

**ลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการกับผลการ
ดำเนินงานของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย**

**Board Compensation Characteristics and
Firm Performance: The Empirical Evidence
from Listed Firms in The Market for Alternative
Investment, Thailand**

อรุณี ยศบุตร^{1*}

Arune Yodbutr^{1*}

¹ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้ จังหวัดเชียงใหม่ 50290

¹ Faculty of Business, Maejo University, Chiang Mai Province 50290

*Corresponding author: a.yodbutr@gmail.com

Received: February 1, 2021; **Revised:** May 21, 2021; **Accepted:** May 25, 2021

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย โดยทำการศึกษาจากข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย ในปีพ.ศ.2561 จำนวนทั้งสิ้น 144 บริษัท และใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการอิสระของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย และพบว่าขนาดของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท จากผลการศึกษาดังกล่าวสามารถ

อธิบายได้ว่าลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริษัทมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย

คำสำคัญ: ค่าตอบแทนกรรมการ, ผลการดำเนินงาน, ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ, ประเทศไทย

Abstract

The purpose of this study is to examine the relationship between board compensation characteristics and performance of firms listed on The Market for Alternative Investment, Thailand. The 144 firms listed on The Market for Alternative Investment in 2018 data are collected from annual reports, 56–1 forms, and firms' financial statements. Using multiple regression analysis, this study finds that the independent committee compensation is positively associated to firm performance. Furthermore, firm size which is control variable in this study is positively associated to firm performance. These results imply that board compensation characteristic is associated with performance of firms listed on The Market for Alternative Investment, Thailand.

Keywords: Board compensation, Performance, The Market for Alternative Investment, Thailand

บทนำ

การเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยและขยายตัวไปในทุกประเทศในแถบเอเชียตะวันออกนั้น ไม่เฉพาะแต่กระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนเท่านั้น แต่ยังเป็นเหตุให้เกิดการปฏิรูปข้อบังคับ ข้อกำหนดต่าง ๆ ทางการเงินและการกำกับดูแลกิจการในภูมิภาคนี้อีกด้วย ในปัจจุบันได้มีงานวิจัยหลายงานที่ลงความเห็นเป็นเสียงเดียวกันว่าสาเหตุหลักของการเกิดวิกฤตการณ์นั้นมาจากการขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดีและแนวทางในการบริหารงานที่คลุมเครือของผู้บริหารกิจการทั้งหลาย ดังนั้นในช่วงหลายปีที่ผ่านมาตลาดทุนในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทำการทบทวนและปรับปรุงกฎ ระเบียบ ข้อบังคับต่าง ๆ ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งกฎ ระเบียบ ข้อบังคับ เกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ จึงทำให้ในช่วงหลังนี้ มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการเกิดขึ้นอย่างมากมาย ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยที่ศึกษาถึงสาเหตุหรือปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำกับดูแลกิจการ (Black, Jang, and Kim, 2006; Ariff, Ibrahim,

and Othman, 2007; Linck, Netter, and Yang, 2008; Yodbutr, 2010; Lee and Park, 2014) หรืองานวิจัยที่ศึกษาถึงผลของการกำกับดูแลกิจการ (La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer, 1999; Klapper and Love, 2004; Donker and Hair, 2008)

สำหรับประเทศไทยนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งรวมถึงตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้เล็งเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและได้มีการดำเนินการอย่างต่อเนื่องเพื่อส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี หมวดที่ 5 ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ ที่กำหนดหลักการไว้ข้อหนึ่งว่าการกำหนดคำตอบแทนกรรมการเป็นเรื่องเกี่ยวกับผลประโยชน์ของกรรมการโดยตรง กรรมการจึงไม่ควรอนุมัติคำตอบแทนของตนเอง คณะกรรมการควรจัดให้มีกระบวนการ กำหนดคำตอบแทนที่โปร่งใสและขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น ระดับและองค์ประกอบที่เหมาะสมของคำตอบแทนของคณะกรรมการควรมีความเหมาะสมและเพียงพอที่จะจูงใจและรักษากรรการที่มีคุณภาพ แต่ควรหลีกเลี่ยงการจ่ายที่เกินสมควร (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561)

การจ่ายคำตอบแทนแก่คณะกรรมการและฝ่ายจัดการนั้นได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก เนื่องจากจะเห็นได้ว่าคำตอบแทนที่ได้จ่ายให้แก่คณะกรรมการนั้นมีมูลค่าที่สูงเมื่อเปรียบเทียบกับคำตอบแทนที่พนักงานทั่วไปได้รับ นอกจากนี้การจ่ายคำตอบแทนของคณะกรรมการมีแนวโน้มที่สูงขึ้น จึงเป็นที่น่าสนใจว่าการจ่ายคำตอบแทนของคณะกรรมการที่สูงขึ้นนั้น จะให้ผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นสูงขึ้นด้วยหรือไม่ การกำกับดูแลกิจการจึงเข้ามามีบทบาทในการลดข้อบกพร่อง การดำเนินงานของบริษัทให้เป็นไปอย่างโปร่งใสและยุติธรรม เพื่อป้องกันการเอารัดเอาเปรียบของคณะบริหารที่มีต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นของบริษัท

