

การศึกษาผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจ ต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ กับผลการดำเนินงาน

กนกพร จิตติลาภะ

Senior Analyst,

บริษัท ไพร์มสตรีท แอดไวเซอร์ (ประเทศไทย) จำกัด

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 16 เมษายน 2563

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 12 พฤษภาคม 2563

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 26 พฤษภาคม 2563

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน เนื่องมาจากการศึกษาก่อนหน้าที่พบว่า ผลกระทบของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทควรได้รับการประเมินตามตัวแปรตามบริบท หรือควรใช้การวิเคราะห์เชิงสถานการณ์ ผู้วิจัยจึงนำกลยุทธ์ของบริษัทมาใช้เป็นการวิเคราะห์เชิงสถานการณ์ดังกล่าว โดยได้แบ่งกลุ่ม กลยุทธ์ออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) และกลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency) ตามแนวคิดของ Porter (1985) โดยมีกลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และอยู่ในอุตสาหกรรมการผลิตจำนวน 180 บริษัท จัดเก็บข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560 จำนวน 900 ชุดข้อมูล และใช้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น หรือ ROE และ Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงาน

จากผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุแบบ Moderated Regression Analysis พบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระไม่มีความสัมพันธ์แบบมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทั้ง ROE และ Tobin's Q ทั้งนี้จากการศึกษาของ Yammeesri, J., and Herath, S. K. (2010) และ Woraphong (2014) ได้ให้เหตุผลว่า บริบทของโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทในประเทศไทยส่วนใหญ่มักเป็นบริษัทของครอบครัว และกรรมการอิสระอาจได้รับการแต่งตั้งให้เป็นคณะกรรมการ เพื่อปฏิบัติตามกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ ทำให้คณะกรรมการอิสระไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การกำกับดูแลกิจการ กลยุทธ์ของบริษัท ผลการดำเนินงาน อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Tobin's Q

The Impact of Strategy at The Business Level on The Relationship Between The Proportion of The Independent Director and Performance

Kanokbhorn Chithilapha

Senior Analyst,

PrimeStreet Advisory Thailand

Received: April 16, 2020

Revised: May 12, 2020

Accepted: May 26, 2020

ABSTRACT

This study investigates the impact of strategies at the business level on the relationship between the proportion of independent director and the company performance. According to previous studies, it was found that the impact of corporate governance variables on the company's performance should be evaluated based on contextual variables or contingency approach. Therefore, the researcher adopted the company's strategy using the contingency approach by dividing the strategies into 2 groups, namely, Differentiation Strategy and Cost Leadership Strategy based on the concept of Porter (1985). In this study, 900 set of data from 180 companies in manufacturing sector, which were active in The Stock Exchange of Thailand (SET) from 2013 to 2017 were used. Return on Equity and Tobin's Q are used as a proxy for performance, which served as dependent variables.

Based on the analysis by Moderated Regression Analysis, it was found that the proportion of the independent director has no statistically significant correlation with both ROE and Tobin's Q performance. According to a study by Yammeesri, J., and Herath, S. K. (2010) and Woraphong (2014), this result is due to the fact that most of the context of the board structure in Thailand is a family company, and independent directors are merely elected to the board in order to comply with the regulation of the SET. Therefore, the independent committee does not significantly affect the company's performance.

Keywords: Corporate Governance, Business Strategy, Firm Performance, ROE, Tobin's Q

บทนำ

ที่มาและความสำคัญ

การกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) เป็นระบบที่กำกับและควบคุมให้กรรมการบริษัท มีความรับผิดชอบต่อการดำเนินงานของตน เพื่อผลประโยชน์แก่ผู้ที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากหลายครั้งปัญหาที่สร้างความเสียหายให้แก่บริษัทและส่งผลกระทบต่อตรงมายังผู้ถือหุ้นนั้นเกิดจากผู้บริหารในบริษัทไม่มีธรรมาภิบาลในการดำเนินการหรือขาดการกำกับดูแลกิจการที่ดี กลุ่มผู้บริหารหรือโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท (Board Position) จึงเป็นประเด็นที่ได้รับการศึกษาอย่างแพร่หลาย เนื่องจากมีอำนาจโดยตรงต่อการกำกับและดูแลกิจการ แนวคิดเรื่องบรรษัทภิบาลจึงถูกคิดมาเพื่อแก้ไขปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งตัวแทน (Agent) คือ ผู้มีความเชี่ยวชาญหรือมีประสบการณ์ในการดำเนินการที่เกี่ยวข้องของบริษัท เข้ามาช่วยบริหารงานแทนเจ้าของ (Principal) มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งอธิบายว่า บริษัทไม่สามารถบริหารงานโดยเจ้าของเพียงผู้เดียว จำเป็นที่จะต้องใช้ตัวแทนเข้ามาเพื่อช่วยในการบริหารงาน โดยตัวแทนมีหน้าที่บริหารกิจการ เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่บริษัทและเจ้าของ แต่ในทางตรงกันข้าม ตัวแทนอาจเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าซึ่งอาจทำให้เกิดความขัดแย้ง (Conflict of Interest) ที่เป็นปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ได้ บริษัทจึงจำเป็นต้องมีระบบควบคุมภายใน เพื่อตรวจสอบการบริหารงานของตัวแทน ซึ่งเป็นผู้บริหาร หรือการจัดตั้งคณะกรรมการ เพื่อคอยกำกับดูแลการทำงานของฝ่ายบริหารให้ดำเนินงานอย่างมีจริยธรรม

