

การศึกษากำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามผลการปฏิบัติงานในบริษัทหลักทรัพย์

นายสุเมธ พฤษฤดี

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2555

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)

เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย

The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository(CUIR) are the thesis authors' files submitted through the Graduate School.

A STUDY ON PERFORMANCE-BASED EXECUTIVE COMPENSATION IN SECURITIES
COMPANIES

Mr. Sumate Pruekruedee

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics Program in Economics

Faculty of Economics

Chulalongkorn University

Academic Year 2012

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การศึกษากำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามผลการปฏิบัติงานในบริษัทหลักทรัพย์
โดย	นายสุเมธ พฤษฤกษ์ดี
สาขาวิชา	เศรษฐศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	รองศาสตราจารย์ ดร. โสติกร มัลลิกะมาส

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัยเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(รองศาสตราจารย์ ดร. ชโยดม สรรพศรี)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(อาจารย์ ดร. ธนะพงษ์ โพธิ์ปิติ)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสติกร มัลลิกะมาส)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. พิรุวรรณ ปรมาพจน์)

..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(ศาสตราจารย์ ดร. ดิลกวิทย์รัตน์)

สุเมธ พุกษัตติ: การศึกษาการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามผลการปฏิบัติงานในบริษัทหลักทรัพย์ (A study on performance-based executive compensation in securities companies) อ. ที่ปริกษาวิทยานิพนธ์หลัก: รศ.ดร. โสติธร มัลลิกะมาส, 62 หน้า.

วิทยานิพนธ์นี้ศึกษาการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามผลการปฏิบัติงานในบริษัทหลักทรัพย์ทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 14 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2543-2554 โดยใช้ข้อมูลจากแบบฟอร์ม 56-1 และการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรมนุษย์ของบริษัทหลักทรัพย์ งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองของ Garvey and Milbourn (2006) เพื่อศึกษาการตอบสนอง (Sensitivity) ของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและภาวะเศรษฐกิจ

ผลการศึกษาพบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยกำหนดจากผลประกอบการทางบัญชีไม่ได้ตามผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผู้ถือหุ้นใหญ่มีส่วนสำคัญในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทน 7.13 บาท จากกำไร 1,000 บาท ที่เกิดจากฝีมือผู้บริหาร และได้รับ 9.12 บาท จากกำไร 1,000 บาท ที่เกิดจากภาวะเศรษฐกิจ และไม่พบความแตกต่างของค่าตอบแทนผู้บริหารระหว่างเศรษฐกิจและฝีมือผู้บริหารในขาขึ้นกับขาลง การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในบริษัทที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นคนไทยไม่ตอบสนองต่อกำไรที่เกิดจากฝีมือผู้บริหาร การมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนและความเสี่ยงของบริษัทที่เพิ่มขึ้นทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารลดลง

สาขาวิชา....เศรษฐศาสตร์... ปลายมือชื่อ นิสิต
ปีการศึกษา..... 2555..... ปลายมือชื่อ อ.ที่ปริกษาวิทยานิพนธ์หลัก

5385186829 : MAJOR ECONOMICS

KEYWORDS : EXECUTIVE COMPENSATION / THAI SECURITY LISTED-COMPANIES

SUMATE PRUEKRUEDEE: A STUDY ON PERFORMANCE-BSAED
EXECUTIVE COMPENSATION IN SECURITY COMPANIES.

ADVISOR: ASSOC.PROF. SOTHITORN MALLIKAMAS, Ph.D., 62 pp.

This thesis studies the performance-based executive compensation scheme in Thai securities listed-companies, by using the panel data of all 14 Thai securities listed-companies during 2000 to 2011. The data is collected from form 56-1 and interviews with the director of human capital management division. This research uses the Garvey and Milbourn (2006)'s model to analyze the sensitivity of executive compensation to macroeconomic condition and executives' performance.

The result shows that the executive compensation in Thai securities companies is determined by the accounting-based return rather than the stock return. The major shareholder has a control on the determination of executive compensation. The executives gain 7.13 Baht from 1,000 Baht profit created by their own performance, and 9.12 Baht from 1,000 Baht profit created by macroeconomic expansion. The sensitive of compensation to economic condition and performance are symmetry on their cycle. In addition, Thai securities companies do not statistically compensate on executives' performance. The compensation committee and company risk reduce the executive compensation.

Field of Study : Economics..... Student's Signature.....

Academic Year : 2012..... Advisor's Signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยความสามารถจากหลายท่าน ผมขอขอบคุณท่านดังนี้
 รศ.ดร.โสทธิธร มัลลิกะมาส อาจารย์ที่ปรึกษา ที่เมตตา ใจเย็น และกรุณาสอนผมทุกอย่าง
 ที่จำเป็นในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ตั้งแต่การจัดโครงเรื่อง ภาษาเขียนวิชาการ เคล็ดลับการ
 สัมภาษณ์ และการจัดวางจิตใจที่ถูกต้องระหว่างทำวิทยานิพนธ์

อ.ดร.ธนะพงษ์ โพธิ์ปิติ ที่สละเวลาเป็นอันมากในการให้คำปรึกษาในหัวข้อ Regulating
 banking network (หัวข้อวิทยานิพนธ์เก่า) อาจารย์กรุณาทั้งสอนและแสดงให้เห็นถึง rationality
 การทำงานแบบ object-oriented การทำ modeling และความเป็นมืออาชีพ

อ.ดร.พิรุวรรณ ปรมมาพจน์ ที่กรุณาปรับแก้ภาษาในงานนี้ด้วยความยินดี ใจงานนี้ออกมา
 สุภาพเรียบร้อย กลมกลืน และสะอาดตากว่าต้นฉบับมาก

ศาสตราจารย์ ดร.ดิลลิตวิทย์รัตน์ กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายนอก ที่กรุณาชี้ให้เห็นถึง
 ความสำคัญของบริบทของแต่ละประเทศในการอธิบายปรากฏการณ์ทางสังคม

คุณวัจน์จรรย์ สุวรรณพิมพ์ ผู้จัดการฝ่ายจัดการทรัพยากรมนุษย์ บริษัทเคทีซีมิโก้ ที่กรุณา
 ให้สัมภาษณ์ในทุกประเด็น หากไม่มีผู้ให้ข้อมูลอย่างคุณพี่ วิทยานิพนธ์ฉบับนี้คงไม่มีทางสำเร็จ

คุณแพทย์พิชชา กรชูเดช ขอขอบคุณเจ้านายที่ยินดีอธิบายและตอบข้อสงสัยทางบัญชีในทุกเวลา

ศ.ดร.มิ่งสรรพ ขาวสะอาด อาจารย์และเจ้านายที่รักและเคารพยิ่ง ที่ส่งสอน ให้งานทำ และ
 ส่งเสริมสนับสนุนทุกอย่างให้ผมเติบโตทางวิชาการ หากตอนนั้นไม่ได้อาจารย์ช่วยกรุณาตรวจแก้
 รายงานวิจัยของผู้เขียนถึง 6 รอบ ผมคงไม่สามารถเขียนงานชิ้นนี้ออกมาได้

ผศ.ดร.คมสัน สุริยะ อาจารย์คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ พี่ที่รักและเคารพ
 ได้ชวนตัวที่ฝึกสอนผมในทุกด้านตั้งแต่เริ่มต้น ทั้งการทำวิจัย ทศนคติที่ดีและข้อควรระวังต่างๆ
 ในการใช้ชีวิต ขอขอบคุณพี่ที่เชื่อมั่นในตัวผม เป็นแรงบันดาลใจ และพร้อมช่วยเหลือผมเสมอ

คุณกษิรา วรวัฒน์ประวิญญา เจ้าหน้าที่หลักสูตรศม. พี่เบ๊ญจคอยแก้ปัญหาด้านงาน
 ทะเบียนให้ตลอด สิ่งพี่ทำให้พวกผมเกินกว่าหน้าที่ไปมาก เพื่อนๆ หลักสูตรเศรษฐศาสตร์
 มหาบัณฑิต (ศม.) รหัส 53 ทุกคนที่ทำให้ประสบการณ์เรียนที่นี่ครึ้นเครงและอบอุ่นระคนกันไป

ตุ๋โกและซาโกที่ทำให้การทำวิทยานิพนธ์ของผมเป็นไปอย่างสะดวกสบายที่สุด มีอาหาร
 เสริฟ 3 มื้อ (เมนูตามที่ขอ) และผมแทบไม่ได้ช่วยทำงานบ้านใดๆ

ป่ากับม้าที่ตามใจผมมาโดยตลอด ไม่เคยปฏิเสธคำขอของผมเลยแม้แต่ครั้งเดียว (จน
 หลายปีหลังมานี้ผมไม่กล้าขออะไร) อีกทั้งต้องอดทนทำงานหนักเพื่อส่งเสียลูกทั้งสามจนสำเร็จ
 ปริญญาทั้งหมด ปริญญานี้เป็นอีกความสำเร็จของครอบครัวเราครับ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญรูป.....	ฎ
บทที่	
1. บทนำ.....	1
1.1. ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2. วัตถุประสงค์การวิจัย.....	3
1.3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.4. ขอบเขตการวิจัย.....	3
1.5. คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย.....	3
2. เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	5
2.1 การกำหนดค่าตอบแทนลูกจ้างที่เหมาะสมตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์.....	5
2.2 ปัญหาจากการใช้ตัวแทน (Principal-agent problem) กับค่าตอบแทน ผู้บริหาร.....	7
2.3 คำอธิบายการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารในทศวรรษที่ 1980-2000 ของ สำนัก Optimal contracting theory.....	8
2.4 คำอธิบายการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารในทศวรรษที่ 1980-2000 ของ สำนัก Managerial power approach.....	8
2.5 ผลการปฏิบัติงาน (Performance) กับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร.....	9
2.6 การศึกษาปัจจัยที่กำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศไทย.....	10
2.7 สรุปกรอบการศึกษาที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม.....	12

	หน้า
3. วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.1 การศึกษาเชิงพรรณนา.....	13
3.2 การศึกษาปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามวิธีของ Garvey and Milbourn (2006)	14
3.3 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล.....	17
4. การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในธุรกิจหลักทรัพย์ไทย.....	19
4.1 วิวัฒนาการและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจหลักทรัพย์ไทย.....	19
4.2 การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับลักษณะของธุรกิจหลักทรัพย์..	21
4.3 การจัดองค์กรและสายงานให้สอดคล้องกับลักษณะธุรกิจหลักทรัพย์.....	22
4.4 การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับลักษณะส่วนงาน.....	24
4.5 กระบวนการและคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน.....	25
4.6 กระบวนการและหลักเกณฑ์การกำหนดค่าตอบแทนแต่ละประเภท.....	26
4.7 โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทย.....	31
4.8 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประโยชน์ตอบแทนผู้บริหารด้วยวิธี มาตรฐาน.....	35
5. ปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนบริษัทหลักทรัพย์ไทย.....	37
5.1 ประเภทผลประโยชน์ที่ธุรกิจหลักทรัพย์ใช้ในการพิจารณาค่าตอบแทน ผู้บริหาร.....	37
5.2 การตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารโดยรวมต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะ เศรษฐกิจ.....	38
5.3 ความสมมาตรของการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและ สถานะเศรษฐกิจ.....	42
5.4 ผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนในการกำหนดค่าตอบแทน ผู้บริหาร.....	44
5.5 ความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติในการกำหนด ค่าตอบแทนผู้บริหาร.....	46

	หน้า
6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	49
6.1 สรุปผลการวิจัย.....	49
6.2 ข้อเสนอแนะ.....	51
รายการอ้างอิง.....	52
ภาคผนวก.....	55
ภาคผนวก ก การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทน ผู้บริหารด้วยวิธีมาตรฐาน.....	56
ภาคผนวก ข การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามผลการปฏิบัติงาน โดยอัตรา ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return).....	60
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	62

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3-1	ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างบริษัทหลักทรัพย์ที่ศึกษา.....	18
4-1	องค์ประกอบของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน.....	26
4-2	การคำนวณมูลค่า Stock option ที่แต่ละบริษัทหลักทรัพย์เคยให้แก่ผู้บริหาร.....	30
5-1	ผลสมการถดถอยทดสอบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อกำไรสุทธิ ที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ.....	41
5-2	ผลสมการถดถอยทดสอบความสมมาตรของการตอบสนองของค่าตอบแทน ผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ.....	43
5-3	ผลสมการถดถอยทดสอบผลจากการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน ผู้บริหารต่อการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะ เศรษฐกิจ.....	45
5-4	ผลสมการถดถอยทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติ ในการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะ เศรษฐกิจ.....	48

สารบัญญรูป

รูปที่		หน้า
4-1	ความลึกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี2540-2554.....	20
4-2	โครงสร้างรายได้ของธุรกิจหลักทรัพย์ไทย (หน่วย: ล้านบาท).....	22
4-3	โครงสร้างองค์กรของบริษัทหลักทรัพย์.....	22
4-4	กระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในภาพรวม.....	25
4-5	กระบวนการกำหนดอัตราการปรับขึ้นเงินเดือนของบริษัทหลักทรัพย์.....	27
4-6	กระบวนการกำหนดโบนัสของบริษัทหลักทรัพย์.....	28
4-7	ค่าตอบแทนผู้บริหารเทียบกับรายได้และรายจ่ายรวมของธุรกิจหลักทรัพย์ (หน่วย: ล้านบาท).....	31
4-8	โครงสร้างรายจ่ายของธุรกิจหลักทรัพย์ไทย (หน่วย: ล้านบาท).....	32
4-9	ช่องว่างค่าตอบแทนระหว่างผู้บริหารกับพนักงาน (หน่วย: ล้านบาทต่อคน).....	33
4-10	โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์: ทุนภัทร ชิกโก้ และซีมิโก้ (หน่วย: ล้านบาท).....	34
5-1	ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารกับอัตรา ผลตอบแทนต่างๆ (หน่วย: เปอร์เซนต์).....	38
5-2	กำไรสุทธิบริษัทที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจโดยเฉลี่ย (จาก สมการ First-stage ที่ใช้ ROE) (หน่วย: ล้านบาท).....	39
5-3	ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นบริษัทรวมที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจโดย เฉลี่ย (จากสมการ First-stage ที่ใช้ Stock return) (หน่วย: ล้านบาท).....	39

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างเหมาะสมเป็นหัวใจสำคัญของการดำเนินธุรกิจ เพราะผู้บริหารเป็นผู้กำหนดทิศทางการดำเนินกิจการของบริษัท หากบริษัทใดสามารถออกแบบค่าตอบแทนที่สามารถจูงใจให้ผู้บริหารทุ่มเทแรงกายแรงใจให้กับบริษัทโดยไม่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ทับซ้อน บริษัทดังกล่าวก็จะเติบโตได้อย่างมั่นคง

ในความเป็นจริง การกำหนดรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหารให้เหมาะสมไม่ใช่เรื่องง่าย เพราะมีปัญหาการใช้ตัวแทน (Principal-agent problem) ปัญหานี้เกิดจากการที่ผู้ถือหุ้น (เจ้าของบริษัท) ไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้เท่ากับตัวผู้บริหาร (Asymmetric information) ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถกำกับดูแลการดำเนินกิจการของผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ (ถึงแม้จะมีกรรมการตรวจสอบจากภายนอกก็ตาม) เปิดโอกาสให้ผู้บริหารอาศัยช่องว่างดังกล่าวในการบริหารจัดการเพื่อผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลักโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

ปัญหาการใช้ตัวแทนเกิดขึ้นอยู่เสมอแม้กระทั่งในบริษัทชั้นนำของโลก เช่น กรณีที่เป็นที่วิพากษ์วิจารณ์อย่างกว้างขวางถึงการจ่ายโบนัสจำนวนมหาศาลให้กับผู้บริหารของบริษัทการเงินชั้นนำใน Wall Street ในปี 2009 ซึ่งให้หลังเพียงปีเดียวจากที่กลุ่มบริษัทดังกล่าวต้องเข้ารับความช่วยเหลือเพิ่มเติมจากรัฐบาลที่มาจากเงินภาษีของประชาชน จากการศึกษาและกลุ่มประเทศในยุโรปได้สูญเสียประมาณมหาศาลในการคุ้มครองการเงินประกอบกับสภาวะเศรษฐกิจในช่วงวิกฤตทำให้ไม่สามารถเก็บภาษีได้ตามเป้า ทำให้หลายประเทศเริ่มมีปัญหานี้สาธารณะจนต้องใช้นโยบายรัดเข็มขัดโดยการตัดรายจ่ายสวัสดิการของภาครัฐไปเป็นจำนวนมาก จนนำไปสู่ความไม่พอใจของประชาชนในหลายประเทศและเกิดเป็นขบวนการ Occupy Wall Street ในหลายประเทศ ขบวนการดังกล่าวมุ่งเรียกร้องความเป็นธรรมในการกระจายผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจจากกลุ่มคนรวยที่สุด 1% (พวกเจ้าของและผู้บริหารบริษัทภาคการเงิน) มาสู่ 99% ที่เหลือ และเรียกร้องให้แก้ปัญหากลุ่มบริษัทใน Wall Street มีอำนาจเหนือรัฐบาลจนออกนโยบายต่างๆ ที่เป็นการเอื้อต่อภาคการเงิน และการกำกับดูแลที่ย่อนยาน (Pleven, 2009: online; Sloan, 2009: online; Occupy Wall Street, 2011: online)

ธุรกิจหลักทรัพย์เป็นธุรกิจที่มีปัญหาในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจากผลประกอบการเพียงอย่างเดียวไม่เหมาะสม ด้วยธรรมชาติของตัวธุรกิจเองที่มีลักษณะเป็นไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Procyclical) และหากำไรจากการรับความเสี่ยง (เช่น

การให้สินเชื่อบริษัทหรือลงทุนในตราสารต่างๆ) เมื่ออยู่ในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจลงทุนในโครงการที่เสี่ยงเกินความจำเป็น แทนที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์และเสถียรภาพของบริษัทในระยะยาว ทั้งอาจเนื่องด้วยหวังว่าตนจะได้ผลตอบแทนเป็นกอบเป็นกำจากการทำกำไรมหาศาลให้กับบริษัทในระยะสั้น หรือจะมีเหตุมาจากเครื่องมือวัดความเสี่ยงมักจะให้ภาพความเสี่ยงที่ดีเกินจริงเสมอในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น และเมื่อเศรษฐกิจร้อนแรงจนกลายเป็นฟองสบู่แล้วแตกลง ผู้ที่ต้องรับความเสียหายที่เกิดขึ้นเป็นอันดับแรกก็คือผู้ถือหุ้นของบริษัท ตามมาด้วยรัฐบาลซึ่งก็ต้องใช้เงินภาษีของประชาชนเข้าไปแบกรับความเสียหายเพื่อไม่ให้ผลกระทบขยายวงกว้างออกไปสร้างความเสี่ยงให้กับภาคเศรษฐกิจจริง ดังตัวอย่างวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในสหรัฐฯ หรือจากคำบอกเล่าของคุณบรยอง พงษ์พานิช ประธานกรรมการ บริษัทหลักทรัพย์ ภัทร จำกัด (มหาชน) ในงาน ThaiPublica Forum ครั้งที่ 3 ภายใต้หัวข้อ 15 ปีวิกฤติ 2540 ประเทศไทย อยู่ตรงไหน ความว่า “6 เดือนก่อนหน้า การวิเคราะห์ของทีมีวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ภัทร จากการดูวิกฤติที่เกิดในโลกเราเชื่อว่าเราน่าจะเกิดวิกฤติ แต่ที่เสียใจก็คือไม่กล้าหาญพอที่จะสามารถโน้มน้าวให้คนทั้งหมดหยุด และให้ถอยหลังเพื่อที่จะปกป้อง เราทำเพียงแค่หยุดโต แต่เราไม่ได้หยุด ถ้าหยุดอาจจะปลอดภัยขึ้น ผมเป็นซีอีโอของบริษัทเงินทุนภัทรธนกิจที่แจ้งไปตอนวิกฤติ มันก็แจ้งคามือนั้นแหละ” (บรยอง, 2555)

ในกรณีข้างต้น การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจากการพิจารณาผลประกอบการเพียงอย่างเดียวจะจูงใจให้ผู้บริหารนำพาบริษัทไปเสี่ยงเกินควร โดยไม่คำนึงถึงความยั่งยืนของบริษัทในระยะยาว อีกทั้งยังเป็นการยากที่จะแยกฝีมือการบริหารจัดการของผู้บริหารออกจากผลของสภาวะเศรษฐกิจขาขึ้นเพื่อใช้ในการพิจารณาค่าตอบแทนให้แก่ผู้บริหารอีกด้วย

ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์จุลภาคชี้ให้เห็นว่า หากไม่มีปัญหาการใช้ตัวแทน ค่าตอบแทนผู้บริหารควรสะท้อนถึงผลประโยชน์ส่วนเพิ่มของบริษัทที่เกิดจากการบริหารจัดการของผู้บริหาร แต่งานวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ โดยเฉพาะ Garvey and Milbourn (2006) ชี้ให้เห็นถึงความไม่ชอบมาพากลในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยนอกจากผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารแล้ว ค่าตอบแทนผู้บริหารยังถูกกำหนดจากสภาวะเศรษฐกิจ (Macroeconomic situation) ซึ่งไม่ได้เกิดจากฝีมือของผู้บริหาร อีกทั้งผู้บริหารจะใช้สภาวะเศรษฐกิจในการพิจารณาค่าตอบแทนในทางที่เป็นประโยชน์แก่ตนเองเท่านั้น กล่าวคือ ในตอนสภาวะเศรษฐกิจดี ผู้บริหารนำผลดังกล่าวมาร่วมประเมินค่าตอบแทนทำให้ค่าตอบแทนเพิ่มขึ้นเกินกว่าที่ควรจะเป็น แต่พอตอนสภาวะเศรษฐกิจไม่ดีผู้บริหารกลับอ้างถึงสภาวะเศรษฐกิจที่ไม่ดีและแยกผลดังกล่าวออกจาก การประเมินค่าตอบแทนทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารสูงเกินควร

เมื่อทบทวนงานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารพบว่า งานวิจัยด้านนี้ยังมีน้อย ไม่ได้ให้ความสนใจกับบริษัทหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะ และเป็นการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลประกอบการในภาพรวมของบริษัทในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (กุลจิรา, 2551; วรวัลณ์, 2553; พรชนก, 2554; บุญทวี, 2552; วิมล พร, 2544) โดยไม่มีการแยกอิทธิพลของสภาวะเศรษฐกิจออกจากตัวแปรที่ใช้วัดผลการปฏิบัติงาน ของผู้บริหาร (Performance: ฝีมือผู้บริหาร) ดังนั้นจึงเป็นโอกาสให้ผู้วิจัยจะมีส่วนร่วมในการเติม ช่องว่างการวิจัยในด้านนี้ของไทยตามกำลังและข้อมูลจะเอื้ออำนวย

1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

ศึกษาปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารของธุรกิจหลักทรัพย์ไทย

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เช่น ผู้ถือหุ้น หรือ กลต. มีความเข้าใจหลักการกำหนดค่าตอบแทน ผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์มากขึ้น สามารถตรวจสอบ หรือกำกับดูแลการกำหนดค่าตอบแทน ผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