ที่ผ่านมางานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของคำตอบแทนกรรมการหรือคำตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทเป็นจำนวนมากสมควรไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของต่างประเทศ (Brick, Palman, and Wald, 2006; Jeppson and Smith, 2009; Tien, Chen, and Chung, 2013; Muller, 2014; Lee and Isa, 2015; Razali, Yee, Hwang, Tak, and Kadri, 2018; Ibrahim, Zin, Kassim, and Tamsir, 2019; Aslam, Haron, and Tahir, 2019) หรืองานวิจัยของบริษัทในประเทศไทย (แสงเดือน งามเจริญสุขถาวร, 2550; พรธนิภา มั่นฤทัย, 2558) แต่งานวิจัยเหล่านั้นศึกษาในภาพรวมของคำตอบแทนกรรมการและผู้บริหารที่มีต่อผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนของบริษัท

ในการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารนั้นมีลักษณะการจ่ายหลายอย่าง เช่น การจ่ายค่าตอบแทนให้กับประธานกรรมการบริษัท การจ่ายค่าตอบแทนให้กับกรรมการอิสระ การจ่ายค่าตอบแทนให้กับกรรมการบริหาร การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริษัทเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท และการจ่ายค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงิน จึงเป็นที่น่าสนใจว่าหากแยกแต่ละลักษณะของค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารแล้ว การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารในลักษณะใดแทนที่จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เป็นตลาดทุนที่เป็นช่องทางการระดมเงินทุนของกิจการขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีทุนจดทะเบียนและเรียกชำระแล้วขั้นต่ำ 20 ล้านบาท (สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, 2556) และในช่วงปีพ.ศ.2559-2561 ที่ผ่านมามีบริษัทที่มีความต้องการเข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 เพิ่มขึ้นเป็น 162 บริษัท จากเดิม 134 บริษัท ในปีพ.ศ. 2559 หรือคิดเป็นร้อยละ 21 (รายงานประจำปี 2561 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) จากข้อมูลดังกล่าวข้างต้นแสดงให้เห็นถึงศักยภาพที่เพิ่มขึ้นของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในการเป็นช่องทางการลงทุนและการระดมทุน แต่เป็นที่น่าเสียดายที่งานวิจัยต่างๆ ที่ผ่านมาไม่ค่อยได้ทำการวิจัยข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มากนัก ส่วนใหญ่งานวิจัยเกี่ยวกับตลาดทุนในประเทศไทยมุ่งเน้นไปที่ข้อมูลต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มากกว่า

ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะของค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เพื่อจะได้ต่อยอดและเติมเต็มงานวิจัยทางการกำกับดูแลกิจการทางด้านผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการ และเติมเต็มงานวิจัยเกี่ยวกับค่าตอบแทนกรรมการได้อย่างครบถ้วน โดยจะทำการศึกษาข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี 2561 จำนวน 162 บริษัท

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาถึงลักษณะของค่าตอบแทนกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อศึกษาถึงผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
3. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะของค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยในครั้งนี้ได้ใช้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) มาเป็นพื้นฐานในการพัฒนามมิตฐานงานวิจัย โดย Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (Principal) กับอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน (Agent) โดยตัวการเป็นผู้ที่มอบอำนาจในการทำงานแทนให้กับตัวแทน ครอบครองตัวตัวแทนทำงานและตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทนยังมีประสิทธิภาพที่ดี แต่หากวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของตัวการกับตัวแทนไม่สอดคล้องกันแล้วจะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ซึ่งแนวความคิดในการกำกับดูแลกิจการได้ใช้ทฤษฎีตัวแทนนี้มาอธิบายถึงมูลเหตุจูงใจของผู้บริหารกิจการในการประพฤติมิชอบ โดยมองว่าตัวการหรือผู้มอบอำนาจคือเจ้าของบริษัท ซึ่งในที่นี้คือผู้ถือหุ้นของบริษัทนั่นเอง และมีผู้บริหารบริษัทเป็นตัวแทน

ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนนั้นอาจเป็นไปได้หลายกรณี ดังนี้

1. การขัดแย้งกันของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) เป็นกรณีที่ตัวแทนเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนจนเกินไปจนขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย
2. Moral Hazard Problem เป็นปัญหาที่ตัวแทนซึ่งเป็นผู้ที่รู้ข้อมูลความเสี่ยงมากกว่าจะโอนความเสี่ยงออกไปให้แก่ตัวการซึ่งมีข้อมูลความเสี่ยงน้อยกว่า ด้วยการไม่ปฏิบัติหรือเพิกเฉยปฏิบัติการลดความเสี่ยงเพราะมีตัวการรับต้นทุนความเสียหายแทน
3. Adverse Selection Problem เป็นปัญหาที่ตัวแทนซึ่งมีข้อมูลมากกว่าตัวการทำการปกปิดข้อมูลเพื่อหวังประโยชน์บางอย่าง

นอกจากประเด็นปัญหาของตัวแทนที่อาจเกิดขึ้นในกรณีต่าง ๆ ข้างต้นแล้ว ปัญหาการเป็นตัวแทนยังสามารถแบ่งออกเป็น 2 แบบตามผู้เป็นตัวการตัวแทนได้อีก ดังนี้

1. ปัญหาการเป็นตัวแทนแบบที่ 1 (Type I Agency Theory) เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นในบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจายตัว (Diversified Ownership) โดยปัญหานี้จะมีผู้ถือหุ้นเป็นตัวการและผู้บริหารเป็นตัวแทน
2. ปัญหาการเป็นตัวแทนแบบที่ 2 (Type II Agency Theory) เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นในบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership) โดยปัญหานี้จะมีผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นตัวการและผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นตัวแทน โดยลักษณะการถือหุ้นของบริษัทในประเทศไทย