Board Position หรือโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทจึงมีความสำคัญต่อการบริหารงานที่ดีของบริษัท จากแนวคิดจากของทฤษฎีตัวแทนกล่าวว่า คณะกรรมการอิสระควรเป็นส่วนหนึ่งในคณะกรรมการบริษัทด้วย เพื่อช่วยคานอำนาจกับฝ่ายบริหาร ทั้งนี้ ได้มีการศึกษาหลายงานที่สนับสนุนความคิดดังกล่าว Fama and Jensen (1983) กล่าวว่า ปัญหาตัวแทนสามารถแก้ไขโดยการควรมีกรรมการอิสระเป็นส่วนหนึ่งของคณะกรรมการ ทั้งนี้ ยังพบการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่มีผลต่อการดำเนินงานของกิจการ Chung, Wright and Kedia (2003) กับ Krivogorsky (2006) และ Hossain et. Al. (2000) ศึกษาเกี่ยวกับเรื่องดังกล่าวพบว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน ซึ่งหากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีสัดส่วนที่สูงจะแสดงถึงบริษัทมีความโปร่งใสและจริยธรรมในการดำเนินงาน สามารถปกป้องประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้นได้ ถึงอย่างนั้นกลับพบว่า มีงานวิจัยบางงานที่ขัดแย้งกับแนวคิดดังกล่าว เช่นการศึกษาของ Hermalin and Weisbach (1991) และ Vafeas and Theodorou (1998) ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว ขณะที่ Yermack (1996) และ Agrawal and Knoeber (1996) พบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องมาจากบริษัทที่มีสัดส่วนของกรรมการอิสระจำนวนมากมักไม่เสี่ยงในการลงทุนกับกิจกรรมที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่ง Hutchinson and Gul (2004) แสดงให้เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีช่วยลดความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโอกาสในการเติบโต และผลการดำเนินงานของบริษัท ข้อมูลเชิงลึกจากผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่า ผลกระทบของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพของบริษัท ควรได้รับการประเมินตามตัวแปรตามบริบท ดังนั้นจึงเป็นไปได้ว่า การกำหนดบทบาทของตัวแปรตามบริบทอาจเป็นโอกาสในการขยายความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของความเป็นอิสระของคณะกรรมการ ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวแทนที่ใช้กันแพร่หลายมากที่สุด เพื่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีเกี่ยวกับประสิทธิภาพในกลยุทธ์ต่าง ๆ การใช้ข้อมูลเชิงลึกที่ได้จากกลยุทธ์

และจากข้อมูลทางบัญชี ซึ่งคาดการณ์ว่า ความเป็นอิสระของคณะกรรมการจะส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์การแข่งขัน และผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นสำหรับบริษัทที่มีกลยุทธ์ด้านต้นทุนมากกว่ากลยุทธ์ด้านนวัตกรรม เนื่องจากบริษัทที่ดำเนินกิจการ โดยใช้กลยุทธ์ด้านต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพจะเน้นการควบคุมทางด้านต้นทุนทำให้บริษัทได้รับประโยชน์จากความเป็นอิสระของคณะกรรมการมากกว่าบริษัทที่ใช้กลยุทธ์สร้างความแตกต่าง คณะกรรมการที่เป็นอิสระจากฝ่ายบริหารมีแนวโน้มที่จะดำเนินกิจกรรมการจัดการ และการตรวจสอบอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งลดการเกิดพฤติกรรมฉกฉวยโอกาสจากผู้บริหาร และสร้างกรอบวินัยในการทำงานของบริษัทให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตามอาจจำกัดความสามารถของบริษัทในด้านความสร้างสรรค์ และนวัตกรรม ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญสำหรับบริษัทที่อยู่รอดด้วยความแตกต่าง นอกจากนี้การใช้กรรมการอิสระควบคุมอาจเพิ่มประสิทธิภาพ แต่ในเวลาเดียวกันทำให้ผู้บริหารไม่เต็มใจที่จะลงทุนในกิจกรรมที่มีความเสี่ยง แต่มีความสำคัญเชิงกลยุทธ์ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการสร้างสรรค์นวัตกรรมของบริษัท

วัตถุประสงค์งานวิจัย

เพื่อศึกษาว่า บริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์ในระดับธุรกิจที่แตกต่างกัน จะส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานต่างกันหรือไม่

ขอบเขตงานวิจัย

ข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2556–2560 ซึ่งจะไม่รวมบริษัทที่กำลังอยู่ในสถานะฟื้นฟูกิจการ และบริษัทที่ดำเนินกิจการด้านการบริการ ด้านพลังงานและสาธารณูปโภค ด้านการเงิน เช่น กลุ่มธนาคาร กลุ่มลงทุนหลักทรัพย์ และธุรกิจประกัน

