

ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน และการออกเสียงในวาระค่าตอบแทน
ผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกา

PAY-PERFORMANCE SENSITIVITY AND SAY-ON-PAY ADVISORY VOTE IN THE
UNITED STATES

วิชาวดี ราชเจริญกิจ¹ รสिता สังข์บุญนา² วัฒนชัย แสงสุวรรณ³

Wichawadee Racharoenkit, Rasita Sangboonnak, Wattanachai Sangsuwan

Received January 15, 2025

Revised February 4, 2025

Accepted February 10, 2025

บทคัดย่อ

การออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกาคำหนดให้ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ออกเสียงในการประเมินค่าตอบแทนผู้บริหาร และตัดสินใจต่อการออกเสียง รับ หรือ ไม่รับ โครงการค่าตอบแทน โดยผ่านการประเมินความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน (Pay-Performance Sensitivity: PPS) โครงการค่าตอบแทนผู้บริหารควรได้รับการอนุมัติเมื่อมูลค่าของ PPS อยู่ในระดับสูง และไม่ควรได้รับการอนุมัติเมื่อมูลค่าของ PPS ต่ำหรือติดลบ อย่างไรก็ตาม มีข้อโต้แย้งว่า โครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มี PPS สูงเกินไป อาจทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ซึ่งส่งผลกระทบในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาว งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการออกเสียงไม่รับโครงการค่าตอบแทนในกลุ่มบริษัท S&P 1500 ว่ามีความสัมพันธ์ต่อ PPS ที่สูงเกินไปหรือไม่ ตัวแบบงานวิจัยแสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและโครงการค่าตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งเห็นว่า PPS ซึ่งถูกแสดงด้วยตัวแปรหุ่นของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีผลการลงคะแนนเสียงไม่รับโครงการค่าตอบแทนเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากปีที่แล้ว การวิเคราะห์แบบจำลองแบบหลายระดับถูกใช้ในการตรวจสอบความสัมพันธ์เพื่อควบคุมอิทธิพลทั้งแบบถาวรและแบบสุ่ม เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมซึ่งถูกนำมาใช้เพื่อควบคุมอิทธิพลที่สำคัญอื่นๆ ต่อโครงการค่าตอบแทนของผู้บริหาร ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าข้อโต้แย้งที่เกี่ยวข้องกับความอ่อนไหวต่อประสิทธิภาพการจ่ายเงินมากเกินไปได้ถูกรวมไว้ในการออกเสียงซึ่งสามารถขยายขอบเขตของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงานและการตัดสินใจออกเสียงและให้คำแนะนำสำหรับผู้ถือหุ้นในการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหาร

คำสำคัญ: ค่าตอบแทนผู้บริหาร ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน การออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร

¹ คณะบริหารธุรกิจเพื่อสังคม มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ อีเมล: wichawadee@gmail.com

Faculty of Business Administration for Society, Srinakharinwirot University, First Author, Email Address: wichawadee@gmail.com

² คณะบริหารธุรกิจเพื่อสังคม มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ อีเมล: supaporns@g.swu.ac.th

Faculty of Business Administration for Society, Srinakharinwirot University, Email Address: supaporns@g.swu.ac.th

³ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ผู้ประพันธ์บรรณกิจ อีเมล: wattanachai@tbs.tu.ac.th

Thammasat Business School, Thammasat University, Corresponding Author,

Email Address: wattanachai@tbs.tu.ac.th

Abstract

Say-on-Pay Advisory vote in the United States requires shareholders to play an essential role in assessing executive pay packages and make decisions regarding the approval or disapproval of those pay packages by assessing through the indicator of pay-performance sensitivity (PPS). The pay package should be approved when the value of PPS is high and should be disapproved when the value of PPS is low or negative. However, several studies argue that too much PPS could lead to risk-averse executive decisions, which tend to negatively influence on firm performance in long run. This research aims to study whether shareholder disapproval votes on the executive pay package of S&P 1500 firms are associated with higher PPS. The research model shows the relationship between firm performance and executive pay, indicating PPS, in which the dummy variables, representing the sampled firms with significant increases of disapproval votes were added. Multilevel model analysis was employed in examining the relationship as to control for both fixed and random effects as well as the control variables, which were added as to control other important influences on executive pay. The findings show that the alternative argument with regard to too much pay-performance sensitivity has been incorporated in the Say-on-Pay votes, which can extend the strand of literature related to PPS and Say-on-Pay voting decisions and make a suggestion for shareholder in assessing executive pay packages.

