

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางตลาด มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์  
และผลการดำเนินงานทางบัญชีกับค่าตอบแทนผู้บริหาร: บริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relations Between Market Value Added, Economic Value Added and  
Accounting Performance with Executive Compensation: Companies Listed on  
the Stock Exchange of Thailand

<sup>1</sup>ปรารถนา แก้ววัน, <sup>2</sup>พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

<sup>3</sup>ศิริเดช คำสุพรหม และ <sup>4</sup>พนารัตน์ ปานมณี

<sup>1</sup>Pratthana Kaewwan, <sup>2</sup>Pattanant Pechcherdchoo

<sup>3</sup>Siridech Kumsuporn, and <sup>4</sup>Panarat Panmanee

<sup>1, 2, 3</sup>วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

<sup>1, 2, 3</sup>College of innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University, Thailand

<sup>4</sup>คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

<sup>4</sup>Faculty of Management Science, Dhurakij Pundit University, Thailand

E-mail: <sup>1</sup>pratthana.k1987@hotmail.com, <sup>2</sup>pattanant.peo@dpu.ac.th

<sup>3</sup>siridech.kum@dpu.ac.th, <sup>4</sup>panarat.tu@gmail.com

Received September 21, 2025; Revised December 20, 2025; Accepted January 20, 2026

## บทคัดย่อ

บทความนี้ศึกษาและวิเคราะห์มูลค่าเพิ่มทางตลาด มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และผลการดำเนินงานทางบัญชี ที่มีความสัมพันธ์ต่อค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์การวิจัย คือ 1) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน 2) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ 3) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด ผ่านอิทธิพลของตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน และ 4) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับตัวชี้วัดมูลค่าทางเศรษฐกิจ ผ่านอิทธิพลของตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ผู้วิจัยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2561-2564 ในการศึกษาครั้งนี้โดยมี 7 กลุ่ม

อุตสาหกรรม รวมจำนวนทั้งสิ้น 300 ตัวอย่าง ทั้งนี้ในงานวิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์แบบเส้นทาง การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และได้ทำการวิเคราะห์การถดถอย เพื่อทำการยืนยันผลการวิเคราะห์ว่ามีความสอดคล้องกันในงานวิจัยครั้งนี้

ผลการวิจัยพบว่า ผลการดำเนินงาน ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมและอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อผลตอบแทนผู้บริหาร ยิ่งไปกว่านั้นมูลค่าเพิ่มทางตลาดและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์ มีความสัมพันธ์กับค่าตอบแทนผู้บริหารในทางกลับกันมูลค่าเพิ่มทางตลาดไม่มีอิทธิพลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร ผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมและอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขณะที่มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์มีอิทธิพลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร ผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**คำสำคัญ:** มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์; มูลค่าเพิ่มทางตลาด; ผลการดำเนินงานทางบัญชี; ค่าตอบแทนผู้บริหาร

## Abstract

This article aimed to study and analyze the impact of market value added, economic value added, and accounting performance on executive compensation of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The research objectives were: 1) to study and analyze the relationship between executive compensation and performance indicators; 2) to study and analyze the relationship between executive compensation and market value added (MVA) and economic value added (EVA) indicators; 3) to study and synthesize the relationship between executive compensation and MVA through the influence of performance indicators; and 4) to study and synthesize the relationship between executive compensation and EVA through the influence of performance indicators. In this study, a total of 300 samples were selected from seven industrial groups listed on the Stock Exchange of Thailand during the period from 2018 to 2021. This research used descriptive and inferential statistics, including path analysis, correlation analysis, and regression analysis, to analyze the data.

It was found that accounting performance, including return on assets and return on equity, was correlated with executive compensation. Moreover, market value added and economic value added showed a relationship with executive compensation. Conversely, market value added did not affect executive compensation through return on assets and return on equity. In contrast, economic value added affected executive compensation through return on assets and return on equity of listed companies on the Stock Exchange of Thailand.

**Keywords:** Market Value Added; Economic Value Added; Accounting Performance; Executive Compensation

## บทนำ

ปัจจุบันโลกได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมาก ซึ่งในปัจจุบันได้มีการนำเทคโนโลยีที่ทำให้เกิดผลลัพธ์และการการเปลี่ยนแปลงทางด้านเศรษฐกิจอย่างเห็นได้ชัด ที่สามารถสร้างและการพัฒนาในด้านเทคโนโลยีการผลิต การบริการ และการบริหารงานขององค์การทางธุรกิจต่างๆ ขึ้นอย่างมากมา นำไปสู่การผลักดันให้ธุรกิจต้องดำเนินงานโดยการอาศัยกลยุทธ์ต่าง ๆ (Bhasin & Shaikh, 2013) เพื่อให้สามารถแข่งขันกับคู่แข่งได้ซึ่งท่ามกลางการแข่งขันที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกองค์กรไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ ประเทศไทยก็เป็นส่วนหนึ่งของระบบเศรษฐกิจในยุคโลกาภิวัตน์ ที่ต้องมีการสร้างการปรับตัวในทุกด้าน โดยการดำเนินงานด้านเศรษฐกิจ ด้านการบริหาร การผลิตสินค้า และการบริการ เพื่อตอบสนองความต้องการที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาของผู้บริโภคอย่างตรงจุด จึงจะสามารถผลักดันให้เกิดความเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืนได้ในอนาคต

