

ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

The Effect of Institutional Ownership on the Chief Executive Officer Tenure–Firm Risk Relationship

Article History

Received: September 22, 2020

Revised: May 31, 2021

Accepted: June 1, 2021

ดวงภา สุขะหุต
Duangnapa Sukhahuta

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท และเพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 313 บริษัท จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่าระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อธิบายได้ว่ายิ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนานเพิ่มขึ้นยิ่งมีอำนาจมากขึ้น อาจทำให้ตัดสินใจไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเพราะมีผลต่อตำแหน่งหน้าที่ถึงแม้โครงการนั้นจะสร้างความมั่งคั่งให้ผู้ถือหุ้น ซึ่งตรงตามทฤษฎีตัวแทน

จากการวิเคราะห์แบบกลุ่มย่อย โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นกลุ่มบริษัทที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันสูงกับระดับต่ำ พบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทในทิศทางเป็นลบทั้งสองกลุ่ม แต่จากการทดสอบตัวแปรกำกับโดยการใช้ปฏิสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน พบว่าปฏิสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยอิทธิพลของระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันทำให้เกิดความสัมพันธ์แบบกลับทิศทางระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

Faculty of Business Administration, Maejo University

E-mail: duangnapa@live.com

ดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท อธิบายได้ว่าระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันทำหน้าที่เป็นตัวกำกับและทำหน้าที่เป็นส่วนหนึ่งของกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่ดีให้กับองค์กร

คำสำคัญ: ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง ความเสี่ยงของบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน

Abstract

The primary objective of this study is to examine the relationship between chief executive officer (CEO) tenure and firm risk. The second objective is to examine the effect of institutional ownership on the relationship between CEO tenure and firm risk. The data were 313 firms which were collected from the stock exchange of Thailand. The result of the study showed that CEO tenure had a significantly negative association with firm risk at a level 0.01. When CEOs have long tenure in a firm, they gain more power. They make a decision to invest in a project that is not too risky because it will affect their position, even though that project can make shareholder maximization. This result is consistent with the Agency theory.

This study was also testing the Sub-group analysis and divided the samples into two groups according to high and low institutional ownership. The result showed that the relationship between CEO tenure and firm risk of each group was still negative. To test the moderation effect, this study used institutional ownership as a moderator, and used the interaction term between CEO tenure and institutional ownership to test in a model. The result showed that the interaction term between CEO tenure and institutional ownership was positively significant to firm risk at a level 0.05. The influence of the institutional ownership creates a reversible relationship between CEO tenure and firm risk. It showed that the institutional ownership acted as a moderator which created a good corporate governance for the organization.

Keywords: CEO Tenure, Firm Risk, Institutional Ownership

บทนำ

ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (Chief Executive Officer: CEO) เป็นบุคคลที่มีอำนาจและความรับผิดชอบสูงสุดในองค์กร เป็นผู้ที่ได้รับมอบอำนาจหน้าที่จากคณะกรรมการของบริษัทให้ทำหน้าที่กำหนดนโยบาย ตัดสินใจ และใช้อำนาจจัดการบริษัท ดังนั้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจึงมีสำคัญที่จะทำให้บริษัทมีกำไรหรือขาดทุน ตลอดจนมีความเจริญก้าวหน้าหรือถดถอย ความอยู่รอดขององค์กรจึงขึ้นอยู่กับ การบริหารงานของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ทั้งนี้ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการนั้นมีหลากหลาย เช่น ประเภทธุรกิจ อายุบริษัท อายุของผู้บริหาร รวมถึงระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง เป็นต้น (Tiwari & Ahamed, 2018)

ในวงการธุรกิจนั้นเต็มไปด้วยการแข่งขัน การถกเถียงแย่งชิงโอกาส การช่วงชิงส่วนแบ่งการตลาด และโอกาสในการลงทุนที่หลากหลาย งานวิจัยเชิงประจักษ์พบว่า ยิ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนาน บริษัทยังมีผลการดำเนินงานดี เช่น งานวิจัยของ Velte (2020)