ไทยส่วนใหญ่จะเป็นแบบนี้ ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นไปที่ปัญหาการเป็นตัวแทนแบบที่ 2 นี้เช่นกัน

จากทฤษฎีการเป็นตัวแทน (Agency Theory) จะพบได้ว่าสาเหตุหลักของปัญหาการเป็นตัวแทนนั้นมากจากการที่ตัวการกับตัวแทนมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน (Information Asymmetry) ฝ่ายตัวแทนที่มีข้อมูลมากกว่าจะสามารถฉวยผลประโยชน์จากฝ่ายตัวการที่มีข้อมูลน้อยกว่าได้ (Diamond, 1985; Verrecchia, 2001)

สำหรับการอธิบายถึงผลของการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันนั้น ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ของ Davis et. al, (1997) ได้กล่าวว่า ทฤษฎีนี้อธิบายเกี่ยวกับพฤติกรรมของบุคคลที่ตอบสนองต่อความต้องการของสังคมเป็นหลัก ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของกิจการจะต้องมีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นเนื่องจากตัวแทนของกิจการมีทัศนคติว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ที่จะต้องกระทำและหากผู้บริหารสามารถบริหารงานให้กิจการประสบความสำเร็จจะเป็นการสร้างความยอมรับทางสังคมให้กับผู้บริหาร ดังนั้นผู้บริหารจะให้ความสำคัญกับการทำงานอย่างเต็มความสามารถโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าประโยชน์ส่วนตน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Alignment effect ที่ได้เสนอว่าการบริหารงานของผู้บริหารที่ยึดผลประโยชน์ตนเองเป็นหลัก จะสร้างผลประโยชน์ให้ตนเองในระยะสั้นเท่านั้น การบริหารงานโดยยึดประโยชน์ของส่วนรวมจะทำให้ผู้บริหารนั้นเป็นที่ยอมรับของผู้ถือหุ้นและส่งผลให้ได้รับผลประโยชน์อย่างต่อเนื่องในระยะยาว (Fan and Wong, 2002) ในทางตรงกันข้าม ทฤษฎี Entrenchment effect (Morck, Shleifer and Vishny, 1988) ที่ได้อธิบายว่าการที่ผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้เสียอื่นอาจบริหารงานโดยยึดผลประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก และมีพฤติกรรมที่ไม่สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัท

การจ่ายค่าตอบแทนให้กับตัวแทนจัดเป็นสัญญาที่บริษัทใช้ในการจูงใจให้ตัวแทนปฏิบัติงานให้มีผลสอดคล้องกับค่าตอบแทนที่ได้รับ อย่างไรก็ตามค่าตอบแทนที่จ่ายเป็นจำนวนเงินคงที่ อาจไม่ใช่ทางเลือกที่เหมาะสมเสมอไปในการแก้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการกับตัวแทน เนื่องจากไม่ว่าตัวแทนจะทำงานหนักมากแค่ไหนก็ยังคงได้รับค่าตอบแทนที่คงที่ อาจทำให้ตัวแทนปฏิบัติงานได้ไม่เต็มประสิทธิภาพ แต่ถ้าบริษัทกำหนดให้ค่าตอบแทนนั้นมีความสัมพันธ์กับปัจจัยอื่น เช่น มูลค่าของหุ้น ก็จะทำให้ตัวแทนมีความความเป็นเจ้าของมากขึ้น ปัญหาความขัดแย้งระหว่าง ตัวการกับตัวแทนอาจจะลดน้อยลง เนื่องจากผลตอบแทนขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของตัวแทน (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

มีงานวิจัยหลายงานที่อธิบายถึงความสัมพันธ์เชิงบวกของค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีพิทักษ์ผลประโยชน์ และ Alignment Effect เช่น Jeppson et. al, (2009) ซึ่งได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนของประธานกรรมการผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ในอเมริกา ในปี 2007 พบว่ามีผลกระทบเชิงบวก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารสูง จะจูงใจให้ผู้บริหารทุ่มเททำงานให้กับบริษัท ส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี เช่นเดียวกันกับ Tien et. al, (2013) ที่พบว่าความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างค่าตอบแทนประธานกรรมการบริหารและผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท และยังพบว่าค่าตอบแทนประธานกรรมการบริหารยังเป็นตัวเร่งความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานกรรมการบริหารและผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มธุรกิจคอมพิวเตอร์ในประเทศสหรัฐอเมริกา สำหรับประเทศในแถบอาเซียนนั้น Lee and Isa (2015) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการกับการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของธนาคารในประเทศมาเลเซียในช่วงปี 2003 – 2011 และพบว่าค่าตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของธนาคารเช่นกัน และต่อมา Razali et. al, (2018) ได้ทำการศึกษาถึงผลของค่าตอบแทนกรรมการที่มีต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภคของตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียในปี 2012 – 2014 ซึ่งผลการวิจัยก็ยังยืนยันว่าค่าตอบแทนกรรมการมีผลกระทบเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท สำหรับในประเทศไทย แสงเดือน งามเจริญสุขถาวร (2550) พบว่าค่าตอบแทนกรรมการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท และพรณิภา มั่นฤทัย (2558) ก็พบว่าค่าตอบแทนกรรมการส่งผลกระทบเชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่แสดงให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม ยังมีงานวิจัยอีกหลายงานที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น งานวิจัยของ Brick et. al, (2006) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา แล้วพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ บริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารสูงจะมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนต่ำ ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารเป็นต้นทุนในการดำเนินงานอย่างหนึ่งของกิจการนั่นเอง สำหรับประเทศในภูมิภาคอาเซียน Ibrahim et. al, (2019) ได้ทำการศึกษาถึง