1.4 ขอบเขตการวิจัย

ศึกษาปัจจัยที่กำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) รวมทั้งสิ้น 14 บริษัท ตั้งแต่ปี 2543 ถึง 2554 (เหตุที่ใช้ข้อมูล ระยะยาว เพราะหนึ่งจะได้ศึกษากระบวนการปรับตัวของธุรกิจหลักทรัพย์หลังเกิดวิกฤตใหญ่ปี 2540 และสองเพื่อให้ข้อมูลมีอิทธิพลของสภาวะเศรษฐกิจที่ครบวัฏจักรเศรษฐกิจ) โดยรวบรวม ข้อมูลบริษัทจากรายงานข้อมูลประจำปีเกี่ยวกับค่าตอบแทนผู้บริหารในรูปแบบฟอร์ม 56-1 งบ การเงิน และอัตราผลตอบแทนหุ้นของบริษัทจากเว็บไซต์ www.setsmart.com

1.5 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

บริษัทหลักทรัพย์ หมายถึง บริษัทที่ประกอบกิจการตามพรบ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535

ผู้บริหาร หมายถึง ผู้จัดการ หรือ ผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารที่รายงานแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมา ผู้ ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่ากับผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารรายที่สี่ทุกราย และให้มี หมายควมรวมถึงผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารในสายบัญชีหรือการเงินที่เป็นระดับ ผู้จัดการฝ่ายขึ้นไปหรือเทียบเท่า ตามประกาศแก้ไขเพิ่มเติมพรบ.หลักทรัพย์และตลาด หลักทรัพย์ (ฉบับที่ 4) พ.ศ.2551

ค่าตอบแทนผู้บริหาร หมายถึง ค่าตอบแทนผู้บริหารทุกรายการที่รายงานไว้ในแบบฟอร์ม 56-1
ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ทั้งนี้ค่าตอบแทน
ผู้บริหารที่ใช้ในสมการถดถอยต่างๆ เป็นค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิดและงานวิจัยทางเศรษฐศาสตร์ที่เกี่ยวกับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารที่เหมาะสม โดยเริ่มจากแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับระดับค่าจ้างที่ดุลยภาพของตลาดแข่งขันสมบูรณ์โดยเปรียบเทียบระหว่างกรณีที่ลูกจ้างมีความสามารถเหมือนกันทุกประการ (Homogeneous) กับกรณีที่ลูกจ้างเป็นผู้บริหารมีความสามารถแตกต่างกัน (Heterogeneous) และปัญหาจากการใช้ตัวแทน (Principal-agent problem) ซึ่งเป็นปัญหาใหม่ทางเศรษฐศาสตร์และเป็นสาเหตุเบื้องหลังความสำคัญของการออกแบบรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหาร ต่อจากนั้นจะทบทวนประเด็นวิจัยที่เกี่ยวข้องซึ่งเกิดขึ้นจากการถกเถียงกันระหว่างสำนัก Optimal contracting theory กับสำนัก Managerial power approach ในการอธิบายปรากฏการณ์ที่ค่าตอบแทนผู้บริหารที่แท้จริงของบริษัทมหาชนในสหรัฐฯเพิ่มขึ้นถึง 5 เท่าในช่วงทศวรรษที่ 1980-2000 และจบด้วยการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในไทย

2.1 การกำหนดค่าตอบแทนลูกจ้างที่เหมาะสมตามทฤษฎีเศรษฐศาสตร์

1. กรณีที่เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์และลูกจ้างมีความสามารถเหมือนกันทุกประการ (Homogeneous)

จากแบบจำลองการผลิตอย่างง่ายที่ปริมาณผลผลิต (Y) เกิดจากการตัดสินใจของผู้ผลิตในเลือกปริมาณปัจจัยการผลิตเพียงอย่างเดียวคือ แรงงาน (L) โดยที่ฟังก์ชันผลผลิตเป็น Decreasing return to scale of labor (α อยู่ในช่วงปิด 0 ถึง 1) ดังสมการ (2-1)

$$Y = L^\alpha \quad (2-1)$$

กำไรของผู้ผลิตจะเท่ากับรายรับลบต้นทุนดังสมการ (2-2)

$$\pi = Price * Y - Wage * L \quad (2-2)$$

เมื่อราคาผลผลิต (Price) และอัตราค่าจ้างแรงงาน (Wage) ถูกกำหนดจากตลาดพฤติกรรมแสวงหากำไรสูงสุดของผู้ผลิตจะทำให้ผู้ผลิตตัดสินใจกำหนดปริมาณแรงงานที่จะใช้ภายใต้เงื่อนไขสมการ (2-3)

$$\frac{d\pi}{dL} = Price * \frac{dY}{dL} - Wage = 0 \quad (2-3)$$

จัดรูปสมการได้เงื่อนไขที่สำคัญที่ผู้ผลิตใช้ในการเลือกปริมาณแรงงานที่จะใช้ในการผลิต (สมการ (2-4))

$$Price * \frac{dY}{dL} = Wage \quad (2-4)$$

โดยที่ $Price * \frac{dY}{dL}$ คือ มูลค่าเพิ่มที่ได้จากแรงงานหน่วยสุดท้ายที่จ้าง

จากสมการ (2-4) เห็นได้ว่า ผู้ผลิตจะจ้างแรงงานเพิ่มขึ้นจนมูลค่าเพิ่มที่ได้จากแรงงานหน่วยสุดท้ายเท่ากับค่าจ้างแรงงาน (สมมติฐาน Decreasing return to scale of labor ของฟังก์ชันผลผลิตทำให้ผลผลิตส่วนเพิ่มจากแรงงานหน่วยสุดท้าย (Marginal product of labor: MPL) ลดลงเรื่อยๆ ขณะที่ราคาผลผลิตเท่าเดิม ทำให้มูลค่าเพิ่มจากแรงงานหน่วยสุดท้ายลดลงเรื่อยๆ)

หากเราเพิ่มสมมติฐานว่าตลาดแรงงานเป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ สมการที่ (2-4) สามารถตีความได้ว่า ค่าตอบแทนที่แรงงานจะได้รับต้องเท่ากับมูลค่าเพิ่มที่แรงงานสามารถสร้างให้กับบริษัท

2. กรณีที่เป็นตลาดแรงงานผู้บริหารที่แข่งขันสมบูรณ์ ผู้บริหารมีความสามารถแตกต่างกัน และความสามารถนั้นยังแปรผันตามมูลค่าของบริษัท

ที่คุณภาพของแบบจำลอง บริษัทที่ใหญ่ที่สุดจะได้ผู้บริหารที่ดีที่สุดไปร่วมงาน บริษัทและผู้บริหารที่ใหญ่และมีความสามารถรองลงมาก็จะจับคู่กันตามลำดับ โดยค่าตอบแทนของผู้บริหารในแต่ละบริษัทและช่วงเวลาจะแตกต่างกันไปตามมูลค่าตลาดของบริษัท (Market capitalization รวมกับมูลค่าหนี้สินทั้งหมด) ที่ผู้บริหารร่วมงาน ซึ่งก็คือระดับค่าตอบแทนผู้บริหารถูกกำหนดจากผลิตภาพของผู้บริหาร (CEO productivity) ตามสมมติฐานของแบบจำลองที่ว่า ผู้บริหารมีความสามารถแตกต่างกัน และความสามารถนั้นยังแปรผันตามมูลค่าของบริษัท แบบจำลองดังกล่าวของ Gabaix and Landier (2008) สามารถอธิบายปรากฏการณ์ที่ค่าตอบแทนที่แท้จริง (Real wage) ของผู้บริหารในบริษัทชั้นนำของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นถึง 500% ในช่วงปี 1980-2000 ว่า การปรับตัวของค่าตอบแทนดังกล่าวเป็นการปรับตัวตามคุณภาพของตลาดแรงงานผู้บริหารชั้นนำ ผู้วิจัยได้พิสูจน์ทางคณิตศาสตร์และนำคุณภาพที่พิสูจน์ได้ไปทดสอบกับข้อมูลจริง (อย่างเช่น ตลาดแรงงานผู้บริหารบริษัทที่ใหญ่ที่สุดในสหรัฐฯ 500 บริษัทแรก) ซึ่งผลการทดสอบก็เป็นไปตามการคาดการณ์ของแบบจำลอง

2.2 ปัญหาจากการใช้ตัวแทน (Principal-agent problem) กับค่าตอบแทนผู้บริหาร

ปัญหานี้เกิดจากการที่ผู้ถือหุ้น (Principal) ไม่สามารถควบคุมการปฏิบัติงานของผู้บริหาร (Agent) ได้อย่างทั่วถึง ดังนั้นวิธีการที่ดีที่สุดก็คือ การออกแบบรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหารให้ยึดโยงผลประโยชน์ของผู้บริหารเข้ากับผู้ถือหุ้น โดยการออกแบบค่าตอบแทนผู้บริหารจะต้องคำนึงถึงฟังก์ชันอรรถประโยชน์ทั้งของตนเองและของผู้บริหาร เพื่อหารูปแบบการตอบแทนผู้บริหารเพื่อปรับให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นมากที่สุด ตัวอย่างแบบจำลองการออกแบบค่าตอบแทนผู้บริหารเพื่อแก้ปัญหา Principal-agent อย่างง่าย ที่สมมติให้ผู้บริหารไม่ชอบความเสี่ยง (Risk averse) และผลประกอบการเป็น Stochastic function ของความพยายามของผู้บริหาร สามารถดูได้จากงานของ Murphy (1999) หน้า 26

การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารที่เหมาะสมยังต้องคำนึงถึงลักษณะของธุรกิจอีกด้วย (De Angelis and Grinstein, 2012) เช่น หากสภาพธุรกิจมีความผันผวนและซับซ้อนเจ้าของบริษัทก็ควรพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารตามสถานะแวดล้อมทางธุรกิจ (Discretionary) เพราะการพิจารณาค่าตอบแทนโดยใช้ดัชนีชี้วัดผลงานที่ตายตัวอาจทำให้กลยุทธ์ที่ผู้บริหารเลือกใช้เบี่ยงเบนออกจากกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับสภาพการณ์

ตัวอย่างของปัญหา Principal-agent นอกจากหลักฐานเชิงประจักษ์ชิ้นสำคัญที่แสดงให้เห็นความเสียหายทางเศรษฐกิจที่เกิดจากการตกแต่งบัญชีผลประกอบการเพื่อประโยชน์ของผู้บริหาร ในกรณีการตกแต่งบัญชีของบริษัท Enron ในสหรัฐฯ จนนำไปสู่การล้มละลายในปี 2001 (Time, 2012: online) นักวิชาการยังได้มีการสืบค้นถึงความสัมพันธ์ระหว่างแรงจูงใจจากรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหารกับธรรมาภิบาลในการจัดทำบัญชีผลประกอบการ ผลการวิจัยพบว่า ผู้บริหารตอบสนองต่อรูปแบบการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจากผลประกอบการ ด้วยการตกแต่งบัญชีแบบต่างๆ เช่น การจัดการรายการคงค้างโดยเพิ่มการรับรู้รายได้ล่วงหน้าและการผลการรับรู้ค่าใช้จ่ายไปในอนาคต (Healy, 1985 อ้างถึงใน กวิน, 2553:21) หรือการจัดการรายการคงค้างเพื่อเพิ่มกำไรของผลประกอบการ อันนำไปสู่ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นในช่วงเวลาที่ผู้บริหารจะนำ warrant ของตนออกขาย (Burns and Kedia, 2004; Bergstresser and Philippon, 2006; Cornett et al., 2008; Cheng et al., 2009 อ้างถึงใน กวิน, 2553:22)

2.3 คำอธิบายการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารในทศวรรษที่ 1980-2000 ของสำนัก Optimal contracting theory

คำอธิบายหลักของสำนัก Optimal contracting theory คือปรากฏการณ์ดังกล่าวเป็น
คุณภาพของระบบเศรษฐกิจ ไม่ได้เกิดจากการใช้อำนาจโดยไม่ชอบของผู้บริหารแต่อย่างใด โดย
สำนักนี้ได้พยายามสร้างแบบจำลองคณิตศาสตร์จากปัจจัยต่างๆ ที่เชื่อว่าอยู่เบื้องหลัง
ปรากฏการณ์นี้ แล้วนำเอาแบบจำลองดังกล่าวไปทดสอบกับข้อมูลจริง โดยปัจจัยต่างๆ ที่สำนักนี้
เชื่อว่าสามารถอธิบายปรากฏการณ์นี้มีดังต่อไปนี้

การเปลี่ยนระบบค่าตอบแทนมาเน้นใช้ระบบที่อิงกับตลาด (Market based) เช่น การจ่าย
ค่าตอบแทนเป็นสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท (Stock option) เพื่อแก้ปัญหา Principle-agent ทำ
ให้ค่าตอบแทนผู้บริหารแปรผันตามมูลค่าตลาดของบริษัทมากขึ้น (Jensen and Murphy, 1990)
และแบบจำลองคุณภาพในตลาดแรงงานผู้บริหารชั้นนำ (อย่างเช่นตลาดแรงงานผู้บริหารบริษัทที่
ใหญ่ที่สุดในสหรัฐฯ 500 บริษัทแรก) ของ Gabaix and Landier (2008) ก็ยืนยันแนวคิดนี้

ความผันผวนของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจทำให้บริษัทต้องเพิ่มค่าตอบแทนผู้บริหารเพื่อ
ชดเชยกับความเสี่ยงของอาชีพนักบริหาร (Inderst and Mueller, 2005; Dow and Raposo,
2005 อ้างถึงใน Gabaix and Landier, 2008:51)

การแข่งขันในการแย่งตัวผู้บริหารที่เพิ่มขึ้นอันเนื่องมาจากทักษะที่จำเป็นในการบริหาร
บริษัทชั้นนำมีลักษณะทั่วไปมากขึ้นไม่เฉพาะเจาะจงเหมือนแต่ก่อน จึงกดดันให้ค่าตอบแทน
ผู้บริหารสูงขึ้น (Frydman, 2005)

2.4 คำอธิบายการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารในทศวรรษที่ 1980-2000 ของสำนัก Managerial power approach

Bebchuk and Fried (2003) เสนอว่าการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารดังกล่าวส่วน
หนึ่งเป็นค่าเช่าทางเศรษฐกิจ (Economic rent) ด้วยหลักการวิเคราะห์ค่าตอบแทนผู้บริหารโดย
พิจารณาจากอำนาจของผู้บริหารในบริษัท (Managerial power approach) โดยค่าตอบแทน
ผู้บริหารจะเป็นผลจากการต่อรองเชิงอำนาจระหว่างคณะกรรมการบริษัท (ตัวแทนผู้ถือหุ้น) กับตัว
ผู้บริหาร การต่อรองดังกล่าวมักจบลงด้วยรูปค่าตอบแทนที่เอื้อประโยชน์แก่ผู้บริหารเพราะผู้บริหาร
มีอำนาจบริหาร มีข้อมูลภายในบริษัทมากกว่าคณะกรรมการบริษัท อีกทั้งผู้บริหารยังเป็นหนึ่งในผู้
พิจารณาแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัท ดังนั้นหากต้องการให้การกำหนดค่าตอบแทนเป็นไปอย่าง
เหมาะสมก็จะต้องเพิ่มอำนาจต่อรองของคณะกรรมการบริษัทหรือการตรวจสอบจากภายนอก ดัง
จะเห็นได้จากบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการตอบแทนผู้บริหารต่ำกว่ามักจะมีคณะกรรมการที่เข้มแข็ง

จากการที่มีผู้ถือหุ้นภายนอกในสัดส่วนที่สูงหรือมีผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันที่ไม่มีธุรกิจเกี่ยวข้องกับบริษัท (เนื่องจากไม่มีผลประโยชน์อื่นใดจึงทำให้นักลงทุนสถาบันกลุ่มนี้สามารถตรวจสอบผู้บริหารได้อย่างอิสระ) เป็นจำนวนมาก Cyert et al., 2002; Core et al., 1999 อ้างใน Bebchuk and Fried, 2003) หรือต้องอาศัยพลังจากภายนอก เช่น เมื่อค่าตอบแทนผู้บริหารถูกวิพากษ์วิจารณ์จากสื่อมวลชน ค่าตอบแทนผู้บริหารก็จะลดลงในช่วงดังกล่าว (Johnson et al., 1997; Thomas and Martin, 1999 อ้างใน Bebchuk and Fried, 2003)

2.5 ผลการปฏิบัติงาน (Performance) กับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร

ถึงแม้จะถกเถียงกันถึงที่มาของการเพิ่มขึ้นของค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทมหาชนในสหรัฐฯ ช่วงทศวรรษที่ 1980-2000 แต่ทั้งสองสำนักก็เห็นพ้องต้องกันว่ารูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหารที่ดีจะต้องตอบสนองต่อผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร แบบจำลองที่ใช้ทดสอบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลการปฏิบัติงานก็ได้มีการพัฒนาขึ้นมาตามลำดับ เช่น แบบจำลองที่วัดการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้นซึ่งอยู่ในรูปค่าความยืดหยุ่น (Elasticity) และค่าการตอบสนอง (Sensitivity) ด้วยสมการถดถอยของการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มของผู้ถือหุ้นในแต่ละปี (Murphy, 1999) ค่าการตอบสนองของธุรกิจการเงินที่วัดออกมาได้เท่ากับ 8.75% (ดูภาคผนวก ก)

การใช้วิธี Meta-Analysis ในงานของ Tosi et al. (2000) ที่ศึกษาเปรียบเทียบอิทธิพลของปัจจัยด้านผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร (Performance) กับขนาดของบริษัท (ตามแนวคิด Managerialism ที่ว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารถูกกำหนดจาก Scale economies และระดับเทคโนโลยีในการผลิตซึ่งแปรผันตามขนาดของบริษัท) ในการอธิบายค่าตอบแทนผู้บริหาร จากการนำข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ได้จากการรวบรวมงานวิจัยที่เกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดค่าของแทนผู้บริหารทั้งสิ้น 137 บทความมาวิเคราะห์ด้วยวิธี Meta-Analysis พบว่า ขนาดของบริษัทสามารถอธิบายความเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารถึง 40% ขณะที่ผลการปฏิบัติงานสามารถอธิบายได้เพียงไม่ถึง 5% แต่การตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหาร (Sensitivity) ต่อการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทั้งหมดสองใกล้เคียงกันคือประมาณ 4-5%

แบบจำลองของ Garvey and Milbourn (2006) ที่สามารถเปรียบเทียบอิทธิพลของปัจจัยด้านผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร (Performance) กับปัจจัยด้านสภาวะเศรษฐกิจ (Macroeconomic situation) ในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งสามารถตอบโจทย์ที่ว่า การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารมีลักษณะ Procyclical หรือไม่ โดยระดับการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อสภาวะเศรษฐกิจก็คือระดับของความเป็น Procyclical นั่นเอง แบบจำลอง

นี้ใช้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัท (Stock return) เป็น Instrumental Variable ของปัจจัยที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจ แล้วประมาณค่าพารามิเตอร์ด้วยวิธี Two-Stage Least-Squares (2SLS) โดยใช้ข้อมูลสำรวจค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทของ Standard & Poor ประกอบกับผลตอบแทนและความผันผวนของหุ้นของบริษัทจาก Center for Research in Security Prices (CRSP) ระหว่างปีค.ศ. 1992-2001 จำนวนทั้งสิ้น 6,263 ตัวอย่าง (บริษัท-ปี) พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของบริษัทที่เกิดจากทั้งผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจไม่แตกต่างกัน แต่การตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจขาขึ้นกับขาลงไม่เท่ากัน โดยค่าตอบแทนผู้บริหารจะตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจในขาขึ้นมากกว่าขาลง 25%

2.6 การศึกษาปัจจัยที่กำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศไทย

ผลการทบทวนงานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารพบว่าการศึกษาด้านนี้ยังมีน้อย ไม่ได้ให้ความสนใจกับบริษัทหลักทรัพย์เป็นการเฉพาะ และเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลประกอบการในภาพรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บุญทวี (2552) ใช้ข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหารจากแบบฟอร์ม 56-1 และงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2550 จำนวน 432 ตัวอย่าง ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการปฏิบัติงานและค่าตอบแทนของผู้บริหารของบริษัท ด้วยการใช้สมการถดถอยตัวแปรเดียว (Single regression) โดยให้ตัวแปรตามคือค่าตอบแทนผู้บริหาร ขณะที่ตัวแปรอิสระคือผลการปฏิบัติงาน ซึ่งเลือกใช้ที่ละตัวแปรจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) อัตราผลตอบแทนต่อหุ้น (Earning per share: EPS) และผลตอบแทนจากการถือหุ้นเป็นเวลา 1 ปี ผลการศึกษาพบว่า ในภาพรวมตัวแปรตามที่ถูกเลือกมาใช้แทนผลการปฏิบัติงานทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร แต่เมื่อพิจารณาโดยแยกรายอุตสาหกรรมพบว่าตัวแปรผลการปฏิบัติงานบางตัวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการอธิบายค่าตอบแทน

กุลจิรา (2551) ศึกษาการเลือกใช้ตัวชี้วัดผลประกอบการในการกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหารระหว่างตัวชี้วัดผลประกอบการทางบัญชี (Accounting based) คืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับตัวชี้วัดผลประกอบการที่อิงตลาด (Market based) คือ ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return: ค่าตอบแทนจากการขายหุ้นเมื่อสิ้นปีประกอบการและอัตราเงินปันผลต่อหุ้น) ด้วยการใช้สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) มีตัวแปรตามคือค่าตอบแทนผู้บริหาร ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดและอายุของบริษัท สุ่มตัวอย่างจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์หมวดอุตสาหกรรม

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 25 บริษัท และหมวดวัสดุก่อสร้าง 14 บริษัท ตั้งแต่ปี 2545-2549 ผลการศึกษาพบว่า ตัวชี้วัดผลประกอบการทางบัญชีและตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์ทางบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ตัวชี้วัดผลประกอบการทางตลาดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลดังกล่าวสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า หากผู้บริหารสามารถรอบงำกิจการได้ก็จะเลือกใช้ตัวชี้วัดผลประกอบการทางบัญชีในการพิจารณาค่าตอบแทน แทนที่จะเป็นตัวชี้วัดทางตลาด เพราะตนเองสามารถควบคุมตัวชี้วัดดังกล่าวได้

วิมลพร (2544) ศึกษาผลของการกระจายการลงทุนของบริษัทในบริษัทลูก (ใช้ดัชนี Herfindahl index เป็นตัววัด) ต่อค่าตอบแทนผู้บริหารและกรรมการ ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุ โดยใส่ Year fixed effect และประมาณค่าพารามิเตอร์ด้วยวิธี Weighted least square มีตัวแปรควบคุมได้แก่ จำนวนกรรมการทั้งหมด จำนวนกรรมการอิสระ ยอดขาย อัตราผลตอบแทน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทน และอายุของบริษัท โดยสุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2539-2542 จำนวนทั้งสิ้น 719 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า ดัชนีการกระจายการลงทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนกรรมการ ผลดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาในต่างประเทศ

พรชนก (2554) ศึกษาอิทธิพลของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economics value added) ต่อการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารด้วยสมการถดถอยเชิงพหุ มีตัวแปรควบคุมคือ ROE ราคาหุ้น สินทรัพย์รวม และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 570 บริษัท เก็บข้อมูลช่วงปี 2549-2553 ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหาร ขณะที่ตัวแปรควบคุมทั้งหมดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

วรวัลณัฐ (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ในทางกลับกันคือ ศึกษาอิทธิพลของค่าตอบแทนผู้บริหาร (ในปีปัจจุบันและปีก่อนหน้า) ในการกำหนดผลประกอบการ (Tobin's Q, ROA, และ ROE) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ด้วยสมการถดถอยเชิงพหุ โดยมีตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดอายุ กำไรสุทธิ อัตราการเติบโตของรายรับ และประเภทอุตสาหกรรมของบริษัท รวมถึงโครงสร้างคณะกรรมการ โครงสร้างผู้บริหาร และจำนวนครั้งของการประชุม (ในปีปัจจุบันและปีก่อนหน้า) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนจำนวน 318 บริษัท ตั้งแต่ปี 2549-2552 ผลการศึกษาพบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหาร (ในปีปัจจุบันและปีก่อนหน้า) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับตัวชี้วัดผลประกอบการทุกตัว ยกเว้นกรณีเดียวคือ กรณีที่ใช้ค่าตอบแทนกรรมการในปีก่อนหน้าไม่มีความสัมพันธ์กับ ROE ในปีนี้