ทำการศึกษาในเยอรมนี และพบว่า ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งเป็นเวลานานจะมีประสบการณ์ที่มากขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี นอกจากนี้ Saleh, Shurafa, Shukeri, Nour, and Maigosh (2020) ทำการศึกษาในปาเลสไตน์และสรุปว่า ยิ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนานเท่าใด ผลงานของบริษัทก็จะยิ่งดีขึ้นเท่านั้น ทั้งนี้ เพราะประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ทำงานมายาวนาน จะกลายเป็นผู้เชี่ยวชาญในทุกด้านของการดำเนินงานของธุรกิจตลอดจนด้านกลยุทธ์ของบริษัท ในกรณีนี้ Sheikh (2019) อธิบายว่า เมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งที่ยาวนานขึ้นจะเพิ่มความผูกพันในการบริหารจัดการ และกีดกันการเสี่ยงและมีแนวโน้มที่จะลดความเสี่ยงในด้านต่างๆ ดังนั้น การตัดสินใจของผู้บริหารในการลงทุนในโครงการต่างๆ ถือว่าเป็นเรื่องที่สำคัญอย่างยิ่ง ถ้าการลงทุนที่มีความเสี่ยงและมีโอกาสที่จะผิดพลาดจะส่งผลต่อความอยู่รอดขององค์กรและพนักงาน

ตามทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ประธานเจ้าหน้าที่บริหารทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการบริหารงานแทนผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท ขณะที่ผู้ถือหุ้นทำหน้าที่เป็นตัวการที่มอบหมายอำนาจในการบริหารให้กับตัวแทน ดังนั้น การบริหารจะมีปัญหาเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารพยายามที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนเอง หรือใช้ทรัพยากรของบริษัทที่มีอยู่เพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อตนเองแทนที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ งานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตสรุปได้ว่า ผู้บริหารอาจไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนจากการลงทุน (net present value) เป็นบวก (Guay, 1999; Holmstrom, 1979; Schrand & Unal, 1998) และยังพบว่าถ้าบริษัทมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่บริหารกิจการดีจะดำรงตำแหน่งได้ต่อไป แต่ถ้าบริษัทมีผลการดำเนินงานไม่ดีก็จะทำให้มีการเปลี่ยนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ดังนั้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะมีความเสี่ยงด้านการถูกเลิกจ้างได้ถ้าผลการดำเนินงานไม่ดี

ในการนี้ การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเข้ามามีบทบาทต่อองค์กร ซึ่งงานวิจัยก็ยังพบว่าความเสี่ยงของการถูกเลิกจ้างนี้จะลดลงเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งในองค์กรเป็นเวลานานเนื่องจาก 1) ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะตัดสินใจการลงทุนเลือกโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ หรือ 2) ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจในการเลือกคณะกรรมการบริษัทที่มีบทบาทในการประเมินผู้บริหาร (Shleifer & Vishny, 1989) ดังนั้น จากมูลเหตุจูงใจข้างต้น ก่อให้เกิดคำถามการวิจัยคำถามแรก กล่าวคือ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีผลต่อความเสี่ยงของบริษัทหรือไม่

ในปี พ.ศ. 2545 รัฐบาลเห็นถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการและได้กำหนดให้เป็นปีเริ่มต้นในการรณรงค์เรื่องการกำกับดูแลกิจการ และเห็นชอบให้จัดตั้งคณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น และมีการจัดตั้งสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (The Thai Institute of Directors Association: IOD) เมื่อปี พ.ศ. 2542 โดย IOD เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการ และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ทั้งนี้ การที่กรรมการเข้าไปช่วยในการกำกับดูแลกิจการ จะทำให้จะเกิดความมั่นใจและไว้วางใจต่อผู้ถือหุ้นว่าผู้บริหารทำงานเพื่อองค์กรโดยการเพิ่มความมั่งคั่งให้กิจการ และในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการ

ที่ดี คณะกรรมการจะทำหน้าที่ได้เต็มที่เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีจึงเป็นกลไกที่สำคัญในการควบคุมภายใน

นอกจากนี้ โครงสร้างของผู้ถือหุ้นในกิจการถือว่ามีผลสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วย ทั้งนี้ เพราะผู้ถือหุ้นสามารถทำหน้าที่กำกับดูแลกิจการได้เช่นกัน งานวิจัยที่ผ่านมาศึกษาพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีต่อผลการดำเนินงาน (Chen, 2015; Suwan, 2019) โดยผู้ถือหุ้นในบริษัทแบ่งเป็นประเภทหลักๆ ได้แก่ ผู้ถือหุ้นรายย่อยและผู้ถือหุ้นสถาบัน นอกจากนี้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามาลงทุนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์ฯ ยังสนับสนุนให้นักลงทุนสถาบันเข้ามามีบทบาทมากขึ้นด้วยโดยเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในบริษัทจดทะเบียน ดังนั้น นักลงทุนภายนอกประเภทนักลงทุนสถาบันถือเป็นกลุ่มของผู้ลงทุนที่มีความสำคัญกลุ่มหนึ่ง เนื่องจากมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแลกิจการ และสามารถใช้อำนาจในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ (Shleifer & Vishny, 1989) ดังนั้น ในงานวิจัยนี้จึงมีคำถามที่สองดังนี้คือ ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทหรือไม่