ปัจจุบันในธุรกิจขนาดใหญ่และขนาดกลางนั้นได้กลายมาเป็นธุรกิจหลักที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทยให้มีความเติบโตก้าวหน้าขึ้น ซึ่งมีปัจจัยหนึ่งที่มีความสำคัญในการสร้างแรงผลักดันคือ ค่าตอบแทนที่บุคลากรจะได้รับจากการปฏิบัติงานให้กับองค์กร และในส่วนนี้ค่าตอบแทนผู้บริหารนั้นจะเป็นตัวชี้วัดทิศทางให้กับองค์กรเนื่องจากผู้บริหารเป็นผู้มีหน้าที่ในการตัดสินใจในด้านต่าง ๆ (Bruynseels & Cardinaels, 2014) เนื่องด้วยสถานการณ์ที่เกิดขึ้นขององค์กรต่างๆ ก็มีมาตรการการจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารเพื่อให้องค์กรสามารถอยู่รอด จึงต้องมีการปรับเปลี่ยนการจ่ายผลตอบแทนดังกล่าว ในช่วงเวลาที่ทำกรวิเคราะห์ ที่ปัจจุบันยังคงอยู่ในช่วงเวลาดังกล่าว ทำให้เกิดการชะลอตัวของธุรกิจมากมายในช่วงเศรษฐกิจกำลังฟื้นตัว และมีผลกระทบต่อบุคลากรและอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ สถานการณ์ดังกล่าวอาจนำมาซึ่งความไม่แน่นอน และผลกระทบต่อสภาพแวดล้อมของการดำเนินธุรกิจ (Faiteh & Aasri, 2023) ซึ่งการปฏิบัติงานของผู้บริหารอาจมีส่วนเกี่ยวข้องอย่างมากในการขับเคลื่อนองค์กร ให้ผ่านช่วงสถานการณ์การดังกล่าว และใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติได้ในอนาคต หากมีวิกฤติแบบใหม่เกิดขึ้น

ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาชื่อเรื่องค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานทางบัญชี มูลค่าเพิ่มทางตลาดและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้วิจัยมองเห็นถึงการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นกับค่าตอบแทนของผู้บริหารเมื่อเกิดการเปลี่ยนของค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานทางบัญชี มูลค่าเพิ่มทางตลาดและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ เนื่องจากการศึกษาตัวแปรต่าง ๆ ที่ได้ทำการศึกษาในครั้งนี้จะทำให้ทราบถึงการเปลี่ยนแปลงไปของความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษา และผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการดำเนินงานได้ในอนาคต ตามแต่ละช่วงเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงไป

## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงานของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดผ่านอิทธิพลของผลการดำเนินงานของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าทางเศรษฐกิจผ่านอิทธิพลของผลการดำเนินงานของธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## การทบทวนวรรณกรรม

### การดำเนินการเกี่ยวกับค่าตอบแทนผู้บริหาร

ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์มีแนวคิดที่ว่าผู้บริหารที่ไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนจะทำหน้าที่เป็น “ผู้พิทักษ์” (Steward) เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว (Jensen & Meckling, 1976) ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียมีแนวคิดที่ว่าผู้บริหารไม่ควรใส่ใจเพียงแต่ในส่วนของผู้มีส่วนได้เสียภายในบริษัทเท่านั้น แต่ควรสนับสนุนในการความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยและมุมมองกระจายข้อมูลของบริษัทไปยังผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มอื่น ๆ ที่ไม่ได้มีสิทธิหรือมีเสียงในการดำเนินกิจการหรือบุคคลที่มีอิทธิพลต่อผลลัพธ์ของบริษัท เช่น พนักงาน ลูกค้า ผู้ขาย ผู้ผลิต ชุมชนในท้องถิ่น และรัฐบาล โดยการระบุของ Freeman (1983) สนับสนุนแนวคิดนี้เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่มอาจมีผลต่อ (หรือได้รับ) ผลกระทบจากการบรรลุเป้าหมายของบริษัท โดยเชื่อว่าบุคคลเหล่านี้มีผลกระทบ (หรือได้รับ) ความสำเร็จตามภารกิจที่ของบริษัทได้ตั้งไว้ ทั้งจากการตัดสินใจในเชิงนโยบายและการปฏิบัติของบริษัทนำมาซึ่งแรงจูงใจให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่จะกระทำในสิ่งที่ทำให้ตัวเองได้ผลประโยชน์มากขึ้น (Panigrahi et al., 2014) เนื่องจากผู้บริหารสามารถกระทำการตกแต่งตัวเลขในส่วนของการใช้ดุลพินิจในการดำเนินธุรกิจหรือการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชีเพื่อให้มีผลกระทบต่อตัวเลขทางการเงินหรือเพื่อปรับเปลี่ยนระดับของผลกำไรให้เป็นไปในทิศทางที่ต้องการได้ ค่าตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากความเกี่ยวข้องกับทักษะของผู้บริหารนั้นเป็นการโน้มน้าวให้สอดคล้องกับเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้ผลการดำเนินงานขององค์กรเกิดปัญหาที่ซับซ้อนและทำลาย (Murphy, 1995; Hannafey, 2003) บริษัทบางแห่งไม่ให้ความสำคัญกับค่าตอบแทนผ่านการปฏิบัติงานเพราะเห็นว่าต้นทุนของสิ่งเหล่านั้นเป็นนโยบายที่สูงกว่าประโยชน์ที่จะได้รับ (Walker, 2010) และบริษัทก็มีอยู่แล้ว โดยการเริ่มใช้วิธีอื่น เช่น การเป็นผู้นำที่มีประสิทธิภาพ การตั้งเป้าหมาย การฝึกสอนและการฝึกอบรม โดยพิจารณาว่าวิธีการเหล่านี้เผยให้เห็นถึงการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นทำให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่องค์กร

### การดำเนินการเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงานทางบัญชี

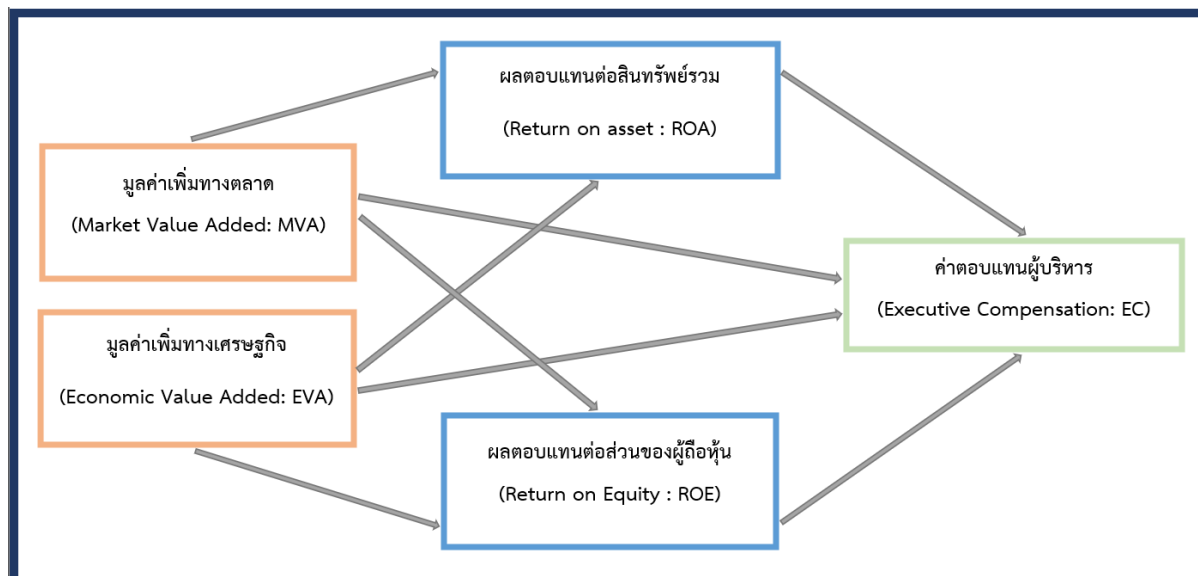
การวิจัยแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างทางการเงินมี 2 แบบที่มีมิติแตกต่างกัน กล่าวคือ การเติบโตและผลกำไร และแต่ละมิติเหล่านี้อาจเป็นดำเนินการโดยใช้ตัวบ่งชี้อย่างน้อยหนึ่งตัว ที่สามารถวัดความสามารถในการทำกำไรได้โดยตัวชี้วัด เช่น ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) หรือแม้แต่ผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) เพื่อให้ผลประโยชน์ของตนสอดคล้องกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น อย่างมีประสิทธิภาพ พวกเขาสร้างกรณีของการเปลี่ยนผู้จัดการให้เป็นเจ้าของ (Jensen & Murphy, 1990) และยังมีปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงานทางด้านบัญชีก็เนื่องมาจากผู้บริหารที่มีชื่อเสียงในวิชาชีพที่แข็งแกร่งจะได้รับค่าตอบแทนที่ดีกว่าในแง่ของผลการดำเนินงานเนื่องจากผู้ถือหุ้นมีการรับรู้ว่าการตัดสินใจจะมีผลต่อการบังคับราคาหุ้นของบริษัทโดยตรง (Milbourn, 2003)

### การดำเนินการเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน

EVA มีประสิทธิภาพเหนือกว่าอย่างต่อเนื่องโดยกำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษี เป็นตัววัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ (EVA) และมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ตัวแทนที่สมเหตุสมผลสำหรับการวัดความมั่งคั่งของเจ้าของให้สูงสุดโดยคำนึงถึงต้นทุนที่อิงตามความเสี่ยง ในการดำเนินการแผนการลงทุนในหุ้นตามผลงานที่ปรากฏทั่วโลกในขนาดอันใกล้เคียงนี้ จะเป็นกลไกที่เหมาะสมที่สุดในการปรับเปลี่ยนผลการดำเนินงานของผู้บริหาร สอดคล้องกับการสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Hovv, 2005) แนวคิดของ EVA และ MVA เป็นการวัดผลการปฏิบัติงานขององค์กรที่ดีขึ้น โดยใช้ EVA เพื่อเป็นการวัดประสิทธิภาพภายในที่เป็นการปรับระดับของความเสี่ยง ต้องคำนึงถึงต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักทั้งหมดของเงินทุนของบริษัท และจะให้ผลลัพธ์ที่เป็นบวกหากบริษัทได้รับผลตอบแทนจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน (Shaked & Lero, 1997; Stewart, 1991; Chen & Dodd, 1996) การใช้ MVA กำหนดโดยการลบมูลค่าตามบัญชีที่ปรับปรุงแล้วของสินทรัพย์ถาวรและเงินทุนหมุนเวียนสุทธิออกจากมูลค่าตลาดของหุ้นและเงินกู้ยืมระยะยาว ในทางทฤษฎี MVA ยังเป็นมูลค่าปัจจุบันของ EVA ในอนาคตทั้งหมดด้วย MVA ไม่เพียงได้รับผลกระทบจากสิ่งที่บริษัททำ EVA เท่านั้น (Stern et al., 1993) แต่ยังได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นของบริษัทและบริษัทไม่มีอำนาจควบคุม

## กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย ประกอบด้วย 3 ตัวแปร โดยมีรายละเอียดดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

## ระเบียบวิธีวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

ประชากรที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้ คือบริษัทจดทะเบียนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งไม่รวมกลุ่มการเงิน และเป็นบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน ตลอดระยะเวลา 4 ปี สำหรับรอบระยะเวลาบัญชีปี 2561 ถึง 2564 โดยการเก็บข้อมูลของบริษัทต่าง ๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากฐานข้อมูล SETSMART และจากทางเว็บไซต์ของบริษัท ทั้งนี้ได้ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแสดงได้ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การเลือกกลุ่มตัวอย่าง

| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปี 2561 – 2564) | จำนวนบริษัท |
|---------------------------------------------------------------|-------------|
| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย                  | 681         |
| หัก กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน และอยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน   | 73          |
| หัก กลุ่มบริษัทที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน               | 308         |
| บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ทำการศึกษา     | 300         |