ผลกระทบของค่าตอบแทนกรรมการ โครงสร้างคณะกรรมการ ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์มาเลเซียในปี 2013 – 2017 แล้วพบว่าค่าตอบแทนกรรมการส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท บริษัทที่จ่ายค่าตอบแทนกรรมการสูงจะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำ ซึ่งอธิบายได้ว่าค่าตอบแทนกรรมการที่สูงไม่สามารถจูงใจให้กรรมการปฏิบัติงานในการกำกับดูแลผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานไม่ดี นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการแล้วไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ได้แก่ งานของ Aslam et. al, (2019) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ KSE ในประเทศปากีสถานในปี 2009 – 2016 และพบว่าค่าตอบแทนกรรมการและผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กัน

จะเห็นได้ว่าผลของงานวิจัยในประเด็นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการกับผลงานดำเนินงานของกิจการยังคงมีความคลุมเครืออยู่ และงานวิจัยที่ผ่านมามุ่งเน้นไปที่ค่าตอบแทนกรรมการในภาพรวมเท่านั้น และสำหรับในประเทศไทยแล้ว งานวิจัยในเรื่องนี้ยังคงมีจำนวนน้อยอยู่ อาจจะมีบ้างแต่มักจะทำการศึกษาจากข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เช่นงานของแสงเดือน งามเจริญสุขถาวร (2550) และงานของพรณิภา มั่นฤทัย (2558) ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของกิจการโดยเน้นไปในการจ่ายค่าตอบแทนคณะกรรมการในลักษณะต่าง ๆ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เพื่อที่จะศึกษาโดยละเอียดว่าการจ่ายค่าตอบแทนในลักษณะใดที่จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของบริษัท โดยจากทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ และงานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องได้ชี้ให้เห็นว่าปัญหาของตัวแทนทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล แต่การจูงใจตัวแทนด้วยการให้ผลตอบแทนที่สูง จะทำให้ตัวแทนอันได้แก่กรรมการ และผู้บริหารจะปฏิบัติงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนรวมมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานสูงขึ้นซึ่งเป็นผลประโยชน์ของตัวการ อันได้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียของกิจการต้องการ ทำให้ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยในครั้งนี้ได้ว่าค่าตอบแทนกรรมการในลักษณะต่าง ๆ จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และสามารถเขียนเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้และผู้มีส่วนได้เสียของกิจการต้องการ ทำให้ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐาน

การวิจัยในครั้งนี้ได้หาค่าตอบแทนกรรมการในลักษณะต่าง ๆ จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และสามารถเขียนเป็นสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานและกรอบแนวคิด

H₁ : ค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

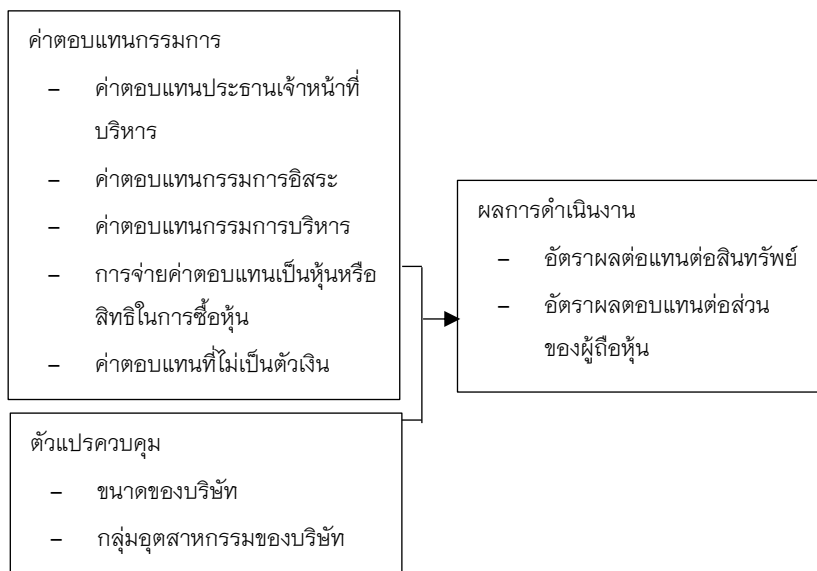
H₂ : ค่าตอบแทนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

H₃ : ค่าตอบแทนกรรมการบริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

H₄ : ค่าตอบแทนกรรมการในรูปแบบของหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

H₅ : ค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวแทนเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ

ซึ่งสามารถแสดงในรูปของกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ ดังนี้



วิธีการศึกษา

1. **ประชากร:** บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี 2561 ในทุกอุตสาหกรรม จำนวน 162 บริษัท
2. **กลุ่มตัวอย่าง:** บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี 2561 จำนวน 162 บริษัท
3. **เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย:** การเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของบริษัท
4. **วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล:** เก็บข้อมูลจากรายการประจำปี แบบ 56-1 และงบการเงินของบริษัท
5. **วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล:** การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression)
6. **ตัวแบบที่ใช้วิเคราะห์ความถดถอย** (Regression Model)