ประโยชน์ของงานวิจัย

การศึกษานี้ช่วยให้เข้าใจถึงโครงสร้างบริษัท และความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของ คณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงาน เพื่อให้สามารถนำไปออกแบบโครงสร้างคณะกรรมการให้เหมาะสมกับกลยุทธ์ของบริษัท เพื่อประโยชน์ในด้านผลการดำเนินงานของบริษัทต่อไป

บททวนวรรณกรรม

(1) แนวคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จากงานของ Jensen and Meckling (1976) ทฤษฎีตัวแทนมองว่า ในการดำเนินกิจการนั้นเจ้าของ หรือตัวการ (Principal) ไม่สามารถบริหารกิจการได้เพียงผู้เดียว จำเป็นจะต้องมอบอำนาจการบริหารให้แก่ผู้มีความรู้ความเชี่ยวชาญช่วยในการบริหารเข้ามาช่วยบริหารแทน หรือเรียกว่า ตัวแทน (Agent) โดยตัวแทนมีหน้าที่ตัดสินใจและบริหารกิจการ เพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดให้แก่บริษัท ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของบริษัท นั่นก็คือ การสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการและตัวแทนจึงจะเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ แต่ถ้าหากตัวการได้ดำเนินกิจการในทางตรงกันข้ามจะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น ปัญหาที่เกิดจากองค์กรที่มีการแบ่งแยกระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ Sillapaporn (2008) ระบุว่า มีดังต่อไปนี้

(1) Conflict of Interest: การขัดแย้งของผลประโยชน์ การเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนจนไป ขัดแย้งต่อหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย

(2) Moral Hazard Problem: เป็นปัญหาที่ตัวการหรือ เจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่า ตัวแทนหรือผู้บริหาร ที่เลือกเข้ามาแล้ว นั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่ทำงานเต็มประสิทธิภาพหรือไม่

(3) Adverse Selection Problem: เป็นปัญหาที่ตัวการหรือ เจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่า ตัวแทนหรือผู้บริหาร ที่เลือกเข้ามานั้น จะมีความสามารถในการบริหารงานได้ สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่

ซึ่งปัญหาเหล่านี้ทำให้เกิดต้นทุนของตัวแทน Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า ต้นทุนของตัวแทนประกอบไปด้วย Monitoring Cost หรือค่าใช้จ่ายในการกำกับดูแล Bonding Cost ค่าใช้จ่ายซึ่งเป็นการประกันว่า ตัวแทน จะทำตามสัญญาไม่สร้างความเสียหาย หรือชดเชยความเสียหายให้เมื่อตัวแทนก่อความเสียหายให้แก่องค์กร และ Residual loss หรือต้นทุนที่เกิดจากความแตกต่างของผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน แม้จะมีการควบคุมกำกับดูแล หรือการประกันความเสียหายไว้แล้วก็ตาม

จากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ได้มีแนวทางแก้ปัญหาดังกล่าว ได้แก่

(1) การให้ค่าตอบแทน (Incentive) ซึ่งเป็นการสร้างแรงจูงใจให้แก่ผู้บริหารให้มีความตั้งใจทำงานให้กับองค์กร อย่างเต็มที่ เนื่องจากมีผลประโยชน์ที่ผูกมัดกัน โดยค่าตอบแทนดังกล่าวอาจเป็นในรูปแบบตัวเงิน (Financial Incentive) เช่น เงินเดือน หรือโบนัส และไม่ใช่ตัวเงิน (Non-Financial Incentive) เช่น หุ่น เป็นต้น โดยให้ค่าตอบแทนที่สูงขึ้น จากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ตัวแทนเป็นผู้บริหาร

(2) การสอดส่องดูแล (Monitoring) ทำได้โดยการจัดตั้งคณะกรรมการที่มาจากทั้งภายในและภายนอก เพื่อเป็นตัวแทน ผู้ที่หุ้นในการกำกับดูแลการทำงานของผู้บริหาร โดย Fama and Jensen (1983) ให้ความเห็นว่า คณะกรรมการควรมี กรรมการอิสระ เพื่อแบ่งแยกหน้าในการตัดสินใจด้านการบริหารและด้านการกำกับดูแลไม่ให้ผู้บริหารสูงสุดมีสิทธิเหนือ คณะกรรมการได้ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท

(2) แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance)

“การกำกับดูแลกิจการ” หมายถึง ความสัมพันธ์ในเชิงการกำกับดูแล รวมทั้งกลไกมาตรการที่ใช้ กำกับการตัดสินใจ ของคนในองค์กรให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ ซึ่งรวมถึง (1) การกำหนดวัตถุประสงค์ และเป้าหมายหลัก (Objectives) (2) การกำหนดกลยุทธ์นโยบาย และพิจารณาอนุมัติแผนงานและงบประมาณ และ (3) การติดตาม ประเมิน และดูแล การรายงานผลการดำเนินงาน