2.7 สรุปกรอบการศึกษาที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม

จากการทบทวนวรรณกรรมทำให้ได้ข้อสรุปว่า การที่จะเข้าใจและประเมินการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในระดับอุตสาหกรรมจะต้องทำการศึกษาในประเด็นดังต่อไปนี้

1. สภาพแวดล้อมทางธุรกิจ สภาพการแข่งขันของธุรกิจ ความผันผวนของธุรกิจ ความซับซ้อนของธุรกิจ การจัดองค์กร และภาวะของแต่ละสายงาน ที่จะส่งผลต่อรูปแบบและวิธีการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร
2. กระบวนการและหลักเกณฑ์ในการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัท ที่จะเผยให้เห็นถึงความชอบธรรม การตรวจสอบถ่วงดุล และผู้ที่มีอำนาจในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร
3. โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งในระดับรายได้รายจ่ายรวมของบริษัทและระดับองค์ประกอบของตัวค่าตอบแทน ที่จะเผยให้เห็นถึงส่วนแบ่งของผู้บริหารในโครงสร้างรายได้รายจ่ายของบริษัท และสัดส่วนขององค์ประกอบค่าตอบแทนผู้บริหารที่ตอบสนองต่อผลงานของผู้บริหาร
4. การตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลงานที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจ ที่จะทำให้สามารถประเมินได้ว่าค่าตอบแทนผู้บริหารกำหนดจากผลงานของผู้บริหารและจากสถานะเศรษฐกิจหรือไม่ อย่างไรก็ตาม หากถูกกำหนดจากสถานะเศรษฐกิจ ระดับความเป็น Procyclical ของการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารอยู่ในระดับใด

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

ในบทนี้จะเริ่มด้วยการเสนอวิธีการวิจัยในแต่ละประเด็นที่จะศึกษาตามกรอบที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมในบทที่ 2 ตามด้วยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และสุดท้ายจะกล่าวถึงกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

เพื่อเข้าใจการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยได้อย่างรอบด้านมากที่สุด วิทยานิพนธ์ชิ้นนี้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 แนวทางดังนี้

3.1 การศึกษาเชิงพรรณนา

ใช้สำหรับศึกษาในประเด็นดังต่อไปนี้

1. สภาพแวดล้อมทางธุรกิจ สภาพการแข่งขันของธุรกิจ ความผันผวนของธุรกิจ ความซับซ้อนของธุรกิจ การจัดองค์กร และภาวะของแต่ละสายงาน ที่จะส่งผลกระทบต่อรูปแบบและวิธีการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร
2. กระบวนการและหลักเกณฑ์ในการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัท ที่จะเผยให้เห็นถึงความชอบธรรม การตรวจสอบถ่วงดุล และผู้ที่มีอำนาจในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร
3. โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งในระดับรายได้รายจ่ายรวมของบริษัทและระดับองค์ประกอบของตัวค่าตอบแทน ที่จะเผยให้เห็นถึงส่วนแบ่งของผู้บริหารในโครงสร้างรายได้รายจ่ายของบริษัท และสัดส่วนขององค์ประกอบค่าตอบแทนผู้บริหารที่ตอบสนองต่อผลงานของผู้บริหาร

การศึกษาในส่วนนี้จะใช้ข้อมูลจากแบบฟอร์ม 56-1 ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะต้องรายงานกลต.ทุกปี ภายในประกอบด้วย รายละเอียดการดำเนินธุรกิจ การเปลี่ยนแปลงของบริษัทที่สำคัญ งบการเงินต่างๆ และค่าตอบแทนผู้บริหาร ข้อมูลอีกส่วนได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรบุคคลที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้วิจัยได้สุ่มยื่นเรื่องขอเข้าสัมภาษณ์เจ้าหน้าที่ฝ่ายทรัพยากรบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องในกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร 8 บริษัท จากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาทั้งหมด 14 บริษัท และได้รับการตอบรับเพียง 1 บริษัท คือ บริษัทเคทีซีมิโก้ โดยได้รับความกรุณาจากคุณวัจน์จรรย์ สุวรรณพิมพ์ (ผู้จัดการใหญ่ฝ่ายทรัพยากรมนุษย์) ให้เข้าสัมภาษณ์ เมื่อได้ข้อมูลครบถ้วนแล้ว ผู้วิจัยจะทำการประมวลข้อมูลต่างๆ แล้วนำเสนอออกมาเป็นสถิติเชิงพรรณนา กราฟ และแผนภูมิต่างๆ พร้อมบทวิเคราะห์

3.2 การศึกษาปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามวิธีของ Garvey and Milbourn (2006)

ใช้สำหรับศึกษาการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลประกอบการที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและที่เกิดจากสภาวะเศรษฐกิจ ที่จะทำให้สามารถประเมินได้ว่าค่าตอบแทนผู้บริหารกำหนดจากผลงานของผู้บริหารและจากสภาวะเศรษฐกิจหรือไม่ อย่างไรก็ตาม ผลจากการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนและความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างประเทศในการตอบสนองดังกล่าวเป็นอย่างไร

การศึกษาในส่วนนี้จะเปรียบเทียบอิทธิพลจากผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร (Performance: ฝีมือผู้บริหาร) กับสภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยอื่นๆ ในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ โดยประยุกต์ใช้วิธีการของ Garvey and Milbourn (2006) ให้สอดคล้องกับบริบทของประเทศไทยซึ่งยังใช้ผลประกอบการทางบัญชีในการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร ขณะที่สหรัฐฯจะจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารโดยพิจารณาจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นหลักและนิยมจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารเป็น Stock option ดังนั้นผู้วิจัยจะใช้กำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลประกอบการทางบัญชีที่เหมาะสมกับไทย ในการแยกฝีมือผู้บริหารออกจากสภาวะเศรษฐกิจ ส่วนแบบจำลองและผลที่คาดหวังผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัท (Stock return) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลประกอบการผ่านตลาด จะอยู่ในภาคผนวก ข

1. แบบจำลองปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร (Garvey and Milbourn, 2006)

การศึกษานี้ต้องการสกัดอิทธิพลของความสามารถในการบริหารจัดการของผู้บริหาร (Performance: ฝีมือผู้บริหาร) ออกจากปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจ เพื่อพิจารณาผลจากฝีมือผู้บริหารที่แท้จริงในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร การศึกษานี้จึงใช้กำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลประกอบการทางบัญชีมาเป็น Instrumental variable (IV) ในการแยกอิทธิพลของฝีมือผู้บริหาร (Performance) กับ สภาวะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ (Macroeconomic situation) ออกจากกัน ด้วยการประมาณค่าอิทธิพลของสภาวะเศรษฐกิจต่อกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท (ROE) ตามสมการ First-stage regression (3-1)

$$ROE_{it} = \gamma ROE_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3-1)$$

โดยที่ ROE_{it} คือ ROE ของบริษัท i ของปีที่ t

ROE_{mt} คือ ค่าเฉลี่ย ROE ของอุตสาหกรรมในปีที่ t ซึ่งเป็นตัวชี้วัดสภาวะเศรษฐกิจ

ε_{it} คือ ฝีมือผู้บริหาร (Performance) ของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งก็คือ ROE ส่วนที่ สภาวะเศรษฐกิจอธิบายไม่ได้

หลังจากทำการประมาณค่าพารามิเตอร์ในสมการที่ (3-1) จะได้กำไรสุทธิของบริษัทบริษัทที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจโดยรวม (*Macro*) ดังสมการที่ (3-2)

$$Macro_{it} = \hat{\gamma}ROE_{mt} \times Equity_t \quad (3-2)$$

$Equity_t$ คือ มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท ณ สิ้นปีที่ t

ส่วนที่เหลือของการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิของบริษัทที่สถานะเศรษฐกิจอธิบายไม่ได้ ก็คือฝีมือผู้บริหาร (*Perform*) ดังสมการ (3-3)

$$Perform = (ROE_{it} \times Equity_t) - Macro_{it} \quad (3-3)$$

หลังจากได้กำไรสุทธิของบริษัทที่เกิดจากทั้งสถานะเศรษฐกิจโดยรวม (*Macro*) และฝีมือของผู้บริหาร (*Perform*) แล้ว เราจะนำค่าประมาณการดังกล่าวมาใส่ในสมการ Second-stage regression (4) เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวกับการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน (ΔW)

$$\Delta W_{it} = \alpha_{it} + aPerform_{it} + bMacro_{it} + cCdfvar + dPcom_{it} + \mu_{it} \quad (3-4)$$

โดยที่ α_{it} คือ Fixed effect ของบริษัท i ของปีที่ t

$Cdfvar$ คือ Cumulative distribution function (CDF) ของค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรายเดือนของบริษัทในปีที่ $t-1$ ใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงของบริษัท

$Pcom_{it}$ คือ ตัวแปร Dummy ของการมีคณะกรรมการค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัท i ในปีที่ t

- แบบจำลองทดสอบความสัมพันธ์ของการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ (Garvey and Milbourn, 2006)

แบบจำลองนี้ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ของฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหาร (ΔW) ด้วยการเพิ่มตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหารขาด (*NegPerform*) และตัวแปรกำไรจากสถานะเศรษฐกิจขาด (*NegMacro*) ที่สร้างจากตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหาร (*Perform*) และตัวแปรกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (*Macro*) โดยเลือกมาเฉพาะค่าที่ติดลบ (ขาด) สำหรับค่าไม่ติดลบให้มีค่าเป็นศูนย์ จนได้ออกมาเป็นสมการที่ (3-5)

$$\Delta W_{it} = \alpha + aPerform_{it} + bMacro_{it} + eNegPerform + fNegMacro + cCdfvar + dPcom_{it} + \mu_{it} \quad (3-5)$$

ตัวแปรที่เพิ่มเข้ามาใหม่ทั้งสองมีวัตถุประสงค์เพื่อจับอิทธิพลของฝีมือผู้บริหารชาลงและสถานะเศรษฐกิจชาลงเป็นการเฉพาะ หากผลจากสมการถดถอยออกมาว่าตัวแปรใดมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าการปรับตัวของตัวแปรดังกล่าวในชาลงแตกต่างจากชาขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และหากค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่า การปรับตัวในชาลงของตัวแปรดังกล่าวส่งผลต่อขนาดการเปลี่ยนแปลงค่าตอบแทนผู้บริหาร (ΔW) จะน้อยกว่าในชาขึ้น เช่น หากค่าสัมประสิทธิ์ (b) ของตัวแปรกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (*Macro*) เท่ากับ 0.10 บาท ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ (f) ตัวแปรขาดทุนจากสถานะเศรษฐกิจชาลง (*NegMacro*) เท่ากับ -0.02 บาท จะเห็นได้ว่าขนาดของการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหาร (ΔW) ในสถานะเศรษฐกิจชาขึ้นและชาลงแตกต่างกัน โดยหากสถานะเศรษฐกิจชาขึ้นทำให้กำไรสุทธิของบริษัทเพิ่มขึ้น 100 บาทจะทำให้ ΔW เท่ากับ $0.10(100) - 0.02(0) = 10$ บาท ขณะที่สถานะเศรษฐกิจชาลงทำให้กำไรสุทธิของบริษัทลดลง 100 บาท จะทำให้ ΔW เท่ากับ $0.10(-100) - 0.02(-100) = -8$ บาท ในกรณีตัวอย่างจะเห็นว่า ΔW ที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจชาลงน้อยกว่าชาขึ้น 20%

3. แบบจำลองทดสอบผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร

แบบจำลองนี้ประยุกต์แบบจำลองของ Garvey and Milbourn (2006) มาใช้ในการศึกษาผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยสร้างตัวแปรกำไรสุทธิจากฝีมือผู้บริหาร (กรรมการฯ) (*PerformCom*) และตัวแปรกำไรสุทธิจากสถานะเศรษฐกิจ (กรรมการฯ) (*MacroCom*) ขึ้นมาจากการนำเอาตัวแปร Dummy ของการมีคณะกรรมการค่าตอบแทนผู้บริหาร (*Pcom*) คูณกับตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหาร (*Perform*) และตัวแปรกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (*Macro*) ตามลำดับ แล้วนำไปแทนตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหาร (*Perform*) และตัวแปรกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (*Macro*) ในสมการที่ 3-4 จนได้ออกมาเป็นสมการที่สมการที่ (3-6)

$$\Delta W_{it} = \alpha + aPerformCom_{it} + bMacroCom_{it} + cCdfvar + dPcom_{it} + \mu_{it} \quad (3-6)$$

4. แบบจำลองทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร

แบบจำลองนี้ประยุกต์แบบจำลองของ Garvey and Milbourn (2006) มาใช้ในการศึกษาความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ด้วยการแบ่งตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหาร (*Perform*) และตัวแปรกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจ (*Macro*) ในสมการที่ 3-4 ออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีตัวอย่างเฉพาะบริษัทสัญชาติไทย (กลุ่มตัวอย่างสัญชาติอื่นให้เป็น 0) และกลุ่มที่มีตัวอย่างเฉพาะบริษัทสัญชาติอื่น (กลุ่มตัวอย่างสัญชาติไทยให้เป็น 0) รวมเป็น 4 ตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหารของบริษัทสัญชาติไทย (*PerformTH*) ตัวแปรกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจของบริษัทสัญชาติไทย (*MacroTH*) ตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหารของบริษัทสัญชาติอื่น (*PerformFR*) และตัวแปรกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจของบริษัทสัญชาติอื่น (*MacroFR*) แล้วนำตัวแปรทั้ง 4 ที่สร้างขึ้นใหม่ เข้าไปประมวลผลในสมการถดถอยแทน 2 ตัวแปรเดิมที่อยู่ในสมการ 3-4 จนออกมาเป็นสมการที่ 3-7

$$\Delta W_{it} = \alpha + aPerformTH_{it} + bMacroTH_{it} + ePerformFR + fMacroFR + cCdfvar + dPcom_{it} + \mu_{it} \quad (3-7)$$

5. วิธีการประมาณค่า

การศึกษานี้ใช้ใช้วิธี Two-stage least-squares (2SLS) ในการประมาณการค่าสัมประสิทธิ์ต่างๆ โดยใช้กำไรสุทธิต่อส่วนกองทุน (ROE) เป็น Instrumental variable (IV) ในการแยกผลจากฝีมือผู้บริหาร (Performance) กับ ผลจากสถานะแวดล้อมทางเศรษฐกิจ (Macroeconomic situation) ในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารออกจากกัน

3.3 ข้อมูลและแหล่งข้อมูล

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 14 บริษัท ตั้งแต่ปี 2543 ถึง 2553 (เหตุที่ใช้ข้อมูลระยะยาว เพราะหนึ่งจะได้ศึกษากระบวนการปรับตัวของธุรกิจหลักทรัพย์หลังเกิดวิกฤตใหญ่ปี 2540 และสองเพื่อให้ข้อมูลมีอิทธิพลของสถานะเศรษฐกิจที่ครบวัฏจักรเศรษฐกิจ) โดยข้อมูลที่ใช้ได้แก่ รายงานแบบฟอร์ม 56-1 ที่บริษัทจดทะเบียนของรายงานกลต. งบการเงิน และอัตราผลตอบแทนและสัดส่วนทางการเงินต่างๆ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้ถูกรวบรวมไว้อย่างครบถ้วนในเว็บไซต์ www.setsmart.com (ตารางที่ 3-1)

ตารางที่ 3-1 ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างบริษัทหลักทรัพย์ที่ศึกษา

ลำดับ	ชื่อบริษัทหลักทรัพย์ จำกัด (มหาชน)	ชื่อย่อ	ปีที่เริ่ม ใช้ข้อมูล	เว็บไซต์
1	เอเชีย พลัส	ASP	2546	www.asiaplus.co.th
2	บัวหลวง	BLS	2549	www.bualuang.co.th
3	คันทรี กรุ๊ป	CGS	2546	www.cgsec.co.th
4	โนมูระ พัฒนสิน	CNS	2545	www.cns.co.th
5	ฟินันเซีย ไซรัส	FSS	2549	www.fnsyrus.com
6	เคจีไอ (ประเทศไทย)	KGI	2543	www.kgiworld.co.th
7	เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย)	MBKET	2548	www.maybank-ke.co.th
8	โอเอสเค (ประเทศไทย)	OSK	2551	www.osk188.net
9	ทุนภัทร	PHATRA	2550	www.phatracapital.com
10	ซิกโก้	SSEC	2547	www.sseclick.com
11	ทรินิตี้ วัฒนา	TNITY	2547	www.trinitythai.com
12	ยูโอบี เคย์เฮียน (ประเทศไทย)	UOBKH	2550	www.uobkayhian.co.th
13	ยูไนเต็ดดี	US	2546	www.unitedsec.com
14	ซีมิโก้	ZMICO	2543	www.seamico.com

บทที่ 4

การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในธุรกิจหลักทรัพย์ไทย

ในบทนี้จะเป็นการตอบใจทวิวิจัยย่อยด้วยวิธีการที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 3 โจทย์วิจัยย่อยที่จะตอบในบทนี้ ได้แก่ 1)ธุรกิจหลักทรัพย์มีลักษณะที่ในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับลักษณะของธุรกิจอย่างไร 2)ธุรกิจหลักทรัพย์มีการจัดองค์กร สายงาน และการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับภาวะของแต่ละสายงานอย่างไร 3)ตัวแทนผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในกำกับดูแลกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในธุรกิจหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร และมีปัจจัยอะไรบ้างที่ใช้ในการพิจารณา 4)ส่วนแบ่งของคณะผู้บริหารในระดับโครงสร้างรายได้และรายจ่ายเป็นอย่างไร 5)ค่าตอบแทนผู้บริหารในระดับบุคคลเป็นอย่างไรเมื่อเปรียบเทียบกับพนักงาน และมีสัดส่วนขององค์ประกอบที่ตอบสนองต่อผลประโยชน์ของบริษัทมากขึ้นเพียงใดเมื่อเทียบกับกรรมการผู้จัดการ (Chief executive officer: CEO) ของสหรัฐฯ และ 6)ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารธุรกิจหลักทรัพย์ไทยกับผลประโยชน์เป็นเช่นใด เมื่อวัดโดยวิธีการมาตรฐานแล้วเปรียบเทียบกับ CEO ในสหรัฐฯ ทั้งหมดนี้จะเริ่มต้นด้วยการนำเสนอหัวข้อวิวัฒนาการและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจหลักทรัพย์ไทยเพื่อให้ผู้อ่านทราบถึงบริบทของธุรกิจหลักทรัพย์ไทยในปัจจุบัน

4.1 วิวัฒนาการและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจหลักทรัพย์ไทย

วิวัฒนาการของธุรกิจหลักทรัพย์ไทยแสดงให้เห็นถึงพัฒนาการของบริษัทหลักทรัพย์ในการปรับตัวจนสามารถรับการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่รุนแรง หลังจากที่ล้มเหลวในวิกฤตปี 2540

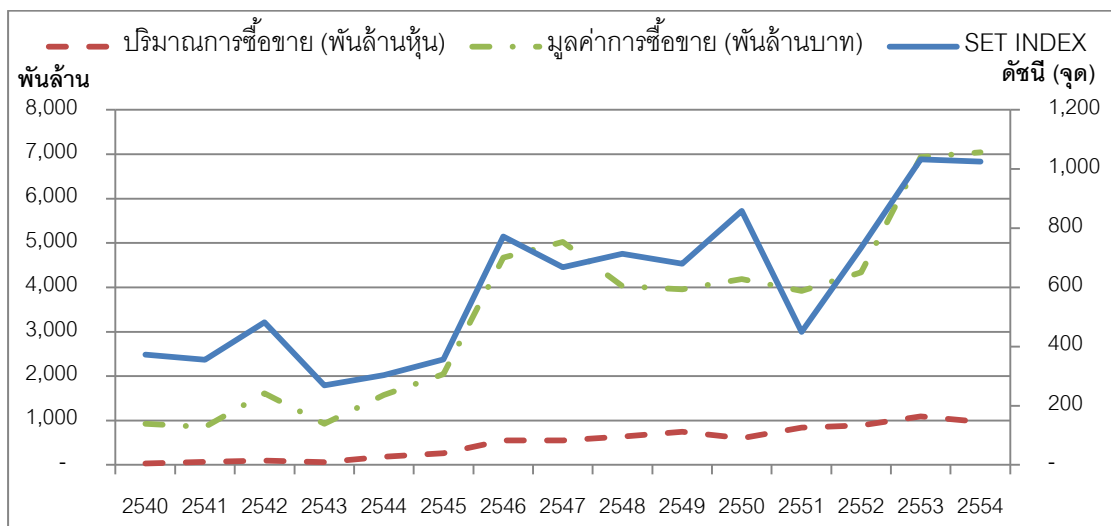
บริษัทหลักทรัพย์ในปัจจุบันเกิดจากการแยกกิจการออกจากบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ (มหาชน) ในช่วงวิกฤตต้มยำกุ้งปี 2540 ที่ทำให้บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ต้องปิดกิจการไปถึง 56 แห่ง การแยกกิจการดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อรักษาตลาดทุนไทยให้สามารถดำเนินกิจกรรมได้อย่างต่อเนื่องและเพิ่มกลไกกำกับดูแล การแยกบริษัทเงินทุน (แหล่งทุน) ออกจากบริษัทหลักทรัพย์เป็นการเพิ่มกลไกการตรวจสอบสินเชื่อและการลงทุนของบริษัทหลักทรัพย์โดยอัตโนมัติ

หลังจากประสบวิกฤตปี 2540 บริษัทหลักทรัพย์ไทยที่ยังพอมีศักยภาพเกือบทั้งหมดก็ถูกบริษัทต่างประเทศเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ การเข้ามาดังกล่าวเป็นการลงทุนระยะปานกลาง (ไม่เกิน 5 ปี) ที่เข้าซื้อบริษัทหลักทรัพย์ในราคาที่ถูก แล้วถือครองไว้ช่วงระยะเวลาหนึ่งจนสามารถขายกลับคืนให้เจ้าของเดิมหรือกลุ่มทุนไทยในราคาที่พอใจ ยกเว้นบางราย เช่น เมย์แบงก์กิมเอ็ง ยูโอบี

เคย์เฮียน และเคจีไอ เข้ามาดำเนินกิจการเป็นการถาวร ซึ่งเท่ากับว่าธุรกิจหลักทรัพย์ไทยไม่ได้มีแต่บริษัทหลักทรัพย์ไทยอีกต่อไป การแข่งขันในธุรกิจจึงเข้มข้นขึ้น บริษัทหลักทรัพย์ไทยต้องปรับรูปแบบการบริหารจัดการและการบริการให้ทัดเทียมบริษัทต่างสัญชาติ ขณะเดียวกันผู้บริหารจากกลุ่มทุนต่างประเทศก็ต้องปรับแต่งรูปแบบการบริหารให้เข้ากับลูกจ้างชาวไทย