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEORem_{it-1} + \beta_2 IndRem_{it-1} + \beta_3 ExecRem_{it-1} + \beta_4 StockRem_{it-1} + \\ & \beta_5 NonFinRem_{it-1} + \beta_6 Size_{it-1} + \beta_7 Agro_i + \beta_8 Consumer_i + \beta_9 Finance_i + \\ & \beta_{10} Industrial_i + \beta_{11} Property_i + \beta_{12} Resource_i + \beta_{13} Service_{it-1} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CEORem_{it-1} + \beta_2 IndRem_{it-1} + \beta_3 ExecRem_{it-1} + \beta_4 StockRem_{it-1} + \\ & \beta_5 NonFinRem_{it-1} + \beta_6 Size_{it-1} + \beta_7 Agro_i + \beta_8 Consumer_i + \beta_9 Finance_i + \\ & \beta_{10} Industrial_i + \beta_{11} Property_i + \beta_{12} Resource_i + \beta_{13} Service_{it-1} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

โดย

ROA = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย

CEORem = สัดส่วนของค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทเมื่อเทียบกับค่าตอบแทนกรรมการทั้งหมด (ร้อยละ)

IndRem = สัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการอิสระของบริษัทเมื่อเทียบกับค่าตอบแทนกรรมการทั้งหมด (ร้อยละ)

ExecRem = สัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (Management Board) ของบริษัทเมื่อเทียบกับค่าตอบแทนกรรมการทั้งหมด (ร้อยละ)

StockRem = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท จะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

NonFinRem = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทมีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวแทน จะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

SIZE = ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท

Agro = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

Consumer = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคจะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

Finance = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินจะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

Industrial = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมจะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

Property = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

Resource = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรจะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

Service = ตัวแปรหุ่นโดยหากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการจะมีค่าเป็น 1 ถ้าไม่ใช่มีค่าเป็น 0

สำหรับตัวแปรอิสระในการศึกษาครั้งนี้จะเป็นการใช้ข้อมูลย้อนหลังไป 1 ปี ($t-1$) เพราะเป็นการศึกษาถึงผลของค่าตอบแทนกรรมการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้เห็นผลที่ชัดเจนค่าตอบแทนกรรมการจึงควรเป็นข้อมูลของปีก่อนหน้าที่จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในปี t)

ผลการศึกษา

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัย

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ในการวิจัย (n = 144)

ส่วนที่ 1: ตัวแปรต่อเนื่อง (Continuous Variables)				
ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ROA	-99.65	32.81	1.57	20.24
ROE	-107.35	47.90	0.68	28.19
CEORem	0.00	44.90	7.95	8.76
IndRem	5.28	81.80	61.15	21.62
ExecRem	0.00	88.02	14.86	15.56
SIZE	17.75	23.30	21.01	0.99
ส่วนที่ 2: ตัวแปรทวินาม (Dichotomous Variables)				
StockRem	4	3.18	140	97.22
NonFinRem	8	5.56	136	94.44
Agro	9	6.25	135	93.75
Consumer	8	5.56	136	94.44
Finance	8	5.56	136	94.44
Industrial	33	22.92	111	77.08
Property	21	14.58	123	85.42
Resource	13	9.03	131	90.97
Service	42	29.17	102	70.83

จากประชากรและกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 162 บริษัท มีบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน 12 บริษัท และมีบริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ (Outliner) จำนวน 6 บริษัท จึงทำให้เหลือข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์ในการศึกษาค้างนี้จำนวน 144 บริษัท ซึ่งเมื่อพิจารณาจากตัวแบบ (Model) ที่ใช้ในการศึกษาที่มีตัวแปรอิสระ 13 ตัวแปร ซึ่งตามหลักการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ จำนวนตัวอย่างที่สามารถใช้วิเคราะห์ได้ควรไม่ต่ำกว่า 10 เท่าของจำนวนตัวแปรอิสระ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าจำนวนบริษัท 144 บริษัทที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูลในครั้งนี้จึงไม่มีปัญหาในการวิเคราะห์รวมถึงไม่มีผลต่อการประมาณค่า

จากตารางที่ 1 ส่วนที่ 1 พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 1.57 โดยบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์น้อยที่สุดอยู่ที่ -99.65 ในขณะที่บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มากที่สุดอยู่ที่ 32.81 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 20.24

ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 0.68 โดยบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่สุดอยู่ที่ -107.35 ในขณะที่บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากที่สุดอยู่ที่ 47.90 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 28.19

สำหรับตัวแปรอิสระที่เป็นตัวแปรต่อเนื่องที่สนใจจะทำการศึกษาในครั้งนี้คือลักษณะของคำตอบแทนกรรมการของบริษัท ซึ่งประกอบด้วยสัดส่วนของคำตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEORem) สัดส่วนของคำตอบแทนกรรมการอิสระ (IndRem) และสัดส่วนของคำตอบแทนกรรมการบริหาร (ExecRem) ซึ่งข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของลักษณะของคำตอบแทนกรรมการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 มีรายละเอียดคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 มีสัดส่วนของคำตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.95 โดยบริษัทที่มีสัดส่วนของคำตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารน้อยที่สุดมีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0 ทั้งนี้เนื่องจากว่าบริษัทเหล่านั้นมีความเห็นว่าประธานเจ้าหน้าที่เป็นผู้บริหารบริษัท จึงจ่ายคำตอบแทนในลักษณะของคำตอบแทนผู้บริหารซึ่งเปิดเผยในยอดรวมคำตอบแทนผู้บริหารทั้งหมด ไม่ได้แยกเป็นรายบุคคล และคำตอบแทนผู้บริหารไม่ได้อยู่ในขอบเขตของการศึกษาค้างนี้ ในขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนของคำตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารมากที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 44.90 ส่วนเบี่ยงเบน

