



รายงานผลการวิจัย

เรื่อง ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธาน
เจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

The Effect of Institutional Ownership on the CEO Tenure-Firm Risk Relationship

ได้รับการจัดสรรงบประมาณวิจัย จากงบประมาณเงินรายได้ คณะบริหารธุรกิจ ประจำปี 2562

จำนวน 5,000 บาท

หัวหน้าโครงการ ดวงนภา สุขะหุต

งานวิจัยเสร็จสมบูรณ์

..30../.8../.2562....

คำนิยม

โครงการวิจัยเรื่อง ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท (The Effect of Institutional Ownership on the CEO Tenure-Firm Risk Relationship) ได้สำเร็จลุล่วง โดยได้รับทุนอุดหนุนการวิจัย จากคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้ ประจำปีงบประมาณ 2561 ผู้วิจัยขอขอบคุณคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้ ที่อนุเคราะห์เรื่องสถานที่และอุปกรณ์เพื่อให้การดำเนินงานวิจัยเสร็จสมบูรณ์

ดวงนภา สุขะหุต

ผู้วิจัย

สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยแม่โจ้	
B : 362513	เลขเรียกหนังสือ
I : - 9 พ.ย. 2563	
วันที่	

สารบัญ

	หน้า
สารบัญตาราง	ก
สารบัญภาพ	ง
บทคัดย่อ	1
Abstract	3
บทที่ 1 บทนำ	4
ความสำคัญของปัญหา	4
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	6
ขอบเขตของการวิจัย	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	7
นิยามศัพท์	7
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	8
แนวคิดและทฤษฎี	8
ทฤษฎีตัวแทน	8
สมมุติฐานการตรวจสอบ	9
ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง	10
นักลงทุนสถาบัน	11
ตัวแปรกำกับ	13
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	14
กรอบแนวคิดของการวิจัย	16
สมมุติฐานการวิจัย	16
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	17
ประชากร	17
กลุ่มตัวอย่าง	17
วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	17
การวิเคราะห์ข้อมูล	17
บทที่ 4 ผลการวิจัย	20
การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	20
แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร	21
แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	22

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสียหายของบริษัท	
โมเดลที่ 2 แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับ : ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัท	23
การวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Subgroup Analysis) ของแบบจำลอง	24
โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสียหายของบริษัท	
บทที่ 5 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	26
สรุปและอภิปรายผลการวิจัย	26
ข้อเสนอแนะ	27
ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป	27
เอกสารอ้างอิง	28

สารบัญตาราง

	หน้า	
ตารางที่ 1	แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	19
ตารางที่ 2	การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)	20
ตารางที่ 3	แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร	21
ตารางที่ 4	แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของแบบจำลอง โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท	22
ตารางที่ 5	แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ของแบบจำลอง โมเดลที่ 2 แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับ : ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท	23
ตารางที่ 6	ค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Subgroup Analysis) ของแบบจำลอง โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท	24

สารบัญภาพ

ภาพที่ 1	โมเดลตัวแปรกำกับ	หน้า 13
ภาพที่ 2	กรอบแนวคิดงานวิจัย	16



ผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่
ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

The Effect of Institutional Ownership on the CEO Tenure-Firm Risk Relationship

ดวงนภา สุขะหุต

Duangnapa Sukhahuta

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้ จ.เชียงใหม่ 50290

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีต่อ
ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
ระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึงปี พ.ศ. 2560 งานวิจัยนี้ ใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ในการศึกษา
ความสัมพันธ์ทางตรงระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน และศึกษาอิทธิพลของ
โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันซึ่งเป็นตัวแปรกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธาน
เจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทของบริษัท

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับ
ความเสี่ยงของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง
ความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01
ผลงานวิจัยนี้สามารถอธิบายความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรง
ตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ได้ว่ายิ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนานเพิ่มขึ้น ยังมี
อำนาจมากขึ้น จึงไม่ยอมออกจากงาน จึงทำให้ตัดสินใจไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง
ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน

ส่วนการทดสอบตัวแปรกำกับ โดยศึกษาตัวแปรที่มีอิทธิพลปฏิสัมพันธ์ร่วมกับตัวแปร
อิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตามนั้น งานวิจัยนี้ใช้ปฏิสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างระยะเวลาที่
ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อความเสี่ยงของ

บริษัท ผลจากการวิจัยพบว่าการใช้ปฏิสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับระดับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันส่งผลต่อความเสี่ยงของบริษัท เป็นความสัมพันธ์ในเชิงลบ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน ไม่มีผลทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทเปลี่ยนแปลง

จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์แบบ Sub-group analysis โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่มคือกลุ่มบริษัทที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันสูงกับกลุ่มบริษัทที่มีระดับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันต่ำ ผลการศึกษาระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ทั้งกลุ่มบริษัทที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันสูงและต่ำ พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ผลจากงานวิจัยนี้สามารถอธิบายได้ว่าทั้งสองกลุ่มของบริษัทที่มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันสูงและต่ำ ความสัมพันธ์ ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ไม่แตกต่างกัน สรุปได้ว่า ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน ไม่ได้ทำหน้าที่เป็นตัวกำกับ

คำสำคัญ: ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง/ความเสี่ยงของบริษัท/โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน

Abstract

The purpose of this study is to study the effect of institutional ownership on the CEO tenure-firm risk relationship. This study uses samples from Thai companies listed on the stock exchange of Thailand (SET) and Market for Alternative Investment (mai). The data covers the period of 2013 to 2017. Multiple regression analysis is used to test our hypothesis. The primary objective of this study is to examine the relationship between CEO tenure and firm risk. The second objective of this study is to examine the effect of institutional ownership on the relationship between CEO tenure and firm risk.

The result of the study show that CEO tenure has significantly positive association with firm risk. This result can be explained by the Agency theory. When CEOs have long tenure in a firm, they gain more power and they do not want to lose their job. Thus, they make a decision to invest in a project that not too risky. Even though that project can make shareholder maximization.

To test the moderation effect, this study uses the institutional ownership as a moderator. The result shows that the relationship between CEO tenure and firm risk is still negative. The regression equation shows that the coefficient of CEO tenure is not much change. Also the relationship between CEO tenure and firm risk is not reverse.

This study is also testing the Sub-group analysis. This study divides the samples into two groups according to high and low the institutional ownership. The result shows that the relationship between CEO tenure and firm risk of each group is still negative. Thus, it can be concluded that the institutional ownership is not a moderator.