จากการทบทวนวรรณกรรม จึงกำหนดวัตถุประสงค์ของการวิจัยดังนี้ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท และ 2) เพื่อศึกษาผลกระทบจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

บททบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) กล่าวว่า เจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานได้เองจึงต้องให้บุคคลอื่นเข้ามาบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน (principal-agent) โดยตัวการ (principal) คือ เจ้าของกิจการที่มอบอำนาจในการบริหารให้ตัวแทน และตัวแทน (agent) คือ ผู้บริหารที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน โดยได้รับค่าตอบแทนจากการบริหาร Jensen and Meckling (1976) ให้ข้อสรุปเรื่องปัญหาตัวแทน (principal-agent problem) หรือ

เรียกว่า agency problem หรือ moral hazard ดังนี้ ต้นทุนของตัวแทนเกิดจากการที่บริษัทมีความเป็นเจ้าของ (ตัวการ) และพนักงาน (ตัวแทน) แยกจากกัน ซึ่งหมายความว่าบริษัทนั้นไม่ได้ดำเนินการโดยเจ้าของเอง (ตัวการ) แต่กลับให้พนักงานที่ได้รับการว่าจ้าง เช่น ผู้จัดการและรองผู้จัดการต่างๆ ดำเนินกิจการแทน ดังนั้น พนักงาน (ตัวแทน) จะใช้จ่ายทรัพยากรของบริษัท และไม่บริหารหรือจัดการเพื่อเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น แต่จะพยายามเพิ่มความมั่งคั่งให้ตนเอง เป็นการไม่สมมูลของอรรถประโยชน์ ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด ปัญหานี้เรียกว่าปัญหาตัวแทน

ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง

ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง ยิ่งนานยิ่งทำให้การเปลี่ยนประธานเจ้าหน้าที่บริหารคนใหม่เป็นเรื่องยากมากขึ้น ถึงแม้ว่าการดำเนินงานจะไม่เพิ่มมูลค่าของบริษัท Shleifer and Vishny (1989) แนะนำว่าความเสี่ยงของการสิ้นสุดจากการดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะลดลงถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งยาวนานเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ เพราะประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจเพิ่มขึ้นจากทางเลือกในการลงทุนต่างๆ และการเลือกกรรมการเข้ามาเป็นคณะกรรมการของบริษัท Shleifer and Vishny (1989) สรุปว่า ถ้าการลงทุนใดก่อให้เกิดประโยชน์ส่วนตัวจากโครงการลงทุนของบริษัท ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะเลือกการลงทุนนั้น ถึงแม้ว่าโครงการลงทุนอาจจะเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทหรือไม่ก็ตาม ประธานเจ้าหน้าที่บริหารในฐานะพนักงานบริษัท จะพยายามทำให้ตนมีคุณค่าและลดความน่าจะเป็นในการจะถูกแทนที่

นักลงทุนสถาบัน

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ให้ความหมายว่า “นักลงทุนสถาบัน” หมายถึง ผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่จองซื้อหุ้นสามัญผ่านผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายตามที่ระบุไว้ ที่มีลักษณะใดลักษณะหนึ่งตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 17/2551 เรื่อง การกำหนดบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission, 2008) และตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 9/2555 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่

(Securities and Exchange Commission, 2012) ทั้งนี้ งานวิจัยในอดีตสนับสนุนว่า การออกเสียงในมติที่ประชุมของนักลงทุนสถาบัน การรับรู้ข้อมูลต่างๆ ของบริษัท และการเข้าตรวจสอบข้อมูลบริษัท ทำให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ นำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับผู้ถือหุ้น โดย Almazan, Hartzell, and Starks (2005) กล่าวว่า การตรวจสอบโดยนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกการกำกับดูแลที่สำคัญสำหรับการบริหารจัดการองค์กร และมีหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันว่านักลงทุนสถาบันสามารถรับรู้ข้อมูลภายในและมีต้นทุนที่น้อยกว่านักลงทุนรายย่อย ในการนี้ การตรวจสอบของนักลงทุนสถาบันช่วยสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการได้ โดยการลดแนวโน้มที่ผู้บริหารจะดำเนินกิจการโดยมุ่งเน้นประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก

งานวิจัยเชิงประจักษ์ของ Beatty and Zajac (1994), Das and Teng (2001), และ Hambrick, Cho, and Chen (1996) พบว่า พฤติกรรมด้านความเสี่ยงของผู้บริหารมีผลต่อการตัดสินใจเลือกโครงการลงทุน ทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (principal-agent problem) ซึ่งเป็นปัญหาที่เกิดจากการที่เจ้าของกิจการ (ตัวการ) เป็นประเภทนักลงทุนที่ไม่สนใจความเสี่ยง (risk-neutral investor) แสดงว่าทุกระดับของผลตอบแทนเพิ่มขึ้นนั้น นักลงทุนต้องการอรรถประโยชน์ที่ได้รับเพิ่มมากขึ้นในอัตราที่คงที่ นั่นคือ ต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงที่สุดก็ต่อเมื่อการลงทุนนั้นมีความเสี่ยงที่ยอมรับได้ แต่ในทางตรงกันข้ามประธานเจ้าหน้าที่บริหารซึ่งเป็นพนักงานบริษัท (ตัวแทน) ที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหาร มีบุคลิกภาพโดยรวมแบบไม่ชอบความเสี่ยง (risk averse) เพราะหากมีการบริหารผิดพลาดก็จะทำให้พ้นจากตำแหน่งได้ง่าย

งานวิจัยของ Baysinger and Hoskisson (1990) อธิบายว่าถ้าบริษัทมีโอกาสในการลงทุนที่ดีและสามารถสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นได้ ผู้ถือหุ้นย่อมต้องการผลตอบแทนเช่นนั้น ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะมีความเสี่ยงสูง แต่ผู้บริหารสูงสุดก็จะลังเลในการลงทุนที่มีความเสี่ยงเนื่องจากผลตอบแทนที่ได้รับเป็นค่าจางนั้นจำกัด ไม่คุ้มกับความเสี่ยงถ้าโครงการล้มเหลว หรือบริษัทล้มละลาย เพราะจะส่งผลต่อการถูกเลิกจ้าง ในการนี้ Baysinger, Kosnik, and Turk (1991) เสนอแนะให้ผู้บริหารพยายามลดค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาเพราะเป็นค่าใช้จ่ายที่ต้องบันทึกในปัจจุบัน แต่การรับรู้กำไรเป็นไปในระยะยาว ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทนว่าเกิดความขัดแย้งระหว่าง

ผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทน ทั้งนี้ ผู้บริหารให้ความสำคัญกับความมั่นคงในอาชีพการงานมากกว่าการสร้างผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้น การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งเป็นระยะเวลานานย่อมมีอำนาจมากในการตัดสินใจ และถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารเลือกที่จะสร้างผลประโยชน์ให้ตนเอง ก็จะเลือกที่จะไม่ลงทุนในโครงการที่เสี่ยงสูง ถึงแม้ว่าจะมีผลตอบแทนที่สูงไปด้วย

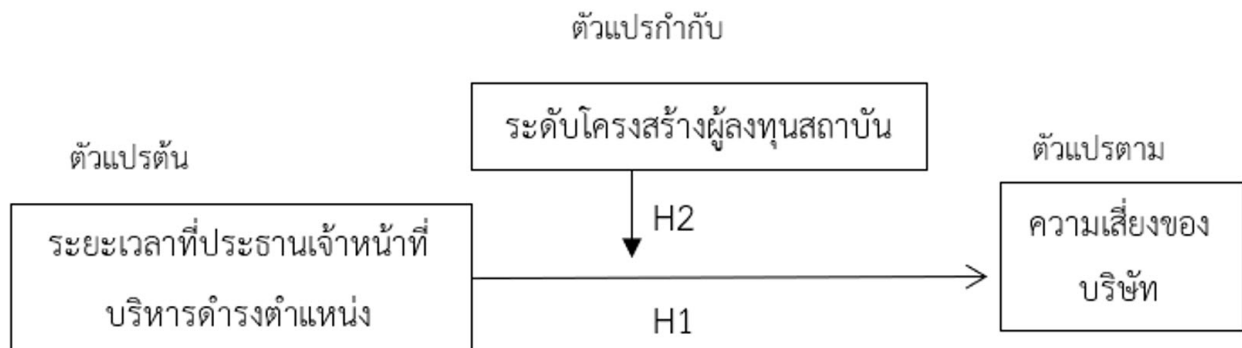
งานวิจัยของ Wahal and McConnell (2000) แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทต่อการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา ซึ่งเป็นกิจกรรมที่สร้างมูลค่าในระยะยาวให้กับกิจการ งานวิจัยแสดงให้เห็นทราบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่อค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของกิจการ นอกจากนี้มีงานวิจัยอีกหลายชิ้นที่สนับสนุนว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นกลไกที่ช่วยลดต้นทุนตัวแทนได้ (agency cost) และส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