มาตรฐานของสัดส่วนของค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 8.77

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 มีสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการอิสระเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 21.62 โดยบริษัทที่มีสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการอิสระน้อยที่สุดมีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 5.28 ในขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการอิสระมากที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 81.80 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการอิสระของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 21.62

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 มีสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหารเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 14.86 โดยบริษัทที่มีสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหารน้อยที่สุดมีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0 ในขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหารมากที่สุดอยู่ที่ร้อยละ 88.02 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของสัดส่วนของค่าตอบแทน กรรมการบริหารของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 อยู่ที่ 15.56

นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้ยังมีตัวแปรที่สนใจจะศึกษาที่เป็นตัวแปรทวิภาคอีก 2 ตัวแปร ได้แก่ การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท (StockRem) และการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวเงิน (NonFinRem) โดยจากตารางที่ 1 ส่วนที่ 2 พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 ส่วนใหญ่ไม่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท โดยมีเพียง 4 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 3.18 ที่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท อีก 140 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 97.22 ไม่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปีพ.ศ. 2561 ส่วนใหญ่ไม่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวเงิน เช่น รถประจำตำแหน่ง ฯลฯ เช่นกัน โดยมีเพียง 8 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 5.56 ที่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวเงิน อีก 136 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 94.44 ไม่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวเงิน

การศึกษานี้ยังมีตัวแปรควบคุมอีก 2 ตัวแปร ได้แก่ ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัท (SIZE) ที่บอกถึงขนาดของบริษัท และกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท โดยแบ่งออกเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและ

อุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

จากตารางที่ 1 ส่วนที่ 1 พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี.ศ. 2561 โดยมีลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ 21.01 หรือ ประมาณ 1,332 ล้านบาท บริษัทที่มีขนาดเล็กที่สุดในตลาดหลักทรัพย์นี้มีลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัทเท่ากับ 17.75 หรือคิดเป็น 51 ล้านบาท และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในกลุ่มนี้มีลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมของบริษัทเท่ากับ 23.30 หรือคิดเป็น 13,154 ล้านบาท โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของสินทรัพย์รวมเป็น 0.99

2. ผลการศึกษาการวิเคราะห์ความถดถอย

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยลักษณะค่าตอบแทนกรรมการของบริษัท

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยลักษณะ

ค่าตอบแทนกรรมการของบริษัท (n=144)

Variables	ROA			ROE	
	Expected Sign	Coefficients (β)	t-statistic	Coefficients (β)	t-statistic
Intercept	None	9.939	2.964***	5.207	2.811***
CEORem	+	0.187	0.967	0.398	1.496
IndRem	+	1.754	2.078**	1.164	2.291**
ExecRem	+	0.008	0.035	0.128	0.406
StockRem	+	3.560	0.347	3.038	0.590
NonFinRem	+	2.218	0.200	2.250	0.410

Variables	ROA			ROE	
	Expected	Coefficients	t–	Coefficients	t–statistic
	Sign	(β)	statistic	(β)	
Control					
Variables					
SIZE	+	2.133	2.255**	9.562	2.192**
Agro		–0.689	–0.041	–7.840	–0.341
Consumer		2.136	0.795	2.108	1.002
Finance		4.381	0.324	8.855	0.476
Industrial		–2.519	–0.194	–2.912	–0.163
Property		–1.927	–0.147	–6.771	–0.375
Resource		–4.508	–0.282	–6.170	–0.280
Service		–5.164	–0.441	–2.120	–0.131
F–value			2.628		2.962
Sig.F			0.000		0.000
R2			0.371		0.409
Adjusted R2			0.225		0.240

***, **, and * indicate significance at the 1, 5, and 10% levels, respectively.

จากตารางที่ 2 พบว่าตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาโดยรวมมีนัยสำคัญทั้งตัวแบบที่ 1 ที่มี ROA เป็นตัวแปรตาม และตัวแบบที่ 2 ที่มี ROE เป็นตัวแปรตาม โดยมีค่า F–value เท่ากับ 2.628 และ 2.962 ตามลำดับ และมีค่า P–value เท่ากับ 0.000 ทั้งสองตัวแบบ ความสามารถในการอธิบายได้ของตัวแปรในตัวแปรของสองตัวแบบนี้อยู่ในระดับปานกลางค่อนข้างน้อย โดยมีค่า Adjusted R2 อยู่ที่ 0.225 สำหรับตัวแบบที่ 1 และ 0.240 สำหรับตัวแบบที่ 2

สำหรับผลการศึกษาคำความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะคำตอบแทนกรรมกรบริษัทกับการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่วัดด้วย ROA (ตัวแบบที่ 1) และวัดด้วย ROE (ตัวแบบที่ 2) พบว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร IndRem มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (ROA) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.754 และมีค่า t–statistic เท่ากับ