Keywords: Executive Compensation, Pay-Performance Sensitivity, Say-on-Pay Advisory Vote

บทนำ

ค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนถึงความเหลื่อมล้ำและความไม่เท่าเทียมของรายได้ ส่งผลให้ประเทศสหรัฐอเมริกามีมาตรการบังคับใช้กฎหมายในการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารในปี ค.ศ. 2011 (Obermann & Velte, 2018; Stathopoulos & Voulgaris, 2016) กฎเกณฑ์ดังกล่าวเรียกว่า Say On Pay Voting Rule บังคับให้ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียง รับ หรือ ไม่รับ โครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่เสนอโดยคณะกรรมการผู้บริหารของบริษัท ซึ่งข้อมูลที่ใช้ประกอบการตัดสินใจในการออกเสียงถูกเปิดเผยอยู่ในรายงานบทวิเคราะห์ค่าตอบแทนของบริษัท (Compensation Discussion and Analysis: CD&A) ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของรายงานผู้ถือหุ้นประจำปี (De Falco et al., 2016; Velte & Obermann, 2021)

ผู้ถือหุ้นควรพิจารณาประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารก่อนที่จะทำการตัดสินใจออกเสียงในการประเมินค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยทำการวิเคราะห์ว่าค่าตอบแทนผู้บริหารถูกจ่ายบนพื้นฐานของผลการดำเนินงานบริษัทหรือไม่ การประเมินดังกล่าวถือเป็นหลักการสำคัญในการกำหนดโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพ หลักการดังกล่าวสามารถวัดได้โดยใช้ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน (Pay-Performance Sensitivity: PPS) ซึ่งสามารถคำนวณได้จากข้อมูลที่เปิดเผยในรายงาน CD&A อันได้แก่ ยอดรวมค่าตอบแทนผู้บริหาร (Total Executive Pay) และ ผลการดำเนินงานของบริษัท (Firm performance) อาทิเช่น ผลตอบแทนหุ้น (Stock Returns) หรือ อัตราส่วนระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์ (Tobin's q) เป็นต้น

งานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกล่าวถึงความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน หรือ PPS ว่า เป็นความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยค่า PPS ที่สูงสะท้อนถึงโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ต่ำ ดังนั้น ผู้ถือหุ้นควรออกเสียง

รับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีค่า PPS สูง และออกเสียงไม่รับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีค่า PPS ต่ำหรือติดลบ (Amzaleg et al., 2014; Chen et al., 2015; Jensen & Murphy, 1990; Liang et al., 2020)

อย่างไรก็ตาม มีข้อโต้แย้งว่า การจ่ายค่าตอบแทนผู้บริหารที่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มากเกินไป หรือมีค่า PPS สูงเกินไป อาจทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (risk-averse) และในท้ายที่สุดจะส่งผลให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interests) กับผู้ถือหุ้น (Brick et al., 2012) ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยนี้จึงต้องการที่จะทดสอบว่า ผู้ถือหุ้นได้มีการพิจารณาผลกระทบเชิงลบจากค่า PPS ที่สูงเกินไป ในการตัดสินใจออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารหรือไม่ วัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ คือต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท หรือ PPS โดยมุ่งเน้นไปยังกลุ่มบริษัทประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ บริษัทที่ผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 10 20 และ 30 ตามลำดับ และ บริษัทที่ได้รับผลการออกเสียงสนับสนุนโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 50 (Del Guercio et al., 2008; Ferri & Maber, 2013; Fisch et al., 2018; Kimbro & Xu, 2016) เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างเหล่านี้สามารถสะท้อนถึงพฤติกรรมของผู้ถือหุ้นนักเคลื่อนไหว (Shareholder Activism) ที่ต้องการมีบทบาทในการกำกับดูแลโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารในบริษัท

งานวิจัยก่อนหน้านี้ที่เกี่ยวกับการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารเพื่อการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารที่ใช้ PPS ตั้งอยู่บนพื้นฐานที่ว่า PPS ยิ่งสูงยิ่งดี (Chen et al., 2015; De Franco et al., 2013; Duffhues & Kabir, 2008) โดยยังไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบเชิงลบจากค่า PPS ที่สูงเกินไป ดังนั้น ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัยนี้คือการต่อยอดวรรณกรรมโดยแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารเพื่อการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร ผ่านการวัดความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นมีความเข้าใจเกี่ยวกับการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารว่าค่า PPS ที่สูงเกินไปสามารถส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวได้ ดังนั้นจึงไม่ควรออกเสียงสนับสนุนโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารนั้น