งานวิจัยของ Coles, Daniel, and Naveen (2006) และ Meijer (2017) พบว่าระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่

บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับความเสี่ยงของบริษัท Grimm and Smith (1991) และ Hambrick et al. (1996) พบว่า มีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์ของบริษัทน้อยลงเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งยาวนานขึ้น ทั้งนี้ เพราะประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีแนวคิดที่ไม่ชอบความเสี่ยงมากขึ้นในการจัดการเชิงกลยุทธ์ของบริษัท ในทางตรงกันข้าม Chen and Zheng (2014) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งและความเสี่ยงของบริษัท โดยอธิบายได้ว่า เมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารคลายความกังวลเกี่ยวกับตำแหน่งตน ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะมีแรงจูงใจที่จะยอมรับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยนี้จึงได้กำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัยในครั้งนี้อย่างต่อไปนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 (H1): ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท

สมมติฐานที่ 2 (H2): ระดับโครงสร้างผู้ลงทุนสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

สำหรับงานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ แบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (multiple regression analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐาน และได้กำหนดรูปแบบการจำลองไว้ ดังนี้

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 INDDummy_{it} + \beta_7 YearDummy_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 Tenure_{it} * IO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MBV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 INDDummy_{it} + \beta_9 YearDummy_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (CEO Tenure: Tenure) วัดจากรยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง คิดเป็นจำนวนปีที่มารับตำแหน่ง (Guo, Jalal, & Khaksari, 2015; Meijer, 2017)

ตัวแปรตาม ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) คำนวณได้จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Standard Deviation: S.D.) ของผลการดำเนินงานจากการลงทุน (Return On Assets: ROA) (Kim & Buchanan, 2008)

ตัวแปรกำกับ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (Institutional Ownership: IO) วัดจากร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน ระดับมากกว่าค่ากึ่งกลางของข้อมูลทั้งหมดแทนด้วยค่าเลข 1 ระดับน้อยกว่าค่ากึ่งกลางของข้อมูลทั้งหมด (ค่ามัธยฐาน) แทนด้วยค่าเลข 0

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (Return on Assets: ROA) คำนวณได้จากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-Book: MBV) คำนวณได้จาก มูลค่าตลาดหารด้วยมูลค่าตามบัญชี ขนาดของกิจการ (Size) วัดจากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Capitalization) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt-to-Total Assets: Debt) คำนวณได้จากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม (Berger, Ofek, & Yermack, 1997) โดย

INDDummy เป็นตัวแปรหุ่นประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม และ YearDummy เป็นตัวแปรหุ่นข้อมูลรายปีของบริษัท

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากการสุ่มแบบเจาะจง (purposive sampling) ข้อมูลที่ใช้เป็นแบบข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จำนวน 313 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2560 รวมเป็น 1,564 ตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์ทางสถิติ การรวบรวมข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ และสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัท (แบบ 56-1) และรวบรวมข้อมูลผลการดำเนินงานและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ จากฐานข้อมูลของบลูมเบิร์ก (Bloomberg) และ SET market analysis and reporting tool (SETSMART)

งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมแบบทุติยภูมิ เป็นแบบข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (cross-sectional data) และนำมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกัน โดยการวิเคราะห์การถดถอยแบบ OLS (Ordinary Least Square) และทำการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานของงานวิจัยนี้โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (regression analysis) รวมทั้งวิเคราะห์การทดสอบอิทธิพลของตัวแปรกำกับ (moderator effect) โดยการคูณระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรกำกับ (interaction terms) จากสมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)
Tenure (ปี)	1,564	0.03	40.13	11.93	11.10	8.181
Risk (ร้อยละ)	1,564	0.04	43.94	5.51	4.07	5.481
ROA (ร้อยละ)	1,564	-57.03	60.17	4.70	4.39	9.466
MBV (เท่า)	1,564	-16.18	42.07	2.53	1.73	2.892
Size (ค่าลอการิทึม)	1,564	7.52	19.24	12.00	11.67	2.235
Debt (เท่า)	1,564	0.00	85.80	23.09	19.62	20.776
IO (ร้อยละ)	1,564	0.00	96.83	17.91	10.11	20.735