2.078 และมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (ROE) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.164 และมีค่า t-statistic เท่ากับ 2.291 นั้นหมายความว่าสัดส่วนค่าตอบแทนกรรมการอิสระของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีสัดส่วนค่าตอบแทนกรรมการอิสระสูงจะมีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2 ที่กล่าวว่าค่าตอบแทนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของกิจการ และสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ที่ชี้ให้เห็นว่าปัญหาของตัวแทนทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล กรรมการอิสระเป็นกลไกหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการที่จะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บทบาทและหน้าที่ของกรรมการอิสระคือการดูแลผลประโยชน์บริษัทโดยรวมเพื่อให้ผู้ถือหุ้นทุกรายได้รับประโยชน์อย่างเท่าเทียมกัน รวมทั้งพิทักษ์ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยด้วย ดังนั้นการจูงใจกรรมการอิสระด้วยการให้ค่าตอบแทนที่สูงจะทำให้กรรมการอิสระทุ่มเทในการปฏิบัติงานมากขึ้น ช่วยลด Entrenchment Effect และช่วยเพิ่ม Alignment Effect ระหว่างตัวการคือผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่นกับตัวแทนคือผู้บริหารบริษัท ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น

สำหรับลักษณะค่าตอบแทนกรรมการบริษัทในลักษณะอื่น ได้แก่ สัดส่วนของค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEORem) สัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (ExecRem) การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นหรือสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท (StockRem) และการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวแทน (NonFinRem) จากตารางที่ 2 พบว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในประเด็นนี้อาจจะอธิบายได้ว่าสำหรับสัดส่วนของค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEORem) และสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหาร (ExecRem) ที่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์นั้น อาจเป็นเพราะในการเปิดเผยข้อมูลในส่วน of ค่าตอบแทนกรรมการบริษัทนั้น หลายบริษัทมีค่าตอบแทนประธานกรรมการบริหารและกรรมการบริหารเป็น 0 คือไม่รับค่าตอบแทนในฐานะกรรมการบริษัทและกรรมการบริหาร แต่บุคคลเหล่านั้นรับค่าตอบแทนในฐานะผู้บริหารซึ่งไม่อยู่ในขอบเขตการศึกษาในครั้งนี้ จึงอาจเป็นเหตุให้การศึกษาครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEORem) และสัดส่วนของค่าตอบแทนกรรมการบริหาร

(ExecRem) กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ในประเด็นการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นทุน หรือสิทธิในการซื้อหุ้นทุนของบริษัท (StockRem) และการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวแทน (NonFinRem) ที่ผลการศึกษาค้างนี้ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์นั้น อาจเป็นเพราะมีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี 2561 ที่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นทุนหรือสิทธิในการซื้อหุ้นทุนของบริษัท หรือการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวแทนนั้นมีจำนวนน้อยมาก (4 บริษัท และ 8 บริษัท ตามลำดับ) จึงอาจเป็นเหตุให้การศึกษาครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการเป็นหุ้นทุนหรือสิทธิในการซื้อหุ้นทุนของบริษัท การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการที่ไม่เป็นตัวแทน กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

จากตารางที่ 2 พบว่าตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ทั้งการดำเนินงานที่วัดด้วยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท (ROA) และผลการดำเนินงานที่วัดด้วยผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) โดยสัมประสิทธิ์ของตัวแปร SIZE มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท (ROA) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.133 และค่า t-statistic เท่ากับ 2.255 และมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท (ROE) ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 9.562 และค่า t-statistic เท่ากับ 2.192 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สำหรับตัวแปรควบคุมที่เหลือ คือกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท จากตารางที่ 2 พบว่าไม่มีผลหรือไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในปี 2561

อภิปรายและสรุปผล

จากผลการวิจัยที่ได้นำเสนอไว้ในหัวข้อที่ 5 สามารถสรุปได้ว่าลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริษัท ในประเด็นค่าตอบแทนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ทั้งการวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการอิสระมากจะมีผลการดำเนินงานที่ดี ทั้งนี้เนื่องจากการกรรมการอิสระเป็นกลไกที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่จะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างตัวการคือผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ ของบริษัท กับผู้บริหารบริษัทซึ่งเป็นตัวแทน การจูงใจกรรมการอิสระด้วยการจ่ายค่าตอบแทนที่สูงจะทำให้กรรมการอิสระทุ่มเทการปฏิบัติหน้าที่มากขึ้นในการดูแลผลประโยชน์บริษัทโดยรวมเพื่อให้ผู้ถือหุ้นทุกรายได้รับประโยชน์อย่างเท่าเทียมกัน จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น นอกจากนี้ผลการวิจัยครั้งนี้ยังพบว่าขนาดของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมในการวิจัยครั้งนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัททั้งที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก สำหรับตัวแปรควบคุมอีกตัวแปรคือกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทนั้น ผลการวิจัยพบว่าตัวแปรดังกล่าวเหล่านี้ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ แล้วพบการศึกษาพบว่าการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการอิสระมากจะมีผลการดำเนินงานที่ดี เนื่องจากการกรรมการอิสระเป็นกลไกที่สำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่จะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างตัวการคือผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มต่าง ๆ ของบริษัท กับผู้บริหารบริษัทซึ่งเป็นตัวแทน ดังนั้นหากผู้ถือหุ้นหรือบริษัทต้องการให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีควรจะต้องให้ความสำคัญกับการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการอิสระของบริษัท

สำหรับการนำผลการศึกษาค้างนี้ไปใช้ อาจจะต้องนำไปใช้ด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากผลการศึกษาในครั้งนี้ที่พบเพียงแต่ค่าตอบแทนของกรรมการอิสระเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยที่การจ่ายค่าตอบแทนกรรมการในลักษณะอื่นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นอาจเกิดจากปัญหาของข้อมูลค่าตอบแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่หลาย ๆ บริษัทมีค่าเป็น 0 เนื่องจากจ่ายค่าตอบแทนประธานในรูปแบบของผู้บริหารจึงไม่ได้เปิดเผยในค่าตอบแทนกรรมการ