“การกำกับดูแลกิจการที่ดี” ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560) ได้ให้ความหมายตามหลักปฏิบัติ หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่เป็นไป เพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการอย่างยั่งยืน นอกเหนือจากการสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุน เพื่อเป็นการแก้ไขปัญหาตัวแทน ซึ่งคณะกรรมการควรกำกับดูแลกิจการให้นำไปสู่ผล (Governance Outcome) อย่างน้อย ดังต่อไปนี้

(1) สามารถแข่งขันได้และมีผลประกอบการที่ดี โดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาว (Competitiveness and Performance with Long-Term Perspective)

(2) ประกอบธุรกิจอย่างมีจริยธรรม เคารพสิทธิและมีความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสีย (Ethical and Responsible Business)

(3) เป็นประโยชน์ต่อสังคมและพัฒนาหรือลดผลกระทบด้านลบต่อสิ่งแวดล้อม (Good Corporate Citizenship)

(4) สามารถปรับตัวได้ภายใต้ปัจจัยการเปลี่ยนแปลง (Corporate Resilience)

เพื่อการกำกับกิจการที่ดี ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2560) ได้กำหนดองค์ประกอบของคณะกรรมการบริษัทจดทะเบียนต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ต. คือ มีกรรมการอิสระอย่างน้อยหนึ่งในสามของจำนวนกรรมการทั้งหมด แต่ต้องไม่น้อยกว่า 3 คน เพื่อเข้ามาสอดส่อง และตรวจสอบการทำงานของคณะกรรมการที่มีอำนาจในการบริหารให้เป็นไปอย่างโปร่งใส อีกทั้งถ่วงดุลอำนาจภายในคณะกรรมการของบริษัท เพื่อให้กรรมการทุกคนแสดงความคิดเห็นได้อย่างอิสระ และไม่ให้มีบุคคลหรือกลุ่มบุคคลใดมีอำนาจเหนือการตัดสินใจของคณะกรรมการบริษัท คณะกรรมการอิสระจึงถือเป็นองค์ประกอบที่สำคัญในการกำกับดูแลกิจการที่ดี

(3) การศึกษาในอดีตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท

ทฤษฎีตัวแทนเป็นวิธีการที่สำคัญที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงาน เนื่องจากทฤษฎีนี้สนับสนุนการให้กรรมการอิสระเข้ามามีส่วนในการกำกับดูแลการทำงานของผู้บริหาร และชี้ให้เห็นถึงการไม่สมมาตรของข้อมูล และวัตถุประสงค์ระหว่างผู้ถือหุ้นและตัวแทน (ผู้บริหาร) เมื่อตัวแทนมีสิทธิ์ที่จะดำเนินงาน เพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าประโยชน์ของเจ้าของ มีงานวิจัยของ Byrd and Hickman (1992) พบว่า บริษัทสามารถลดต้นทุนที่เกิดจากตัวแทน (Agency Cost) โดยการสร้างระบบการติดตามที่เหมาะสมและใช้คณะกรรมการเพื่อกำกับดูแลผู้บริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ Fama and Jensen (1983) กล่าวว่า คณะกรรมการที่มีกรรมการอิสระในสัดส่วนสูงนั้นจะมีประสิทธิภาพในการกำกับดูแล เนื่องจากบุคคลเหล่านี้จะคำนึงถึงชื่อเสียงของตนเอง เพราะไม่ได้มีส่วนได้ส่วนเสียในบริษัท ทำให้ยากต่อการถูกครอบงำโดยผู้บริหาร Weisbach (1988) และ Rosentein and Wyatt (1997) พบว่า คณะกรรมการที่ตรวจสอบฝ่ายบริหารด้วยความโปร่งใส ผู้บริหารจะทำได้เพื่อผลประโยชน์ให้ตัวเองได้ยาก

Westphal (1999) เสนอว่า ผู้จัดการอยู่ภายใต้แรงกดดันมาก เพื่อทำงานให้สอดคล้องกับความต้องการของบุคคลภายในองค์กร โดยระบุว่า สำหรับบริษัทต่าง ๆ ในการกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพของผู้บริหารคณะกรรมการบริษัทควรประกอบด้วยกรรมการจากภายนอกส่วนใหญ่ Hossain et al. (2000) ยืนยันว่า กรรมการภายนอกมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการตัดสินใจปฏิบัติงานของบริษัทอย่างมีเหตุผล เนื่องจากกรรมการภายในอาจขาดคุณสมบัตินี้ซึ่งจะจำกัดประสิทธิภาพของกรรมการในการสอดส่องดูแลองค์กร

ความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทได้รับความสนใจในการวิจัยมาเป็นเวลานาน กรรมการภายนอกมีแนวโน้มที่จะพึ่งพาการวัดผลลัพธ์หรือการควบคุมทางการเงินในการประเมินการบริหารจัดการ เนื่องจากการขาดข้อมูลเฉพาะ หรือข้อมูลภายในเกี่ยวกับบริษัทตัวอย่าง เช่น Chung et al. (2003) ตรวจสอบว่า คณะกรรมการอิสระเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัทผ่านเงินทุน และค่าใช้จ่าย R&D ใช้ข้อมูลจาก Compustat Industrial File และ Lexis/Nexis Services พบว่า เงินทุนและค่าใช้จ่ายด้าน R&D มีผลกระทบในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แต่สำหรับบริษัทที่มีสัดส่วนผู้อำนวยการจากภายนอกเป็นสัดส่วนที่สูงเท่านั้น จากรายงานสรุปว่าคณะกรรมการอิสระมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในเชิงบวกด้วยความสามารถของกรรมการภายนอกที่ทำให้เกิด

การบริหารจัดการ และติดตามผลอย่างมีประสิทธิภาพ Hossain et al. (2000) ศึกษากลุ่มตัวอย่างจำนวน 633 ตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนิวซีแลนด์ โดยใช้ค่า Tobin's Q ในการวัดมูลค่ากิจการพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ และประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัท Krivogorsky (2006) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทต่างชาติจำนวน 81 บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างสัดส่วนของกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานทางบริษัทที่วัดโดย ROA และ ROE

ในทางกลับกัน Bathala and Rao (1995) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน Agrawal and Knoeber (1996) ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 400 บริษัท ในปี ค.ศ. 1987 พบว่า สัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่สูงขึ้นจะทำให้สัดส่วนการกู้ยืมเงินสูงขึ้น และส่งผลให้ค่า Tobin's Q ลดลง จากการ ศึกษาของ Yammeesri, J., and Herath, S. K. (2010) ได้ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย จำนวน 245 บริษัท พบว่า กรรมการอิสระ และกรรมการสีเทา (Grey director) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q นอกจากนั้นยังมีการศึกษาอื่นๆ เช่น Prevost et al. (2002) และ Vafeas และ Theodorou (1998) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระและผลการดำเนินงาน

การขาดการสนับสนุนเชิงประจักษ์สำหรับการคาดการณ์ความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานทำให้เกิดข้อสงสัย การศึกษาก่อนหน้านี้ในเรื่องดังกล่าวมักศึกษาผลโดยตรงของการกำกับดูแลกิจการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานเป็นอิสระจากตัวแปรอื่นๆ ซึ่งจากงาน Hutchinson and Gul (2004) ได้ให้ความเห็นว่า ผลกระทบของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อประสิทธิภาพของบริษัทควรได้รับการประเมินตามตัวแปรตามบริบทหรือควรใช้การวิเคราะห์เชิงสถานการณ์ ตามข้อเสนอแนะนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาตามวิธีวิเคราะห์เชิงสถานการณ์ (Contingency Approach) ในการประเมินความสัมพันธ์ระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการ และผลการดำเนินงานผ่านกลยุทธ์การแข่งขันของบริษัท

(4) กลยุทธ์ในระดับธุรกิจ และความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์ระดับธุรกิจและการกำกับดูแลกิจการ

จากทฤษฎีของ Porter (1985) ระบุว่า บริษัทต้องมีกลยุทธ์การแข่งขันที่ชัดเจน เพื่อที่จะแข่งขันได้อย่างมีประสิทธิภาพ และได้เปรียบในการแข่งขันอย่างยั่งยืน ได้เสนอว่า บริษัทสามารถเลือกที่จะเป็นผู้ผลิตสินค้าที่มีราคาต่ำสุดในอุตสาหกรรม (Cost Efficiency Strategy) คือ บริษัทใช้กลยุทธ์ด้านต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ มุ่งเน้นไปที่ควบคุมต้นทุนโดยเน้นการก่อสร้างสิ่งอำนวยความสะดวกที่มีประสิทธิภาพ เน้นการมีต้นทุนในการดำเนินงานและต้นทุนสินค้าที่ต่ำ เพื่อให้สามารถขายได้ในราคาที่ต่ำ และลดต้นทุนอื่นๆ เช่น การวิจัยและการพัฒนา บริการ พนักงานขายและการโฆษณา หรือเพื่อเป็นผู้ผลิตสินค้าที่มีเอกลักษณ์ และนวัตกรรม (Differentiation Strategy) โดยเสนอสินค้าที่มีความแตกต่างจากคู่แข่ง ลงทุนในการพัฒนาและวิจัย การโฆษณา และการบริการสูง

จากงานของ Baysinger and Hoskisson (1990), Pearce and Zahra, (1992) และ Govindarajan and Fisher (1990) ให้เหตุผลว่า การกำกับดูแลเป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุดสำหรับบริษัทที่ใช้กลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency Strategy) เป็นที่ถกเถียงกันว่า บริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะผลิตสินค้ามาตรฐานผ่านประสิทธิภาพของงานประจำ และโปรแกรมได้สูง รวมถึงมีความรู้เกี่ยวกับต้นน้ำและปลายน้ำของการผลิตเป็นอย่างดี การใช้การควบคุมบริษัทเหล่านี้สามารถเพิ่มประสิทธิภาพ โดยไม่จำเป็นต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มความโปร่งใสในพฤติกรรมของผู้บริหาร

ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) มักสร้างเอกลักษณ์ และความโดดเด่นของตัวเอง เพื่อตอบสนองความต้องการผู้บริโภค โดยการผลิตผลิตภัณฑ์ที่เป็นนวัตกรรมใหม่ Mia and Clarke (1999) แสดงความคิดเห็นว่า เนื่องจากการสนับสนุนกลยุทธ์ดังกล่าวเป็นสิ่งสำคัญที่บริษัทจะลงทุนอย่างมากในกิจกรรมการวิจัยและพัฒนา ทำให้ผู้บริหารมีอิสระในด้านความคิดสร้างสรรค์และนวัตกรรมของการดำเนินการ เพื่อให้บริษัทเจริญเติบโตและประสบความสำเร็จ ซึ่ง Robinson and Mcdougall (2001) และ Simerly and Li (2000) มีความคิดเห็นตรงกันว่า การตรวจสอบกิจกรรมของคณะกรรมการอาจขัดขวางการทำงานในการบรรลุเป้าหมายการดำเนินงานของบริษัทเหล่านี้ เนื่องจากข้อจำกัดที่กำหนดอาจจำกัดความสามารถในการตัดสินใจของผู้บริหารที่มีความสำคัญต่อความสำเร็จในระยะยาวของบริษัท

นอกจากนี้จากงานของ Baysinger and Hoskisson (1990) Pearce and Zahra (1992) และ Zahra (1996) พบว่า เนื่องจากขาดความรู้เฉพาะด้านเกี่ยวกับบริษัท ผู้บริหารภายนอกมักจะพึ่งพาการควบคุมผลลัพธ์ในการประเมินการจัดการ ซึ่งจะจำกัดความสามารถของคณะกรรมการในการเลือกปฏิบัติระหว่างผลการดำเนินงานทางการเงินที่เป็นผลมาจากการตัดสินใจที่ไม่ดีในส่วนของจัดการ และผลการดำเนินงานทางการเงินที่เกิดจากปัจจัยที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของฝ่ายบริหาร การใช้การควบคุมผลลัพธ์จะส่งผลต่อความรับผิดชอบต่อผลลัพธ์ที่ไม่ดี ซึ่งเกิดจากปัจจัยที่นอกเหนือจากการควบคุมของผู้บริหาร เป็นผลให้ผู้บริหารไม่เต็มใจที่จะดำเนินโครงการที่มีความเสี่ยง เช่น การลงทุนในโครงการระยะยาวและกิจกรรมการวิจัยและพัฒนา ซึ่งทั้งสองอย่างนั้นมีความสำคัญต่อบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation)

ตามที่ระบุผลกระทบของคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันไปในแต่ละกลยุทธ์ ระดับความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่เพิ่มขึ้นจะนำไปสู่การกำกับดูแลที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยคณะกรรมการการควบคุมดูแล (Monitoring) จะทำให้ผู้บริหารจัดการบริษัทของตนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทที่ใช้กลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency) สำหรับบริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) การตรวจสอบโดยคณะกรรมการอิสระอาจขัดขวางความสามารถของผู้บริหารในการสร้างสรรค์ และคิดค้นนวัตกรรม ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญสำหรับบริษัทในการเจริญเติบโตและประสบความสำเร็จ ดังนั้นจึงมีความคิดเห็นว่าการอิสระจะมีผลกระทบเชิงบวกที่ชัดเจนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทกลยุทธ์แบบ Cost Efficiency มากกว่า

กลยุทธ์แบบ Differentiation และส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบ Differentiation อันเนื่องมาจากเมื่อยังมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมาก ผู้บริหารในกลยุทธ์ดังกล่าวจะยังถูกจำกัดด้านความคิดสร้างสรรค์ การลงทุนพัฒนาและวิจัย และอำนาจในการตัดสินใจ ซึ่งเป็นวัตถุประสงค์หลักของการดำเนินธุรกิจ จากคณะกรรมการอิสระที่อาจขาดความรู้เฉพาะด้านในเรื่องกิจกรรมการดำเนินงานหลักของบริษัท

จากการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันในแต่ละกลยุทธ์ Gani and Jermias (2005) ได้ศึกษาจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 109 บริษัท ในปี ค.ศ. 1997–2001 พบว่า การมีอิสระในการทำงานของคณะกรรมการมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่กลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน มากกว่ากลยุทธ์ผู้นำด้านความแตกต่าง Sirithan (2012) ได้ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยจำนวน 279 บริษัท ในปี ค.ศ. 2007–2011 พบว่า สัดส่วนกรรมการอิสระส่งผลทางบวกต่อการดำเนินงานในระยะยาว Tobin's Q โดยบริษัทที่มีกลยุทธ์ในการสร้างความแตกต่างของผลิตภัณฑ์