หมายเหตุ Tenure คือ จำนวนปีที่มารับตำแหน่ง; Risk คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์; ROA คือ กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม; MBV คือ มูลค่าตลาด/มูลค่าตามบัญชี; Size คือ ค่าลอการิทึมของมูลค่าทางตลาดของบริษัท; Debt คือ หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม; IO คือ ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร โดยแสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแต่ละตัว ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 11.93 ปี ค่าสูงสุดเท่ากับ 40.13 ปี และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.03 ปี ตัวแปรตาม ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk)

มีค่าเฉลี่ย เท่ากับร้อยละ 5.51 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 43.94 และค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0.04 ตัวแปรกำกับ ได้แก่ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับร้อยละ 17.91 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 96.83 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00

ตารางที่ 2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

ตัวแปร	Risk	Tenure	ROA	MBV	Size	Debt	IO
ความเสี่ยงของบริษัท (Risk)	1						
ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure)	-0.349**	1					
ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA)	-0.110**	0.107**	1				
มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV)	0.109**	-0.047	0.344**	1			
ขนาดของกิจการ (Size)	-0.124**	0.003	0.291**	0.336**	1		
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt)	-0.167**	0.036	-0.226**	-0.004	0.146**	1	
โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (IO)	-0.215**	-0.023	0.099**	0.045	0.404**	0.106**	1

หมายเหตุ ** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01

ผลจากตารางที่ 2 แสดงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างตัวแปร 2 ตัว เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ พบว่า ระดับของความสัมพันธ์ไม่สูงมากนัก โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรทุกคู่มีค่าน้อยกว่า 0.70 แสดงให้เห็นว่า ในเบื้องต้นไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของตัวแปร (multicollinearity) นอกจากนี้ ผลของความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของบริษัท

(Risk) กับตัวแปรอื่นๆ พบว่า ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มีความสัมพันธ์ทางลบกับระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt) และโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis)

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 INDDummy_{it} + \beta_7 YearDummy_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

ตัวแปร	ค่า Beta	ค่า t-value	ค่า VIF
Intercept		2.145	
ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (tenure)	-0.307**	-13.324	1.035
ROA	-0.140**	-5.369	1.336
MBV	0.164**	6.461	1.265
Size	-0.124**	-4.919	1.245
Debt	-0.172**	-7.205	1.120
ตัวแปรหุ่นประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม (industry dummies)	Yes		
ตัวแปรหุ่นข้อมูลรายปีของบริษัท (year dummies)	Yes		
Adjust R ²	0.201		
Durbin-Watson	1.988		
N	1,564		

หมายเหตุ ** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทตามแบบจำลองที่ 1 ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 (H1) พบว่า ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่า ยิ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนาน ก็ยิ่งไม่ชอบการลงทุนที่มีความเสี่ยงสำหรับ

ตัวแปรควบคุมได้ มีการควบคุมประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมและข้อมูลรายปีของบริษัทในสมการ และผลของตัวแปรควบคุมอื่นๆ พบว่า ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt) ก็มีความสัมพันธ์ทางลบกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 4 ค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อยของแบบจำลอง

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DEBT_{it} + \beta_6 INDDummy_{it} + \beta_7 YearDummy_{it} + \epsilon_{it}$$

ตัวแปร	กลุ่มที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันต่ำ			กลุ่มที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันสูง		
	Beta	t-value	VIF	Beta	t-value	VIF
ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (tenure)	-0.332**	-11.527	1.043	-0.283**	-7.179	1.074
Number of samples	1,005			559		
R ²	0.192			0.190		
Adjust R ²	0.186			0.202		

หมายเหตุ ** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์กลุ่มย่อยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท โดยแบ่งเป็น 2 กลุ่มย่อย คือ 1) กลุ่มที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันต่ำ และ 2) กลุ่มที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันสูง ผลการทดสอบทั้งสองกลุ่มพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท โดยในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุน

สถาบันต่ำ พบว่า ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัทสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันสูง กล่าวคือ ในกลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันต่ำและประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนานขึ้น อาจทำให้ตัดสินใจไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมากกว่าในกลุ่มที่มีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันสูง

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (multiple regression analysis)

โมเดลที่ 2 แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับ: IO

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 Tenure_{it} * IO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MBV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 DEBT_{it} + \beta_8 INDDummy_{it} + \beta_9 YearDummy_{it} + \epsilon_{it}$$

ตัวแปรอิสระ	โมเดลที่ 1		โมเดลที่ 2	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Tenure	-0.320**	-13.82	-0.367**	-12.687
IO			-0.257**	-6.547
Tenure*IO			0.119*	2.805
R ²	0.204		0.232	
Adjust R ²	0.201		0.228	
Durbin-Watson	1.988		1.975	
N	1,564		1,564	

หมายเหตุ ** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01 * แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.05

ผลจากตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) กับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ตามแบบจำลองที่ 2 เพื่อทดสอบตามสมมติฐานที่ 2 (H2) พบว่า อิทธิพลร่วมระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) กับระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.119 สามารถอธิบายได้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ เพราะอิทธิพลร่วมระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) กับระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง

ส่งผลให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) กับความเสี่ยงของบริษัทกลับทิศทางมาเป็นบวก

อภิปรายผล

ผลการวิจัยแบ่งเป็น 2 ส่วน โดยผลการวิจัยส่วนแรกพบว่า ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับความเสี่ยงของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Coles et al. (2006) และ Meijer (2017) และสามารถอภิปรายได้ว่า ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งยาวนาน จะคำนึงถึงต้นทุนมนุษย์ (human capital) ซึ่งทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (agency problem) ตรงตามทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976) สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา

ของ Coles et al. (2006), Grimm and Smith (1991), Hambrick et al. (1996), และ Meijer (2017) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท นอกจากนี้ Grimm and Smith (1991) และ Hambrick et al. (1996) อธิบายความสัมพันธ์นี้ว่า เมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีการดำรงตำแหน่งยาวนานขึ้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะไม่ชอบความเสี่ยงและจะดำเนินงานที่มีแนวโน้มนการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์

ผลการวิจัยส่วนที่ 2 พบว่า ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท โดยอิทธิพลร่วมระหว่างระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันกับระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับความเสี่ยงของบริษัท โดยสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงแบบกลับทิศทางนี้ได้ว่า ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันทำหน้าที่เป็นตัวแทนกำกับของความสัมพัทธ์นี้ และนักลงทุนสถาบันทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทั้งนี้ การตรวจสอบดูแลการดำเนินงานโดยนักลงทุนสถาบัน มีผลทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งเป็นระยะเวลานานต้องคำนึงถึงการลงทุนโครงการที่ให้ผลตอบแทนที่ดีต่อกิจการ

ผลการวิจัยที่ได้รับยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Almazan et al. (2005), Cremers and Nair (2005), และ Hartzell and Starks (2003) ที่อธิบายว่า นักลงทุนสถาบันเป็นกลไกการกำกับดูแลที่สำคัญสำหรับการบริหารจัดการองค์กร โดยนักลงทุนสถาบันสามารถตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทและสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ง่ายกว่านักลงทุนรายย่อย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับผลการวิจัย

การที่นักลงทุนรายย่อยเข้าถึงข้อมูลได้น้อยกว่านักลงทุนสถาบันส่งผลต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับ ดังนั้น ผลจากการวิจัยนี้สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการวางแผนตัดสินใจลงทุนในบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยใช้ข้อมูลนี้ประกอบกับการพิจารณาเลือกบริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งเป็นระยะเวลานานและสามารถตรวจสอบสัดส่วนนักลงทุนสถาบันเพื่อประกอบการตัดสินใจ นอกจากนี้ ผลการวิจัยนี้ก่อให้เกิดประโยชน์แก่หน่วยงานกำกับดูแลในการกำหนดนโยบายที่เหมาะสมและปรับปรุงบทบาทและคุณภาพของคุณลักษณะของ

ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และสามารถนำข้อมูลไปใช้ร่วมกับการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ข้อเสนอแนะ