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังให้ข้อเสนอแนะต่อผู้บริหารบริษัทและคณะกรรมการบริหารบริษัทและสามารถนำมาเชื่อมโยงมายังบริบทประเทศไทยเกี่ยวกับการออกแบบโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารมีให้ค่าตอบแทนผู้บริหารมีความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงานต่อผลการดำเนินงานมากเกินไป พร้อมทั้งให้ข้อเสนอแนะต่อผู้ถือหุ้นในการประเมินค่าตอบแทนผู้บริหารเพื่อการตัดสินใจออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารให้มีความระมัดระวังในการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน ที่อาจมีผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวได้ ทั้งนี้เพื่อเสริมสร้างควมมีประสิทธิภาพของการกำกับดูแลโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารให้ดีขึ้นผ่านระบบออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท หรือ PPS โดยมุ่งเน้นไปยังกลุ่มบริษัทประเทศสหรัฐอเมริกามีผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ทบทวนวรรณกรรม

ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน (Pay-Performance Sensitivity: PPS)

รายงานบทวิเคราะห์ค่าตอบแทนของบริษัท (Compensation Discussion and Analysis: CD&A) มีวัตถุประสงค์เพื่อเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหาร อาทิเช่น ข้อมูลพื้นฐานของบริษัท นโยบายการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร และการอภิปรายความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นรายงาน CD&A จึงเป็นเอกสารหลักที่เสนอต่อผู้ถือหุ้นสำหรับการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร (Clarkson et al., 2011; De Franco et al., 2013; Obermann & Velte, 2018; Stathopoulos & Voulgaris, 2016)

ผู้ถือหุ้นสามารถวิเคราะห์ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน หรือ PPS ผ่านการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารและผลการดำเนินงานของบริษัทที่เปิดเผยในรายงาน CD&A

หลักการโดยทั่วไปของการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร คือ การกำหนดตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทให้ผูกกับค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยผลการดำเนินงานนั้นควรสะท้อนถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น เช่น ผลตอบแทนหุ้น (Stock Returns) หรือ อัตราส่วนระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์ (Tobin's q) (Amzaleg et al., 2014; Brick et al., 2012; Chen et al., 2015) เนื่องจาก ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานเหล่านี้มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Fang et al., 2009; Paminto & Ardi, 2015)

การศึกษาที่ทำการทดสอบหลักการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารในรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร เรียกว่า ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน หรือ PPS (Duffhues & Kabir, 2008; Jensen & Murphy, 1990) โดยในงานวิจัยนี้ค่า PPS คือ ค่าสัมประสิทธิ์ (β_1) ของสมการถดถอยเชิงเส้นระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัท (Tobin's q) และค่าตอบแทนผู้บริหาร ($\ln(\text{Pay})$) ดังแสดงตามสมการด้านล่าง

$$\ln(\text{Pay})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } q_{i,t} + \text{error}_{i,t}$$

ค่าสัมประสิทธิ์ β_1 หรือค่า PPS ที่เป็นบวก บ่งบอกว่ามีการผูกผลการดำเนินงานของบริษัทกับค่าตอบแทนผู้บริหาร หรืออีกนัยหนึ่ง ผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาเดียวกัน (Jensen & Murphy, 1990) ในขณะที่ ค่าสัมประสิทธิ์ β_1 ที่เป็นลบ บ่งบอกว่า ผู้บริหารจะได้รับค่าตอบแทนมากหรือน้อยนั้น ไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาเดียวกัน (Duffhues & Kabir, 2008) ดังนั้น ในกรณีนี้ค่า PPS ที่เป็นบวกจะสะท้อนถึงโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพมากกว่าในกรณีที่ค่า PPS เป็นลบ

อย่างไรก็ตาม Aggarwal & Samwick (1999); Brick et al. (2012); Core & Guay (2002) กล่าวว่า หากการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มากเกินไป หรือการที่มีค่า PPS ที่เป็นบวกและสูงเกินไปส่งผลให้ผู้บริหารต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น การรับรู้ถึงความเสี่ยงที่สูงขึ้นนี้มีอิทธิพลต่อผู้บริหารให้มีพฤติกรรมที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยง (risk-averse) ซึ่งส่งผลกระทบในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวและลดมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

การออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร (Say-on-Pay Advisory Votes)

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาปัจจัยกำหนดผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารยังไม่สามารถหาข้อสรุปได้ว่า ผู้ถือหุ้นมีการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน หรือ PPS อย่างไรก็ตาม Liang et al. (2020) พบว่า ผู้ถือหุ้นออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีค่า PPS สูงและไม่รับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีค่า PPS ต่ำ ในขณะที่ Fisch et al. (2018) แสดงหลักฐานว่า ผู้ถือหุ้นออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารโดยไม่ได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน หรือ PPS อีกนัยหนึ่งคือ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการออกเสียงและความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน

การออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร ถือเป็นเครื่องมือที่สำคัญของผู้ถือหุ้นนักเคลื่อนไหว ในการแสดงความคิดเห็นต่อการกำกับดูแลโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัท ทั้งนี้ไปเพื่อส่งเสริมให้โครงการค่าตอบแทนมีประสิทธิภาพและมีความโปร่งใสมากขึ้น แม้ว่า Say-on-Pay Advisory Votes ในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่ได้มีการบังคับให้บริษัทต้องแก้ไขโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารหากไม่ได้รับการสนับสนุนอย่างมีนัยสำคัญจากผู้ถือหุ้น แต่มีงานวิจัยพบว่า หากบริษัทได้รับผลการออกเสียงไม่รับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ จะส่งผลกระทบเชิงลบต่อชื่อเสียงของบริษัท ดังนั้น บริษัทจึงควรดำเนินการปรับโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารให้มีประสิทธิภาพ

มากขึ้น อาทิเช่น ปรับลดจำนวนค่าตอบแทนลง หรือเพิ่ม PPS เป็นต้น (Armstrong et al., 2013; Balsam et al., 2016; Brunarski et al., 2015)

จากคำถามงานวิจัยที่ต้องการทดสอบว่า ผู้ถือหุ้นนักเคลื่อนไหวมีการพิจารณาผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวจากการที่โครงการค่าตอบแทนผู้บริหารมีค่า PPS สูงเกินไปหรือไม่ จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง สามารถพัฒนาสมมติฐานของงานวิจัยได้ดังนี้

H1: ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร หรือ PPS ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีค่าเป็นบวก

สมมติฐานที่ 2 (H2) หากไม่ได้พิจารณาผลกระทบเชิงลบจากการมีค่า PPS ที่สูงเกินไป (Brick et al., 2012) ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร หรือ PPS ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จะมีค่าเป็นบวกที่ต่ำกว่า หรือ ติดลบ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบเชิงลบจากการมีค่า PPS ที่สูงเกินไป ยังไม่ได้มีการศึกษาโดยงานวิจัยก่อนหน้านี้ ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงตั้งสมมติฐานที่ 2 แบ่งเป็น 2 กรณี คือ

H2 (a): หากไม่มีการพิจารณาผลกระทบเชิงลบจากการมีค่า PPS ที่สูงเกินไป ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร หรือ PPS ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จะมีค่าเป็นบวกที่ต่ำกว่า หรือ ติดลบ เมื่อเปรียบเทียบกับ PPS ของบริษัทที่ไม่มีผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

H2 (b): หากมีการพิจารณาผลกระทบเชิงลบจากการมีค่า PPS ที่สูงเกินไป ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร หรือ PPS ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จะมีค่าเป็นบวกที่สูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับ PPS ของบริษัทที่ไม่มีผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง

ประชากรของงานวิจัยนี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงระยะเวลาที่มีการบังคับใช้กฎหมายในการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร (Say On Pay Voting Rule) กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้คือ บริษัทในกลุ่ม the Standard & Poor's (S&P) 1500 index ระหว่างปี 2011-2019

ตัวแบบสำหรับทดสอบสมมติฐานงานวิจัย

แบบจำลองที่ใช้ทดสอบสมมติฐานงานวิจัยนี้ โยงมาจากหลักการโดยทั่วไปของการกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหารดังสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร ตัวแบบประกอบด้วยตัวแปรตาม คือ ลอการิทึมธรรมชาติ (Ln) ของยอดรวมค่าตอบแทนผู้บริหาร (Total Executive Pay) และตัวแปรต้น คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท Tobin's q ซึ่งเป็นอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชี (Fang et al., 2009; Paminto & Ardi, 2015)

งานวิจัยนี้สร้างตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) เพื่อใช้แบ่งกลุ่มระหว่างบริษัทที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ (CAT) โดยกำหนดให้เป็น 1 เมื่อบริษัทมีเงื่อนไข ดังนี้ ตัวแปรหุ่น $decrease10=1$ เมื่อมีผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 10 ตัวแปรหุ่น $decrease20=1$ เมื่อมีผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 20 ตัวแปรหุ่น $decrease30=1$ เมื่อมีผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 30 และ ตัวแปรหุ่น $decrease50=1$ เมื่อมีผลการออกเสียงรับโครงการค่าตอบแทนในปีปัจจุบันน้อยกว่าร้อยละ 50 (Del Guercio et al., 2008; Ferri & Maber, 2013; Fisch et al., 2018; Kimbro & Xu, 2016)