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิจัยเชิงปริมาณ เป็นการนำข้อมูลที่เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากการเปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยที่คำตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากคำตอบแทนของผู้บริหารเฉพาะที่เป็นตัวเงินที่แสดงอยู่ในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ณ สิ้นรอบบัญชีของแต่ละบริษัทตั้งแต่ปี 2561 ถึงปี 2564 ของแต่ละปี รวมทั้งสิ้น 4 ปี จากงบการเงินของบริษัทที่เปิดเผยในรายงานประจำปีและจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง จึงได้ทำการตั้งสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้ ได้ดังนี้

- H1 ตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC)
- H 2 ตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC)
- H 3 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC)
- H 4 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC)
- H5 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA)
- H6 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)
- H7 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA)
- H8 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลต่อคำตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

### ตัวแบบการศึกษา

ตัวแบบในการวิจัยมีดังนี้

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC_{it} + e \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC_{it} + e \quad (2)$$

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC_{it} + e \quad (3)$$

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EC_{it} + e \quad (4)$$

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 EC_{it} + e \quad (5)$$

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 EC_{it} + e \quad (6)$$

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 EC_{it} + e \quad (7)$$

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 EC_{it} + e \quad (8)$$

โดยที่

ECit คือ ค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$  วัดจาก Natural logarithms ของค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงิน

ROAit คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

ROEit คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

MVAit คือ มูลค่าเพิ่มทางตลาดของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

EVAit คือ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$e$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ซึ่งแสดงด้วย ร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) การวิเคราะห์คุณลักษณะทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (SEM) การวิเคราะห์แบบสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เป็นการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของตัวแปร และการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เพื่อทำการยืนยันผลการทดสอบก่อนหน้าเป็นวิธีการวิเคราะห์ทางสถิติที่ใช้ทดสอบชุดตัวแปรที่ศึกษา เพื่อทำการทดสอบตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และทราบผลข้อมูลทางสถิติที่เกี่ยวข้องทั้งหมด พร้อมทั้งการแปลผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยในครั้งนี้

### ผลการวิจัย

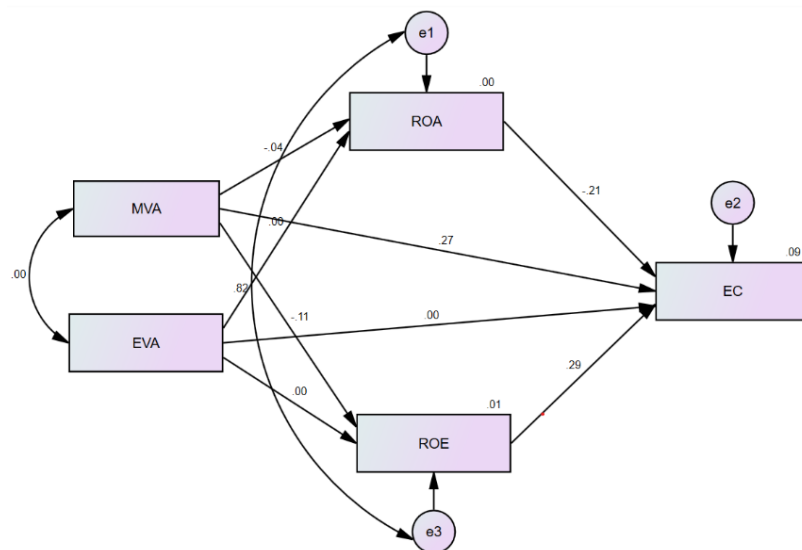
การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติเชิงพรรณนาประกอบด้วยค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อเป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่นำมาทำการศึกษา ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์ได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

| ตัวแปร | จำนวน | ค่าต่ำสุด | ค่าสูงสุด | ค่าเฉลี่ย | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน |
|--------|-------|-----------|-----------|-----------|----------------------|
| EC_Log | 300   | 3.750     | 5.690     | 4.752     | 0.390                |
| ROA    | 300   | -1.520    | 50.200    | 6.270     | 6.161                |
| ROE    | 300   | -49.450   | 72.530    | 12.520    | 13.587               |
| MVA    | 300   | -13.290   | 446.730   | 32.043    | 60.995               |
| EVA    | 300   | -3456.680 | 5572.070  | 149.131   | 711.319              |

จากตารางที่ 3 ค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) มีค่าลอการิทึมธรรมชาติต่ำสุดเท่ากับ 3.750 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5.690 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.752 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.390 ลำดับถัดมาผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -1.520 ค่าสูงสุดที่ร้อยละ 50.200 มีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 6.270 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 6.161 ลำดับถัดมาผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) ค่าต่ำสุดที่ร้อยละ -49.450 ค่าสูงสุดที่ร้อยละ 72.530 มีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 12.520 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานร้อยละ 13.587 ลำดับถัดมามูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -13.290 ค่าสูงสุดเท่ากับ 446.730 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 32.043 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 60.995 ลำดับถัดมามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ค่าต่ำสุดเท่ากับ -3456.68 ค่าสูงสุดเท่ากับ 5572.070 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 149.131 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 711.319