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้การจ่ายค่าตอบแทนเฉพาะกรรมการเท่านั้น ดังนั้นเพื่อความสมบูรณ์ การวิจัยครั้งต่อไปอาจจะเพิ่มการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารเข้าไปด้วย

จากผลการศึกษาพบว่าค่า Adjusted R-Square ของตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาค่อนข้างต่ำ จึงเป็นไปได้ที่ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ยังมีตัวแปรที่ละเว้น (Omitted Variables) ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไปจะต้องพิจารณาเพิ่มตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทให้มากขึ้น

การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปี 2561 เท่านั้น ซึ่งเป็นปีที่มีอัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจต่ำกว่าหลายปีก่อน ซึ่งอาจมีผลกระทบต่อการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการและผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไปอาจจะทำการวิจัยเปรียบเทียบในหลาย ๆ ปี เพื่อผลการศึกษาที่ชัดเจนมากขึ้น

นอกจากนี้การวิจัยครั้งนี้ศึกษาแต่ข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดเล็กเท่านั้น ในการวิจัยครั้งต่อไปอาจทำการศึกษาข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดใหญ่กว่าเพิ่มเติม แล้วทำการเปรียบเทียบโดยใช้วิธี Match-pair เพื่อศึกษาถึงความแตกต่าง และยังเป็นการต่อยอดและเติมเต็มงานวิจัยในประเด็นเรื่องลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทยได้อย่างสมบูรณ์

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเรื่องลักษณะการจ่ายค่าตอบแทนกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท : หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้รับการสนับสนุนทุนวิจัยจากกองทุนสนับสนุนงานวิชาการ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้ ประจำปีงบประมาณ 2563 ผู้วิจัยจึงขอขอบคุณเป็นอย่างสูง

เอกสารอ้างอิง

- กุลจิรา สมวงศ์. (2551). **ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการและผลงานดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง**. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พรธินา มั่นฤทัย. (2558). **ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนของคณะกรรมการและผลงานดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. (วิทยานิพนธ์ บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารภายใต้การกำกับดูแลกิจการที่ดี. **TBS Series on Corporate Governance**, 169–180.
- แสงเดือน งามเจริญสุขถาวร. (2550). **ความสัมพันธ์ของรายได้ EBITDA กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน (FCF) และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นกับค่าตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท**. (วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Ariff, A. M., Ibrahim, M. K., and Othman, R. (2007). Determinants of firm level governance: Malaysia evidence. **The International Journal of Business in Society**, 7, 562–573.
- Aslam, E., Haron, R., and Tahir, M. N. (2019). How director remuneration impacts firm performance: An empirical analysis of executive director remuneration in Pakistan. **Borsa Istanbul Review**, 19(2), 186–196.
- Black, B. S., Jang, H., and Kim, W. (2006). Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea, **Journal of Corporate Finance**, 12, 660–691.

- Brick, I. E., Palmon, O. and Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. **Journal of Corporate Finance**, 12(3), 403–423.
- Davis, J., Schoorman, D., and Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. **The Academy of Management Review**, 22(1), 20–47.
- Diamond, D. W., and Verrecchia, R. E., (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **Research in International Business and Finance**, 24(2), 190–205.
- Donker, H., and Zahir, S. (2008). Towards an impartial and effective corporate governance rating system. **Corporate Governance**, 8(1), 83–93.
- Fan, J. P., and Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, 33(3), 401–425.
- Ibrahim, N. A., Zin, N. N., Kassim, A. A., and Tamsir, F. (2019). How does directors' remuneration and board structure impact on firm performance in Malaysia telecommunication industry?. **European Journal of Business and Management Research**, 4(4), 1–7.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305–360.
- Jeppsons, T., Smith, W., and Stone, R. (2009). CEO compensation and firm performance: Is there any relationship?. **Journal of Business and Economics Research**, 7, 81–94.
- Klapper, L., and Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, 10, 703–728.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). Law and finance. **Journal of Political Economy**, 106, 1113–1155.
- Lee, S. P., and Isa, M. (2015). Director remuneration, governance and performance: The case of Malaysian banks. **Managerial Finance**, 41(1), 26–44.

Lee, H. S., and Park, K. S. (2014). Corporate governance, product market competition, and payout policy. **Seoul Journal of Business**, 20(1), 1–33.

Linck, J.S., Netter, J.M., and Yang, T. (2008). The determinants of board structure. **Journal of Financial Economics**, 87, 308–328.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, 39(1), 163–197.

Muller, V. O. (2014). Do corporate board compensation characteristics influence the financial performance of listed companies?. **Procedia–Social and Behavioral Sciences**, 109, 983–988.

Razali, M. W. M., Yee, N. Y., Hwang, J.Y. T., and Rak, A. (2018). Director remuneration and firms' performance: A study on Malaysian listed firms under consumer product industry. **International Business Research**, 11(5), 102–109.

Tien, C., Chen, C. N., and Chung, C. M. (2013). A study of CEO power, pay structure, and firm performance. **Journal of Management and Organization**, 9(4), 424–453.

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, 32, 97–194.

Yodbutr, A. (2010). **The determinants of corporate governance practices: empirical evidence from Thailand**. Doctoral Dissertaion. Chulalongkorn University.