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้เพิ่มตัวแปรควบคุมที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม ($\ln(PAY)$) ดังนี้ วาระการดำรงตำแหน่งของผู้บริหาร (*Tennure*) ยอดขายปีก่อน ($\ln(Lagged_sales)$) และผลการดำเนินงานปีก่อนและปีปัจจุบัน ได้แก่ *ROA* และ *Lagged_ROA*, *Returns* และ *Lagged_Returns* (Core et al., 2008; Core et al., 1999) นอกจากนี้ยังเพิ่มตัวแปรควบคุมปัจจัยคงที่ตามปี (*YearFixedEffect*) และอุตสาหกรรม (*IndFixedEffect*) อีกด้วย ตัวแบบสำหรับการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยนี้สามารถตั้งสมการ (1)

$$\begin{aligned} \ln(Pay)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } q_{i,t} + \beta_2 CAT_{i,t} + \beta_3 (\text{Tobin's } q_{i,t} \times CAT_{i,t}) \\ & + \beta_4 \text{Tennure}_{i,t} + \beta_5 \ln(\text{LaggedSales}_{i,t}) + \beta_6 ROA_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{LaggedROA}_{i,t} + \beta_8 \text{Returns}_{i,t} + \beta_9 \text{LaggedReturns}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{LaggedMTB}_{i,t} + \text{YearFixedEffect}_{i,t} \\ & + \text{IndFixedEffect}_{i,t} + e_{i,t} + u_i \end{aligned} \quad (1)$$

โดยที่

$\ln(Pay)_{i,t}$ = ลอการิทึมธรรมชาติของยอดรวมค่าตอบแทนผู้บริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

Tobin's $q_{i,t}$ = อัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าทางบัญชีของบริษัท i ณ ปีที่ t

$CAT_{i,t}$ = ตัวแปรหุ่น กำหนดให้

$decrease10=1$ เมื่อบริษัท i ณ ปีที่ t มีผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 10

$decrease20=1$ เมื่อบริษัท i ณ ปีที่ t มีผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 20

$decrease30=1$ เมื่อบริษัท i ณ ปีที่ t มีผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงจากปีก่อนเกินร้อยละ 30

$decrease50=1$ เมื่อบริษัท i ณ ปีที่ t มีผลการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารในปีปัจจุบันน้อยกว่าร้อยละ 50

$\text{Tennure}_{i,t}$ = วาระการดำรงตำแหน่งผู้บริหารของบริษัท i ณ ปีที่ t

$\text{LaggedSales}_{i,t}$ = ยอดขายปีก่อนหน้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

$ROA_{i,t}$ = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ ปีที่ t

$\text{LaggedROA}_{i,t}$ = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมปีก่อนหน้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

$\text{Return}_{i,t}$ = ผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ ปีที่ t

$LaggedReturns_{i,t}$ = ผลตอบแทนหลักทรัพ์ปีก่อนหน้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

$LaggedMTB_{i,t}$ = อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีปีก่อนหน้าของบริษัท i ณ ปีที่ t

$YearFixedEffect_{i,t}$ = ตัวแปรควบคุมปัจจัยคงที่ตามปีของบริษัท i ณ ปีที่ t

$IndFixedEffect_{i,t}$ = ตัวแปรควบคุมปัจจัยคงที่ตามอุตสาหกรรมของบริษัท i ณ ปีที่ t

ตัวแบบตามสมการ (1) เป็นแบบจำลองแบบหลายระดับ (Multilevel Model) ที่ประกอบด้วย Fixed Effect และ Random Effect เนื่องจากชุดข้อมูลในงานวิจัยนี้เป็น Panel Data ที่ตัวอย่างบริษัทหนึ่งๆ มีหลายปี จึงมีความเป็นไปได้ที่ (1) มีปัจจัยที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามปี และอุตสาหกรรม¹ ($YearFixedEffect$ และ $IndFixedEffect$) (2) มีความสัมพันธ์ภายในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทเดียวกันที่ปีแตกต่างกัน (u_i) การทดสอบ Random Effect สามารถทำได้โดยทดสอบสมมติฐานหลัก $\sigma_u^2 = 0$ ในการทดสอบสมมติฐาน H1 ค่าสัมประสิทธิ์ β_1 ถูกคาดการณ์ให้มีค่าเป็นบวก ส่วนในการทดสอบสมมติฐาน H2 ค่าสัมประสิทธิ์ β_3 ที่เป็นลบหรือบวกจะสนับสนุน H2 ต่างกัน โดยพิจารณา PPS จากผลบวกระหว่าง β_1 และ β_3 กล่าวคือ β_3 ที่เป็นลบ จะทำให้ค่า PPS ของกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ต่ำกว่า กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สนับสนุน H2(a) ในขณะที่ β_3 ที่เป็นบวก จะทำให้ค่า PPS ของกลุ่มที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สูงกว่า กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สนับสนุน H2(b)

