main, B. G. et al. 1993. “Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?” **Journal of Labor Economic** 1993 (4): 606-628.

Merhebi, R. et al. 2006. “Australian chief executive officer remuneration: pay and performance.” **Journal of Accounting and Finance** 2006 (46): 481-497.

Panyaphuntrakun, N. 2009. **Director remuneration and firm performance The evidence from Thailand**. Master of Science Program in Finance (International Program) Independent Study in Finance, Thammasat University.

Ryan, H. E., Jr. and R. A. Wiggins. 2004. “Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring.” **Journal of Financial Economics** 2004 (73): 497-524.

Weisbach, M. S. 1998. “Outside Directors and CEO Turnover.” **Journal of Financial Economics** 1998 (20): 431-460.