หลังจากการผ่านวิกฤตปี 2540 มาแล้ว ธุรกิจหลักทรัพย์ก็ยังคงต้องเผชิญกับช่วงตลาดทุนซบเซาระหว่างปี 2542-2545 ทำให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องปรับตัวเป็นอันมากเพื่อความอยู่รอด เช่น การยุบสาขา การควบรวมกิจการ การปรับตัวดังกล่าวช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งและเสถียรภาพให้กับธุรกิจหลักทรัพย์ไทย เช่นเดียวกับตลาดทุนไทยที่สามารถประชาสัมพันธ์ให้ตลาดทุนเป็นหนึ่งในทางเลือกหลักในการออมของคนทุกเพศทุกวัยโดยเฉพาะกลุ่มนักศึกษาจบใหม่ ทั้งนี้สามารถดูความลึกของตลาด (Market depth) ได้จาก ปริมาณและมูลค่าการซื้อขายหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังปี 2545 จนถึงปลายปี 2549 เกิดการรัฐประหาร

ธุรกิจหลักทรัพย์ไทยหดตัวระหว่างการปกครองโดยรัฐบาลจากคณะรัฐประหาร และกลับมาขยายตัวอย่างรวดเร็วหลังมีรัฐบาลจากการเลือกตั้งในปี 2551 แม้ว่าจะระหว่างนั้นจะเกิดวิกฤตการณ์เมืองถึง 2 ปีซ้อน แต่ธุรกิจหลักทรัพย์ก็สามารถฟื้นตัวกลับมาได้อย่างรวดเร็ว (รูปที่ 4-1) รูปที่ 4-1 ความลึกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2540-2554



หมายเหตุ: SET INDEX อ้างอิงแกนตั้งฝั่งขวา นอกนั้นอ้างอิงฝั่งซ้าย

ปัจจุบันธุรกิจหลักทรัพย์ได้มาถึงจุดเปลี่ยนที่สำคัญอีกครั้งคือ การเปิดเสรีการเงินอาเซียนที่จะเริ่มขึ้นในปี 2558 อย่างช้าที่สุดไม่เกินปี 2563 การเปิดเสรีการเงินกดดันให้บริษัทหลักทรัพย์ต้องหาแหล่งทุนและปรับโมเดลธุรกิจเพื่อรองรับการแข่งขันบริษัท โดยให้มีความหลากหลายมากขึ้นเป็นวณิชธนกิจ (Investment banking) จากเดิมที่รายได้หลักยึดโยงกับตลาดทุนก็เพิ่มบริการ

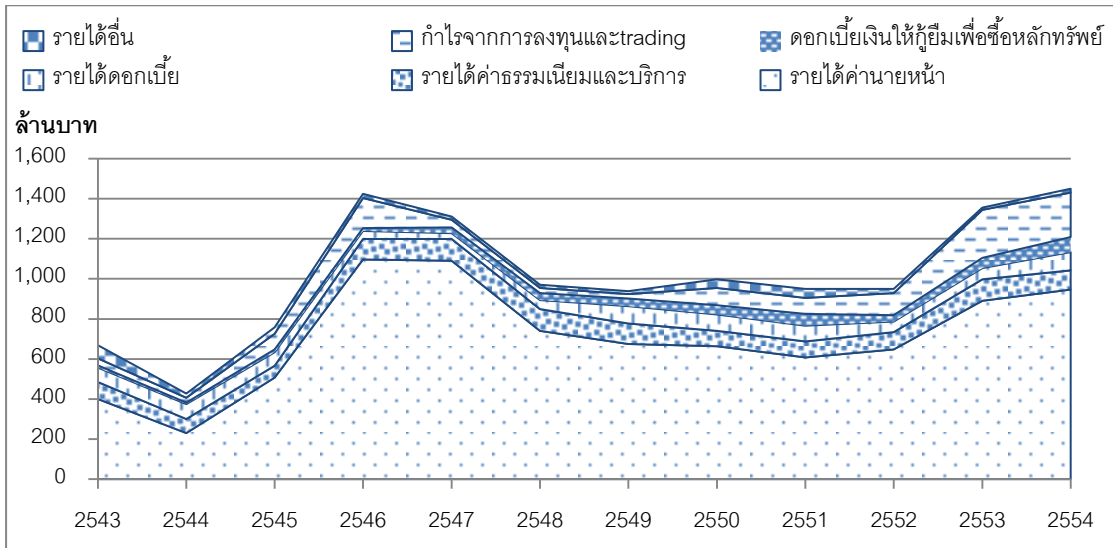
ธุรกรรมการเงิน การจัดการความมั่งคั่ง และการลงทุนในตราสารต่างๆ ที่ตนเองมีความชำนาญ ดังจะเห็นได้จากปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นกับบริษัททรัพย์ที่ยังไม่มีพันธบัตรทางการเงินได้แก่ การควบรวมกิจการกับธนาคาร เช่น บริษัทหลักทรัพย์ซีมิโก้กับธนาคารกรุงไทยเป็น เคทีซีมิโก้ บริษัททุนภัทรกับธนาคารเกียรตินาคิน การร่วมทุน เช่น ฟินันซ่ากับธนาคารไอซีบีซี หรือการที่ธนาคารเข้ามาซื้อบริษัทหลักทรัพย์ เช่น ธนาคารซีไอเอ็มบีซีซื้อซีมิโก้ ธนาคารยูโอบีซื้อยูโนเด็ค

4.2 การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับลักษณะของธุรกิจหลักทรัพย์

ผลการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรบุคคลยืนยันว่า คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารยึดหยุ่นตามสภาวะแวดล้อมทางธุรกิจในแต่ละช่วง (Discretionary) ซึ่งสอดคล้อง Optimal contracting theory (De Angelis and Grinstein, 2012) ที่ว่า ในกรณีที่สภาวะแวดล้อมทางธุรกิจมีความผันผวนและซับซ้อน ผู้บริหารจำเป็นต้องปรับเปลี่ยนกลยุทธ์อยู่เสมอ การประเมินค่าตอบแทนผู้บริหารที่ยืดหยุ่นตามสภาวะแวดล้อมทางธุรกิจจะเหมาะสมกว่าการประเมินจากดัชนีชี้วัดผลงานที่ระบุในสัญญาจ้างอย่างตายตัว ความผันผวนและซับซ้อนของธุรกิจหลักทรัพย์แสดงให้เห็นในหัวข้อก่อนหน้านี้ ระดับรายได้ที่ผันผวนมากและโครงสร้างรายได้ที่มีแนวโน้มในการกระจายแหล่งรายได้ไปสู่การทำกำไรจากการลงทุนซื้อขายตราสารการเงินมากขึ้น

รายได้จากค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เป็นรายได้หลักของธุรกิจหลักทรัพย์คิดเป็น 70% แต่กลับเป็นแหล่งรายได้ที่มีความผันผวนตามสภาวะเศรษฐกิจมากที่สุดด้วยเช่นกัน โดยซบเซาหลังปี 2540 มาถึงปี 2544 แล้วกลับมาทะยานตัวขึ้นเต็มที่กลางทศวรรษ 1 รัฐบาลทักษิณ (2545-2546) หลังจากนั้นก็ปรับตัวลดลงจากเหตุการณ์ความไม่สงบจากการเมืองภายในประเทศจนกลับมาทะยานขึ้นอีกครั้งในปี 2553 แต่จะเห็นได้ว่าความผันผวนของรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ค่อยๆ ลดลงตามความลึกของตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ แหล่งรายได้ที่สำคัญและมีความผันผวนรองลงมาคือ รายได้จากการลงทุนซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีความสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ จนในปี 2554 คิดเป็น 15% ดังรูปที่ 4-2

รูปที่ 4-2 โครงสร้างรายได้ของธุรกิจหลักทรัพย์ไทย (หน่วย: ล้านบาท)

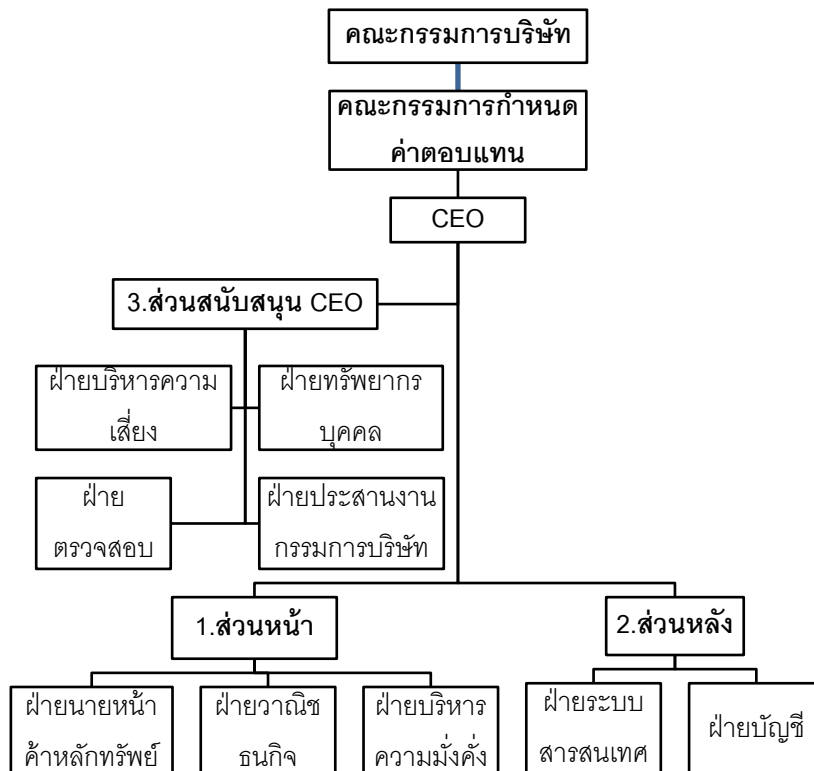


หมายเหตุ: คำนวณจากค่าเฉลี่ยรายจ่ายแต่ละประเภทในทุกปีของกลุ่มตัวอย่าง

4.3 การจัดองค์กรและสายงานให้สอดคล้องกับลักษณะธุรกิจหลักทรัพย์

บริษัทหลักทรัพย์มีการจัดองค์กรและสายงานให้สอดคล้องกับลักษณะของธุรกิจหลักทรัพย์ โดยแยกองค์กรและสายงานออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ 1. ส่วนหน้า (Front office) 2. ส่วนหลัง (Back office) และ 3. ส่วนสนับสนุนกรรมการผู้จัดการใหญ่ (CEO) ดังรูป 4-3

รูปที่ 4-3 โครงสร้างองค์กรของบริษัทหลักทรัพย์



1. ส่วนหน้า (Front office)

ส่วนหน้า (Front office) เป็นส่วนที่ต้องพบปะกับลูกค้าและแย่งชิงฐานลูกค้ากับบริษัทอื่น แบ่งเป็น 3 ฝ่าย ได้แก่

1.1 ฝ่ายนายหน้าค้าหลักทรัพย์ที่ดูแลลูกค้ารายย่อย มีบริการ เช่น เป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ ปลอ่ยสินเชื่อเพื่อซื้อขายหลักทรัพย์ การแข่งขันที่ส่วนนี้รุนแรงจนกระทั่งสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ต้องออกระเบียบการจ่ายค่าตอบแทนพนักงานการตลาดที่เป็นตัวเงินไว้อย่างชัดเจนเพื่อไม่ให้บริษัทใหญ่แย่งตัวพนักงานจากบริษัทเล็กไปหมด ดังนั้นแต่ละบริษัทจึงหันมาแข่งกันดึงตัวพนักงานการตลาดด้วยสวัสดิการต่างๆ แทน

1.2 ฝ่ายวาณิชธนกิจ (Investment banking) ที่ดูแลลูกค้าสถาบัน มีบริการเช่น การเป็นที่ปรึกษาและรับประกันการจดทะเบียนบริษัทเข้าตลาดหลักทรัพย์ การทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ (Financial transaction) การเป็นนายหน้าซื้อขายตราสารและอนุพันธ์การเงินทั่วไป (Conventional product) เช่น เงินสกุลต่างๆ น้ำมันดิบ และทองคำ

1.3 ฝ่ายบริหารความมั่งคั่ง (Capital market and wealth management) มีบริการบริหารจัดการความมั่งคั่งให้กองทุนสำรองเลี้ยงชีพของบริษัทต่างๆ เป็นนายหน้าซื้อขายตราสารและอนุพันธ์การเงินแบบพิเศษ (Structural product) เช่น Mortgage-backed security (MBS) และซื้อขายลงทุนในตราสารการเงินต่างๆ เพื่อความมั่งคั่งของบริษัทเอง

2. ส่วนหลัง (Back office)

บริษัทหลักทรัพย์จำเป็นต้องจัดให้มีฝ่ายระบบสารสนเทศ (Information technology: IT) และฝ่ายบัญชี (Cost center) ที่ดูแลแต่ละทีมในส่วนหน้าซึ่งดูแลลูกค้าแต่ละด้านเป็นการเฉพาะ เพื่อตอบสนองธุรกรรมทางการเงินและควบคุมต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2.1 ฝ่ายระบบสารสนเทศ (IT) เนื่องจากการทำธุรกรรมการเงินในแต่ละหน่วยธุรกิจของส่วนหน้ามีความหลากหลายและจำนวนมาก ทั้งรายการสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ การชำระเงิน การเปิดวงเงินสินเชื่อ ฯลฯ จึงต้องมีฝ่ายระบบสารสนเทศสนับสนุนแต่ละทีมเป็นการเฉพาะ

2.2 ฝ่ายบัญชี (Cost center) เช่นเดียวกับการสนับสนุนทางด้าน IT แต่ละหน่วยธุรกิจของส่วนหน้าจำเป็นต้องได้รับการดูแลจากฝ่ายบัญชีเป็นการเฉพาะ เพื่อความสะดวกในการเบิกจ่ายและการควบคุมต้นทุนของแต่ละทีม

3. ส่วนสนับสนุนกรรมการผู้จัดการใหญ่ (CEO)

CEO จำเป็นต้องมีฝ่ายสนับสนุนการตัดสินใจและกำกับดูแลตรวจสอบองค์กรดังต่อไปนี้

3.1 ฝ่ายบริหารจัดการความเสี่ยง (Risk management) ฝ่ายนี้ช่วยดูแลความเสี่ยงใน ความหมายกว้าง ไม่ใช่เฉพาะความเสี่ยงทางการเงินและการลงทุนยังรวมไปถึงความต่อเนื่องใน การดำเนินธุรกิจ เช่น ตอนมีความไม่สงบทางการเมืองหรือวิกฤตน้ำท่วม ฝ่ายนี้จะต้องเสนอแผน จัดการเพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินไปได้อย่างต่อเนื่อง (Business continuity plan)

3.2 ฝ่ายจัดการทรัพยากรบุคคล (Human capital management) รับผิดชอบทั้งด้านการ พัฒนา ฝึกอบรม ประเมินผลงานและค่าตอบแทนพนักงาน เนื่องจากการประเมินผลงานและ ค่าตอบแทนพนักงานเป็นเรื่องอ่อนไหว CEO จึงต้องคอยกำกับดูแลด้วยตนเอง

3.3 ฝ่ายตรวจสอบเพื่อให้เป็นไปตามระเบียบคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (Business compliance) ก.ล.ต.กำกับดูแลธุรกิจหลักทรัพย์อย่างเข้มงวด ออกมาตรการใหม่ๆ อยู่ เสมอ และมีมาตรการลงโทษที่รุนแรง บริษัทหลักทรัพย์จึงต้องตั้งหน่วยขึ้นมาดูแลเป็นการเฉพาะ การที่หน่วยงานตรวจสอบขึ้นตรงกับ CEO จะทำให้การตรวจสอบมีประสิทธิภาพกว่าที่จะสังกัดอยู่ กับฝ่ายที่ต้องรับการตรวจสอบเอง

3.4 ฝ่ายประสานงานกับคณะกรรมการบริษัท ช่วยให้การติดต่อประสานระหว่าง คณะกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีความราบรื่น ทั้งงานเอกสารระเบียบวาระการประชุม และการ นัดหมายประชุมคณะกรรมการชุดต่างๆ

4.4 การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับลักษณะส่วนงาน

จากรายละเอียดการจ้างองค์กรข้างต้นทำให้เราสามารถจำแนกส่วนงานได้เป็น 2 ลักษณะ ซึ่งมีรูปแบบการกำหนดค่าตอบแทนแตกต่างกัน คือ

1. งานส่วนหน้าที่เป็นแหล่งรายได้ของบริษัท มีการแข่งขันสูง และสามารถประเมินผลงาน ได้ชัดเจน สัญญาจ้างและการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งสองฝ่ายจึงมีลักษณะเดียวกับ CEO คือ เป็นสัญญาระยะสั้นประมาณ 3 ปี โบนัสจะมาจากส่วนแบ่งกำไรบริษัทโดยคณะกรรมการ กำหนดค่าตอบแทนและคณะกรรมการบริษัทจะเป็นผู้พิจารณาโดยตรง โดยจะพิจารณาจาก ผลงานตลอดทั้งปีของผู้บริหารแต่ละรายแบบ Discretionary

2. งานส่วนหลังและส่วนสนับสนุน CEO ซึ่งภาระงานจะเปลี่ยนแปลงตามผลประกอบการ ของบริษัท เช่น ปีใดผลประกอบการดีมีธุรกรรมมาก ภาระงานของฝ่ายสนับสนุนก็จะเพิ่มตามไป ด้วย การประเมินค่าตอบแทนจึงพิจารณาจากปริมาณงาน และดัชนีชี้วัดต่างๆ ที่บริษัทกำหนดขึ้น เอง เช่น การ Implement ระบบงานบัญชีหรือสารสนเทศใหม่ได้ตรงตามกรอบระยะเวลาที่กำหนด สัญญาจ้างผู้บริหารและพนักงานส่วนนี้จึงเป็นสัญญาจ้างมาตรฐานตลอดอายุงาน ผู้บริหารก็มักจะ

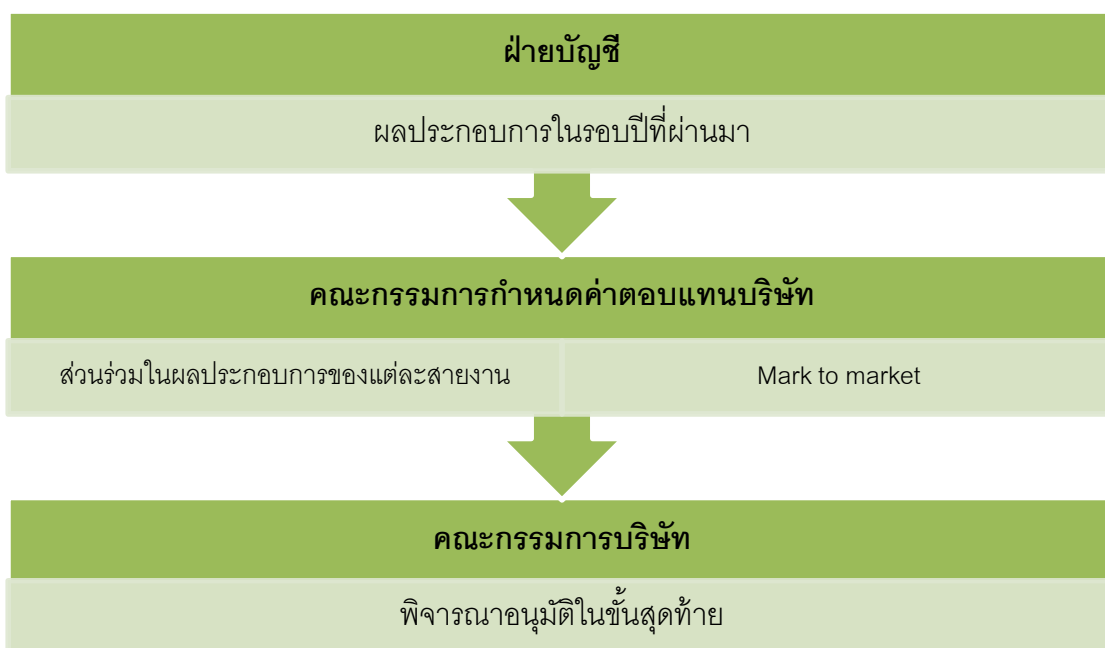
เป็นพนักงานที่เติบโตมาตามสายงาน การจ่ายโบนัสจะน้อยและผันผวนน้อยกว่างานส่วนหน้า โดยจะพิจารณาจากปริมาณงานและดัชนีชี้วัดต่างๆ เป็นหลัก

4.5 กระบวนการและคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน

ผลการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรบุคคลเกี่ยวกับกระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารแต่ละประเภททำให้ทราบว่า กระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในธุรกิจหลักทรัพย์ไทยอยู่ในการกำกับของกรรมการที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อย่างใกล้ชิด และตอบสนองต่อส่วนร่วมในผลประโยชน์ของบริษัทของผู้บริหารในแต่ละสายงาน

กระบวนการกำหนดค่าตอบแทนจะเริ่มจากการนำเอาผลประกอบการ (Accounting based) เช่น กำไรสุทธิในรอบปีที่ผ่านมาที่ได้จากฝ่ายบัญชี มาเป็นตัวตั้ง คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่ประกอบด้วยกรรมการบริษัทจากภายในมากกว่าครึ่งจะพิจารณาค่าตอบแทน CEO และผู้บริหารแต่ละฝ่ายตามส่วนร่วมในผลประโยชน์ของแต่ละสายงาน ร่วมกับ ระดับค่าตอบแทนผู้บริหารในตำแหน่งและธุรกิจที่ใกล้เคียงกัน (Mark to the market) เช่น ธนาคาร (เนื่องจากยังไม่มีหน่วยงานใดสามารถทำการสำรวจค่าตอบแทนของธุรกิจหลักทรัพย์ไทยได้เพราะไม่ได้รับความร่วมมือจากบริษัทต่างๆ ซึ่งถือว่าค่าตอบแทนผู้บริหารและพนักงานเป็นความลับทางธุรกิจ) ผลการพิจารณาของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนจะถูกเสนอเข้าคณะกรรมการบริษัทเพื่อพิจารณาอนุมัติต่อไป ดังรูปที่ 4-4

รูปที่ 4-4 กระบวนการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในภาพรวม



หมายเหตุ: ประมวลผลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรบุคคลบริษัทหลักทรัพย์

ผลการสัมภาษณ์และองค์ประกอบของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนที่ได้จากการสำรวจของผู้วิจัย 86 คน (ตารางที่ 4-1) แสดงให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทให้ความสำคัญกับการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารมาก โดยผู้ถือหุ้นใหญ่จะเข้ามาควบคุมคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนทั้งด้วยตนเอง 44% หรือผ่านทางกรรมการบริษัทที่อยู่ในโควตาของผู้ถือหุ้น จะเห็นได้ว่ามีเพียง 5% ที่คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการอิสระเท่านั้น ถึงแม้ว่าจะมีการแต่งตั้งประธานคณะกรรมการฯ จากกรรมการอิสระอีก 45% แต่การที่มีสัดส่วนกรรมการที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นใหญ่ในคณะกรรมการฯ เฉลี่ยเกินครึ่ง (51%) ก็ทำให้กรรมการอิสระไม่สามารถทำอะไรได้มาก และการที่กรรมการอิสระ (ไม่ใช่ผู้ถือหุ้น) จะร่วมมือกันประเมินผลงานของผู้บริหารให้สูงเกินจริง โดยหวังว่าตนเองจะได้ค่าบำเหน็จ (โบนัสของกรรมการ) เพิ่มขึ้นตามไปด้วย ก็แทบเป็นไปได้ไม่ได้

ตารางที่ 4-1 องค์ประกอบของคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน

รายละเอียดคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน	สัดส่วน
มีประธานเป็นกรรมการอิสระ	45%
มีประธานกรรมการบริษัทหรือประธานกรรมการบริหารอยู่ในคณะกรรมการฯ	44%
มีกรรมการบริษัทที่มีอำนาจลงนามอยู่ในคณะกรรมการฯ	21%
คณะกรรมการฯมีเฉพาะกรรมการอิสระ	5%
สัดส่วนกรรมการที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นใหญ่ในคณะกรรมการฯ (เฉลี่ย)	51%