ผลการวิจัย

สถิติเชิงพรรณนา

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้คือ บริษัทในกลุ่ม S&P 1500 index ระหว่างปี 2011-2019 ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 13,555 ตัวอย่างมาจากฐานข้อมูล Bloomberg อย่างไรก็ตาม กลุ่มตัวอย่างที่ผ่านการคัดกรองสำหรับงานวิจัยนี้จะต้องมีตัวแปรครบถ้วนตามที่งานวิจัยนี้กำหนด ซึ่งส่งผลให้มีกลุ่มตัวอย่างสุทธิที่ 6,105 ตัวอย่าง

ตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร (n=6,105)	สถิติเชิงพรรณนา			
	ค่าเฉลี่ย	SD	ต่ำสุด	สูงสุด
$Ln(Pay)$	15.771	0.829	9.287	18.942
$Tobin's\ q$	1.611	1.269	0.030	15.670
aTennure	1.472	0.819	0.080	2.526
$^aLn(Lagged_sales)$	8.200	1.447	2.593	13.123
aROA	5.677	3.896	0.429	12.236
aReturns	58.901	34.396	19.011	121.354
aLagged_MTB	2.923	1.647	1.106	6.068

^a ตัวแปรที่ได้รับการแปลงสถิติโดยจำกัดค่าผิดปกติ (Winsorization) ในข้อมูลที่ 12%

¹ อุตสาหกรรมแบ่งตาม One digit SIC code

จากการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ไม่พบว่ามีค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรใดๆ ที่เกิน 0.8 แสดงถึงชุดข้อมูลงานวิจัยนี้ไม่มีปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) Ln(Pay)	1.000						
(2) Tobin's q	0.023	1.000					
(3) Tennure	-0.088	0.063	1.000				
(4) ln(Lagged_sales)	0.653	-0.105	-0.081	1.000			
(5) ROA	0.063	0.559	0.058	0.066	1.000		
(6) Returns	0.312	0.346	0.064	0.295	0.284	1.000	
(7) Lagged_MTB	0.121	0.547	0.037	0.073	0.477	0.313	1.000

ผลการทดสอบสมมติฐาน

ตัวแบบสำหรับทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยนี้ อยู่ภายใต้วิธีวิเคราะห์แบบ Multilevel Model อาศัยการประมาณค่าแบบวิธี Maximum Likelihood ประกอบกับการทดสอบความมีนัยสำคัญของ Random Effect ด้วยวิธีทดสอบ Log-likelihood Ratio (LR test) ที่ทดสอบว่า $\sigma_u^2 = 0$ ผลการทดสอบแสดงให้เห็นถึงมีนัยสำคัญของ Random Effect ดังแสดงในตารางที่ 3

จากตารางที่ 3 ประกอบด้วยตัวแบบที่แตกต่างกันตามตัวแปรหุ่นที่ใช้ระบุกลุ่มของบริษัทที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ decrease10 decrease20 decrease30 และ decrease50 (ผลการทดสอบเรียงจากซ้ายไปขวา) ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ผลการทดสอบแสดงให้เห็นค่าสหสัมพันธ์ของ Tobin's q หรือ PPS ที่เป็นบวก (β_1 มีค่าสหสัมพันธ์ที่เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%) ซึ่งสนับสนุน H1

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 2 ที่ต้องการทดสอบว่าผู้ถือหุ้นได้มีการพิจารณาถึงผลกระทบเชิงลบจาก PPS ที่สูงเกินไปในการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร โดยรวมพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นโดยการออกเสียงสนับสนุนโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญ มีค่า PPS ที่สูงกว่า กลุ่มบริษัทที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยกลุ่ม decrease10 มีค่า β_3 เท่ากับ 0.078 กลุ่ม decrease20 มีค่า β_3 เท่ากับ 0.088 กลุ่ม decrease30 มีค่า β_3 เท่ากับ 0.265 และกลุ่ม decrease50 มีค่า β_3 เท่ากับ 0.087

PPS ของกลุ่มเหล่านี้คำนวณได้จาก $\beta_1 + \beta_3$ (β_3 คือ ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร Tobin's q x decrease10 Tobin's q x decrease20 Tobin's q x decrease30 และ Tobin's q x decrease50) ซึ่งเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% จึงสนับสนุน H2(b) นอกจากนี้ ตัวแปรควบคุมในตัวแบบ ที่แสดงความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% และ 5% แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของตัวแปรควบคุมที่มีต่อตัวแปรตาม (Ln(Pay))

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 ผลการทดสอบแสดงให้เห็นค่าสหสัมพันธ์ของ Tobin's q หรือ PPS ที่เป็นบวกสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต (Amzaleg et al., 2014; Chen et al., 2015) ทำให้สามารถสรุปได้ว่า โครงการค่าตอบแทนผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงที่มีการบังคับใช้ Say On Pay Voting Rule มีความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนผู้บริหารในเชิงบวก ซึ่งหมายถึง ผู้บริหารบริษัทได้รับค่าตอบแทนขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดขึ้นในรอบระยะเวลาเดียวกัน (Jensen & Murphy, 1990) ในการทดสอบสมมติฐานที่