Keywords: CEO tenure / Firm risk/ Institutional ownership

บทที่ 1 บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งในองค์กรเป็นเวลานานนั้น มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท การลงทุนในโครงการต่าง ๆ นั้นมีความเสี่ยง ซึ่งความเสี่ยงของบริษัทนั้น มีผลต่อผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน ประธานเจ้าหน้าที่สูงสุดถือเป็นพนักงานระดับบริหารที่มีความสำคัญต่อองค์กรเป็นอย่างยิ่ง ตามทฤษฎีตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976) ประธานเจ้าหน้าที่บริหารซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทน เนื่องจากเป็นผู้บริหารงานแทนผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท ซึ่งตามทฤษฎีตัวแทนนั้น ผู้ถือหุ้นทำหน้าที่เป็นตัวแทนที่มอบหมายอำนาจในการบริหารให้กับตัวแทน ประธานเจ้าหน้าที่บริหารทำหน้าที่เป็นบุคคลที่มีอำนาจในการบริหารสูงสุดในกิจการ และเป็นบุคคลที่สามารถเลือกใช้ได้ทรัพยากรของบริษัทที่มีอยู่เพื่อก่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุด ตามทฤษฎีตัวแทนประธานเจ้าหน้าที่บริหารคือตัวแทนของผู้ถือหุ้นจึงไม่ใช่เจ้าของกิจการ ดังนั้นประธานเจ้าหน้าที่บริหารพยายามที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าของกิจการก็จะใช้ทรัพยากรของบริษัทที่มีอยู่ก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อตนเองแทนที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น งานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตสรุปได้ว่าผู้บริหารอาจไม่เลือกลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ถึงแม้ว่าโครงการนั้น จะให้ผลตอบแทนจากการลงทุน (Net present value) ที่เป็นบวก (Holmstrom, 1979; Mirrlees, 1976; Holmstrom and Milgrom, 1987; Schrand and Unal, 1998; Guay, 1999). งานวิจัยที่ผ่านมาพบว่านอกจากผลการดำเนินงานจะมีผลต่อระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของประธานเจ้าหน้าที่บริหารแล้ว การกำกับดูแลกิจการก็มีส่วนสำคัญอย่างยิ่ง ถ้าบริษัทมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่ดีแล้ว ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่บริหารกิจการดีจะดำรงตำแหน่งได้ต่อไป ส่วนถ้าบริษัทมีผลการดำเนินงานไม่ดีก็จะทำให้มีการเปลี่ยนประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ดังนั้นประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะมีความเสี่ยงด้านการถูกเลิกจ้างได้ ซึ่งงานวิจัยก็ยังพบว่าความเสี่ยงของการถูกเลิกจ้างนี้จะลดลงเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งในองค์กรเป็นเวลานาน ทำให้มีอำนาจมากและมีอำนาจในการตัดสินใจการลงทุนเลือกโครงการที่เสี่ยงน้อย หรือมีอำนาจในการเลือกคณะกรรมการบริษัทได้ (Shleifer and Vishny, 1989) ดังนั้นจากมูลเหตุจูงใจข้างต้น ก่อให้เกิดคำถามการวิจัยคำถามแรกดังนี้ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีผลต่อความเสี่ยงของบริษัทหรือไม่

ในปี พ.ศ.2545 รัฐบาลเห็นถึงความสำคัญและได้กำหนดให้เป็นปีเริ่มต้น ในการรณรงค์เรื่อง การกำกับดูแลกิจการ และเห็นชอบให้จัดตั้ง คณะกรรมการบรรษัทภิบาลแห่งชาติขึ้น ทั้งนี้ รัฐบาล ได้รับความร่วมมือจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและหน่วยงานอื่นๆ จึงมีการจัดตั้งศูนย์ พัฒนาการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนขึ้นในปี พ.ศ.2545 และมีการจัดตั้งสมาคมส่งเสริม สถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เมื่อปี พ.ศ.2542 IOD นี้ซึ่งเป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญเพื่อ พัฒนาคือความเป็นมืออาชีพของกรรมการ และส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ประชาชนภาคประชาชนจำนวนมากซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถเข้าร่วมบริหารจัดการ บริษัทได้อย่างใกล้ชิด จึงต้องแต่งตั้งบุคคลที่ไว้วางใจให้เป็นกรรมการเพื่อเข้าไปควบคุมดูแล ผู้บริหารบริษัท การที่กรรมการเข้าไปช่วยในการกำกับดูแลกิจการจะทำให้เกิดความมั่นใจและ ไว้วางใจต่อผู้ถือหุ้นว่าผู้บริหารสามารถเพิ่มความมั่นคงให้กิจการได้ บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการ ที่ดี เช่นการมีคณะกรรมการทำหน้าที่ได้เต็มที่และรักษาผลประโยชน์ของบริษัท และผู้ถือหุ้นอย่าง เต็มที่ และเป็นกลไกสำคัญในการควบคุมภายใน นอกจากนี้โครงสร้างของผู้ถือหุ้นในกิจการถือว่ามี ความสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการเป็นอย่างยิ่ง งานวิจัยที่ผ่านมาทำการศึกษาผลกระทบ ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงาน (Chen, 2015) ซึ่งผู้ถือหุ้นในบริษัทแบ่งเป็นประเภท หลักๆ ได้แก่ ผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้ถือหุ้นสถาบัน งานวิจัยของ นริสา เยาวลักษณ์และ ศิลพร ศรีจัน เพชร, 2558 กล่าวว่า นอกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะส่งเสริมให้นักลงทุนรายย่อยเข้ามา ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว ยังทำการสนับสนุนให้นักลงทุนสถาบันที่จะเข้ามี บทบาทมากขึ้นด้วย โดยเพิ่มการลงทุนร้อยละ 50 ภายในปี 2562 นักลงทุนภายนอกประเภทนัก ลงทุนสถาบันถือเป็นกลุ่มของผู้ลงทุนที่มีความสำคัญกลุ่มหนึ่ง เนื่องจากมีอิทธิพลต่อการกำกับดูแล กิจการ ก็สามารถใช้อำนาจในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของผู้บริหาร อาจส่งผลให้เกิดการสร้าง มูลค่าเพิ่มแก่กิจการ (Shleifer & Vishny, 1986) งานวิจัยที่ผ่านมาสรุปว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถลดบทบาทของ ดันทุนตัวแทนได้ (วรกมล เกษมทรัพย์ 2553) ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงมีคำถาม ที่สองดังนี้ ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่ บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัทหรือไม่

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท
2. เพื่อศึกษาถึงผลกระทบจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2556-2560 โดยกลุ่มที่เลือกมาทำการศึกษาในงานวิจัยนี้จะไม่รวมกลุ่มบริษัทในสถาบันทางการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การวิจัยในครั้งนี้จะใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากการสุ่มแบบเจาะจง (Purposive sampling) บริษัททั้งหมดของประชากรที่ถูกคัดเลือกต้องไม่อยู่ระหว่างการพิทักษ์ทรัพย์ และการฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้บริษัทที่จะนำมาศึกษาจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีต่อสาธารณชนของตัวแปรที่ต้องการศึกษารอบถ้วนตามช่วงเวลาที่กำหนด

ในการเก็บรวบรวมข้อมูลงานวิจัยนี้ ข้อมูลที่ใช้เป็นแบบข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลส่วนของการกำกับดูแลกิจการ และสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหารสามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัท (แบบ 56-1) ข้อมูลผลการดำเนินงานและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ สามารถรวบรวมได้จากฐานข้อมูลของ Bloomberg DATA STREAM และ SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART). งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยการใช้เทคนิคทางด้านสถิติมาทำการวิเคราะห์ข้อมูล ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมแบบทุติยภูมิ เป็นแบบ Cross-sectional data จะนำมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกัน โดยใช้วิธี Ordinary Least Square ซึ่งการวิเคราะห์ที่ได้จากการวิจัยนี้จะประกอบไปด้วย การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) และในการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานของงานวิจัยนี้จะทำการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis) ส่วนของการทดสอบ Moderator effect ซึ่งเป็นการทดสอบผลกระทบจากการรักษาผลประโยชน์ของตนเองของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น จะทำการวิเคราะห์ผลของ interaction terms จากสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis)

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทางด้านปฏิบัติ ผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน โดยสามารถใช้เป็นแนวทางในการพัฒนา วางแผนและปรับปรุงกลไกเพื่อกระตุ้นบทบาทของประธานเจ้าหน้าที่บริหารให้ตัดสินใจลงทุนอันก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ นอกจากนี้จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ถ้าสามารถถ้าสามารถใช้ประเภทนักลงทุนสถาบันเป็นแนวทางในการให้การสนับสนุนกลไกการตรวจสอบโดยนักลงทุนสถาบันแต่ละประเภทมีข้อจำกัดในการตรวจสอบการดำเนินงานของสถาบัน ดังนั้นนักลงทุนสถาบันที่มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบ จะทำให้บริษัทมีการบริหารงานที่มีความโปร่งใสมากยิ่งขึ้น และสามารถใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน

ทางด้านทฤษฎี ผลของความสัมพันธ์ของตัวแปรจากวิจัยนี้จะช่วยในการยืนยันทฤษฎีตัวแทน พบว่าในประเทศไทยระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบการความเสี่ยงของบริษัท ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน ทั้งนี้เพราะประธานเจ้าหน้าที่บริหารเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตน เพราะในการลงทุนที่มีความเสี่ยงแล้วพลาดลงจะทำให้ต้องออกจากตำแหน่ง ทั้งๆที่โครงการลงทุนนั้นอาจสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทและผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยแรกที่ทำการศึกษาผลของ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันซึ่งเป็นตัวแปรกำกับต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

นิยามศัพท์

โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (Institutional Ownership) นักลงทุนสถาบัน ได้แก่ สถาบันการเงิน กองทุนประเภทต่างๆ และสถาบันการเงินเฉพาะด้าน มีลักษณะใดลักษณะหนึ่งตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 9/2555 เรื่อง การกำหนดบทนิยามผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่

ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (CEO Tenure) คือระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง ในบริษัท สามารถคำนวณเป็นจำนวนวัน จำนวนเดือน หรืออาจใช้หน่วยเป็นปีได้

ความเสี่ยงของบริษัท (Firm Risk)

ความเสี่ยงของบริษัท เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารในการลงทุนที่มีความเสี่ยง สามารถวัดได้จาก ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (standard deviation of ROA) (Kim & Buchanan, 2011)

บทที่ 2 การตรวจเอกสาร

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976) ที่กล่าวว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานได้เองจึงต้องให้บุคคลอื่นเข้ามาบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทน (Principal-Agent) โดยตัวการ (Principal) คือเจ้าของกิจการที่มอบอำนาจในการบริหารให้ตัวแทน และตัวแทน (Agent) คือผู้บริหารที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน โดยได้รับค่าตอบแทนจากการบริหาร

Jensen and Meckling, (1976) ให้ข้อสรุปเรื่องปัญหาตัวแทน (the principal-agent problem หรือเรียกว่า agency problem หรือเรียกว่า moral hazard) ดังนี้ ต้นทุนของตัวแทนเกิดจากการที่บริษัทมีความเป็นเจ้าของและพนักงาน(ตัวแทน) แยกจากกัน ในทางปฏิบัติการแยกจากกันนี้หมายความว่าบริษัทนั้นดำเนินการโดยพนักงานที่ได้รับการว่าจ้างเช่น ผู้จัดการและรองผู้จัดการต่างๆ ดังนั้นพนักงาน (ตัวแทน) จะใช้จ่ายทรัพยากรของบริษัท และไม่บริหารหรือจัดการเพื่อเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นแต่จะพยายามเพิ่มความมั่งคั่งให้ตนเอง การไม่สมสมดุลของอรรถประโยชน์ ทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับอรรถประโยชน์สูงสุด ปัญหานี้เรียกว่าปัญหาตัวแทน

ดังนั้น สรุปได้ว่า ปัญหาตัวแทน ซึ่งเกิดจากความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นตามสัญญา (Contract) ระหว่างบุคคลสองฝ่าย คือ ฝ่ายตัวการ (Principal) กับฝ่ายตัวแทน (Agent) โดย ตัวแทนซึ่งเป็นผู้ได้รับมอบอำนาจจากตัวการ อาจใช้อำนาจที่ได้รับเพื่อตัดดวงผลประโยชน์ให้แก่ตนเองแทนที่จะเห็นแก่ประโยชน์แก่บริษัท ดังนั้นจึงเป็นการเบียดเบียนผลประโยชน์ของตัวการ การที่ผู้บริหารใช้อำนาจที่มีอยู่สร้างผลประโยชน์ให้แก่ตนเอง เป็นปัญหาที่เกิดขึ้นจาก กรณีหลักๆดังนี้ 1) Moral Hazard Problem คือ ผู้ถือหุ้นภายนอกไม่สามารถตรวจสอบผู้บริหารได้ตลอดเวลาและไม่สามารถทราบได้ว่าผู้บริหารปฏิบัติงานเพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเต็มความสามารถหรือไม่ 2) Information Asymmetry คือ เกิดจากการอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

Amihud et. al, (1986) กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นจะได้รับการตั้งสมมติฐานที่จะประพฤติดีเสี่ยงกลาง (risk-neutrally) เนื่องจากเป็นไปได้ที่ผู้ถือหุ้นจะกระจายความเสี่ยงในตลาดทุน โดยการถือกลงทุนในบริษัทต่างๆ แต่ในทางตรงกันข้ามผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะรังเกียจความเสี่ยง (risk averse) เนื่องจากผู้บริหารเป็นพนักงานของบริษัท และไม่สามารถที่จะกระจายทุนมนุษย์ (human capital) ของพวกเขา การทำงานของผู้บริหารจะเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานของบริษัท และส่งผลต่อโอกาสในการหางานทำใหม่ของผู้บริหาร Amihud et al., (1986) อธิบายว่าการลดความเสี่ยงของ

ผู้บริหารนี้หมายถึง“ความเสี่ยงการจ้างงาน” ความเสี่ยงของการสูญเสียตำแหน่งหนึ่งในบริษัท Amihud and Lev (1981) นอกจากนี้ Amihud and Lev (1981) ยังชี้ให้เห็นว่าผู้บริหารเลือกโครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงน้อย ซึ่งเรียกว่าเป็นต้นทุนตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976) ตลาดทุนคาดว่าจะมีต้นทุนตัวแทน ดังนั้นจึงพยายามลดต้นทุนตัวแทนนี้โดยเพิ่มค่าชดเชยแรงจูงใจให้กับผู้บริหารเพื่อชดเชยความเสี่ยงการจ้างงาน ให้กับผู้บริหาร (Amihud and Lev, 1981)

สมมุติฐานการตรวจสอบ (Monitoring Hypothesis)

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2561) ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ว่า หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย การกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกที่ช่วยแก้ปัญหาตัวแทนได้ ถ้ากลไกนี้มีประสิทธิภาพจะทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งยาวนานไม่สามารถใช้อำนาจตนเองเพื่อปกป้องตนเอง โดยไม่คำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของกิจการ งานวิจัยในอดีตสนับสนุนว่า การออกเสียงในมติที่ประชุมของนักลงทุนสถาบัน การรับรู้ข้อมูลต่างๆ ของบริษัท การเข้าตรวจสอบข้อมูลบริษัท นั้นทำให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ นำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับผู้ถือหุ้น Almazan et al. (2005) กล่าวว่า การตรวจสอบโดยนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกการกำกับดูแลที่สำคัญสำหรับการบริหารจัดการองค์กร มีหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันว่า นักลงทุนสถาบันสามารถรับรู้ข้อมูลภายในและมีต้นทุนที่น้อยกว่านักลงทุนรายย่อย การตรวจสอบของนักลงทุนสถาบันช่วยลดแนวโน้มของที่ผู้บริหารดำเนินงานในบริษัทโดยมุ่งเน้นให้ความสำคัญกับอาชีพของตัวเองมีจุดมุ่งหมายและสร้างอาณาจักรมากกว่าการเสริมสร้างมูลค่าผู้ถือหุ้น

Chen et al. (2007) กล่าวว่า ผลประโยชน์ที่ตรวจสอบโดยนักลงทุนสถาบัน รวมถึงความสามารถในการมีอิทธิพลต่อการบริหารจัดการผลประโยชน์ทางการเงินที่อาจเกิดขึ้นจากมีอิทธิพลและข้อมูลที่ดีกว่า นอกจากนี้อำนาจการตรวจสอบขึ้นกับขนาดของถือและระยะเวลาการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน ยิ่งถือครองมาก หรือถือครองระยะยาว ยิ่งทำให้มีอำนาจในการตรวจสอบมากยิ่งขึ้น