หมายเหตุ: คำนวณจากผลสำรวจคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน 86 คน (บริษัท-ปี)

4.6 กระบวนการและหลักเกณฑ์การกำหนดค่าตอบแทนแต่ละประเภท

กระบวนการและหลักเกณฑ์ในการกำหนดค่าตอบแทนแต่ละประเภทมีรายละเอียดและปัจจัยที่ใช้ในการพิจารณาแตกต่างกันออกไป ในหัวข้อนี้จะเสนอรายละเอียดดังกล่าวเป็นรายประเภทค่าตอบแทน สำหรับธุรกิจหลักทรัพย์ไทยค่าตอบแทนประเภทหลักที่ใช้กันอยู่ได้แก่ เงินเดือน โบนัส เงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และสวัสดิการต่างๆ ส่วนค่าตอบแทนที่เป็น Stock option ยังเป็นสิ่งใหม่และไม่เป็นที่นิยมในธุรกิจหลักทรัพย์ไทย แต่ก็มีประโยชน์ในช่วงเปลี่ยนผ่านของบริษัทดังที่จะเสนอในหัวข้อย่อยต่อไป

1. เงินเดือน

เนื่องจากกฎหมายแรงงานระบุว่า เงินเดือนเมื่อปรับขึ้นแล้วจะไม่สามารถปรับลดลง และเป็นภาระในระยะยาว การปรับขึ้นเงินเดือนจึงต้องพิจารณาถึงแผนกำลังคน ภาระค่าจ้างในอนาคตของบริษัท อัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในปีหน้า และเทียบกับเงินเดือนของธุรกิจอื่นๆ เช่น

ธนาคาร เพื่อที่จะสามารถปรับอัตราเงินเดือนให้สามารถรักษานักงานที่มีศักยภาพเอาไว้ได้และสอดคล้องกับค่าครองชีพ ทั้งหมดนี้ฝ่ายทรัพยากรบุคคลและฝ่ายบัญชีจะร่วมกันผู้พิจารณาอัตราปรับขึ้นเงินเดือนเฉลี่ยของบริษัท

ในการพิจารณาการปรับขึ้นเงินเดือนรายบุคคลในส่วนของ CEO และผู้บริหารงานส่วนหน้าจะเป็นไปตามสัญญาจ้าง และคณะกรรมการบริษัทเป็นผู้อนุมัติ ขณะที่ผู้บริหารส่วนงานสนับสนุนและพนักงานในฝ่ายต่างๆ จะได้รับการประเมินจากผู้บริหารในฝ่ายของตนร่วมกับฝ่ายทรัพยากรบุคคลโดยประเมินจากดัชนีชี้วัดและภาระงานในปีที่ผ่านมา เสร็จแล้วส่งให้ CEO เป็นผู้อนุมัติ ดังรูปที่ 4-5

รูปที่ 4-5 กระบวนการกำหนดอัตราการปรับขึ้นเงินเดือนของบริษัทหลักทรัพย์



หมายเหตุ: ประมวลผลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรบุคคลบริษัทหลักทรัพย์

2. โบนัส

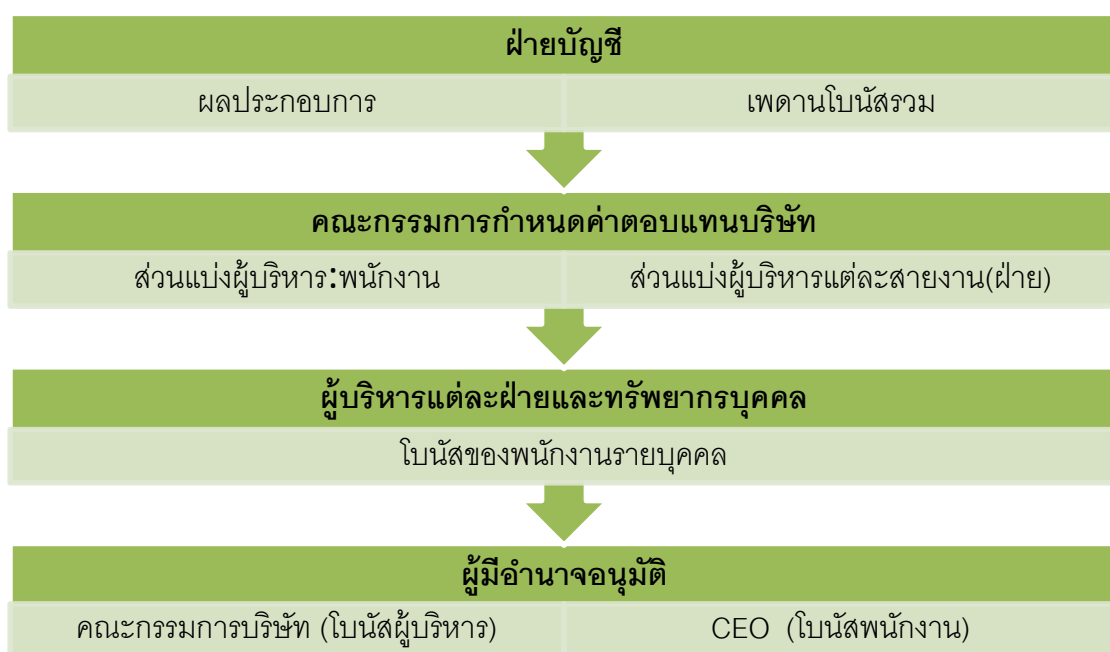
เมื่อครบรอบปีประกอบการฝ่ายบัญชีจะสรุปรายงานผลประกอบการพร้อมเพดานโบนัสรวม (ผู้บริหารและพนักงาน) ที่บริษัทสามารถจ่ายได้ในปีดังกล่าวให้แก่คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนของบริษัท

คณะกรรมการฯ จะพิจารณาว่าเงินก้อนดังกล่าวควรเป็นของผู้บริหารและพนักงานในสัดส่วนเท่าใด โดยเทียบกับโบนัสของธุรกิจอื่นๆ เพราะไม่มีการสำรวจค่าตอบแทนในธุรกิจหลักทรัพย์

เมื่อได้ส่วนแบ่งโบนัสระหว่างผู้บริหารกับพนักงานแล้ว คณะกรรมการฯจะพิจารณาต่อไปว่าผู้บริหารสายงานใดควรได้โบนัสเป็นจำนวนเท่าใดโดยพิจารณาจากผลงานตลอดปีประกอบการ ในส่วนนี้จะเสนอคณะกรรมการบริษัทพิจารณาอนุมัติต่อไป

ขณะที่ส่วนแบ่งของพนักงานในแต่ละฝ่ายก็จะสอดคล้องกับผู้บริหารฝ่ายของตน เพราะถือว่าเป็นผลงานของทั้งฝ่าย โดยผู้บริหารในแต่ละฝ่ายและหัวหน้าฝ่ายทรัพยากรบุคคลจะร่วมกันพิจารณาโบนัสพนักงานเป็นรายบุคคลอีกครั้งตามดัชนีชี้วัดต่างๆ และภาระงาน เสร็จแล้วส่งต่อให้ CEO อนุมัติ ดังรูปที่ 4-6

รูปที่ 4-6 กระบวนการกำหนดโบนัสของบริษัทหลักทรัพย์



หมายเหตุ: ประมวลผลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารฝ่ายทรัพยากรบุคคลบริษัทหลักทรัพย์

3. เงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ

บริษัทจะต้องจ่ายเงินสมทบเข้ากองทุนตามที่กฎหมายระบุไว้ว่า ให้ลูกจ้างจ่ายเงินสมทบไม่น้อยกว่าร้อยละ 2 แต่ไม่เกินร้อยละ 15 (ในพรบ.กองทุนสำรองเลี้ยงชีพปีพ.ศ. 2530) โดยบริษัทต้องจ่ายเงินสมทบรวมไม่น้อยกว่าที่ลูกจ้างจ่าย ซึ่งในทางปฏิบัติจะจ่ายเท่ากัน

4. สวัสดิการอื่นๆ

สวัสดิการอื่นๆ เป็นตัวช่วยที่บริษัทใช้ในการดึงดูดและรักษาผู้ที่มีความสามารถไว้กับบริษัท อีกทั้งยังช่วยแบ่งเบาภาระหน้าที่ในชีวิตด้านอื่นของผู้บริหารและพนักงานทำให้สามารถทุ่มเททำงานได้เต็มที่ ตัวอย่างสวัสดิการ เช่น ประกันภัย ประกันสุขภาพ รถประจำตำแหน่ง ค่ารถ ค่าเลี้ยงรับรองแขก บางแห่งอาจรวมถึงค่าเล่าเรียนบุตรหรือช่วยผ่อนที่อยู่อาศัย

5. สิทธิการซื้อหุ้น (Stock option)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยไม่นิยมจ่ายค่าตอบแทนเป็นสิทธิการซื้อหุ้น (Stock option) ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากระเบียบของกต.ที่ยุ้งยาก โดยบริษัทที่จ่าย Stock option จะต้องทำเรื่องขออนุมัติจากกต. เมื่อได้รับการอนุมัติแล้วยังมีหน้าที่ต้องรายงานผลการสิทธิรายเดือนต่อกต.จนกว่าจะครบอายุโครงการ

จากข้อมูลที่รายงานในแบบฟอร์ม 56-1 พบว่า บริษัทหลักทรัพย์ไทยจะนิยมจ่ายค่าตอบแทนเป็นสิทธิการซื้อหุ้นในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญของบริษัท เช่น หลังการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (4 ใน 11 ครั้ง) หรือการเปลี่ยนผู้ถือหุ้นใหญ่ (4 ใน 11 ครั้ง) (ที่เหลืออีก 3 ครั้งยังหาค่าอธิบายไม่ได้) ข้อมูลดังกล่าวสอดคล้องกับผลการสัมภาษณ์ที่ระบุว่า ทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในองค์กรผู้บริหารและพนักงานจะเกิดความไม่มั่นใจในความไม่แน่นอนของบริษัท จนอาจทำให้คนที่มีศักยภาพย้ายไปบริษัทอื่น บริษัทต้องแก้ปัญหานี้ด้วยการจ่ายเงินให้เปล่าสำหรับพนักงานที่อยู่กับบริษัทจนถึงระยะเวลาที่กำหนด ในสถานการณ์เช่นนี้ Stock option จะเป็นทางเลือกที่เหมาะสมยิ่งเพราะเป็นทั้งการผลักรายจ่ายออกไปในอนาคต (บริษัทจะมีภาระค่าใช้จ่ายเมื่อราคาหุ้นของบริษัทสูงกว่า Strike price เท่านั้น) และกระตุ้นให้ผู้บริหารและพนักงานร่วมมือร่วมใจกันขับเคลื่อนองค์กรในช่วงเปลี่ยนผ่าน ทั้งนี้ Stock option จะมีอายุประมาณ 3-5 ปี (ตารางที่ 4-2)

ถึงแม้รายละเอียด Stock option ที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะไม่ได้ถึงขั้นที่ Murphy (1999) ต้องการ แต่ก็ดีกว่าในสหรัฐฯที่เขาได้สำรวจไว้ในปี 2537 ถึงแม้ว่าบริษัทไทยจะตั้ง Strike price ไว้ที่ Discount (9 จาก 11 ครั้ง) ไม่เหมือนกับสหรัฐฯที่ตั้งเท่ากับราคาตลาด (Fair value) (เพื่อประโยชน์ทางภาษี) แต่สำหรับประเทศไทยมีการกำหนดวันที่สามารถเริ่มใช้สิทธิให้เข้าออกไปหลังได้รับ 6-12 เดือน และมีการกำหนดสัดส่วนของสิทธิที่สามารถใช้ได้ในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งของสหรัฐฯไม่มีข้อจำกัดดังกล่าว ซึ่งจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินธุรกิจโดยมุ่งผลประโยชน์ระยะสั้น

เมื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของสัดส่วนมูลค่า Stock option ต่อค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งหมดระหว่างข้อมูลเท่าที่เคยมีการจ่ายของบริษัทหลักทรัพย์ไทย กับภาคการเงินและสาธารณูปโภค (ไฟฟ้า ประปา) ของสหรัฐฯในปี 2539 (Murphy, 1999) พบว่าของไทยอยู่ที่ 24.8% (ตารางที่ 4-2) ซึ่งอยู่ระหว่างภาคการเงินและสาธารณูปโภคของสหรัฐฯซึ่งอยู่ที่ 33% และ 17% ตามลำดับ โดยมูลค่า Stock option ที่ผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยได้รับเฉลี่ยต่อคนต่อครั้งอยู่ระหว่าง 900,000 – 8,700,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ

ตารางที่ 4-2 การคำนวณมูลค่า Stock option ที่แต่ละบริษัทหลักทรัพย์เคยให้แก่ผู้บริหาร

บริษัท	Issue date	ระยะเวลาใช้สิทธิ (ปี)	ราคา Option ขาย พนง. (บาท)	Strike price (บาท)	จำนวนสิทธิที่ผู้บริหารได้ (หุ้น)	คิดเป็น % ของที่ออกทั้งหมด	ราคาหุ้น ณ วันออกสิทธิ (บาท)	Annual dividend yield (%)	Risk-free interest rate** (%)	Annual stock-price volatility***	Option price (บาท)	รวมมูลค่าที่ผู้บริหารได้รับ (บาท)	มูลค่าเฉลี่ย Option ผู้บริหาร ต่อคน (บาท)	% Option เทียบกับค่าตอบแทนทั้งหมด
ASP	26 สค 46	5	0	10	309,550	6.88	44.25	5.06	1.967	0.373	28.73	8,894,630	889,463	12.86
ASP	4 มค 48	5	0	10	409,800	13.66	74.00	5.52	4.025	0.376	49.83	20,421,074	3,403,512	26.31
CGS	27 ธค 52	3	0	1.5	50,000,000*	14.29	1.24	0	3.568	1.080	1.00	49,794,496	3,319,633	49.83
FSS	29 ธค 48	3.5	0	2	3,286,000	29.87	5.30	12.35	5.161	0.516	2.67	8,771,934	1,096,492	21.16
MBKET	22 กพ 49	4	0	7	2,720,000	9.98	22.90	4.63	5.049	0.502	16.08	43,735,302	8,747,060	20.80
SSEC	29 เมษ 46	3	0	20	733,000	23.27	12.20	0	1.782	0.297	2.05	1,506,224	215,175	10.34
TNITY	20 มค 48	3	0	8	420,000	33.33	22.00	2.36	3.326	0.470	15.15	6,364,799	1,060,800	27.45
TNITY	31 ตค 48	3	0	8	1,325,000	30.46	11.00	2.27	5.500	0.618	7.25	9,609,392	960,939	24.80
US	4 ตค 45	5	0	5	558,500	12.41	18.70	0	2.729	0.873	17.88	9,988,420	1,248,552	30.70
ZMICO	31 ธค 44	5	0	10	2,640,000*	40.00	13.20	0	3.367	0.917	11.78	31,101,206	2,073,414	50.23
ZMICO	1 มีค 51	5	0	3.21	7,160,600	26.52	5.20	13.75	3.591	0.345	1.54	11,059,054	2,211,811	24.00

หมายเหตุ: Option price คำนวณจาก Merton (1973) Option pricing formula อ้างใน Appendix (Murphy, 1999)

* มีข้อมูลเฉพาะผู้บริหารที่เป็นกรรมการบริษัทบริษัท

** ข้อมูลจากเว็บไซต์ Thaima: <http://www.thaibma.or.th/PriceYield.html>

*** คำนวณจาก $\sqrt{12}$ คูณ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่าตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return) รายเดือน ย้อนหลัง 1 ปี

4.7 โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทย

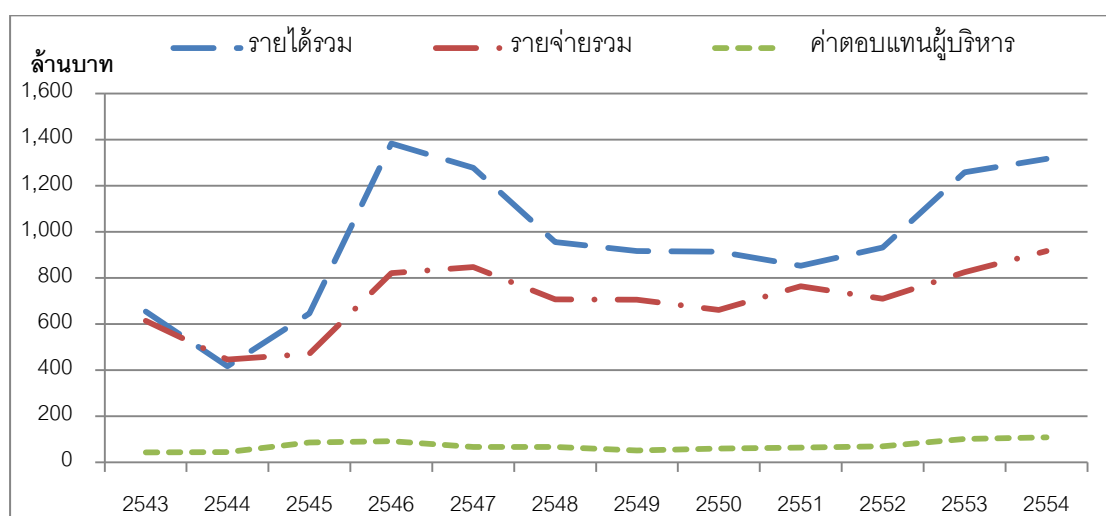
ในหัวข้อนี้จะบรรยายภาพเชิงโครงสร้างของค่าตอบแทนผู้บริหารใน 3 ระดับ ได้แก่ 1) ระดับโครงสร้างโดยรวม จะแสดงให้เห็นส่วนแบ่งของคณะผู้บริหารในผลประโยชน์ของบริษัท ด้วยการพิจารณาสัดส่วนค่าตอบแทนผู้บริหารในรายได้รายจ่ายรวมของธุรกิจหลักทรัพย์ และในโครงสร้างรายจ่าย 2)ระดับบุคคล จะพิจารณาความผันผวนของระดับค่าตอบแทนโดยเฉลี่ยต่อคน ระหว่างผู้บริหารกับพนักงาน และ 3)ระดับองค์ประกอบของค่าตอบแทนผู้บริหาร ว่ามีส่วนประกอบที่แปรผันตามผลประกอบการของบริษัทมากน้อยเพียงใด โดยหากพิจารณาเฉพาะในระดับโครงสร้างโดยรวมจะดูเหมือนว่าระดับค่าตอบแทนผู้บริหารค่อนข้างมีเสถียรภาพไม่แปรผันตามสถานการณ์ธุรกิจ แต่เมื่อพิจารณาในระดับบุคคลแล้วจะพบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารผันผวนตามสถานการณ์ของธุรกิจเป็นอย่างมาก

1. ระดับโครงสร้างโดยรวม

ในระดับโครงสร้างโดยรวม ค่าตอบแทนผู้บริหารรวมคิดเป็นสัดส่วนไม่เกิน 10% ส่วนรายได้และไม่ผันผวนตามรายได้และรายจ่ายรวมที่ผันผวนตามสภาวะตลาดหุ้น จะเห็นได้ว่ารายได้รวมมีความผันผวนมากที่สุด ตามมาด้วยรายจ่ายรวมและค่าตอบแทนผู้บริหาร ซึ่งอาจแสดงถึงฝีมือผู้บริหารที่สามารถบริหารจัดการต้นทุนของบริษัทจนรักษาระดับค่าตอบแทนของตนไว้ได้ ดังรูปที่ 4-7

รูปที่ 4-7 ค่าตอบแทนผู้บริหารเทียบกับรายได้และรายจ่ายรวมของธุรกิจหลักทรัพย์

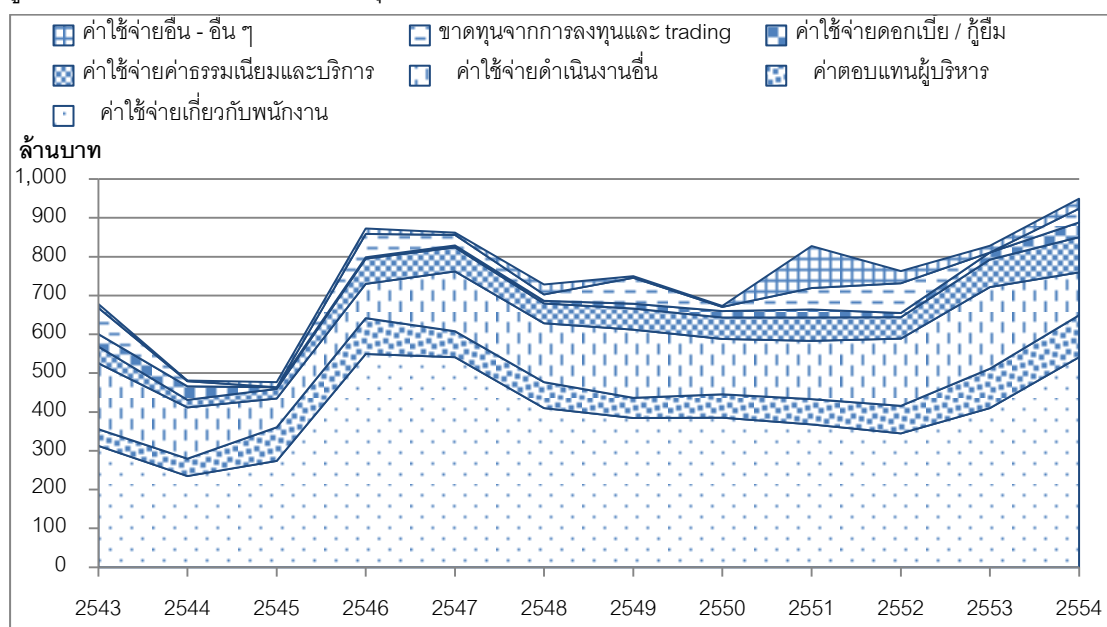
(หน่วย: ล้านบาท)



หมายเหตุ: สร้างจากค่าเฉลี่ยรายปีของแต่ละรายการของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

จากการพิจารณาโครงสร้างรายจ่ายพบว่า ธุรกิจหลักทรัพย์มีลักษณะเป็น Labor intensive ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานมีสัดส่วนประมาณ 60% เนื่องจากธุรกิจหลักที่เป็นนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่จึงเป็นค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงาน ส่วนใหญ่เป็นเจ้าหน้าที่การตลาด ซึ่งนิยมจ่ายเป็นค่า Incentive ที่แปรผันตามสถานะตลาดหุ้นและเป็นตำแหน่งงานที่มีการหมุนเวียน (Turnover) สูง ทำให้ค่าใช้จ่ายดังกล่าวมีความผันผวนมากที่สุดและแปรผันตามสถานะของตลาดหลักทรัพย์ ที่ผันผวนรองลงมาคือ ค่าใช้จ่ายดำเนินงานอื่นๆ เช่น ค่าอุปกรณ์และสิ่งอำนวยความสะดวกในสำนักงาน ซึ่งมักจะเป็นรายการแรกที่จะถูกปรับลด ขณะที่ค่าตอบแทนผู้บริหารรวมยังคงดูเหมือนว่ามีเสถียรภาพเช่นเคย ดังรูปที่ 4-8

รูปที่ 4-8 โครงสร้างรายจ่ายของธุรกิจหลักทรัพย์ไทย (หน่วย: ล้านบาท)