จากการทบทวนวรรณกรรม ซึ่งได้มาเพื่อประกอบการวัดผลของกรอบแนวคิดในการวิจัย แล้วนำมาสร้างเป็นโมเดล และเครื่องมือวัดสำหรับการเก็บข้อมูล เพื่อทำการการประเมินข้อมูลเชิงประจักษ์กับโมเดลการวัดตามทฤษฎีที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม (Goodness of Fit Measures) ด้วยการพิจารณาค่าเกณฑ์มาตรฐาน เป็นการวิเคราะห์เพื่อทำการศึกษาในรูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุและเชิงผลของตัวแปร ซึ่งจะทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์เชิงสาเหตุนี้ว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลหรือไม่อย่างไร รวมถึงค่าของผลกระทบทางตรง (Direct Effect) ค่าของผลกระทบทางอ้อม (Indirect Effect) และค่าของผลกระทบรวม (Total Effect) ของตัวแปรต่างๆ ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบไปด้วยตัวแปรทั้งหมด 5 ตัวแปร ประกอบด้วย ค่าตอบแทนผู้บริหาร (Executive Compensation: EC) ตัวชี้วัดผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on asset: ROA) ตัวชี้วัดผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์กันของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีความสัมพันธ์กันโดยตัวชี้วัดผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on asset: ROA) กับตัวชี้วัดผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้อัตราผลตอบแทนเหมือนกัน และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) กับตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้ด้านมูลค่ามาใช้เช่นเดียวกัน ผลการวิเคราะห์โดยมีตัวแบบตามกรอบแนวคิดของงานวิจัยนี้ตามภาพ



CMIN/DF=9.888, CFI=0.956, AGFI=0.726, NFI=0.953, RMR=1.559, and RMSEA=0.223

ภาพที่ 2 ตัวแบบสำหรับการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ตามกรอบแนวคิดงานวิจัย

จากภาพที่ 2 จะเห็นได้ว่าตัวแบบแสดงความสัมพันธ์ไม่มีความกลมกลืนกันและไม่มี ความเหมาะสมกันโดยพิจารณาจากค่า Goodness of fit ของตัวแบบการศึกษาตามค่าทางสถิติ ไม่ผ่านเกณฑ์ที่กำหนด แต่การจับคู่ของเส้นแต่ละเส้นนั้นมีความเชื่อมโยงกันอยู่ ตามสรุปได้ตามตารางที่ 3

ตารางที่ 3 สรุปคู่ความสัมพันธ์ของเส้นความสัมพันธ์

| สมมติฐาน                                                                                                                                        | P     | แปลผล  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|--------|
| ความสัมพันธ์ที่ 1 ตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC)                                               | 0.030 | ยอมรับ |
| ความสัมพันธ์ที่ 2 ตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC)                                              | 0.003 | ยอมรับ |
| ความสัมพันธ์ที่ 3 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC)                                                             | ***   | ยอมรับ |
| ความสัมพันธ์ที่ 4 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC)                                                         | 0.016 | ยอมรับ |
| ความสัมพันธ์ที่ 5 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA)      | 0.514 | ปฏิเสธ |
| ความสัมพันธ์ที่ 6 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)     | 0.054 | ปฏิเสธ |
| ความสัมพันธ์ที่ 7 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA)           | ***   | ยอมรับ |
| ความสัมพันธ์ที่ 8 ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) | ***   | ยอมรับ |

จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบมาตรฐาน (Standardized regression weights) จากโปรแกรมการประมวลผลคอมพิวเตอร์ของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบทั้งหมด พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) มีผลกระทบต่อดำเนินการ (EC) อย่างมีนัยสำคัญ ( $P < 0.05$ ) และมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มีผลกระทบต่อดำเนินการ (EC) อย่างมีนัยสำคัญ ( $p < 0.01$ ) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) มีผลกระทบต่อดำเนินการ (EC) อย่างมีนัยสำคัญ ( $P < 0.05$ ) เช่นเดียวกันกับตัวแปรในส่วนของผู้ถือหุ้น (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) มีผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มทางตลาด (EVA) อย่างมีนัยสำคัญ ( $P < 0.01$ ) ความมีอิทธิพลหรือผลกระทบดังกล่าวข้างต้น เป็นไปตามสมมติฐานในงานวิจัยครั้งนี้ ในขณะเดียวกันที่ตัวแปรอื่นนั้นไม่มีอิทธิพลหรือผลกระทบต่อกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการวิเคราะห์ทั้งหมดได้แก่ค่าประมาณการมาตรฐาน (Estimate) ค่าความคาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.) ค่า t-Value ตามตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ค่าการวิเคราะห์การถดถอยแบบมาตรฐาน (Standardized regression weights)

| เส้นทาง      | ค่าประมาณการ | S.E.  | C.R.   | P     |
|--------------|--------------|-------|--------|-------|
| ROA ---> EC  | -0.014       | 0.006 | -2.172 | 0.030 |
| ROE ---> EC  | 0.009        | 0.003 | 2.973  | 0.003 |
| MVA ---> EC  | 0.002        | 0.000 | 4.929  | ***   |
| EVA ---> EC  | 0.000        | 0.000 | -2.414 | 0.016 |
| MVA ---> ROA | -0.004       | 0.007 | -0.652 | 0.514 |
| MVA ---> ROE | -0.026       | 0.014 | -1.931 | 0.054 |
| EVA ---> ROA | 0.003        | 0.001 | 4.519  | ***   |
| EVA ---> ROE | 0.010        | 0.001 | 8.540  | ***   |

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อมแบบมาตรฐาน (Standardized Indirect Effects) เป็นการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ผ่านตัวแปรส่งผ่านเพื่อศึกษาผลกระทบหรือไม่อย่างใดนั้น ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อมแบบมาตรฐานของงานวิจัยนี้โดยมีผลกระทบทางอ้อมที่เกิดขึ้นของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบของตัวแปรทั้งหมดมีเพียง 2 ตัวแปร คือ ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด มีความสัมพันธ์ส่งผลกระทบต่อดำเนินการในทิศทางตรงกันข้าม มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ -0.240 และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์และส่งผลกระทบต่อดำเนินการในทิศทางเดียวกัน มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.000 และโดยค่าความสัมพันธ์ กล่าวคือตัวแปรตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อดำเนินการ และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อดำเนินการ