ดังนั้นนักลงทุนสถาบัน ที่มีอำนาจควบคุมกิจการมีส่วนผลักดันสำคัญในการสร้างมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากเป็นผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียในกระแสเงินสดของกิจการ และเป็นผู้มีอำนาจควบคุมผู้บริหาร ดังนั้นจึงมีแรงจูงใจในการทำหน้าที่ตรวจสอบผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารสร้างมูลค่ากิจการและความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น

การที่ผู้ถือหุ้นสถาบันเข้าไปมีส่วนเกี่ยวข้องกับการออกเสียง (Ebrahim, 2004) และการเข้าไปมีส่วนร่วมในการตัดสินใจ โดยเฉพาะนโยบายของบริษัทที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัท หรือการพยายามเข้าไปมีอิทธิพล ในการจัดการผลประโยชน์ระยะยาวของบริษัท จึงถือได้ว่ามีบทบาทหน้าที่ในการติดตามที่มีประสิทธิภาพในด้านกลไกการกำกับดูแลกิจการ และเป็นที่ยกย่อง

ว่าจะมีผลกระทบทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ปัจจุบันการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ลงทุนสถาบันกับผลการดำเนินงานบริษัทมีอย่างต่อเนื่อง แต่ ผลลัพธ์ยังแตกต่างกันออกไป เช่น Charfeddine and Elmarzougui. (2010) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผู้ลงทุนสถาบันและผลการดำเนินงานของ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฝรั่งเศส ผลปรากฏว่ามีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญ แต่ Ting (2013) ทำการศึกษาผู้ลงทุนสถาบัน และผู้ลงทุนภายในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศ ใต้หวัน ผลปรากฏว่าทั้งสองมีผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานและ ผู้ลงทุนสถาบันทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hsu and Wang.(2014) ที่ทำการศึกษาอิทธิพลของความยั่งยืนของผู้ลงทุนสถาบันที่มีต่อผลการดำเนินงานบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศ ใต้หวัน เช่นกัน แสดงให้เห็นว่ายิ่งถ้าผู้ลงทุนสถาบันถือไว้นานก็จะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า ผู้ลงทุนสถาบันมีบทบาทสำคัญในการติดตามที่มีประสิทธิภาพในการทำงาน ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (CEO Tenure)

ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งที่ยาวนานยิ่ง ทำให้การเปลี่ยนประธานเจ้าหน้าที่บริหารคนใหม่เป็นเรื่องยากมากขึ้น ถึงแม้ว่าการดำเนินงานจะไม่เพิ่มมูลค่าของ บริษัท ดังนั้นระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง เป็นเรื่องที่สำคัญที่มีผลกับการกำกับดูแลกิจการ หากโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการทำงานได้ดีแล้ว ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะยังคงดำรงตำแหน่งถ้าทำงานได้ดี แต่ถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารทำงานได้ไม่ดี ก็จะถูกแทนที่ ตรงกันข้ามถ้าโครงสร้างการกำกับดูแลที่ทำงานได้ไม่ดี ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะไม่ถูกแทนที่เนื่องจากประสิทธิภาพที่ดี วิธีการหนึ่งที่จะตรวจสอบไม่ว่าจะเป็นฟังก์ชันการกำกับดูแลกิจการที่ดีคือการวิเคราะห์ความเสี่ยงของประธานเจ้าหน้าที่บริหารของการเลิกจ้าง Shleifer and Vishny, (1989); Hermalin and Weisbach, (1998) แนะนำว่าความเสี่ยงของการสิ้นสุดจากการดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะลดลงถ้าประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งยาวนานเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เพราะประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีอำนาจเพิ่มขึ้นจากทางเลือกในการลงทุนต่างๆ และจากการเลือกกรรมการเข้ามาเป็นคณะกรรมการของบริษัท

Shleifer และ Vishny (1989) สรุปว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารเลือกการลงทุนที่ว่าพวกเขาได้รับประโยชน์ส่วนตัวจากโครงการลงทุนของบริษัท ถึงแม้ว่าโครงการลงทุนอาจจะหรืออาจจะไม่เพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท จุดมุ่งหมายของประธานเจ้าหน้าที่บริหารคือการทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงมีคุณค่าและลดความน่าจะเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะถูกแทนที่ เพราะการลงทุนในโครงการลงทุนแต่ละโครงการนั้น ทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีเวลาเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ Hermalin and Weisbach (1998) ชี้ให้เห็นว่าอำนาจในการต่อรองของประธานเจ้าหน้าที่บริหารนั้น จะเพิ่มขึ้นเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนานขึ้น การที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเลือกกรรมการเข้าเป็นคณะกรรมการบริษัทนั้น มีผลทำให้ประธาน

เจ้าหน้าที่บริหารจะถูกตรวจสอบน้อยลงจากคณะกรรมการบริษัท ซึ่งหมายถึงการที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีวาระการดำรงตำแหน่งนานขึ้น จะมีความน่าจะเป็นการลดลงของการเลิกจ้าง

Almazan and Suarez (2003) ยืนยันว่าสำหรับบางบริษัท ประธานเจ้าหน้าที่บริหารหาผลประโยชน์ส่วนตัวจากบริษัทนั้นมีต้นทุนน้อยกว่าการรอรับเงินจากค่าตอบแทนจูงใจจากบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อค่าตอบแทนจูงใจนั้นน้อย

นักลงทุนสถาบัน

นักลงทุนสถาบัน หมายถึง ผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่จองซื้อหุ้นสามัญผ่านผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายตามที่ระบุไว้ ที่มีลักษณะใดลักษณะหนึ่งตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ กจ. 17/2551 เรื่อง การกำหนดคบทนิยามในประกาศเกี่ยวกับการออกและเสนอขายหลักทรัพย์ ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ. 9/2555 เรื่อง การกำหนดคบทนิยามผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่ ผู้ลงทุนสถาบันตามประกาศ ได้แก่ผู้ลงทุนดังต่อไปนี้

- (1) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- (2) ธนาคารพาณิชย์
- (3) ธนาคารที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น
- (4) บริษัทเงินทุน
- (5) บริษัทเครดิตฟองซิเอร์
- (6) บริษัทหลักทรัพย์
- (7) บริษัทประกันวินาศภัย
- (8) บริษัทประกันชีวิต
- (9) กองทุนรวม
- (10) กองทุนส่วนบุคคลซึ่งบริษัทหลักทรัพย์บริหารจัดการเงินทุนของผู้ลงทุนตาม (1) ถึง (9) หรือ (11) ถึง (26) หรือของผู้ลงทุนรายใหญ่
- (11) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- (12) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
- (13) กองทุนประกันสังคม
- (14) กองทุนการออมแห่งชาติ
- (15) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน
- (16) ผู้ประกอบธุรกิจสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยสัญญาซื้อขายล่วงหน้า
- (17) ผู้ประกอบธุรกิจการซื้อขายล่วงหน้าตามกฎหมายว่าด้วยการซื้อขายสินค้าเกษตรล่วงหน้า
- (18) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ

- (19) สถาบันคุ้มครองเงินฝาก
- (20) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- (21) นิติบุคคลประเภทบริษัท
- (22) นิติบุคคลซึ่งมีบุคคลตาม (1) ถึง (21) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่าร้อยละเจ็ดสิบห้า