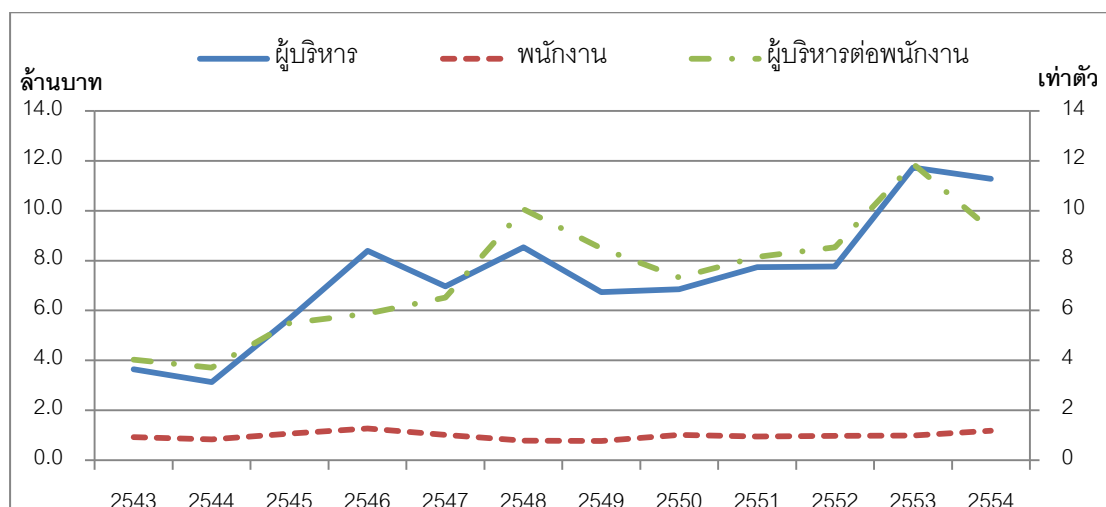


หมายเหตุ: สร้างจากค่าเฉลี่ยรายปีของแต่ละรายการของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

2. ระดับบุคคล

ในระดับบุคคล เมื่อพิจารณาค่าตอบแทนเฉลี่ยต่อคนจะพบว่า ภาพที่ออกมาสวนทางกับในระดับโครงสร้างโดยรวมเป็นอันมาก โดยค่าตอบแทนผู้บริหารผันผวนตามสภาวะการณ์ทางธุรกิจมากกว่าพนักงานอยู่มาก ทั้งนี้เกิดจากการที่ผู้บริหารใช้วิธีปรับจำนวนพนักงานให้สอดคล้องกับสภาวะการณ์ทางธุรกิจ ขณะที่จำนวนผู้บริหารค่อนข้างคงที่ จึงทำให้ค่าตอบแทนต่อคนออกมาในลักษณะดังกล่าว และช่องว่างของระดับค่าตอบแทนผู้บริหารกับพนักงานยิ่งกว้างขึ้นเรื่อยๆ จากเฉลี่ย 4 เท่าในปี 2543 มาเป็น 10 เท่าในปี 2554 ดังรูปที่ 4-9

รูปที่ 4-9 ช่องว่างค่าตอบแทนระหว่างผู้บริหารกับพนักงาน (หน่วย: ล้านบาทต่อคน)



หมายเหตุ: 1) ผู้บริหารต่อพนักงาน อ้างอิงแกนตั้งขวา นอกนั้นอ้างอิงแกนตั้งซ้าย

2) สร้างจากค่าเฉลี่ยรายปีของแต่ละรายการของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

3. ระดับโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหาร

องค์ประกอบหลักของค่าตอบแทนผู้บริหารธุรกิจหลักทรัพย์ไทยยังคงเป็นเงินเดือนและโบนัสรวมกับเงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพตามกฎหมายอีกเล็กน้อย ไม่ได้มี Stock option เป็นองค์ประกอบหลักเหมือนในสหรัฐฯ โบนัสจึงเป็นองค์ประกอบหลักของค่าตอบแทนผู้บริหารที่ใช้ในการจูงใจให้ผู้บริหารมุ่งมั่นสร้างผลงานให้กับบริษัท

จากข้อมูลเท่าที่มีอยู่พอจะสรุปได้ว่า โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ให้น้ำหนักกับโบนัสซึ่งกำหนดจากผลประกอบการทางบัญชีมากที่สุด ซึ่งเป็นองค์ประกอบหลักที่สร้างความผันผวนให้กับค่าตอบแทนผู้บริหาร โครงสร้างดังกล่าวน่าจะสอดคล้องสภาพการแข่งขันที่สูงของธุรกิจหลักทรัพย์ ขณะที่โครงสร้างค่าตอบแทน CEO ของสหรัฐฯ (Murphy, 1999) จะให้น้ำหนักไปที่ Stock option ที่ตอบสนองต่อผลประกอบการที่วัดโดยผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมากกว่า โบนัสที่ตอบสนองต่อผลประกอบการทางบัญชี

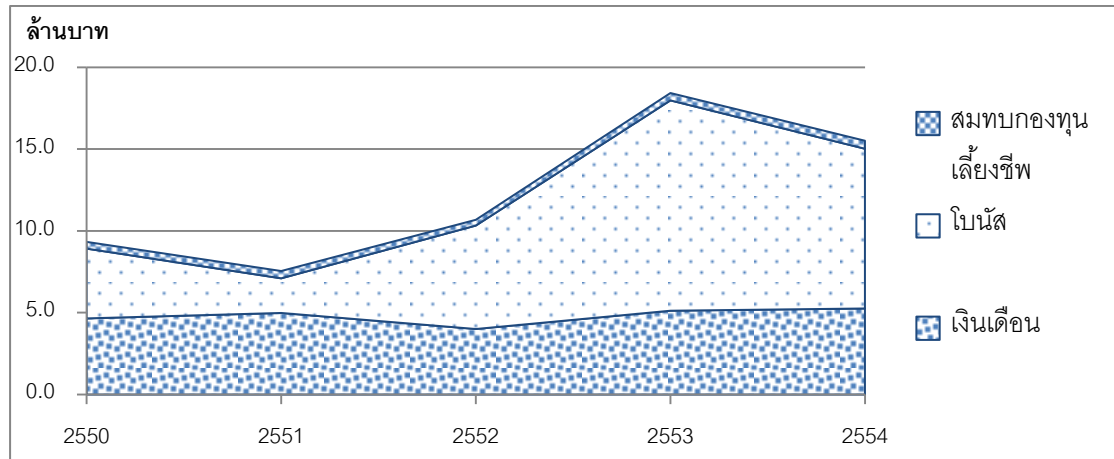
องค์ประกอบหลักของค่าตอบแทนผู้บริหารที่รายงานในแบบฟอร์ม 56-1 มี 3 หมวดได้แก่ เงินเดือน โบนัส และเงินสมทบกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ถึงแม้จะมีข้อมูลจำกัด มีเพียง 3 บริษัทที่รายงานค่าตอบแทนผู้บริหารแยกรายหมวดและรายงานเพียงบางช่วงปีประกอบการเท่านั้น แต่เมื่อประกอบข้อมูลดังกล่าวเข้ากับผลจากการสัมภาษณ์ ทำให้พอแน่ใจได้ว่าโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์จะให้น้ำหนักกับโบนัสมากที่สุด โดยไม่มีการกำหนดเพดาน

ขั้นสูงและเป็นไปตามผลประกอบการทางบัญชีของบริษัท ในปีที่มีบริษัทไม่มีกำไรก็จะมีกำไรจ่าย
โบนัสผู้บริหาร (รูปที่ 4-10)

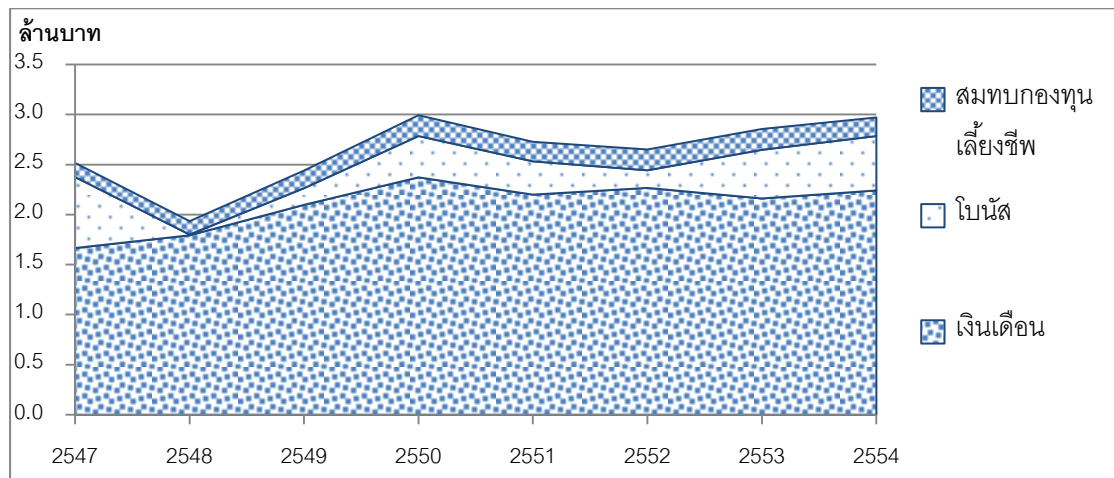
รูปที่ 4-10 โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์: ทูน่าทรา ชิกโก้ และซีมิโก้

(หน่วย: ล้านบาท)

ทูน่าทรา (PHATRA)



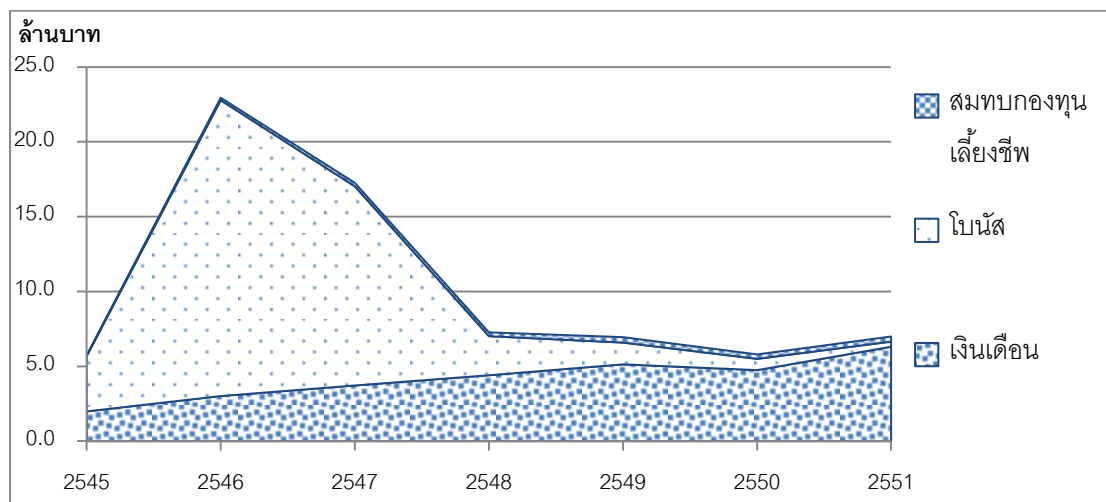
ชิกโก้ (SSEC)



รูปที่ 4-10 โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์: ทูน่าทอร์ ชิกโก้ และซีมิโก้

(หน่วย: ล้านบาท) (ต่อ)

ซีมิโก้ (ZMICO)



โครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยที่น่าเสนอข้างต้นมีสัดส่วนขององค์ประกอบที่ตอบสนองต่อผลประกอบการ (โบนัส) ไม่แพ้โครงสร้างค่าตอบแทน CEO ของภาคการเงินและภาคสาธารณูปโภคของสหรัฐฯ เพียงแต่ของสหรัฐฯมี Stock option ที่ตอบสนองต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรวมอยู่ด้วย ใน Figure 2 ที่ Murphy (1999) สำรวจบริษัทที่อยู่ใน S&P500 ในปี 2539 เพื่อเป็นตัวเทียบเคียง สัดส่วนโครงสร้างค่าตอบแทน CEO ในสหรัฐฯประกอบด้วย เงินเดือน:โบนัส:Stock option:ค่าตอบแทนอื่นๆ โดยภาคการเงินเท่ากับ 21:26:33:20 ขณะที่ภาคสาธารณูปโภคเท่ากับ 40:17:20:13 จะเห็นได้ว่าโครงสร้างค่าตอบแทน CEO ภาคการเงินของสหรัฐฯให้น้ำหนักไปที่ผลประกอบการโดยเน้นไปที่ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นเป็นหลัก (โบนัส+ Stock option = 26+33 = 59%) สัดส่วนที่เป็นเงินเดือนแค่ 21% ขณะที่ภาคสาธารณูปโภคของสหรัฐฯซึ่งเป็นธุรกิจที่มีลักษณะผูกขาดโดยธรรมชาติ ค่าตอบแทนจึงมีสัดส่วนของเงินเดือนสูงถึง 40% แต่ถึงกระนั้นก็ยังจ่ายตามผลประกอบการโดยให้น้ำหนักกับผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมากกว่าผลประกอบการทางบัญชี (โบนัส+ Stock option = 17+20 = 37%)

4.8 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารด้วยวิธีมาตรฐาน

ถึงแม้สำนัก Optimal contracting theory กับ Managerial power ยังคงได้เถียงกันเรื่องที่มาของระดับค่าตอบแทนผู้บริหารในสหรัฐฯที่เพิ่มอย่างมากในช่วง 2 ทศวรรษที่ผ่านมา แต่ทั้งสองสำนักก็เห็นพ้องต้องกันว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารควรกำหนดจากผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่

ผู้บริหารเป็นผู้สร้างให้กับบริษัท ซึ่งเรื่องดังกล่าวสามารถใช้สมการถดถอยทดสอบได้อย่างคร่าวๆ ในรูปของค่าความยืดหยุ่น (Elasticity) และค่าการตอบสนอง (Sensitivity) ของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลประกอบการของบริษัท

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยเปรียบเทียบกับความสัมพันธ์ดังกล่าวในสหรัฐฯ ด้วยวิธีมาตรฐาน (สำหรับวิธีการมาตรฐานและผลการศึกษาย่างละเอียดสามารถดูได้ในภาคผนวก ก) พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการทางบัญชี (ROE) และผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยมีความยืดหยุ่นและการตอบสนองต่อ ROE มากกว่า Stock return โดยค่าความยืดหยุ่นเท่ากับ 1.53 และ 0.16 ตามลำดับ และค่าการตอบสนองเท่ากับ 3.04 และ 0.37 ตามลำดับ (ภาคผนวก ก)

ถึงแม้ว่าธุรกิจหลักทรัพย์ไทยจะเป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงและมีแนวโน้มที่จะกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารให้ตอบสนองต่อผลประกอบการเป็นอย่างมาก แต่ค่าการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยต่อผลประกอบการทั้งที่วัดทางบัญชีและวัดจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้น กลับต่ำกว่าธุรกิจสาธารณูปโภคของสหรัฐฯ (ซึ่งเป็นธุรกิจผูกขาดและมีแนวโน้มที่จะกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจากตัวชี้วัดอื่นๆ มากกว่าผลประกอบการ) อยู่มาก โดยเมื่อเปรียบเทียบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยต่อผลประกอบการกับการตอบสนองของค่าตอบแทน CEO ธุรกิจการเงินและสาธารณูปโภคของสหรัฐฯ ในงานศึกษาของ Murphy ในปี 1999 พบว่า ผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยจะได้ส่วนแบ่งเท่ากับ 3.04 บาท จากกำไรสุทธิของบริษัทที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1,000 บาท และจะได้ส่วนแบ่ง 0.37 บาท จากผลตอบแทนผู้ถือหุ้นบริษัทที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1,000 บาท ขณะที่ CEO ของภาคการเงินและสาธารณูปโภคของสหรัฐฯ จะได้รับส่วนเท่ากับ 87.5 และ 50.7 ดอลลาร์สหรัฐฯ สำหรับผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ ข้อมูลเหล่านี้แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารธุรกิจหลักทรัพย์ไทยในส่วนแบ่งในผลประกอบการต่ำกว่าสหรัฐฯ อยู่มาก (สำหรับวิธีการมาตรฐานและผลการศึกษาย่างละเอียดสามารถดูได้ในภาคผนวก ก)

บทที่ 5

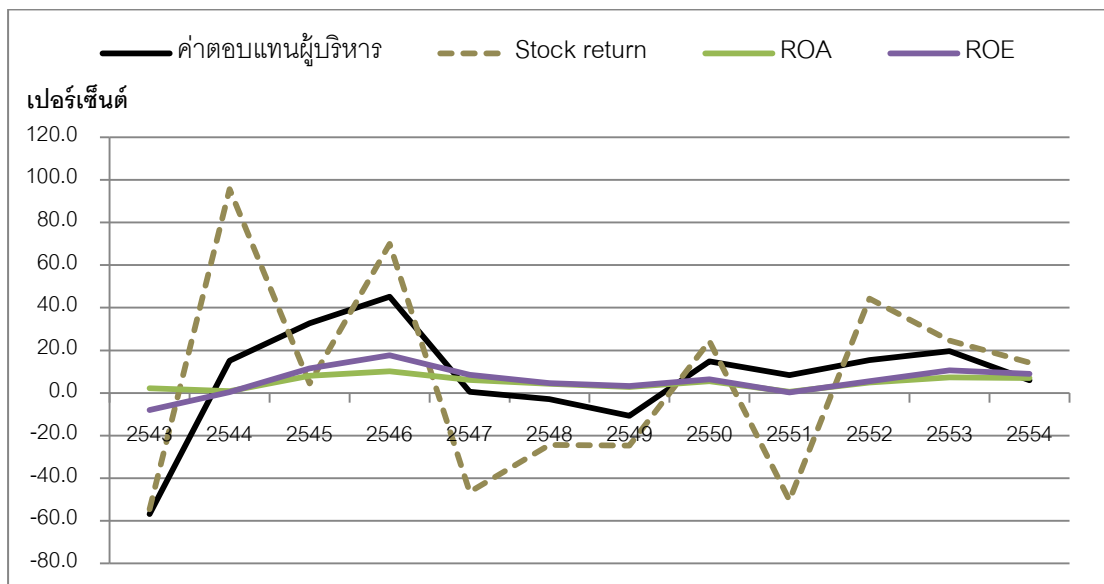
ปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนบริษัทหลักทรัพย์ไทย

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาเชิงปริมาณที่ปรับใช้วิธีการศึกษาของ Garvey and Milbourn (2006) ที่สามารถแยกผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจออกจากกัน แล้วนำมาทดสอบกับการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหาร ให้เข้ากับลักษณะของธุรกิจหลักทรัพย์ไทยที่ยังกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารจากผลประกอบการทางบัญชี (Accounting based) ไม่ใช่จากผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Market based) เหมือนในงานต้นฉบับ อีกทั้งยังมีประยุกต์แบบจำลองดังกล่าวในการอธิบายผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร และความแตกต่างระหว่างการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทหลักทรัพย์สัญชาติไทยกับสัญชาติอื่น โดยจะเริ่มจากการแสดงหลักฐานที่ยืนยันว่าธุรกิจหลักทรัพย์ไทยกำหนดค่าตอบแทนจากผลประกอบการทางบัญชี ไม่ใช่ผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

5.1 ประเภทผลประกอบการที่ธุรกิจหลักทรัพย์ใช้ในการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร

ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยถูกกำหนดจากผลประกอบการทางบัญชี (กำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)) ไม่ใช่ผลประกอบการที่อ้างอิงตลาด (อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return)) นอกจากนี้ข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์และผลการวัดความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลประกอบการในบทที่ 4 แล้ว การเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารเปรียบเทียบกับตัวชี้วัดผลประกอบการระหว่างอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return) กับกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ยังเป็นอีกหลักฐานหนึ่งที่ยืนยัน โดยการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารสอดคล้องกับ ROE และ ROA มากกว่า Stock return ซึ่งสอดคล้องกับบริบทของไทยที่ไม่นิยมจ่ายค่าตอบแทนเป็น Stock option ซึ่งแปรผันตามราคาหุ้น ดังรูปที่ 5-1

รูปที่ 5-1 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหารกับอัตราผลตอบแทนต่างๆ (หน่วย: เปอร์เซ็นต์)

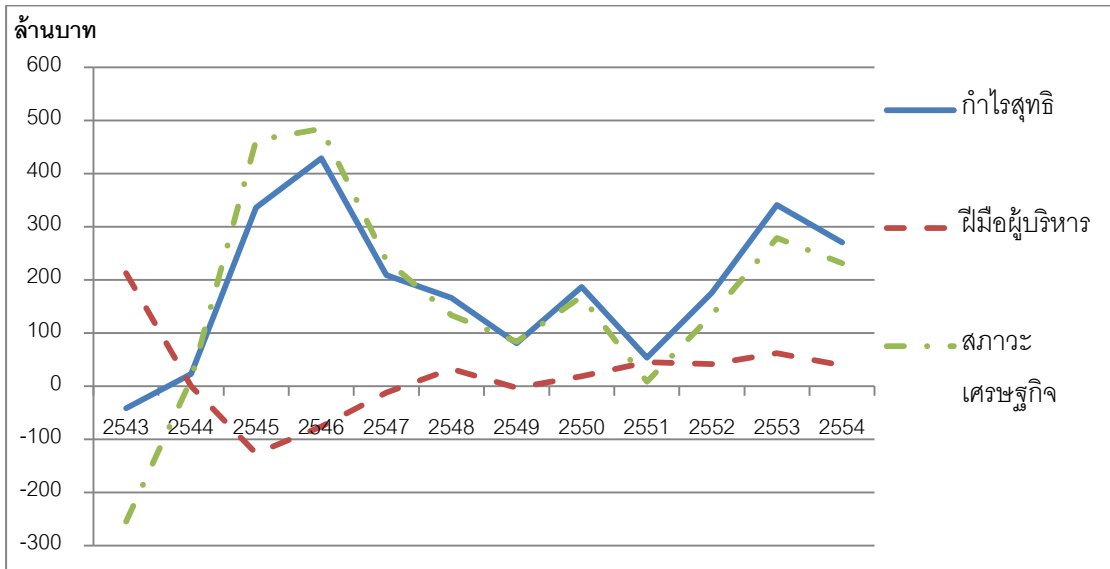


5.2 การตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารโดยรวมต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ

การศึกษาในส่วนนี้จะประยุกต์วิธีการแยกผลประกอบการที่เกิดจากฝีมือของผู้บริหารออกจากสถานะเศรษฐกิจของ Garvey and Milbourn (2006) ให้เข้ากับบริบทของบริษัทหลักทรัพย์ไทยที่ใช้ผลประกอบการทางบัญชีในการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยใช้อัตรากำไรสุทธิต่อส่วนของทุน (ROE) แทนอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return) ในสมการ First-stage (สมการที่ (3-1)) ที่ใช้แยกผลจากฝีมือผู้บริหารออกจากสถานะเศรษฐกิจ เหตุที่สามารถใช้ ROE แทน Stock return ได้เนื่องจากอัตราผลตอบแทนทั้งสองมีหลักคิดเดียวกันคือ เป็นอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น เพียงแต่ ROE เป็นตัวชี้วัดผลประกอบการทางบัญชี ขณะที่ Stock return เป็นตัวชี้วัดผลประกอบการตามตลาดทุน