เนื่องจากการวิเคราะห์โดยผ่านการใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ด้วยการวิเคราะห์แบบเส้นทาง (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละเส้นแล้วนั้น ทางผู้วิจัยจึงทำการวิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เป็นการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของตัวแปร และการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เช่นเดียวกัน เพื่อทำการยืนยันผลการวิเคราะห์ว่ามีความสอดคล้องกันในงานวิจัยครั้งนี้ ซึ่งผลการวิเคราะห์มีผลดังต่อไปนี้

จากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ดังตารางที่ 5 จะแสดงผลลัพธ์ที่ว่าตัวแปรแต่ละตัวแปรนั้นไม่มีความสัมพันธ์กันเอง ซึ่งเป็นการเหมาะสมในการทดสอบครั้งนี้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

| ตัวแปร | การวิเคราะห์        | EC      | ROA     | ROE     | MVA     | EVA     |
|--------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EC_Log | Pearson Correlation | 1.000   | 0.040   | 0.116   | 0.256   | 0.086   |
|        | Sig. (2-tailed)     |         | 0.485   | 0.044** | 0.000** | 0.137   |
|        | N                   | 300     | 300     | 300     | 300     | 300     |
| ROA    | Pearson Correlation | 0.040   | 1.000   | 0.829   | 0.121   | 0.276   |
|        | Sig. (2-tailed)     | 0.485   |         | 0.000** | 0.036*  | 0.000** |
|        | N                   | 300     | 300     | 300     | 300     | 300     |
| ROE    | Pearson Correlation | 0.116   | 0.829   | 1.000   | 0.168   | 0.457   |
|        | Sig. (2-tailed)     | 0.044** | 0.000** |         | 0.004** | 0.000** |
|        | N                   | 300     | 300     | 300     | 300     | 300     |
| MVA    | Pearson Correlation | 0.256   | 0.121   | 0.168   | 1.000   | 0.547   |
|        | Sig. (2-tailed)     | 0.000** | 0.036   | 0.004** |         | 0.000** |
|        | N                   | 300     | 300     | 300     | 300     | 300     |
| EVA    | Pearson Correlation | 0.086   | 0.276   | 0.457   | 0.547   | 1.000   |
|        | Sig. (2-tailed)     | 0.137   | 0.000** | 0.000** | 0.000** |         |
|        | N                   | 300     | 300     | 300     | 300     | 300     |

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เพื่อทำการยืนยันผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 6 จะแสดงผลลัพธ์ที่ว่าตัวแปรทุกตัวมีนัยสำคัญต่อค่าตอบแทนผู้บริหารยกเว้นตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับการวิเคราะห์แบบเส้นทาง (Path Analysis) ซึ่งสามารถยืนยันได้ว่าการวิเคราะห์ทั้งสองแบบนี้ให้ผลลัพธ์ที่เหมือนกัน

ตารางที่ 6 การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis)

| ตัวแปรตาม: ค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) |                 |            |         |        |
|------------------------------------|-----------------|------------|---------|--------|
| ตัวแปร                             | ค่าสัมประสิทธิ์ | Std. Error | t       | Sig.   |
| ROA                                | -0.014          | 0.006      | -0.219  | -2.158 |
| ROE                                | 0.009           | 0.003      | 0.326   | 2.953  |
| MVA                                | 0.002           | 0.000      | 0.327   | 4.896  |
| EVA                                | 0.000           | 0.000      | -0.181  | -2.398 |
| C                                  | 4.670           | 0.033      | 140.195 | 0.000  |

จากการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) จะพบว่าค่าสถิติถ่วงน้ำหนักของตัวแปรรวมโดยมีค่า R-squared เท่ากับ 0.097 ค่า Adjusted R-squared เท่ากับ 0.085 ค่า F-statistic เท่ากับ 7.930 และค่า Significant เท่ากับ 0.000 นั้นหมายความว่าโมเดลที่ทำการวิเคราะห์ในการศึกษาครั้งนี้มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการวิเคราะห์ในส่วนของตัวแปรทั้งหมดแล้วนั้นทางผู้วิจัยก็ได้ทำการวิเคราะห์ในส่วนของคุณค่าตัวแปรเพื่อทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมให้เห็นถึงความชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ผลลัพธ์การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางตรงในส่วนของตัวแปรส่งผ่าน ซึ่งประกอบไปด้วยตัวแปรตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน ในส่วนของตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (Return on Assets: ROA) และตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ส่งผ่านตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ (Pearson Correlation) ตามตารางที่ 7

ตารางที่ 7 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรส่วนของผู้ถือหุ้นต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

| การทดสอบ            | ตัวแปร | ROA   | MVA   | EVA   |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|
| Pearson Correlation | ROA    | 1.000 | 0.121 | 0.276 |
|                     | MVA    | 0.121 | 1.000 | 0.547 |
|                     | EVA    | 0.276 | 0.547 | 1.000 |
| Sig. (1-tailed)     | ROA    |       | 0.036 | 0.000 |
|                     | MVA    | 0.036 |       | 0.000 |
|                     | EVA    | 0.276 | 0.547 | 1.000 |
| N                   | ROA    | 300   | 300   | 300   |
|                     | MVA    | 300   | 300   | 300   |
|                     | EVA    | 300   | 300   | 300   |