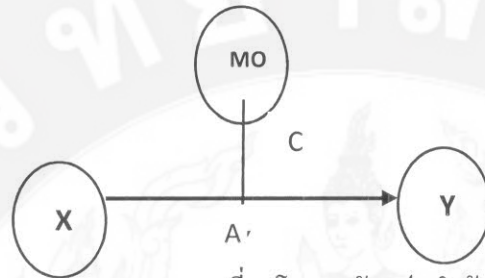
นักลงทุนสถาบัน แต่ละประเภทเช่นนักลงทุนประเภท สถาบันการเงิน กองทุนประเภทต่างๆ สถาบันการเงินเฉพาะด้าน ซึ่งมีความชำนาญในการวิเคราะห์ในทางพฤติกรรมการเงิน (Behavior Finance) ภัทรกิติ์ เนตินิยม (2555) กล่าวว่า นักลงทุนสถาบันอาจแบ่งได้เป็นสองกลุ่มหลักๆ คือ

- (1) นักลงทุนอิสระ โดยหลักๆ ได้แก่ ผู้จัดการกองทุนรวมหรือที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Advisers) และ
- (2) นักลงทุนสถาบัน ซึ่งมีความคาบเกี่ยวกับตัวบริษัทที่ลงทุน (Grey Institutions) อาทิ ธนาคารพาณิชย์ ทรัสต์เพื่อการลงทุน บริษัทประกันภัยหรือนักลงทุนสถาบันการเงินประเภทอื่น

โดยนักลงทุนสถาบันที่มีความอิสระมักจะมีส่วนในการกำกับดูแลการลงทุนให้เป็นที่น่าพอใจในระดับที่เหมาะสมโดยยึดถือนโยบายการจ่ายเงินปันผลอย่างเคร่งครัด ขณะที่นักลงทุนอิสระจะสร้างแรงกดดันที่ออกไปในลักษณะของการลงโทษ (Pressure-Resistant) แต่นักลงทุนสถาบันที่มีความคาบเกี่ยวมักจะไม่แสดงพฤติกรรมออกมาในรูปของแรงกดดันในรูปการจูงใจ (Pressure Sensitive) โดยลักษณะดังกล่าวมีลักษณะที่เด่นชัดในกรณีนักลงทุนสถาบันประเภทธนาคารพาณิชย์และบริษัทประกันภัย โดยมักจะเป็นกลุ่มนักลงทุนสถาบันที่มีบทบาทในการปกป้องการครอบครองเชิงปฏิบัติ (Anti-takeover) โดยสัดส่วนการถือครองหลักทรัพย์ที่เป็นนักลงทุนสถาบันจะช่วยต่อต้านการครอบครองกิจการ (Anti-takeover Amendment) (Bennett et. al., 2003)

ตัวแปรกำกับ (moderator)

Baron and Kenny (1986 p. 1174) ได้ให้คำนิยามว่า ตัวแปรกำกับ (moderator) คือตัวแปรที่มีผลทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม เข้มแข็งยิ่งขึ้น หรืออ่อนแอลง นอกจากนี้ตัวแปรกำกับ อาจทำให้ผลของความสัมพันธ์เปลี่ยนทิศทางจากบวกเป็นลบหรือจากลบเป็นบวกได้ โดย Baron and Kenny (1986) ได้เสนอโมเดลในการทดสอบดังนี้



ภาพที่ 1 โมเดลตัวแปรกำกับ

ภาพนี้คือกรอบแนวคิดการวิจัยกรณีมีตัวแปรกำกับตัวเดียว มีลักษณะสำคัญคือ การมีลูกศรพุ่งจากตัวแปรกำกับมายังเส้นทางเชื่อมโยงระหว่างตัวแปรคู่หนึ่งหรือ หลายคู่ ถ้ากรณีที่มีตัวแปรกำกับมากกว่า 1 ตัว ก็จะเป็นรูปแบบเดียวกันคือตัวแปรกำกับจะมีลูกศรพุ่งมายังเส้นทางเชื่อมโยงระหว่างตัวแปร การกำกับคือการศึกษาระดับความสัมพันธ์ระหว่าง X กับ Y ขึ้นอยู่กับว่า Mo มีบทบาทมากน้อยเพียงใด การเข้าไปกำกับความสัมพันธ์ตามเส้นทางนั้น โดยอาจเข้าไปทำให้ความสัมพันธ์ระหว่าง X กับ Y เพิ่มหรือลดระดับ หรืออาจเปลี่ยนทิศทางความสัมพันธ์จากทิศทางบวก เป็นทิศทางลบหรือกลับกัน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสียหายของบริษัท งานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาถึงการตัดสินใจเลือกการลงทุนที่มีความเสี่ยงของผู้บริหาร (Hambrick, Cho, & Chen, 1996; Palmer & Wiseman, 1999; Bromiley, 1991; Das & Teng, 2001) จากข้อสมมุติฐานการที่เจ้าของกิจการ เป็นนักลงทุนที่ไม่สนใจความเสี่ยง (Risk-Neutral Investor) นักลงทุนประเภทนี้ที่ระดับของผลตอบแทนจะเพิ่มขึ้นและจะทำให้อรรถประโยชน์ที่ได้รับเพิ่มมากขึ้นในอัตราที่คงที่ นั่นคือต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงที่สุดในความเสี่ยงที่ยอมรับได้ แต่ในทางตรงกันข้ามประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารเป็นลักษณะบุคคลโดยรวมแบบความไม่ชอบความเสี่ยง (Risk averse) เนื่องจากประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นเพียงพนักงานบริษัท ดังนั้นถ้ามีการบริหารผิดพลาด ก็จะทำให้หลุดพ้นจากตำแหน่งได้ง่าย ดังนั้นการตัดสินใจด้านความเสี่ยงที่มีมุมมองแตกต่างกัน ระหว่างเจ้าของกิจการกับผู้บริหาร ทำให้ผลการดำเนินงานไม่สามารถสร้างประโยชน์สูงสุดให้กับเจ้าของกิจการได้ (Hoskisson, Hitt, & Hill, 1993). งานวิจัยของ (Beatty & Zajac, 1994) พบว่าเจ้าของกิจการมีพฤติกรรมเป็นแบบที่ไม่สนใจความเสี่ยง (Risk-Neutral Investor) และผู้บริหารมีบุคลิกโดยรวมแบบความไม่ชอบความเสี่ยง (Risk averse) งานวิจัยของ (Baysinger & Hoskisson, 1990) สรุปว่าถ้าบริษัทมีโอกาสในการลงทุนที่ดีสามารถสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นได้ ผู้ถือหุ้นย่อมต้องการผลตอบแทนเช่นนั้น ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะมีความเสี่ยงสูง แต่ผู้บริหารสูงสุดก็จะลังเลในการลงทุนที่มีความเสี่ยงเนื่องจากผลตอบแทนที่ได้รับเป็นค่าจ้างนั้นจำกัด ไม่คุ้มกับความเสี่ยงถ้าโครงการล้มเหลว บริษัทล้มละลาย หรือการถูกเลิกจ้าง นอกจากนี้ผู้บริหารพยายามลดค่าใช้จ่ายด้านการวิจัยและพัฒนาเพราะเป็นค่าใช้จ่ายที่ต้องบันทึกขณะนี้แต่การรับรู้กำไรเป็นไปในระยะยาว (Baysinger et al., 1991; Zahra, 1995; Kochhar & David, 1996) ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน ที่อธิบายได้ว่าการเกิดความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทน ความมั่นคงในอาชีพการงานเป็นสิ่งที่ผู้บริหารให้ความสำคัญมากกว่าการสร้างผลประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น (Baysinger et al., 1991; Alchian & Demsetz, 1972) ดังนั้นการที่ประธานเจ้าหน้าที่สูงสุดดำรงตำแหน่งเป็นเวลานานย่อมมีอำนาจมากในการตัดสินใจและสร้างผลประโยชน์ให้ตนเองเลือกที่จะไม่ลงทุนในโครงการที่เสี่ยงสูงถึงจะมีผลตอบแทนที่สูงไปด้วย