นั้นสัดส่วนกรรมการอิสระจะส่งผลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานบริษัทสูงกว่าบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน หากแต่งานดังกล่าวยังคงพบข้อจำกัด และข้อบกพร่องในการจำแนกกลยุทธ์บริษัทคือ การใช้วิธีวิเคราะห์จากการอ่านรายงานประจำปี ซึ่งไม่ได้ระบุกลยุทธ์ที่ชัดเจนไว้ทำให้อาจมีความไม่แม่นยำในการแบ่งกลุ่มกลยุทธ์

ผู้วิจัยจึงได้นำกลยุทธ์ในระดับธุรกิจของบริษัทจากทฤษฎีกลยุทธ์ทางธุรกิจของ Porter มาศึกษาถึงผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในประเทศไทยกับผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นการศึกษาด้านการกำกับดูแลทางบริษัทโดยใช้กลยุทธ์ เนื่องจากกลยุทธ์คือ แบบแผนการดำเนินงานที่สำคัญของบริษัทที่จะกำหนดนโยบายว่า บริษัทควรดำเนินงานโดยวิธีไหน อย่างไร ให้เกิดผลประโยชน์แก่บริษัทมากที่สุด ซึ่งในส่วนของการจำแนกกลุ่มกลยุทธ์บริษัท ผู้วิจัยได้ใช้ตัววัดและใช้วิธี K-Means cluster analysis ในการแบ่งกลยุทธ์จากงานวิจัยก่อนหน้าของ Berman (1999) Gani and Jermias (2006) เพื่อความแม่นยำในการแบ่งกลยุทธ์มากขึ้น

วิธีการวิจัย

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย (SET) ระหว่างปี พ.ศ. 2556–2560 จำนวน 180 บริษัท หรือเป็นจำนวน 900 กลุ่มตัวอย่าง ซึ่งจะไม่รวมบริษัทที่กำลังอยู่ในสถานะฟื้นฟูกิจการ หรือมีตัวแปรไม่ครบ บริษัทที่ดำเนินกิจการด้านพลังงานและสาธารณูปโภค บริษัทที่ดำเนินกิจการด้านการเงิน เช่น กลุ่มธนาคาร กลุ่มลงทุนหลักทรัพย์ ธุรกิจประกัน และบริษัทในกลุ่มธุรกิจบริการ ซึ่งจาก Garni and Jermias (2006) กล่าวว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตมักจะใช้กลยุทธ์ประเภทต่าง ๆ เพื่อให้มีประสิทธิภาพ และ Meric, Weidman, Welsh, and Meric (2002) กล่าวว่า บริษัทเหล่านี้มักจะมีกลยุทธ์ที่ชัดเจน เพื่อให้สามารถตอบสนองกับการแข่งขันที่รุนแรงได้

การเก็บข้อมูลวิจัย

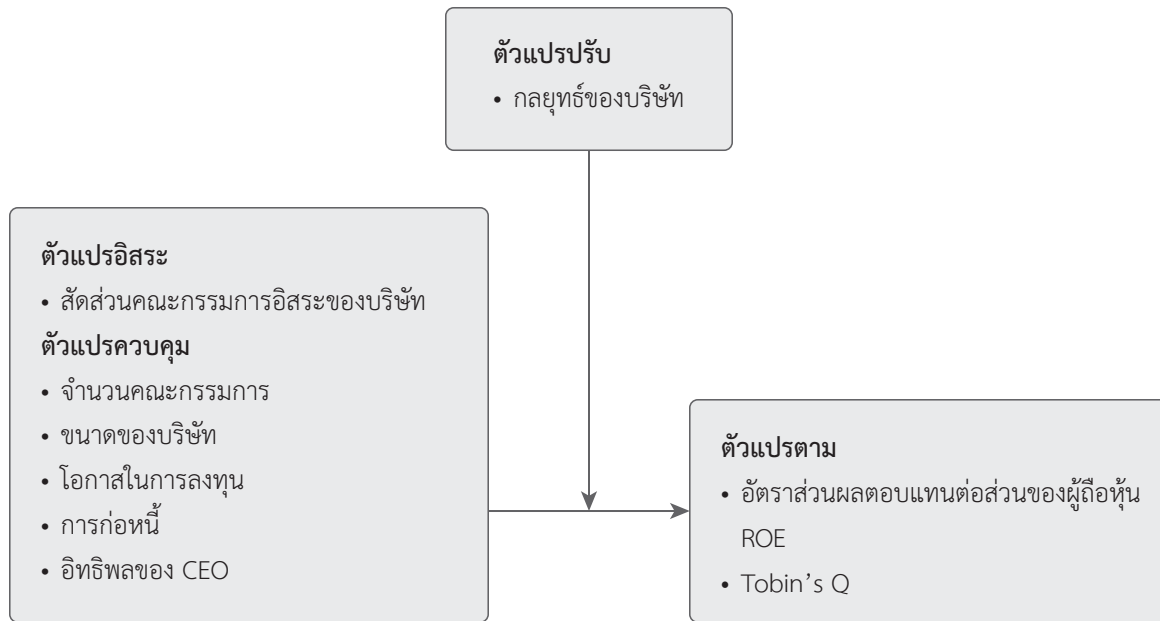
เก็บข้อมูลจากข้อมูลรายไตรมาสจากงบการเงิน โดยเก็บตามรอบบัญชีสิ้นสุดระหว่างปี พ.ศ. 2556–2560 จาก Datastream และจากแบบฟอร์มรายงาน 56-1