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อมแบบมาตรฐาน (Standardized Indirect Effects) ที่เป็นการวิเคราะห์ การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ผ่านตัวแปรส่งผ่านเพื่อศึกษาผลกระทบหรือไม่ว่าอย่างใด ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อมแบบมาตรฐานของงานวิจัยนี้โดยมีผลกระทบทางอ้อมที่เกิดขึ้นของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบของตัวแปรทั้งหมดมีเพียง 2 ตัวแปร คือ ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาดไม่มีความสัมพันธ์ไม่ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารในทิศทางตรงกันข้าม มีค่าสัมประสิทธิ์ที่  $-1.311$  และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์และส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารในทิศทางตรงกันข้าม มีค่าสัมประสิทธิ์ที่  $-0.000$  โดยค่าความสัมพันธ์ กล่าวคือตัวแปรตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) ไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตัวแปรส่งผ่าน (Mediator) โดยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) นั้นมีความสอดคล้องกันกับการวิเคราะห์แบบเส้น (Path Analysis) ในส่วนของตัวชี้วัดในส่วนของตัวชี้วัดมูลค่าทางเศรษฐกิจมีนัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนของผู้บริหาร ส่วนตัวชี้วัดมูลค่าทางตลาดไม่มีนัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารซึ่งผลไม่สอดคล้องกับการวิเคราะห์ก่อนหน้านี้

## อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิจัยได้สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามวัตถุประสงค์งานวิจัย วัตถุประสงค์ที่ 1) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) กับมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) และมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อกับค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) มูลค่าเพิ่มเศรษฐกิจ (EVA) มีความสัมพันธ์ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC)

วัตถุประสงค์ที่ 2) เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) กับผลการดำเนินงาน (ROA) และ (ROE) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการวิจัย พบว่า ตัวแปรผลการดำเนินงานในส่วนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) ในช่วงเวลาที่ทำการวิเคราะห์ ในส่วนของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่าตัวแปรที่เป็นอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) ในช่วงเวลาที่ทำการวิเคราะห์ ศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) กับมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ผ่านอิทธิพลของผลการดำเนินงาน (ROA) และ (ROE) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิจัย พบว่า มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไม่มีความสัมพันธ์และไม่ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA) ในช่วงเวลาทำการวิเคราะห์ เนื่องจากค่าตอบแทนผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม เมื่อส่งผ่านตัวแปรดังกล่าวจึงไม่มีผลกระทบทางอ้อมเกิดขึ้น

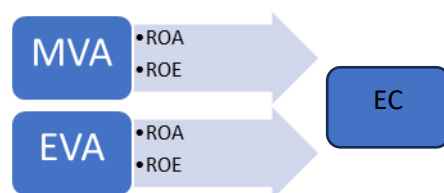
มูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ไม่มีความสัมพันธ์ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านอิทธิพลของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มูลค่าเพิ่มทางตลาดไม่มีความสัมพันธ์ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในช่วงเวลาทำการวิเคราะห์ เนื่องจากค่าตอบแทนผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นโดยตรง และไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อส่งผ่านตัวแปรดังกล่าวจึงไม่มีผลกระทบทางอ้อมเกิดขึ้น

ศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) กับมูลค่าทางเศรษฐกิจ (EVA) ผ่านอิทธิพลของตัวชี้ผลการดำเนินงาน (ROA) และ (ROE) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) กับมูลค่าเพิ่มทางตลาด (MVA) ผ่านอิทธิพลของผลการดำเนินงาน (ROA) และ (ROE) ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ตัวแปรมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) มีความสัมพันธ์และส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนสินทรัพย์รวม (ROA) ในช่วงเวลาทำการวิเคราะห์ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) มีความสัมพันธ์ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) จากการศึกษาพบว่าตัวแปรมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (EVA) มีความสัมพันธ์ส่งผลต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร (EC) ในช่วงเวลาทำการวิเคราะห์

### องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

จากการวิจัยทำให้เกิดองค์ความรู้ ซึ่งเป็นกระบวนการพัฒนาเทคนิคการวิเคราะห์โดยการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) การวิเคราะห์แบบสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เป็นการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของตัวแปร และการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) โดยมีผลลัพธ์ที่คล้ายคลึงกัน



## สรุป

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อมแบบมาตรฐาน (Standardized Indirect Effects) เป็นการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ผ่านตัวแปรส่งผ่านเพื่อศึกษาผลกระทบของตัวแปรแต่ละตัวที่ทำการศึกษาหรือไม่อย่างไรนั้น ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทางอ้อมแบบมาตรฐานของงานวิจัยนี้ โดยมีผลกระทบทางอ้อมที่เกิดขึ้นของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบของตัวแปรทั้งหมดมีเพียง 2 ตัวแปร คือ ตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาดมีความสัมพันธ์ส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารในทิศทางตรงกันข้าม และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์และส่งผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารในทิศทางเดียวกัน และโดยค่าความสัมพันธ์ กล่าวคือตัวแปรตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางตลาด (Market Value Added: MVA) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร และตัวชี้วัดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร จากการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) เพื่อทำการยืนยันผลการวิเคราะห์ จะแสดงผลลัพธ์ที่ว่าตัวแปรทุกตัวมีนัยสำคัญต่อค่าตอบแทนผู้บริหารยกเว้นตัวชี้วัดอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับการวิเคราะห์แบบเส้น (Path Analysis) ซึ่งสามารถยืนยันได้ว่าการวิเคราะห์ทั้งสองแบบนี้ให้ผลลัพธ์ที่เหมือนกัน

## ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

### 1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

1) ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน ทั้งผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นรวมและผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีผลกระทบกับค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเกิดสถานการณ์หรือเหตุการณ์ต่าง ๆ ขึ้นในแต่ละช่วงเวลา