งานวิจัยของ Fama (1980) และ Fama and Jensen (1983) แสดงให้เห็นว่า คณะกรรมการเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีความสำคัญ ช่วยในการติดตามการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร และช่วยปกป้องผลประโยชน์ของผู้ที่เกี่ยวข้อง Brown, Breeks, and Verhoeven (2011) สนับสนุนว่า คณะกรรมการเป็นผู้รับผิดชอบกำหนดวัตถุประสงค์ ติดตาม และควบคุมกิจกรรมต่างๆของกิจการ ดังนั้นคณะกรรมการจึงเป็นกลไกสำคัญที่มีส่วนผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี อันส่งผลให้

เกิดการสร้างมูลค่ากิจการให้สูงขึ้น Hansen and Hill (1991) และ Wahal and McConnell (2000) แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีบทบาทต่อการลงทุนในการวิจัยและพัฒนา ซึ่งเป็นกิจกรรมที่สร้างมูลค่าในระยะยาวให้กับกิจการ ผลของงานวิจัยแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันมีผลกระทบในทางบวกต่อค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของกิจการ นอกจากนี้มีงานวิจัยอีกหลายงานที่สนับสนุนว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี เป็นกลไกที่ช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ได้ ดังนั้นทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น เช่น La Porta et al. (2002) พบว่าประเทศที่มีการปกป้องนักลงทุนกลุ่มน้อย (minority shareholders) จะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้น ในขณะเดียวกัน Gompers et al. (2003) ก็ให้ผลงานวิจัยที่สนับสนุนว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้น เพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดปัญหาตัวแทนที่เกิดกับนักลงทุนได้ นอกจากนี้ กมลวรรณ (2553) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยในการศึกษาครั้งนี้ได้เน้นถึงโครงสร้าง ของ สัดส่วนของกรรมการอิสระจากภายนอกในคณะกรรมการบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท ทั้งนี้ กรรมการอิสระเป็นผู้มีความรู้ความชำนาญพร้อมด้วยประสบการณ์ที่หลากหลาย จะทำให้ช่วยลดการใช้ทรัพยากรที่ไม่จำเป็นและช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหาร ดังนั้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น

งานวิจัยของ Coles, Daniel, & Naveen (2006) และงานวิจัยของ (Meijer (2017) พบว่า ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญ กับความเสี่ยงของบริษัท Grimm and Smith, 1991; Hambrick et al., 1996 พบว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหาร มีแนวโน้มการ เปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์น้อยลง เมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีการดำรงตำแหน่งยาวนานขึ้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารนำไปสู่พฤติกรรมที่ไม่ชอบความเสี่ยงมากขึ้น ในการจัดการเชิงกลยุทธ์ของบริษัท ในทางตรงกันข้าม Chen and Zheng (2014) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) และความเสี่ยงของบริษัท Chen and Zheng (2014) อธิบายว่า เมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารคลายความกังวลเกี่ยวกับตำแหน่งตน ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะแรงจูงใจที่จะยอมรับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

กรอบแนวคิดของการวิจัย

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยนี้จึงได้กำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัยในครั้งนี้ ดังต่อไปนี้



รูปที่ 2 กรอบแนวคิดงานวิจัย

สมมุติฐานการวิจัย

สมมุติฐานที่ 1(H1) : ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท

สมมุติฐานที่ 2(H2): ระดับ โครงสร้างผู้ลงทุนสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

ประชากร

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2556-2560 โดยกลุ่มที่เลือกมาทำการศึกษาในงานวิจัยนี้จะไม่รวมกลุ่มบริษัทในสถาบันทางการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

กลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยในครั้งนี้จะใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากการสุ่มแบบเจาะจง (Purposive sampling) บริษัททั้งหมดของประชากรที่ถูกคัดเลือกต้องไม่อยู่ระหว่างการพิทักษ์ทรัพย์ และการฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้บริษัทที่จะนำมาศึกษาจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีต่อสาธารณชนของตัวแปรที่ต้องการศึกษาคืบถ่วงตามช่วงเวลาที่กำหนด

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นแบบข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลส่วนของการกำกับดูแลกิจการ และสัดส่วนการถือหุ้นของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร สามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัท (แบบ 56-1) ข้อมูลผลการดำเนินงานและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ สามารถรวบรวมได้จากฐานข้อมูลของ Bloomberg DATA STREAM และ SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART).

การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยการใช้เทคนิคทางด้านสถิติมาทำการวิเคราะห์ข้อมูล ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมแบบทุติยภูมิ เป็นแบบ Cross-sectional data จะนำมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกัน โดยใช้วิธี Ordinary Least Square ซึ่งการวิเคราะห์ที่ได้จากการวิจัยนี้จะประกอบไปด้วย การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) และในการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานของงานวิจัยนี้จะทำการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis) ส่วนของการทดสอบ Moderator effect ซึ่งเป็นการทดสอบผลกระทบจากการรักษาผลประโยชน์ของตนเองของประธานเจ้าหน้าที่บริหารต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น จะทำการวิเคราะห์ผลของ interaction terms จากสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis) สำหรับงานวิจัยนี้ ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ แบบ

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐาน และได้กำหนดรูปแบบการจำลองไว้ดังนี้

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

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

ตัวแปรต้น

$Tenure_{it}$ = ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง

ตัวแปรตาม

$Risk_{it}$ = ความเสี่ยงของบริษัท

ตัวแปรกำกับ

IO = วัตถุประสงค์ของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน

$IO_{it} * Risk_{it}$ = โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน * ความเสี่ยงของบริษัท

ตัวแปรควบคุม

Lev_{it} = ผลการดำเนินงานจากการลงทุน

ROA_{it} = ผลการดำเนินงานจากการลงทุน

MBV_{it} = มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี

$SIZE_{it}$ = ขนาดของกิจการ

ตารางที่ 1 แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรที่สนใจศึกษา ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง	Tenure _{it}	ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง คิดเป็นจำนวนปีที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารเข้ารับตำแหน่ง (Guo, et al., 2015; and Meijer,2017)
ตัวแปรอิสระ: ตัวแปรที่ควบคุม ขนาดของกิจการ	Size _{it}	ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางตลาดของบริษัท (Market Capitalization)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม	Lev _{it}	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม = Total Debt/Total Asset (BERGER & YERMACK, 1997).
ผลการดำเนินงานจากการลงทุน	ROA _{it}	ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม
มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี	MBV _{it}	มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี = Market price/Book value
ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม	INDUSTRY	เป็นตัวแปรหุ่น
เวลา	TIME	เป็นตัวแปรหุ่น
ตัวแปรกำกับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน	IO _{it}	วัดจาก ร้อยละของการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน แทนด้วยค่า เลข 1 ระดับมากกว่าค่ามัธยฐาน แทนค่าด้วย เลข 0
ตัวแปรตาม ความเสี่ยงของบริษัท	Risk _{it}	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (standard deviation of ROA) (Kim & Buchanan, 2011)

บทที่ 4 ผลการวิจัย

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
Risk	1564	.04	43.94	5.51	4.07	5.48
Tenure	1564	.03	40.13	11.93	11.10	8.18
ROA	1564	-57.03	60.17	4.70	4.39	9.47
MBV	1564	-16.18	42.07	2.53	1.73	2.89
Size	1564	7.52	19.24	12.00	11.67	2.23
Lev	1564	0.00	85.80	23.09	19.62	20.78
IO	1564	0.00	96.83	17.91	10.11	20.74