2 พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นโดยได้รับการออกเสียงสนับสนุนโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารลดลงอย่างมีนัยสำคัญ มี PPS สูงกว่า บริษัทที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ คือบริษัทที่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและค่าตอบแทนผู้บริหารในเชิงบวกและสูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจตีความได้ว่า ผู้ถือหุ้นมีการพิจารณามุมมองที่เกี่ยวกับ PPS ที่ไม่ควรสูงเกินไป ตามคำอธิบายของ Brick et al. (2012)

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing Results)

Y = Ln(Pay)	β			z-stat			β			z-stat			β			z-stat			β			z-stat		
Intercept	12.663	65.50	***	12.682	65.32	***	12.673	64.83	***	12.670	65.36	***												
Tobin's q	0.041	4.39	***	0.039	4.22	***	0.040	4.27	***	0.038	4.04	***												
decrease10	0.184	6.29	***																					
decrease20				0.237	6.19	***																		
decrease30							0.130	2.11	**															
decrease50										0.332	5.50	**												
Tobin's q x decrease10	0.078	4.74	***																					
Tobin's q x decrease20				0.088	4.07	***																		
Tobin's q x decrease30							0.265	6.50	***															
Tobin's q x decrease50										0.087	2.64	***												
Tennure	-0.072	-9.46	***	-0.072	-9.41	***	-0.071	-9.28	***	-0.074	-9.48	***												
ln(Lagged_Sales)	0.352	34.02	***	0.352	33.86	***	0.353	33.78	***	0.354	34.08	***												
ROA	0.005	2.27	**	0.004	2.00	**	0.004	1.89	*	0.004	1.93	*												
Lagged_ROA	-0.004	-2.12	**	-0.005	-2.32	**	-0.004	-2.03	**	-0.004	-2.07	**												
Returns	0.002	4.79	***	0.002	4.60	***	0.002	4.31	***	0.002	4.41	***												
LAGGED_Returns	-0.001	-1.50		-0.001	-1.36		-0.001	-1.42		-0.001	-1.29													
Lagged_MTB	0.015	2.58	***	0.017	2.86	***	0.017	2.96	***	0.015	2.59	***												
Year Fixed Effect	Included																							
Industry Fixed Effect	Included																							
Random Effect	Yes			Yes			Yes			Yes														
σ _u ²	0.322			0.329			0.333			0.327														
σ _e ²	0.138			0.139			0.139			0.143														
จำนวนตัวอย่าง	n = 6,105																							

* แสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ** แสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ *** แสดงถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สรุปและอภิปรายผล

สรุปผลการวิจัย

จากกฎการออกเสียงโครงการค่าตอบแทนผู้บริหาร (Say On Pay Voting Rule) ที่กำหนดให้ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นสามารถออกเสียง รับ หรือ ไม่รับ โครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่เสนอ โดยคณะกรรมการผู้บริหารของบริษัท งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นในบริบทการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารของประเทศสหรัฐอเมริกาผ่านวิธีการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหาร เนื่องจากงานวิจัยในอดีตมีการกล่าวถึงผลกระทบเชิงลบของโครงการที่มีค่า PPS สูงเกินไป ดังนั้นงานวิจัยนี้ทำการทดสอบว่าการตัดสินใจออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารมีการคำนึงถึงข้อโต้แย้งดังกล่าวหรือไม่โดยทำการประเมินตัวชี้วัด PPS แบ่งออกเป็นสองมุมมอง โดยมุมมองแรกกล่าวว่า PPS ยังมีค่าที่สูงยังสะท้อนถึงโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพ ในขณะที่อีกมุมมองหนึ่งกล่าวว่า PPS ที่สูงเกินไป ทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (risk-averse) ส่งผลกระทบเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในระยะยาวและในท้ายที่สุด ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interests) กับผู้ถือหุ้น (Brick et al., 2012)