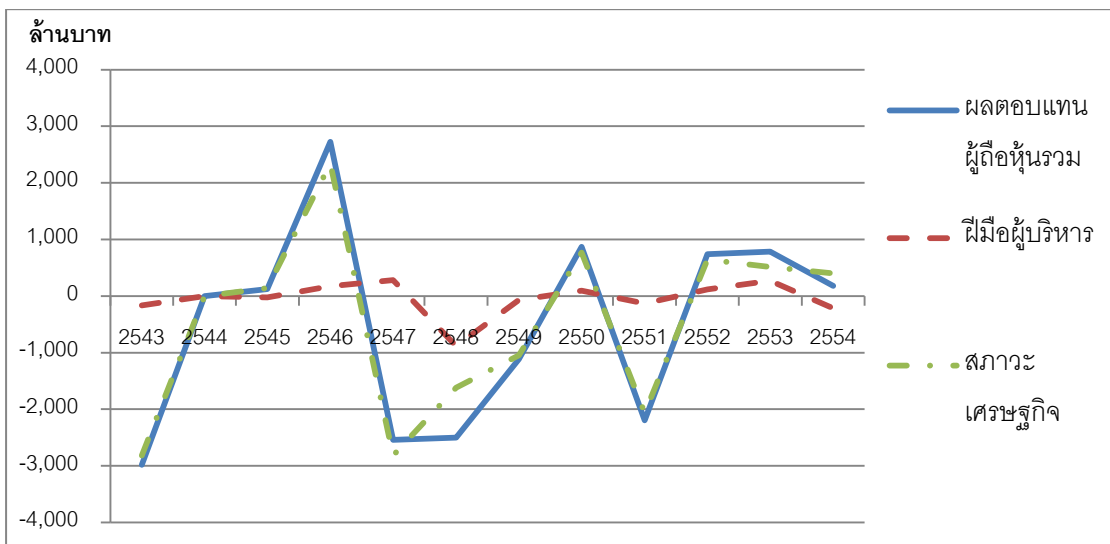
เมื่อเปรียบเทียบผลจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจในกำไรสุทธิและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรวมที่ได้จากสมการ First-stage (สมการที่ 3-3) ในรูปที่ 5-2 และ 5-3 ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าฝีมือผู้บริหารแสดงออกให้เห็นในผลประกอบการทางบัญชีมากกว่าผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับข้อสรุปในหัวข้อก่อนหน้านี้ที่ว่า บริษัทหลักทรัพย์ไทยที่ใช้ผลประกอบการทางบัญชีในการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร กล่าวคือ เส้นกำไรสุทธิจะไม่วิ่งทาบไปกับเส้นสถานะเศรษฐกิจในรูปที่ 5-2 เหมือนกับ เส้นผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรวมที่วิ่งทาบไปกับสถานะเศรษฐกิจในรูปที่ 5-3

รูปที่ 5-2 กำไรสุทธิบริษัทที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจโดยเฉลี่ย (จากสมการ First-stage ที่ใช้ ROE) (หน่วย: ล้านบาท)



หมายเหตุ: กำไรสุทธิบริษัทคำนวณจาก ROE ปีที่ t คูณ Equity ปีที่ t (ตามวิธีทางบัญชี)

รูปที่ 5-3 ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นบริษัทรวมที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจโดยเฉลี่ย (จากสมการ First-stage ที่ใช้ Stock return) (หน่วย: ล้านบาท)



หมายเหตุ: มูลค่าเพิ่มบริษัทคำนวณจาก Stock return ปีที่ t คูณ Market capitalization ปีที่ t-1

ผลการทดสอบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อกำไรของบริษัทที่เกิดจากฝีมือและสถานะเศรษฐกิจด้วยสมการ Second stage (สมการที่ (3-4)) ที่เกิดจากการใช้ ROE ในการแยกกำไรของบริษัทที่เกิดจากฝีมือและสถานะเศรษฐกิจออกจากกัน (ผลการทดสอบที่ใช้ Stock return เป็นตัวแยกสามารถดูได้ที่ภาคผนวก ข ซึ่งทั้งฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจไม่นับสำคัญในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารเลย) โดยควบคุมปัจจัยอื่นๆ ให้คงที่ ได้แก่ การมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร ความเสี่ยงของบริษัท ลักษณะเฉพาะของบริษัท และช็อกที่เกิดขึ้นกับธุรกิจหลักทรัพย์ในแต่ละปีด้วย Fixed effect และตัวแปรมูลค่าในปีต่างๆ ได้ถูกปรับด้วยดัชนีเงินเฟ้อ (Headline inflation) ให้เป็นปีฐาน 2550 พบว่า แม้กรรมการบริษัทซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นใหญ่จะเข้ามากำกับดูแลการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างใกล้ชิด แต่ก็ยังไม่สามารถแยกอิทธิพลของสถานะเศรษฐกิจจากการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร กำไรของบริษัทที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจก็ยังมีส่วนในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารอยู่ เช่นเดียวกับกำไรที่เกิดจากฝีมือของผู้บริหาร และการที่ค่าตอบแทนผู้บริหารตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจก็เป็นการตอกย้ำว่าการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในธุรกิจนี้ยังคงมีลักษณะแบบ Procyclical โดยทั้งกำไรของบริษัทที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารกับกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจมีนัยสำคัญทางสถิติในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารทั้งคู่ ไม่ว่าจะใช้ตัวแปรตามเป็นค่าตอบแทนผู้บริหารที่ใช้เฉพาะเงินเดือนกับโบนัส ค่าตอบแทนที่รวมสวัสดิการ หรือค่าตอบแทนที่รวมทั้งสวัสดิการและ Stock option (ตารางที่ 5-1)

ค่าตอบแทนผู้บริหารที่เป็นเฉพาะเงินเดือนกับโบนัส และค่าตอบแทนรวมสวัสดิการตอบสนองต่อกำไรที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารต่ำกว่ากำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจประมาณ 15-20 % และเมื่อรวม Stock option เข้าไปด้วยแล้วจะต่ำกว่าประมาณ 25% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าค่าตอบแทนที่เป็น Stock option เพิ่มระดับความเป็น Procyclical เล็กน้อย (เพราะมีการจ่าย Stock option เพียง 11 ครั้ง) โดยกำไรจากฝีมือผู้บริหารทุกๆ 1,000 บาทจะทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารรวมสวัสดิการเฉลี่ยต่อคนเพิ่มขึ้น 7.13 บาท ขณะที่กำไรจากสถานะเศรษฐกิจทุกๆ 1,000 บาท จะทำให้ผู้บริหารได้ค่าตอบแทนรวมสวัสดิการเฉลี่ยต่อคนเพิ่มขึ้น 9.12 บาท ซึ่งใกล้เคียงกันดังตารางที่ 5-1

การมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารเป็นการเฉพาะจะทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารลดลง กล่าวคือ ทำให้ค่าตอบแทนรวมสวัสดิการของผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนลดลง 6,417,712 บาท เมื่อเทียบกับระดับค่าตอบแทนผู้บริหารก่อนหน้าที่จะมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีเพียงตัวแปรตามที่เป็นค่าตอบแทนรวมสวัสดิการและ Stock

option ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแต่ค่า Probability T-statistic ก็ต่ำจนเกือบมีนัยสำคัญ (0.167) (ตารางที่ 5-1) สำหรับผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารต่อระดับการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อกำไรของบริษัทที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสภาวะเศรษฐกิจจะนำเสนอในหัวข้อที่ 5.3

ความเสี่ยงโดยเปรียบเทียบภายในธุรกิจหลักทรัพย์มีนัยสำคัญทางสถิติในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารทั้ง 3 สมการ การที่บริษัทที่อยู่ภายใต้การบริหารของผู้บริหารมีระดับความเสี่ยงโดยเปรียบเทียบในธุรกิจเพิ่มขึ้น 1 ตำแหน่ง Percentile จะทำให้ผู้บริหารในบริษัทดังกล่าวได้รับค่าตอบแทนรวมสวัสดิการลดลง 95,695 บาท ตารางที่ 5-1

ตารางที่ 5-1 ผลสมการถดถอยทดสอบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อกำไรสุทธิที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสภาวะเศรษฐกิจ

ตัวแปรตามค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน (บาท)	เงินเดือนกับโบนัส	รวมสวัสดิการ	รวมสวัสดิการและoption
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (พันบาท)	5.82 (0.050)	7.13 (0.013)	6.61 (0.029)
กำไรจากสภาวะเศรษฐกิจ (พันบาท)	6.86 (0.095)	9.12 (0.024)	8.89 (0.040)
ความเสี่ยงของบริษัท (1 Percentile)	-91,070 (0.003)	-95,695 (0.002)	-72,435 (0.029)
กรรมการค่าตอบแทน	-5,360,626 (0.050)	-6,417,712 (0.022)	-4,061,992 (0.167)
Adjusted R-squared	0.164	0.201	0.157
Prob(F-statistic)	0.053	0.016	0.049
จำนวนตัวอย่าง	89	101	98

หมายเหตุ: 1)ค่าสัมประสิทธิ์ได้จากสมการถดถอยที่มี Firm fixed effect และ Period fixed effect ประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และตัวแปรมูลค่าทุกตัวถูกปรับด้วยดัชนีเงินเฟ้อ (Headline inflation) ให้อยู่ในปีฐาน 2550
2)ตัวเลขในวงเล็บ () คือ Probability (T-statistic)

5.3 ความสมมาตรของการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ

หัวข้อนี้จะเสนอผลการทดสอบความสมมาตรของการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ โดยเปรียบเทียบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อการที่ผู้บริหารบริหารกิจการได้ดีมีกำไรกับการที่ผู้บริหารบริหารผิดพลาดทำให้บริษัทขาดทุน และเปรียบเทียบการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อสถานะเศรษฐกิจขาขึ้นกับขาลง ด้วยการเพิ่มตัวแปร “กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (ขาลง) และกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (ขาลง)” ที่สร้างจากตัวแปร “กำไรจากฝีมือผู้บริหาร และกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ” โดยเลือกมาเฉพาะค่าที่ติดลบ (ขาลง) สำหรับค่าไม่ติดลบให้มีค่าเป็นศูนย์ เข้าไปในสมการที่ (3-4) จนได้ออกมาเป็นสมการที่ (3-5) (ดูวิธีการตีความค่าสัมประสิทธิ์ในหัวข้อ 3.2 หัวข้อย่อยที่ 2)

ผลการทดสอบพบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารตอบสนองต่อทั้งการที่ผู้บริหารบริหารกิจการได้ดีมีกำไรกับการที่ผู้บริหารบริหารผิดพลาดทำให้บริษัทขาดทุน และการที่สถานะเศรษฐกิจเป็นขาขึ้นกับขาลง ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดูได้จากค่า Probability (T-statistic) ในวงเล็บ ของทั้งตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหาร (ขาลง) ที่อยู่ระหว่าง 0.281 - 0.790 และตัวแปรกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (ขาลง)) ที่อยู่ระหว่าง 0.547 - 0.794 ที่เกิดกว่าระดับที่มีนัยสำคัญทางสถิติไปมาก (ตารางที่ 5-2) และผลดังกล่าวแตกต่างจากผลการศึกษาในสหรัฐฯ ของ Garvey and Milbourn (2006) ที่ใช้ข้อมูลจากการสำรวจของ Standard & Poor ช่วงปี 2535-2544 จำนวน 6,263 ตัวอย่าง ที่พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจขาขึ้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยจะตอบสนองต่อขาขึ้นมากกว่าขาลงถึง 25%

ตารางที่ 5-2 ผลสมการถดถอยทดสอบความสมมาตรของการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสภาวะเศรษฐกิจ

ตัวแปรตามค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน (บาท)	เงินเดือนกับโบนัส	รวมสวัสดิการ	รวมสวัสดิการและoption
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (พันบาท)	7.10 (0.195)	11.08 (0.031)	11.23 (0.032)
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (ขาด) (พันบาท)	-2.07 (0.790)	-5.47 (0.470)	-8.55 (0.281)
กำไรจากสภาวะเศรษฐกิจ (พันบาท)	6.49 (0.170)	8.97 (0.053)	8.01 (0.105)
กำไรจากสภาวะเศรษฐกิจ (ขาด) (พันบาท)	3.46 (0.794)	4.48 (0.739)	8.55 (0.547)
ความเสี่ยงของบริษัท (1 Percentile)	-91,418 (0.006)	-108,885 (0.001)	-77,675 (0.027)
กรรมกรค่าตอบแทนฯ	-5,081,859 (0.097)	-5,698,775 (0.070)	-2,592,405 (0.431)
Adjusted R-squared	0.137	0.200	0.147
Prob(F-statistic)	0.095	0.021	0.067
จำนวนตัวอย่าง	89	100	98

หมายเหตุ: 1)ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยที่มี Firm fixed effect และ Period fixed effect ประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และตัวแปรมูลค่าทุกตัวถูกปรับด้วยดัชนีเงินเฟ้อ (Headline inflation) ให้อยู่ในปีฐาน 2550
2)ตัวเลขในวงเล็บ () คือ Probability (T-statistic)

5.4 ผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร

หัวข้อนี้จะทดสอบผลของการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนต่อการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ ด้วยการเพิ่มตัวแปร “กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (มีกรรมการฯ) และกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (มีกรรมการฯ)” ที่สร้างจากตัวแปร “กำไรจากฝีมือผู้บริหาร และกำไรจากสถานะเศรษฐกิจ” โดยเลือกมาเฉพาะตัวอย่างทีในปีนั้นๆ บริษัทมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนแล้ว สำหรับตัวอย่างที่บริษัทไม่มีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนให้มีค่าเป็นศูนย์ เข้าไปในสมการที่ (3-4) จนได้ออกมาเป็นสมการที่ (3-6)

ผลการทดสอบตามตารางที่ 5-3 พบว่า การมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนไม่ส่งผลต่อการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อทั้งฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้ง 3 สมการ โดยค่าProbability (T-statistic) อยู่ระหว่าง 0.406 - 0.497 และ 0.167 - 0.387 ตามลำดับ (ตารางที่ 5-3)

ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่นกรรมการค่าตอบแทนที่ติดลบทั้ง 3 สมการและมีนัยสำคัญทางสถิติ 2 สมการ สามารถช่วยยืนยันข้อสรุปในหัวข้อก่อนที่ว่า การมีกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารทำให้ระดับค่าตอบแทนน้อยลง

ตารางที่ 5-3 ผลสมการถดถอยทดสอบผลจากการมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารต่อการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ

ตัวแปรตามค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อ คน (บาท)	เงินเดือน กับโบนัส	รวม สวัสดิการ	รวมสวัสดิการ และoption
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (พันบาท)	2.25 (0.617)	3.72 (0.425)	2.77 (0.578)
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (มีกรรมการฯ) (พันบาท)	3.83 (0.484)	3.82 (0.497)	4.96 (0.406)
กำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (พันบาท)	0.44 (0.943)	3.67 (0.560)	3.95 (0.560)
กำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (มีกรรมการฯ) (พันบาท)	7.36 (0.167)	5.95 (0.278)	5.08 (0.387)
ความเสี่ยงของบริษัท (1 Percentile)	-96,288 (0.002)	-99,126 (0.002)	-75,428 (0.027)
กรรมการค่าตอบแทนฯ	-5,358,304 (0.075)	-6,195,208 (0.047)	-3,423,040 (0.296)
Adjusted R-squared	0.163	0.193	0.145
Prob(F-statistic)	0.061	0.023	0.070
จำนวนตัวอย่าง	89	101	98

หมายเหตุ: 1)ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากสมการถดถอยที่มี Firm fixed effect และ Period fixed effect ประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และตัวแปรมูลค่าทุกตัวถูกปรับด้วยดัชนีเงินเฟ้อ (Headline inflation) ให้อยู่ในปีฐาน 2550
2)ตัวเลขในวงเล็บ () คือ Probability (T-statistic)

5.5 ความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติในการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากหัวข้อที่ 3.1 วิวัฒนาการธุรกิจหลักทรัพย์ไทยทำให้ทราบว่า ในธุรกิจหลักทรัพย์ไทยมีทั้งบริษัทสัญชาติไทยและต่างชาติ ข้อแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติที่เห็นได้ชัดคือ บริษัทสัญชาติไทยจะมีผู้ก่อตั้งบริษัทหรือร่วมบริหารงานบริษัทมาตั้งแต่ต้นซึ่งมีความคุ้นเคยกับบริษัทเป็นอย่างดีและเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ และคอยดูแลควบคุมกิจการอย่างใกล้ชิดหรือแม้กระทั่งเป็นผู้บริหารเอง จากการสำรวจกลุ่มตัวอย่างบริษัทสัญชาติไทย 53 ตัวอย่าง (บริษัท-ปี) พบว่ามีถึง 68% ที่เจ้าของ (ผู้ถือหุ้นใหญ่) ดำรงตำแหน่ง CEO ของบริษัทเอง ขณะที่บริษัทสัญชาติอื่นที่ผู้ถือหุ้นใหญ่จากต่างประเทศมาซื้อบริษัทช่วงวิกฤตปี 2540 จะไม่ค่อยมีความคุ้นเคยกับตัวบริษัท และอาศัยวิธีจ้างมืออาชีพมาเป็นผู้บริหารแทน โดยตนเองกำกับดูแลด้วยมาตรฐานสากล หัวข้อนี้จะทดสอบผลจากความแตกต่างดังกล่าวต่อการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ

การทดสอบใช้การแบ่งตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหารและตัวแปรกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจ ในสมการที่ 3-4 ออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีตัวอย่างเฉพาะบริษัทสัญชาติไทย (กลุ่มตัวอย่างสัญชาติอื่นให้เป็น 0) และกลุ่มที่มีตัวอย่างเฉพาะบริษัทสัญชาติอื่น (กลุ่มตัวอย่างสัญชาติไทยให้เป็น 0) รวมเป็น 4 ตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหารของบริษัทสัญชาติไทย ตัวแปรกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจของบริษัทสัญชาติไทย ตัวแปรกำไรจากฝีมือผู้บริหารของบริษัทสัญชาติอื่น และตัวแปรกำไรที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจของบริษัทสัญชาติอื่น แล้วนำตัวแปรทั้ง 4 ที่สร้างขึ้นใหม่ เข้าไปประมวลผลในสมการถดถอยแทน 2 ตัวแปรเดิมที่อยู่ในสมการ 3-4 จนออกมาเป็นสมการที่ 3-7

ผลการทดสอบพบว่า ขณะที่ค่าตอบแทนผู้บริหารในบริษัทสัญชาติต่างชาติตอบสนองต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีขนาดของการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารในแต่ละสมการต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจใกล้เคียงกัน ประมาณ 7-10 บาทต่อกำไรที่เกิดจากทั้งฝีมือผู้บริหารหรือสถานะเศรษฐกิจทุกๆ 1,000 บาท (ตารางที่ 5-4) การตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารในบริษัทสัญชาติไทยต่อฝีมือผู้บริหารกลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ มีเพียงเฉพาะค่าตอบแทนผู้บริหารรวมสวัสดิการและค่าตอบแทนผู้บริหารรวมสวัสดิการและ Stock option ที่ตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีขนาดการตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจสูงกว่าบริษัทสัญชาติต่างชาติถึงประมาณ 40-50% (สมการ

ค่าตอบแทนผู้บริหารรวมสวัสดิการเท่ากับ 14.35 : 9.11 และสมการค่าตอบแทนผู้บริหารรวมสวัสดิการและ Stock option เท่ากับ 14.03 : 10.00)

เมื่อพิจารณาผลการทดสอบข้างต้นร่วมกับข้อมูลที่ว่าเจ้าของบริษัทหลักทรัพย์สัญชาติไทยเป็นผู้บริหารเองถึง 68% ก็พอที่จะสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อนของการที่เจ้าของบริษัทเข้ามาทำหน้าที่เป็นผู้บริหารเอง ทำให้ระบบตรวจสอบถ่วงดุลระหว่างเจ้าของ (ผู้ถือหุ้นรายใหญ่) กับผู้บริหารมืออาชีพเสียไป ผลก็คือ การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารที่ตอบสนองต่อสภาวะเศรษฐกิจโดยไม่คำนึงถึงฝีมือในการบริหาร และง่ายต่อการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย (Agency cost ของผู้ถือหุ้นรายย่อยยิ่งสูงขึ้น) ในทางกลับกันหากบริษัทดังกล่าวมีเจ้าของที่ดี มีความซื่อสัตย์และความสามารถ ก็เท่ากับว่า เป็นโชคดีของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทได้ผู้บริหารที่ดีอีกทั้งยังไม่มีปัญหา Principal-Agent อีกด้วยเพราะไม่มีการใช้ตัวแทน

ตารางที่ 5-4 ผลสมการถดถอยทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทสัญชาติไทยกับต่างชาติในการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ

ตัวแปรตามค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน (บาท) สัญชาติของบริษัท	เงินเดือนกับโบนัส		รวมสวัสดิการ		รวมสวัสดิการและoption	
	ไทย	ต่างชาติ	ไทย	ต่างชาติ	ไทย	ต่างชาติ
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (พันบาท)	3.19	8.22	4.88	7.32	3.06	8.66
	(0.442)	(0.037)	(0.240)	(0.065)	(0.485)	(0.040)
กำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (พันบาท)	7.94	8.07	14.35	9.11	14.03	10.00
	(0.261)	(0.064)	(0.024)	(0.037)	(0.038)	(0.032)
ความเสี่ยงของบริษัท (1 Percentile)	-82,061		-92,075		-63,384	
	(0.011)		(0.005)		(0.066)	
กรรมกรค่าตอบแทน	-4,208,659		-5,015,369		-2,196,693	
	(0.177)		(0.117)		(0.514)	
Adjusted R-squared	0.149		0.193		0.148	
Prob(F-statistic)	0.078		0.023		0.066	
จำนวนตัวอย่าง	89		101		98	

หมายเหตุ: 1)ค่าสัมประสิทธิ์ได้จากสมการถดถอยที่มี Firm fixed effect และ Period fixed effect ประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) และตัวแปร
มูลค่าทุกตัวถูกปรับด้วยดัชนีเงินเฟ้อ (Headline inflation) ให้อยู่ในปีฐาน 2550

2)ตัวเลขในวงเล็บ () คือ Probability (T-statistic)

บทที่ 6

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ในบทนี้จะนำเสนอข้อสรุปและข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้ โดยสรุปจากผลการศึกษาที่ได้จากทั้ง 2 บท ได้แก่ บทที่ 4 การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในธุรกิจหลักทรัพย์ไทย ซึ่งประมวลข้อมูลทั้งที่ได้จากการสัมภาษณ์และรายงานประจำปีของบริษัท และบทที่ 5 การศึกษาปัจจัยกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารที่ประยุกต์วิธีของ Garvey and Milbourn (2006) การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 14 บริษัท ตั้งแต่ปี 2543 ถึง 2553 โดยข้อมูลที่ใช้ประกอบด้วย รายงานแบบฟอร์ม 56-1 ที่บริษัทจดทะเบียนของรายงานงบลด. งบการเงิน และอัตราผลตอบแทนและสัดส่วนทางการเงินต่างๆ และข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์หัวหน้าฝ่ายทรัพยากรบุคคลที่ดูแลเรื่องการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยเฉพาะ

6.1 สรุปผลการวิจัย

1. ภาพรวมของการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยมีกระบวนการที่ได้มาตรฐานสากล โดยมีการใช้ผลประกอบการของบริษัทเป็นตัวตั้ง ตัวแทนผู้บริหารรายใหญ่เข้ามามีส่วนร่วมในการพิจารณาอย่างใกล้ชิดและมีกรรมการอิสระร่วมอยู่ด้วย
2. การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยมีลักษณะแบบ Procyclical ตามผลประกอบการทางบัญชีเป็นหลัก ขณะที่บริษัทในสหรัฐฯจะพิจารณาจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ทั้งนี้เป็นเพราะตลาดทุนไทยมีขนาดเล็กยังไม่มีความลึกเท่าสหรัฐฯ จึงทำให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอกมากจึงไม่เหมาะสำหรับใช้พิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหาร
3. บริษัทหลักทรัพย์ไทยพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารตามสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในแต่ละช่วงเวลา (Discretionary) โดยไม่มีการกำหนดเกณฑ์ชี้วัดผลงานแบบตายตัว ซึ่งสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมของธุรกิจที่ผันผวนและต้องปรับกลยุทธ์การบริหารอยู่เสมอ การใช้เกณฑ์ชี้วัดผลงานที่ตายตัวอาจเบี่ยงเบนกลยุทธ์ที่ผู้บริหารเลือกใช้อกจากกลยุทธ์ที่เหมาะสมได้
4. บริษัทหลักทรัพย์ไทยออกแบบรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับหน้าที่ของแต่ละส่วนงาน โดยในส่วนของ CEO ส่วนงานนายหน้าค้าหลักทรัพย์ ส่วนงานวาณิชธนกิจ