ผลจากตารางที่ 2 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร โดยแสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแต่ละตัว ตัวแปรตามได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 5.51 ค่าสูงสุดเท่ากับ 43.94 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.04 ตัวแปรต้นได้แก่ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) วัดโดยการใช้ระยะเวลาที่ดำรงตำแหน่งเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหาร คิดหน่วยเป็นจำนวนปี มีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 11.93 ค่าสูงสุดเท่ากับ 40.13 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.03 ตัวแปรอิสระได้แก่ ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) มีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 4.70 ค่าสูงสุดเท่ากับ 60.17 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -57.03 มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) มีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 2.53 ค่าสูงสุดเท่ากับ 42.07 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -6.18 ขนาดของบริษัท (Size) ทำการวัดโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางการตลาดของบริษัท (Market Capitalization) พบว่ามีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 12 ค่าสูงสุดเท่ากับ 19.24 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 7.52 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) พบว่ามีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 23.09 ค่าสูงสุดเท่ากับ 85.80 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 ตัวแปรกำกับได้แก่ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) มีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 17.91 ค่าสูงสุดเท่ากับ 96.83 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

	Risk	Tenure	ROA	MBV	Size	Lev	IO
Risk	1						
Tenure	-.349**	1					
ROA	-.110**	.107**	1				
MBV	.109**	-.047	.344**	1			
Size	-.124**	.003	.291**	.336**	1		
Lev	-.167**	.036	-.226**	-.004	.146**	1	
IO	-.215**	-.023	.099**	.045	.404**	.106**	1

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

ผลจากตารางที่ 3 แสดงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างตัวแปร 2 ตัว เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าแต่ละระดับของความสัมพันธ์ไม่สูงมากนัก โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรทุกคู่มีค่าน้อยกว่า 0.7 แสดงให้เห็นว่าเบื้องต้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไม่มีปัญหา

Multicollinearity

ผลที่ได้แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของบริษัท (Risk) กับตัวแปรอื่นๆพบว่า ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) และ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) มีความสัมพันธ์ทางลบกับ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอื่นๆด้วยกัน พบว่า ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) ก็มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) แต่ผลการทดสอบไม่มีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่า มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) ขนาดของบริษัท (Size) และ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับ ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) ที่ระดับนัยสำคัญ

0.01 แต่ หนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับ ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

นอกจากนี้ยังพบว่า พบว่า มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ ขนาดของบริษัท (Size) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และขนาดของบริษัท (Size) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) และ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ของแบบจำลอง โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียงของบริษัท

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

Variables	Coefficient	t-value	VIF
Intercept		2.145	
Tenure	-.307**	-13.324	1.035
ROA	-.140**	-5.369	1.336
MBV	.164**	6.461	1.265
Size	-.124**	-4.919	1.245
Lev	-.172**	-7.205	1.120
Industry Dummies	Yes		
Year Dummies	Yes		
Adjust R ²	0.201		
Durbin-Watson	1.988		
N	1564		

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียงของบริษัท ตามแบบจำลองที่ 1 เป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 1 (H1) : ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสียงของบริษัท ผลจากทดสอบสมมติฐานพบว่า ระยะเวลาที่ประธาน

เจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) ผลการดำเนินงานจากการลงทุน (ROA) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) มีความสัมพันธ์ทางลบกับ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่ มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) ความสัมพันธ์ทางบวกกับ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ของแบบจำลอง โมเดลที่ 4 แสดงผลกระทบของตัวแปรกำกับ :

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

Independent Variable	Model 1		Model 2	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Tenure	-.320**	-13.82	-.367**	-12.687
IO			-.257**	-6.547
TenureIO			.119*	2.805
R ²	0.204		0.232	
Adjust R ²	0.201		0.228	
Durbin-Watson	1.988		1.975	
N	1564		1564	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed), * Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

ผลจากตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของผลกระทบของโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) กับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ตาม แบบจำลองที่ 2 เป็นการทดสอบ สมมติฐานที่ 2(H2): ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

ผลจากทดสอบสมมุติฐาน ตามแบบจำลองที่ 2 สามารถสรุปได้ดังนี้ โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.257 ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.367 ส่วน อิทธิพลร่วมระหว่าง โครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) กับ 257 ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.119

ตารางที่ 6 ค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Subgroup Analysis) ของแบบจำลอง

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

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

Moderator: IO	Low Group			High Group		
	Beta	t-value	VIF	Beta	t-value	VIF
Tenure	-.332**	-11.527	1.043	-.283**	-7.179	1.074
Number of samples	1005			559		
R ²	0.192			0.190		
Adjust R ²	0.186			0.202		

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

ตารางที่ 6 แสดงการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Subgroup Analysis) ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท โดยมีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) เป็นตัวแปรกำกับ โดยงานวิจัยนี้ได้ทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อยตามโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) ที่แตกต่างกัน พบว่าทั้ง 2 กลุ่ม พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ของกลุ่มที่มีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) น้อยและมาก แต่ละกลุ่มมี

ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่าแตกต่างกันไป กลุ่มมีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) น้อย พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.332 ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ส่วนกลุ่มมีโครงสร้างการถือหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบัน (IO) มาก พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.283 ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01



บทที่ 5 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปการศึกษาและการอภิปรายผล

สรุปการศึกษาและการอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัยแบ่งเป็น 2 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 เพื่อศึกษาระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสียหายของบริษัท งานวิจัยที่ผ่านมา ได้แก่ Coles, Daniel, and Naveen (2006) and Meijer (2017) พบว่าระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญ กับความเสียหายของบริษัท Grimm and Smith, 1991; Hambrick et al., 1996 อธิบายความสัมพันธ์เชิงลบนี้ว่าเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีการดำรงตำแหน่งยาวนานขึ้น ประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะไม่ชอบความเสี่ยงและจะดำเนินงานที่มีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์ในทางตรงกันข้าม Chen and Zheng (2012) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัท Chen and Zheng (2012) อธิบายว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารจะแรงจูงใจที่จะยอมรับความเสี่ยงที่สูงขึ้นเมื่อประธานเจ้าหน้าที่บริหารไม่ค่อยกังวลเกี่ยวกับตำแหน่งตน

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2556-2560 พบว่าระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Coles, Daniel, and Naveen (2006) and Meijer (2017) ทั้งนี้สามารถอภิปรายได้ว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งยาวนาน จะคำนึงถึงต้นทุนมนุษย์ (Human capital) ทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency problem) ตรงตามทฤษฎีตัวแทนของ Jensen and Meckling (1976)

ส่วนที่ 2 เพื่อศึกษาถึงระดับ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัท

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2561) ให้ความหมายของการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) ว่า หมายถึง การบริหารจัดการบริษัทที่มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย การกำกับดูแลกิจการเป็นกลไกที่ช่วยแก้ปัญหาตัวแทนได้ ถ้ากลไกนี้มีประสิทธิภาพจะทำให้ประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งยาวนานไม่สามารถใช้อำนาจตนเองเพื่อปกป้องตนเอง โดยไม่คำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของกิจการ งานวิจัยในอดีตสนับสนุนว่า การออกเสียงในมติที่ประชุมของนักลงทุนสถาบัน การรับรู้ข้อมูลต่างๆ ของบริษัท การเข้าตรวจสอบข้อมูลบริษัท นั้นทำให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ นำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับผู้ถือหุ้น งานวิจัยของ Hartzell and Starks (2003); Almazan, et al. (2005) และ Cremers, et al. (2005) สรุปว่าการตรวจสอบโดยนักลงทุนสถาบันเป็นกลไกการกำกับดูแลที่สำคัญ

สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยแม่โจ้

สำหรับการบริหารจัดการองค์กร หลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันได้ว่านักลงทุนสถาบันสามารถให้ตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทได้ง่ายกว่านักลงทุนรายย่อย ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงใช้ ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน เป็นตัวแปรกำกับในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัท แต่ผลการทดสอบพบว่า ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน ไม่มีผลทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัทเปลี่ยนแปลง หรือกลับทิศทาง ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน ไม่ใช่ตัวแทนกำกับของความสัมพันธ์นี้

ข้อเสนอแนะ

จากการทดสอบอิทธิพลร่วมระหว่างระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันมีผลกระทบต่อระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งต่อความเสียหายของบริษัท ผลที่ได้พบว่าระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบันไม่ได้มีอิทธิพลร่วม อย่างไรก็ตาม นักลงทุนสถาบันนั้นมีหลายประเภท เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต กองทุนรวม และผู้ประกอบการกิจ สัญญาซื้อขายล่วงหน้า เป็นต้น แต่ละประเภทมีกฎหมายกำกับ และมีข้อจำกัดหรือต้นทุนในการเข้าถึงข้อมูลแตกต่างกัน ประเภทของนักลงทุนสถาบันนี้ส่งผลให้การทำหน้าที่ตรวจสอบบริษัทได้แตกต่างกัน ดังนั้นอาจมีนักลงทุนบางประเภทที่ทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการได้ดีกว่าบางประเภท

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษาครั้งนี้วัดผลระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน โดยไม่ได้แยกประเภทต่างๆของนักลงทุนสถาบัน ดังนั้นในงานวิจัยครั้งต่อไปสามารถแยกแยะประเภท ตามจำนวนเงินที่ลงทุน หรือแยกตามประเภทกฎหมายที่บังคับ เพื่อใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งกับความเสียหายของบริษัท อาจทำให้พบผลการวิจัยที่แตกต่างได้

เอกสารอ้างอิงของโครงการวิจัย

- นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. วารสารวิชาการ บริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ : โรงพิมพ์ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย. 4(2): 18-31.
- วรกมล เกษมทรัพย์ (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงาน. การศึกษาอิสระตามหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน). คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. สืบค้นเมื่อ 11 พฤศจิกายน 2561, สืบค้นจาก <http://digi.library.tu.ac.th/thesis/ac/1048/title-references.pdf>
- ภัทรกิตต์ เนตินิยม (2555). บทบาทของนักลงทุนสถาบันต่อการลดต้นทุนตัวแทนของ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์. วารสารบริหารธุรกิจ นิตยสาร 10:1-23
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. 2561. การกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance :CG). สืบค้นเมื่อ 20 กรกฎาคม 2562, สืบค้นจาก <http://www.cgthailand.org/TH/principles/CG/Pages/cg-concept.aspx>
- Alchian, A.A., and Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*. 62: 777-795.
- Almazan, A., Suarez, J. (2003). Entrenchment and severance pay in optimal governance structures. *Journal of Finance*. 58:519-547.
- Almazan, A., Hartzell, J., and Starks, L. (2005). Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial Management*. 34(4):5-34.
- Amihud, Y., Dodd, P., Weinstein, M. (1986). Conglomerate mergers, managerial motives, and stockholder wealth. *Journal of Banking & Finance*. 10:401-410.
- Amihud, Y., Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*. 12:605-617.
- Baysinger, B., and Hoskisson, R.E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*. 15: 72-87.
- Baysinger, B.D., Kosnik, R.D., and Turk, T.A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*. 34: 205-214.

- Beatty, R.P., and 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: 313-335.
- Berger, P., Ofek, E., and Yermack, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. **The Journal of Finance**, 52(4): 1411-1438.
- Bhide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. **Journal of Financial Economics**. 34(1):31–51.
- Bushee, B. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?, **Contemporary Accounting Research**. 18(2):207–246.
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. **The IUP Journal of Behavioral Finance**. 7(4):5-46.
- Chemmanura, T.J., He, S., and Hu, G. (2009). The role of institutional investors in seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**. 94:384-411.
- Chen, T. (2015). Institutions, board structure, and corporate performance: Evidence from Chinese firms. **Journal of Corporate Finance**. 32: 217-237.
- Chen, D., and Zheng, Y. (2014). CEO tenure and Risk-taking. **Global Business and Finance Review**. 19(1): 1-27.
- Chen, X., Harford, J., and Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? **Journal of Financial Economics**. 86(2):279-305.
- Cremers, K., Martijn, J., and Nair, V. (2005). Governance mechanisms and equity prices. **The Journal of Finance**. 60(6), 2859-2894.
- Das, T.K., and Teng, B.S. (2001). Strategic risk behavior and its temporalities: Between risk propensity and decision context. **Journal of Management Studies**. 38(4): 515-534
- Ebrahim, A. M. (2004). The Effectiveness of Corporate Governance, Institutional Ownership, and Audit Quality as Monitoring Devices of Earnings management. A Dissertation Submitted to the Graduate School - Newark Rutgers, The State University of New Jersey.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**. 88(2): 288–307.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen. (1983). Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. 26(2): 301–25.

- Gompers, P., and Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**. 116:229–260.
- Grinblatt, M., Titman, S. and Wermers, R. (1995). Momentum Investment Strategies Portfolio Performance and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. **American Economic Review**. 85:1088-1105.
- Grimm, C., and Smith, K. (1991). Management and Organizational Change: A Note on the Railroad Industry. **Strategic Management Journal**. 12(7), 557-562. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2486527>
- Guay, W. (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. **Journal of Financial Economics**. 53: 43–71.
- Guo, L., Jalal, A., and Khaksari, S. (2015). Bank executive compensation structure, risk taking and the financial crisis. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. 45:609-639.
- Hambrick, D.C., Cho, T.S., and Chen, M-J. (1996). The influence of top management team heterogeneity on firms 'competitive moves'. **Administrative Science Quarterly**. 41: 659-684.
- Hartzell, J.C. and Starks, L.T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. **Journal of Finance**. 58:2351-2374.
- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. **The American Economic Review**. 88:96–118.
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**. 10: 74–91.
- Holmstrom, B., Milgrom, P. (1987). Aggregation and linearity in the principal–agent relationship. **Econometrica**. 55: 303–328.
- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Johnson, R.A., & Grossman, W. (2002). Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies. **Academy of Management journal**. 45(4): 697-716.
- Hsu, M. -F., & Wang, K. (2014). The Level and Stability of Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Taiwan. **Emerging Markets Finance and Trade**.50(2): 159.
- Jensen, M. C., and 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., and Buchanan, R. (2011). CEO duality leadership and firm risk-taking propensity. **Journal of Applied Business Research**. 24(1):
<https://doi.org/10.19030/jabr.v24i1.1364>
- Meijer, M. (2017). CEO compensation and risk-taking: Evidence from the US banking industry. Available at URL:
<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:cDdVkr8FytsJ:arno.uvt.nl/show.cgi%3Ffid%3D145043+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=th>
- Murphy, K. (1999). Executive compensation. In: Ashenfelter, O., Card, D. (Eds.), **Handbook of Labor Economics**, vol. 3b (Chapter 38). Elsevier Science, North Holland, pp. 2485–2563.
- Palmer, T. B., and Wiseman, R.M. (1999). Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk. **Strategic Management Journal**. 20: 1037-1062.
- Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**. 57(3): 1147-1170.
- Pound, J., and Shiller, R.J. (1987). Are institutional investors speculators?. **The Journal of Portfolio Management**. 13:46–52.
- Schrand, C., and Unal, H. (1998). Hedging and co-ordinated risk management. **Journal of Finance**. 53: 979–1013.
- Shleifer, A., and Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**. 52(2): 737-783.
- Shleifer, A., and Vishny, R. (1989). Management entrenchment: the case of manager -specific investments. **Journal of Financial Economics**. 25:123–139.
- Ting, H.-I. (2013). The Influence of Insiders and Institutional Investors on Firm Performance. **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**. 16(4).