ในการทดสอบว่าผู้ถือหุ้นใช้มุมมองแบบใดในการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารด้วย PPS งานวิจัยนี้จึงอาศัยแบบจำลองที่พัฒนาขึ้นจากรากฐานของความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทและค่าตอบแทนผู้บริหาร นอกจากนี้ ยังสร้างตัวแปรหุ่นสำหรับการแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นต่อโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างมีนัยสำคัญ และกำหนดตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์ต่อค่าตอบแทนผู้บริหารอีกด้วย ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นมีการพิจารณามุมมองเกี่ยวกับ PPS ที่ไม่ควรสูงเกินไป บริษัทที่ได้รับผลการออกเสียงสนับสนุนโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญมี PPS ที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่มีการเคลื่อนไหวของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยสรุปแล้ว งานวิจัยนี้สามารถต่อยอดวรรณกรรมโดยแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการประเมินโครงการเพื่อการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารที่ใช้ PPS ซึ่งสามารถให้ข้อเสนอแนะเกี่ยวกับแนวปฏิบัติของผู้ถือหุ้นในการประเมินค่าตอบแทนผู้บริหารโดยใช้ PPS เพื่อประกอบการตัดสินใจออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหาร

ข้อเสนอแนะ

ข้อจำกัดในการวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้รูปแบบในการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารผ่านวิธีการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของค่าตอบแทนตามผลงาน หรือ PPS เท่านั้น โดยมีได้มีการพิจารณาการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารในรูปแบบอื่น เช่น การวิเคราะห์ค่าตอบแทนส่วนเกินของโครงการค่าตอบแทนผู้บริหาร (Excessive executive pay) การวิเคราะห์โครงสร้างและการจัดวางค่าตอบแทนผู้บริหาร (Executive compensation structure and alignment) เป็นต้น

ในทางปฏิบัติ มีความเป็นไปได้ว่าการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นในการออกเสียงในวาระค่าตอบแทนผู้บริหารอาจมาจากการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารด้วยวิธีการวิเคราะห์หลายวิธีร่วมกัน ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตควรคำนึงถึงวิธีการประเมินโครงการค่าตอบแทนผู้บริหารด้วยวิธีที่หลากหลาย

เอกสารอ้างอิง

- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (1999). The other side of the trade-off: The impact of risk on executive compensation. *Journal of Political Economy*, 107(1), 65-105.
- Amzaleg, Y., Azar, O. H., Ben-Zion, U., & Rosenfeld, A. (2014). CEO control, corporate performance and pay-performance sensitivity. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 166-174.
- Armstrong, C. S., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2013). The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 909-950.
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H., & Yin, J. (2016). The impact of say-on-pay on executive compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162-191.
- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2012). Too Much Pay-Performance Sensitivity? *The Review of Economics and Statistics*, 94(1), 287-303. https://doi.org/10.1162/REST_a_00142
- Brunarski, K. R., Campbell, T. C., & Harman, Y. S. (2015). Evidence on the outcome of Say-On-Pay votes: How managers, directors, and shareholders respond. *Journal of Corporate Finance*, 30, 132-149.
- Chen, H., Jeter, D., & Yang, Y.-W. (2015). Pay-performance sensitivity before and after SOX. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 52-73.
- Clarkson, P. M., Walker, J., & Nicholls, S. (2011). Disclosure, shareholder oversight and the pay-performance link. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 7(2), 47-64.
- Core, J., & Guay, W. (2002). Estimating the value of employee stock option portfolios and their sensitivities to price and volatility. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 613-630.
- Core, J. E., Guay, W., & Larcker, D. F. (2008). The power of the pen and executive compensation. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 1-25.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- De Falco, S. E., Cucari, N., & Sorrentino, E. (2016). Voting dissent and corporate governance structures: The role of say on pay in a comparative analysis. *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 188-196.
- De Franco, G., Hope, O.-K., & Larocque, S. (2013). The effect of disclosure on the pay-performance relation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 319-341.
- Del Guercio, D., Seery, L., & Woidtke, T. (2008). Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"? *Journal of Financial Economics*, 90(1), 84-103.
- Duffhues, P., & Kabir, R. (2008). Is the pay-performance relationship always positive?: Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 45-60.
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150-169.
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563.
- Fisch, J., Palia, D., & Solomon, S. D. (2018). Is say on pay all about pay: The impact of firm performance. *Harvard Business Law Review*, 8, 101.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.

- Kimbro, M. B., & Xu, D. (2016). Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(1), 19-42.
- Liang, Y., Moroney, R., & Rankin, M. (2020). Say-on-pay judgements: The two-strikes rule and the pay-performance link. *Accounting & Finance*, 60, 943-970.
- Obermann, J., & Velte, P. (2018). Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, 40(1), 116-151.
- Paminto, U. H. A., & Ardi, H. (2015). Corporate Governance and Firm Value: The mediating effect of financial performance and firm risk. *Corporate Governance*, 7(35), 18-24.
- Stathopoulos, K., & Voulgaris, G. (2016). The importance of shareholder activism: The case of say-on-pay. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359-370.
- Velte, P., & Obermann, J. (2021). Compensation-related institutional investor activism—a literature review and integrated analysis of sustainability aspects. *Journal of Global Responsibility*, 12(1), 22-51.