2) ผลการวิจัยที่แสดงความสัมพันธ์พบว่าความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญซึ่งเป็นตัวแปรภายนอก กล่าวคือเมื่อมูลค่าทางเศรษฐกิจมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาที่ทำการวิเคราะห์นั้น มีผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหารเนื่องจากบริษัทได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมในช่วงเวลาดังกล่าวนั้น ซึ่งเป็นเหตุให้บริษัทต้องหาวิธีการมาตรการดังกล่าวเพื่อมารองรับการเหตุการณ์ที่ไม่สามารถทราบได้ในอนาคต

3) ผลการวิจัยที่แสดงความสัมพันธ์พบว่าความสัมพันธ์ของค่าตอบแทนผู้บริหารกับมูลค่าเพิ่มทางตลาดนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญซึ่งเป็นตัวแปรภายนอก กล่าวคือเมื่อมูลค่าทางตลาดมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงเวลาที่ทำการวิเคราะห์นั้น มูลค่าหุ้นก็มีผลกระทบ และผลกระทบดังกล่าวก็มีผลกระทบต่อค่าตอบแทนผู้บริหาร เนื่องจากบริษัทได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมในช่วงเวลาดังกล่าวนั้น ซึ่งเป็นเหตุให้บริษัทต้องหาวิธีการมาตรการดังกล่าวเพื่อมารองรับเหตุการณ์ที่ไม่สามารถทราบได้ในอนาคต

4) นักวิจัยที่สนใจศึกษางานวิจัยสามารถสร้างองค์ความรู้ใหม่และการวัดค่าตัวแปรอื่น เพื่อการพัฒนาและต่อยอดการศึกษางานวิจัยอื่นต่อไปได้

## 2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1) ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาในส่วนของการดำเนินงานทางการเงิน คือผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นรวมและผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ยังมีปัจจัยอื่นที่สามารถนำมาใช้ในการทดสอบผลกระทบต่อดำเนินการของผู้ถือหุ้น หากมีผู้ศึกษาวิจัยสนใจที่จะศึกษาต่อไปในอนาคต ผู้ศึกษาสามารถศึกษาตัวแปรอื่นได้ เช่น อัตรากำไร กระแสเงินสด เป็นต้น

2) การศึกษาในอนาคตสามารถศึกษาโดยเพิ่มเติมตัวแปรควบคุมขนาดของกิจการ เพื่อให้ผลการวิจัยมีความสอดคล้องกันมากขึ้น หรือศึกษาจากอุตสาหกรรมเดิมและเพิ่มตัวแปรที่สามารถเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน หรือศึกษาอุตสาหกรรมการเงินเพื่อเพิ่มเติมความรู้ใหม่ในอนาคต จะช่วยให้การศึกษานี้มีความครบถ้วนและมีความละเอียดมากขึ้นด้วย

3) การศึกษาเชิงเปรียบเทียบโดยการเปรียบเทียบระหว่างประเทศสำหรับการวิจัยในอนาคต อาจเป็นประเทศที่ได้รับผลกระทบมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับผู้ศึกษา การศึกษาระหว่างประเทศนั้นจะทำให้เห็นภาพของผลกระทบในระดับนานาชาติมากขึ้นด้วย และจะช่วยให้ผู้ทำวิจัยในอนาคตสามารถสร้างการศึกษาที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัทต่าง ๆ ในการกำหนดมาตรการวิธีป้องกันที่จะทำให้เกิดผลกระทบน้อยที่สุดเมื่อเกิดวิกฤติต่าง ๆ ขึ้นในอนาคต

## เอกสารอ้างอิง

- Bhasin, M. L., & Shaikh, J. M. (2013). Economic value added and shareholders' wealth creation: The portrait of a developing Asian country. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 5(2), 107–137. <https://doi.org/10.1504/ijmfa.2013.053208>
- Bruynseels, L., & Cardinaels, E. (2014). The audit committee: Management watchdog or personal friend of the CEO?. *The Accounting Review*, 89(1), 113–145. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/24468514>
- Chen, S., & Dodd, J. L. (1997). Economic Value Added (EVA<sup>TM</sup>): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 318–333. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/40604150>
- Faiteh, A., & Aasri, M. R. (2023). Economic value added: The best indicator for measuring value creation or just an illusion?. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(1), 138–150. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(1\).2023.13](https://doi.org/10.21511/imfi.20(1).2023.13)
- Freeman, R. E. (1983). *Strategic Management a Stakeholder Approach*, *Advances in Strategic Management*, Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139192675>

- Hannafey, F. T. (2003). Entrepreneurship and ethics: A literature review. *Journal of Business Ethics*, 46, 99–110 <https://doi.org/10.1023/A:1025054220365>
- Hovy, M. (2005). Future global remuneration strategies: compliance, defiance or alignment?. *Workspan*, 48(2), 34–38. <https://doi.org/10.4102/sajems.v21i1.2004>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pays and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2937665>
- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233–262. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00066-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00066-7)
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis, *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11–42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90026-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90026-6)
- Panigrahi, S. K., Zainuddin, Y., & Azizan, A. (2014). Comparing traditional and economic performance measures for creating shareholder's value: A perspective from Malaysia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(4), 360–372. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i4/1345>
- Schillemans, T. (2013). Moving beyond the clash of interests: On stewardship theory and the relationships between central government departments and public agencies. *Public Management Review*, 15(4), 541–562. <https://doi.org/10.1080/14719037.2012.691008>
- Stern, P. C., Dietz, T., & Kalof, L. (1993). Value orientations, gender, and environmental concern. *Environment and Behavior*, 25(5), 322–348. <https://doi.org/10.1177/0013916593255002>
- Stewart, G. B. (1994). EVA: Fact or fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 71–84. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00406.x>
- Walker, D. I. (2010). The challenge of improving the long-term focus of executive pay. *Boston College Law Review*, 51(2), 435–472. Retrieved from <https://bclawreview.bc.edu/articles/855/files/63b51ce95ddf9.pdf>