การศึกษาครั้งนี้วัดผลระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน โดยไม่ได้แยกประเภทต่างๆ ของนักลงทุนสถาบัน ทั้งนี้ นักลงทุนสถาบันนั้นมีหลายประเภท เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต กองทุนรวม และผู้ประกอบการธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้า เป็นต้น แต่ละประเภทมีกฎหมายกำกับ และมีข้อจำกัดหรือต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลแตกต่างกัน โดยประเภทของนักลงทุนสถาบันนี้อาจส่งผลให้การทำหน้าที่ตรวจสอบบริษัทได้แตกต่างกัน หรืออาจมีนักลงทุนบางประเภทที่ทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการได้ดีกว่าบางประเภท ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งต่อไป หากสามารถแยกแยะประเภทนักลงทุนตามจำนวนเงินที่ลงทุน หรือแยกตามประเภทกฎหมายที่บังคับ เพื่อใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท จะทำให้นักลงทุนสามารถนำไปวิเคราะห์และวางแผนในการลงทุนได้

References

- Almazan, A., Hartzell, J., & Starks, L. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial Management*, 34(4), 5-34.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., & Turk, T. A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34(1), 205-214.

- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 313-335.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- Chen, D., & Zheng, Y. (2014). CEO tenure and risk-taking. *Global Business and Finance Review*, 19(1), 1-27.
- Chen, T. (2015). Institutions, board structure, and corporate performance: Evidence from Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32(c), 217-237.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.
- Cremers, K. J. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Das, T. K., & Teng, B. S. (2001). Strategic risk behavior and its temporalities: Between risk propensity and decision context. *Journal of Management Studies*, 38(4), 515-534.
- Grimm, C., & Smith, K. (1991). Management and organizational change: A note on the railroad industry. *Strategic Management Journal*, 12(7), 557-562.
- Guay, W. R. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: An analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 43-71.
- Guo, L., Jalal, A., & Khaksari, S. (2015). Bank executive compensation structure, risk taking and the financial crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(3), 609-639.
- Hambrick, D. C., Cho, T. S., & Chen, M. J. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms 'competitive moves'. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659-684.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351-2374.
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- 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.
- Kim, K. H., & Buchanan, R. (2008). CEO duality leadership and firm risk-taking propensity. *Journal of Applied Business Research*, 24(1), 27-41.
- Meijer, M. (2017). CEO compensation and risk-taking: Evidence from the US banking industry (Master dissertation, Tilburg University). Retrieved June 14, 2019, from <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:cDdVkr8FytsJ:arno.uvt.nl/show.cgi%3Ffid%3D145043+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=th>
- Saleh, M. W. A., Shurafa, R., Shukeri, S. N., Nour, A. I., & Maigosh, Z. S. (2020). The effect of board multiple directorships and CEO characteristics on firm performance: Evidence from Palestine. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 637-654.

- Schrand, C. M., & Unal, H. (1998). Hedging and coordinated risk management: Evidence from thrift conversions. *The Journal of Finance*, 53(3), 979-1013.
- Securities and Exchange Commission. (2008). Kot.sipchet/songphanharojhasip'et Kan kamnot bot niyam nai prakat kieokap kan'ok lae sanoe khai laksap. [KJ. 17/2551 Definitions in announcements about securities issuance and offering]. Retrieved December 18, 2019, from <https://law.sec.or.th/content/91>
- Securities and Exchange Commission. (2012). Kot.kao/songphanharojhasiphakan kamnot bot niyam phu longthun sathaban lae phu longthun rai yai. [KJ. 9/2555 Definition of institutional investors and high net-worth investors]. Retrieved December 18, 2019, from <https://publish.sec.or.th/nrs/5856s.pdf>
- Sheikh, S. (2019). CEO inside debt, market competition and corporate risk taking. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 636-657.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Suwan, S. (2019). *Kan kam kap dulae kit chakan thi di lae satsuan khong phuthun nak longthun sathaban thi mi to phonlaka rodam naen ngan khong borisat chotthabian nai Talat Laksap haeng Prathet Thai* [Good corporate governance and the proportion of shareholders, institutional investors on the performance of the listed companies on the stock exchange of Thailand] (Independent study, Sripatum University). Retrieved November 18, 2020, from <http://dspace.spu.ac.th/handle/123456789/7112>
- Tiwari, A. K., & Ahamed, N. (2018). Executive tenure and firm performance: An empirical examination of Indian corporate landscape. *Advances in Decision Sciences*, 22(1), 321-350.
- Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? *Management Research Review*, 43(5), 497-520.
- Wahal, S., & McConnell, J. J. (2000). Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 307-329.