และส่วนงานจัดการความมั่งคั่ง ที่ต้องแข่งขันกับบริษัทอื่น บริษัทจะจ่ายค่าตอบแทนเป็น โบนัสจากส่วนแบ่งของกำไรบริษัทโดยพิจารณาตามผลงานของผู้บริหารแต่ละคน และจะจ่ายผู้บริหารในส่วนนี้ด้วยสัญญาระยะเวลาสั้น 3 ปี ขณะที่ส่วนงานสนับสนุน เช่น ส่วนงานเทคโนโลยีสารสนเทศ บัญชี และตรวจสอบ บริษัทจะจ่ายโบนัสตามปริมาณงานและน้อยกว่างานส่วนหน้า (Front office)

5. ตัวแทนผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามามีส่วนร่วมในคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร อย่างไรก็ตามโดยเฉลี่ยมีเสียงโหวตเกินกึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ โดยที่เหลือเป็นกรรมการอิสระ ในการพิจารณาค่าตอบแทนผู้บริหารจะใช้ผลประกอบการของบริษัทเป็นตัวตั้งในการพิจารณาร่วมกับการเทียบกับธุรกิจใกล้เคียง (Mark to the market)
6. ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยตอบสนองต่อกำไรสุทธิทั้งที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและสมมาตร โดยตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจมากกว่าฝีมือผู้บริหารประมาณ 20% ผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนผู้บริหารรวมสวัสดิการ 7.13 บาท จากกำไรสุทธิที่เกิดจากฝีมือผู้บริหารทุกๆ 1,000 บาท และ 9.12 บาท สำหรับกำไรสุทธิที่เกิดจากสถานะเศรษฐกิจ
7. ในกลุ่มตัวอย่างบริษัทหลักทรัพย์สัญชาติไทย 53 ตัวอย่าง (บริษัท-ปี) มีถึง 68% ที่เจ้าของเป็น CEO เอง ทำให้ระบบตรวจสอบถ่วงดุลระหว่างเจ้าของกับผู้บริหารเสียไป ค่าตอบแทนผู้บริหารของกลุ่มดังกล่าวจึงไม่ตอบสนองต่อฝีมือผู้บริหาร แต่กลับตอบสนองต่อสถานะเศรษฐกิจมากกว่าบริษัทสัญชาติต่างชาติถึงประมาณ 40-50%
8. การมีคณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทนทำให้ค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่มีผลต่อการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อทั้งฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจ และค่าตอบแทนผู้บริหารจะลดลงหากผู้บริหารทำให้ความเสี่ยงของบริษัทเพิ่มขึ้น

6.2 ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ควรออกระเบียบให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์รายงานค่าตอบแทนและประวัติการทำงานผู้บริหารของบริษัทเป็นรายบุคคลให้ครบถ้วน เพื่อความโปร่งใส ธรรมมาภิบาล และเปิดโอกาสให้นักวิชาการสามารถทำการศึกษาตรวจสอบได้ (ในสหรัฐฯ บังคับระเบียบนี้มานานกว่า 10 ปี แล้ว และตั้งแต่ปี 2006 ก.ล.ต.ของสหรัฐฯ ออกกฎหมายให้บริษัทมหาชนต้องแสดงโครงสร้างค่าตอบแทนผู้บริหารแต่ละส่วนพร้อมต้องระบุว่ามีความยืดหยุ่นกับตัวชี้วัดผลงานของผู้บริหารอย่างไร (De Angelis and Grinstein, 2012))

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

1. ควรศึกษาออกแบบรูปแบบค่าตอบแทนผู้บริหารที่ยืดหยุ่นกับความยั่งยืนของบริษัท
2. ควรศึกษาระบบการตรวจสอบถ่วงดุลการบริหารจัดการบริษัทหลักทรัพย์สัญชาติไทยที่มีเจ้าของเป็น CEO ของบริษัทเอง
3. ควรนำแบบจำลองของ Garvey and Milbourn (2006) ไปใช้ศึกษาต่อในอุตสาหกรรมอื่นของไทย เพื่อสามารถใช้อ้างอิงและศึกษาเปรียบเทียบเพื่อเพิ่มความเข้าใจการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศไทย
4. เนื่องด้วยตลาดผู้บริหารในแต่ละอุตสาหกรรมมีขนาดเล็ก การสร้างเครือข่าย (Connection) ในหมู่เจ้าของกิจการและผู้บริหารจึงเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อทั้งการเลือกผู้บริหารเข้าร่วมงานและการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในบริบทของไทย ขณะเดียวกันก็เป็นหัวข้อที่ท้าทายมากทำให้ยังไม่มีการศึกษาในด้านนี้ ในอนาคตควรเริ่มมีการศึกษาในด้านนี้

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

- กวิน เตียมตระกูล. 2553. ธรรมาภิบาลกับการจัดการกำไร กรณีศึกษา ธนาคารพาณิชย์ของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กุลจิรา สมวงศ์. 2551. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในช่วงปี 2545-2549. การศึกษาค้นคว้าปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาวิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บรียง พงษ์พานิช. ใน งานเสวนา ThaiPublica Forum ครั้งที่ 3 ภายใต้หัวข้อ “15 ปีวิกฤติ 2540 ประเทศไทยอยู่ตรงไหน”. 13 กรกฎาคม 2555 ณ เคทีซีฮอลล์ ดิโกสมิททาวเวอร์ 2. [ออนไลน์]. 2555. แหล่งที่มา: <http://thaipublica.org/2012/07/thaipublica-forum-3/> [25 กรกฎาคม 2555]
- บุญทวี แก้วคำสอน. 2554. ความสัมพันธ์ระหว่างผลการปฏิบัติงานและการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- พรชนก วิถีธรรม. 2554. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา.
- วรวัลย์ ใจธิตา. 2553. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาวิชาบัญชี ภาควิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วิมลพร หาญวงศ์. 2544. ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนและค่าตอบแทนของกรรมการและผู้บริหารในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, วิชาสาขาบัญชี ภาควิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาษาอังกฤษ

- Bebchuk, L. and Fried, J. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. Journal of Economic Perspectives 17 : 71–92.
- Bergstresser, D. and Philippon, T. 2006. CEO incentives and earnings management. Journal of Financial Economics 80 : 511–530.
- Burns, N. and Kedia, S. 2004. Do executive stock option generate incentives for earnings management: Evidence from accounting restatement. [online]. Available from http://www.afajof.org/pdfs/2004program/UAbstract/A600_Corporation_Finance.pdf [2012, January 3]
- Cheng, Q. et al. 2009. Equity incentives and earnings management: evidence from bank industry. [online]. Available from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1326558 [2012, January 3]
- Cornett, M.M., Marcus, A.J., and Tehranian, H. 2008. Corporate governance and pay-for-performance: the impact of earnings management. Journal of Financial Economics 87 : 357–373.
- De Angelis, D. and Grinstein, Y. 2012. Pay for the right performance. Johnson School Research Paper Series No. 03-2011. [online]. Available from : <http://ssrn.com/abstract=1571182/> [2012, July 22]
- Frydman, C. 2005. Rising through the Ranks The Evolution of the Market for Corporate Executives 1936–2003. mimeo, Harvard University.
- Gabaix, X. and Landier, A. 2008. Why has CEO pay increased so much?. The Quarterly Journal of Economics 123 (February 2008) : 49-100.
- Garvey, G. and Milbourn, T. 2006. Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad. Journal of Financial Economics 82 : 197–225.
- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decision. Journal of Accounting and Economics 7 : 85-107.

- Murphy, K. 1999. Executive Compensation. Handbook of Labor Economics 3 : 2485–2563.
- Occupy Wall Street. 2011. [online]. Available from : <http://occupywallst.org/> [2012, July 22]
- Pleven, L. et al. 2009. AIG Bonus Controversy: Questions and Answers. [online]. Available from : <http://online.wsj.com/article/SB123732539585361743.html> [2012, February 1]
- Sloan, A. 2009. What's Still Wrong with Wall Street. [online]. Available from : <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1933201,00.html> [2012, February 1]
- Time magazine. Behind the Enron Scandal. [online]. Available from : <http://www.time.com/time/specials/packages/0,28757,2021097,00.html> [2012, February 1]
- Tosi, H. et al. 2000. How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. Journal of Management 26 : 301–339.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารด้วยวิธีมาตรฐาน

วิธีมาตรฐานในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารจะใช้ข้อมูล Panel data เพื่อให้มีข้อมูลมากพอ และสามารถศึกษาถึงแนวโน้ม (Trend) การเปลี่ยนแปลงของค่าตอบแทนผู้บริหาร

การศึกษาความสัมพันธ์นี้จะศึกษาใน 2 รูปแบบ ซึ่งแต่ละรูปแบบจะมีข้อดีข้อเสียในการตีความและรูปสมการถดถอย (Functional form) ที่แตกต่างกัน (Murphy, 1999) โดย

1) รูปแบบการตอบสนอง (Sensitivity) ของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลประกอบการที่เปลี่ยนไป มีข้อดีในการตีความคือ ค่าการตอบสนองก็คือส่วนแบ่งของผู้บริหารในมูลค่าเพิ่ม (อาจวัดจากกำไรสุทธิหรือผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่มีหน่วยเป็นบาท) ที่ตนสร้างให้กับบริษัท แต่จะมีปัญหาที่ความสัมพันธ์ดังกล่าวแปรผันตามขนาดของบริษัท ทำให้แบบจำลองจะไม่ค่อยฟิตกับข้อมูลจริงเท่าที่ควร มีรูปสมการดังสมการที่ (ผ-1)

$$\Delta \text{ค่าตอบแทนผู้บริหาร}_{it} = \alpha + \beta \Delta \text{กำไรสุทธิของบริษัท}_{it} \quad (\text{ผ-1})$$

2) รูปแบบความยืดหยุ่น (Elasticity) ของค่าตอบแทนผู้บริหารต่อผลประกอบการ รูปแบบนี้มีข้อดีคือฟิตแบบจำลองฟิตกับข้อมูลจริงเพราะผลประกอบการอยู่ในรูปอัตราผลตอบแทน ซึ่งเป็นการตัดอิทธิพลของขนาดบริษัทออกไป แต่จะมีปัญหาในการตีความซึ่งไม่ค่อยมีนัยยะในการกำหนดค่าตอบแทน มีรูปสมการ log-log ดังสมการที่ (ผ-2)

$$\Delta \text{Ln}(\text{ค่าตอบแทนผู้บริหาร}_{it}) = \alpha + \beta \text{Ln}(1 + \text{อัตราผลตอบแทนของบริษัท}_{it}) \quad (\text{ผ-2})$$

ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทย

วิธีมาตรฐาน (Murphy, 1999) ที่ใช้วัดความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารคือ การวัดออกเป็นค่าการตอบสนอง (Sensitivity) โดยใช้สมการที่ (ผ-1) กับการวัดออกมาเป็นค่าความยืดหยุ่น (Elasticity) โดยใช้สมการที่ (ผ-2) ผู้วิจัยจำเป็นต้องเปรียบเทียบค่าความยืดหยุ่นและค่าการตอบสนองของค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยเฉลี่ยต่อคนกับค่าตอบแทน CEO (ที่ศึกษาค่าตอบแทน CEO เพราะที่สหรัฐฯ CEO มีบทบาทโดดเด่นมากในการบริหารและฐานข้อมูลเอื้อให้สามารถศึกษาผู้บริหารเป็นรายบุคคล) ในภาคการเงินและสาหรณูปโภคของสหรัฐฯ เพราะงานวิจัยของไทยยังไม่มีกรวัดความสัมพันธ์นี้ด้วยวิธีมาตรฐาน (ดูหัวข้อ “การศึกษาปัจจัยที่กำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศไทย” ในบทที่ 2)

ผลการศึกษาพบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยและภาคการเงินและสาธารณูปโภคของสหรัฐฯมีความสัมพันธ์ผลประกอบการทั้งทางบัญชีและที่วัดจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ยกเว้นค่าการตอบสนองของค่าตอบแทน CEO ภาคการเงินในสหรัฐฯช่วงปี 2533-2539 (ตารางที่ ผ-1) แต่ค่าการตอบสนองของภาคการเงินสหรัฐฯ ทั้ง 2 ทศวรรษก่อนหน้ากลับมีนัยสำคัญและเป็นภาคที่ตอบสนองต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมากที่สุด อ้างใน Table 7 (Murphy, 1999)

เมื่อพิจารณาค่าความยืดหยุ่น (Elasticity) (ตารางที่ ผ-1 หลักที่ (1-4)) พบว่า ค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยเฉลี่ยต่อคนมีความยืดหยุ่น (Elastic) ต่อผลประกอบการทางบัญชี (ROE) ซึ่งเท่ากับ 1.53 (หลักที่ (1)) มากกว่าผลประกอบการที่วัดโดยผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return) ซึ่งเท่ากับ 0.16 (หลักที่ (2)) ที่ไม่ยืดหยุ่น (Inelastic) โดยค่าความยืดหยุ่นต่อ Stock return ของไทยต่ำกว่าทั้งภาคการเงินและสาธารณูปโภคของสหรัฐฯซึ่งเท่ากับ 0.49 และ 0.40 ตามลำดับ (หลักที่ (3) และ (4)) ทั้งนี้เป็นเพราะการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ของไทยยังใช้ผลประกอบการทางบัญชีเป็นตัวอ้างอิงหลัก โบนัสกำหนดจากกำไรสุทธิโดยตรง ในขณะที่ของสหรัฐฯค่าตอบแทนผู้บริหารอ้างอิงอยู่กับฐานตลาดหุ้น โดยวัดผลประกอบการจากผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

เมื่อพิจารณาค่าการตอบสนอง (Sensitivity) (ตารางที่ ผ-1 หลักที่ (5-8)) พบว่าของค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทยเฉลี่ยต่อคน ตอบสนองต่อผลประกอบการทางบัญชี (กำไรสุทธิ) มากกว่าผลประกอบการที่วัดโดยผลตอบแทนผู้ถือหุ้นซึ่งเท่ากับ 3.04 และ 0.37 บาทต่อผลประกอบการที่เพิ่มขึ้นทุกๆ หนึ่งพันบาท ตามลำดับ (หลักที่ 5 และ 6)) ซึ่งต่ำกว่าค่าการตอบสนองของสหรัฐฯทั้งภาคการเงินและสาธารณูปโภคซึ่งเท่ากับ 87.5 และ 50.7 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นทุกๆ หนึ่งพันดอลลาร์สหรัฐฯ ตามลำดับ (หลักที่ 7 และ 8))

เป็นที่น่าสังเกตว่า ไม่มีแนวโน้ม (Trend) ในค่าตอบแทนผู้บริหารบริษัทหลักทรัพย์ไทย ดูได้จากค่า Intercept ในหลักที่ (1, 2, 5, และ 6) ที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่ของสหรัฐฯมี Trend ดูได้จากค่านัยสำคัญของ Intercept ในหลักที่ (3, 4, และ 8)

ตารางที่ ฃ-1 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการกับค่าตอบแทนผู้บริหารเปรียบเทียบบริษัทหลักทรัพย์ไทยกับสหรัฐฯ

ธุรกิจ	บ.หลักทรัพย์ไทย		ภาคการเงิน USA^ (3)	ภาคสาธารณูปโภค USA^ (4)	บ.หลักทรัพย์ไทย		ภาคการเงิน USA^ (7)	ภาคสาธารณูปโภค USA^ (8)
	$\Delta \text{Ln}(\text{ค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน})$		$\Delta \text{Ln}(\text{ค่าตอบแทน CEO})$		$\Delta \text{ค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน (บาท)}$		$\Delta \text{ค่าตอบแทน CEO (ดอลลาร์สหรัฐฯ)}$	
ตัวแปรต้น	$\text{Ln}(1+\text{ROE})$ (1)	$\text{Ln}(1+\text{Stock return})$ (2)	$\text{Ln}(1+\text{Stock return})$		Δ กำไรสุทธิ (พันบาท) (5)	Δ Stock return (พันบาท) (6)	Δ Stock return (พันดอลลาร์สหรัฐฯ)	
Intercept	-0.07	0.03	0.03 *	0.07 ***	-357,152	422,215	296,600	47,370 ***
ค่าความยืดหยุ่น	1.53 ***	0.16 **	0.49 ***	0.40 ***				
ค่าการตอบสนอง					3.04 **	0.37 ***	87.50	50.70 ***
Adjusted R-squared	0.065	0.032	0.188	0.132	0.054	0.037	-0.002	0.065
จำนวนตัวอย่าง	93	92	399	256	103	102	372	232

หมายเหตุ: ^ ดัดแปลงจาก Table 7 ใน Murphy (1999) ซึ่งใช้ข้อมูลบริษัทในกลุ่ม S&P500 ในช่วงปี 2533-2539 โดยค่าตอบแทน CEO รวมทุกรายการยกเว้น Stock option และ Stock ที่ CEO ได้รับ ข้อมูลมูลค่าในถูกปรับให้อยู่ในปีฐานเดียวกันคือปี 1996 (ขณะที่ของไทยปรับด้วย Headline inflation ให้อยู่ในปีฐาน 2550)

* คือ มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 90%

** คือ มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 95%

*** คือ มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 99%

ภาคผนวก ข

การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารตามผลการปฏิบัติงาน โดยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return)

ตารางที่ ผ-2 ได้จากการศึกษาที่เปลี่ยนตัวแปรหุ่น (Instrumental variable: IV) ที่ใช้ในการแยกฝีมือผู้บริหารออกจากสถานะเศรษฐกิจ จากกำไรสุทธิต่อส่วนของทุน (ROE) มาเป็นผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Stock return) ตามแบบจำลองของ Garvey and Milbourn (2006) ในหัวข้อที่ 2.1 ในบทที่ 3 การใช้ Stock return เป็น IV จำเป็นต้องเพิ่มตัวแปร “ฝีมือผู้บริหาร*CDF” กับ “สถานะเศรษฐกิจ*CDF” ที่ได้จากการนำตัวแปร “กำไรจากฝีมือผู้บริหารฝีมือผู้บริหาร” และ “กำไรจากสถานะเศรษฐกิจ” ไปคูณกับ Cumulative distribution function (CDF) ของค่าความแปรปรวนของตัวมันเองรายเดือนย้อนหลัง 1 ปี แบบจำลองนี้ไม่สามารถอธิบายปรากฏการณ์ในธุรกิจหลักทรัพย์ไทยได้ เกือบทุกตัวแปรไม่มีนัยสำคัญทางสถิติยกเว้นกรรมกรค่าตอบแทน ตารางที่ ผ-2 ผลการทดสอบผลตอบแทนผู้บริหารจากฝีมือผู้บริหารและสถานะเศรษฐกิจต่อค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคนด้วยสมการถดถอย

ตัวแปรตามค่าตอบแทนผู้บริหารเฉลี่ยต่อคน (บาท)	เงินเดือนกับโบนัส	รวมรวมสวัสดิการ	รวมสวัสดิการและoption
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (พันบาท)	-0.31 (0.731)	-0.22 (0.818)	-0.04 (0.966)
กำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (พันบาท)	0.71 (0.568)	1.56 (0.224)	2.35 (0.096)
กำไรจากฝีมือผู้บริหาร (พันบาท)*own CDF	0.32 (0.764)	0.36 (0.749)	-0.08 (0.946)
กำไรจากสถานะเศรษฐกิจ (พันบาท)*own CDF	-0.71 (0.567)	-1.33 (0.301)	-2.40 (0.092)
ความเสี่ยงของบริษัท (1 Percentile)	-81,336 (0.023)	-65,758 (0.075)	-48,443 (0.209)
กรรมกรค่าตอบแทน	-6,972,481 (0.039)	-6,915,026 (0.050)	-6,745,200 (0.059)
Adjusted R-squared	0.130	0.149	0.157
Prob(F-statistic)	0.104	0.059	0.054
จำนวนตัวอย่าง	88	99	97

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

ชื่อและนามสกุล: นายสุเมธ พฤกษ์ฤดี

E-mail: sumatesri@gmail.com jeng_econ@hotmail.com

การศึกษา: ประถมศึกษา โรงเรียนอนุบาลนครปฐม	เกรดเฉลี่ย 3.83
มัธยมศึกษา โรงเรียนโพธิสารพิทยากร	เกรดเฉลี่ย 2.29
เศรษฐศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัยใหม่	เกรดเฉลี่ย 3.11
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย	เกรดเฉลี่ย 3.49

ประสบการณ์ทำงาน:

ปี 2549 - 2550 : ผู้ช่วยนักวิจัย สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

- โครงการวิเคราะห์และพัฒนาสินค้าและบริการท่องเที่ยวสำหรับวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมและวิสาหกิจชุมชนในล้านนาปีที่ 1 และ 2 (เสนอ วช.)
- โครงการการวิเคราะห์ระบบโลจิสติกส์สำหรับการพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมและวิสาหกิจชุมชนในล้านนา (วช.)

ปี 2551 – 2552 : นักวิจัย สถาบันวิจัยสังคม มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

โครงการพัฒนาเชิงบูรณาการของการท่องเที่ยวที่ยั่งยืนในอนุภูมิภาคลุ่มแม่น้ำโขงปีที่ 3 (วช.)

- บทการประเมินค่าใช้จ่ายโลจิสติกส์ของการท่องเที่ยวชุมชน
- บทโลจิสติกส์การท่องเที่ยวระดับเมือง ชายแดน และชุมชน (นักวิจัยร่วม)

โครงการพัฒนาเชิงบูรณาการของการท่องเที่ยวที่ยั่งยืนในอนุภูมิภาคลุ่มแม่น้ำโขงปีที่ 4 (วช.)

- บทการท่องเที่ยวแบบประหยัดภายในประเทศของนักท่องเที่ยวชาวไทย
- บทการศึกษาเปรียบเทียบพฤติกรรมกรรมการท่องเที่ยวของนักท่องเที่ยวตลาดใหม่ (เน้นจีนและเอเชีย) และตลาดเดิม (เน้นยุโรป) (นักวิจัยร่วม)
- เป็นผู้จัดการ กระบวนการสำรวจข้อมูลของโครงการทั้งหมด 4 ประเทศ: ไทย เวียดนาม กัมพูชา และลาว รวมทั้งสิ้น 10,000 ตัวอย่าง ตั้งแต่การเตรียมความพร้อมให้กับผู้สำรวจของเครือข่ายวิจัยในแต่ละประเทศ จนออกมาเป็นข้อมูลที่พร้อมใช้สำหรับการประมวลผล

ปี 2553 : โครงการการศึกษาการบริหารเศรษฐกิจมหภาคระยะปานกลาง ของศูนย์บริการวิชาการ เศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ เสนอต่อ สภาพัฒนา
หน้าที่: ร่วมประมาณการโครงสร้างรายได้ รายจ่าย และดุลงบประมาณของรัฐบาลระยะปานกลาง 10 ปี และเป็นผู้จัดทำโปรแกรม excel สำหรับประมาณการดุลการคลัง 10 ปี จากผลของการปรับนโยบายและสมมติฐานต่างๆ พร้อมคู่มือการใช้งาน