สมมติฐานงานวิจัย

สมมติฐานที่ 1 : บริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency) จะส่งผลให้สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน มากกว่าบริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation)

สมมติฐานที่ 2 : บริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) จะส่งผลให้สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน มากกว่าบริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency)

กรอบงานวิจัย



ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

สัดส่วนคณะกรรมการอิสระของบริษัท (B_IND)

อัตราส่วนของกรรมการอิสระต่อจำนวนกรรมการทั้งหมดของบริษัท ซึ่งหาข้อมูลที่ใช้คำนวณได้จากแบบฟอร์มรายงาน 56-1 หมวดโครงสร้าง

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

Return on Equity (ROE)

คำนวณจาก Net Profit/Equity วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น เป็นการวัดผลการดำเนินงานในระยะสั้น จากวิธีการของ Gani and Jermias (2006)

Tobin's Q

จากผลการวิจัยของ Landsman and Shapiro (1995) พบว่า Tobin's Q และ ROI เป็นตัววัดมูลค่ากิจการที่ต่างมีความสัมพันธ์กัน แต่อย่างไรก็ตาม Monvika (2005) ได้ให้ความเห็นว่า Tobin's Q เป็นการวัดผลที่ผสมกันระหว่างตัวเลขทางบัญชีและมูลค่าทางตลาดขององค์กร ซึ่งได้รวมข้อมูลและข้อมูลที่รวมการคาดการณ์ของนักลงทุน ในขณะที่ ROI เป็นตัววัดผลที่ใช้ข้อมูลทางบัญชีที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตอย่างเดียวนั้น อีกทั้งการใช้ ROI มีปัญหาในทางปฏิบัติ เนื่องจากผู้บริหารสามารถเพิ่มหรือลด ROI ให้เป็นไปตามต้องการ เช่น การเลื่อนการลงทุนที่จำเป็นออกไปก่อน ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงานในระยะยาว โดยคำนวณจาก (Market Capitalization + Total

Liability)/(Total Asset Value of Firm) เป็นตัววัดโอกาสการเจริญเติบโตของกิจการ ในระยะยาว จากวิธีการของ Agrawal and Knoeber (1996) โดยเก็บข้อมูล Market Capitalization จาก Datastream

ตัวแปรปรับ (Moderator Variable)

กลยุทธ์ของบริษัท (STRA)

แบ่งบริษัทกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลยุทธ์ ได้แก่ Cost Efficiency และ Differentiation จาก Porter (1985) โดยกำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่น บริษัทที่ใช้กลยุทธ์ Differentiation กำหนดให้เป็น 1 และบริษัทที่ใช้กลยุทธ์ Cost Efficiency กำหนดให้เป็น 0 โดยใช้ Ratio และสูตรในการวัดจากงานของ Berman (1999) Gani and Jermias (2006)

ตารางที่ 1 ตัววัดที่ใช้ในการแบ่งกลยุทธ์

Measure	
Selling intensity (SG&A)	$SG\&A \div \text{Net Sales}$
Gross margin (MARGIN)	$\text{Gross Margin} \div \text{Net Sales}$
Capital Expenditure (CAPEX)	$\text{Net CAPEX} \div \text{Net Sales}$
Asset Utilization Efficiency	$\text{Net Sales} \div \text{Total Asset}$

จากนั้นนำมาแบ่งโดยวิธี Cluster Analysis เพื่อแยกให้เป็น 2 กลุ่มกลยุทธ์ ตามวิธีการแบ่ง กลยุทธ์จาก Gani and Jermias (2006) และ Singh and Agarwal (2002) ซึ่งคาดการณ์ว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มที่มีค่า Selling intensity (SG&A) และ Gross margin (MARGIN) ในสัดส่วนที่สูงจะใช้กลยุทธ์แบบ Differentiation ส่วนบริษัทที่มีค่า Capital Expenditure (CAPEX) และ Asset Utilization Efficiency จะมีกลยุทธ์แบบ Cost Efficiency จากการแบ่งกลุ่มพบว่าบริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบ Differentiation จำนวน 69 บริษัท และกลยุทธ์แบบ Cost Efficiency จำนวน 111 บริษัท

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

จำนวนคณะกรรมการ (B_SIZE)

คำนวณจากแบบฟอร์มรายงาน 56-1 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความเห็นว่า จำนวนกรรมการบริษัทควรมียอดส่วนที่เหมาะสม Yermack (1996) พบว่า ขนาดของบอร์ดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q เนื่องจากหากบริษัทมีจำนวนคณะกรรมการมากจะเกิดปัญหาความยากลำบากในการทำงาน เช่น การประสานงาน หรือกรรมการบางส่วนละเลยการปฏิบัติหน้าที่ หรือเป็น Free Rider ทำให้ประสิทธิภาพการทำงานลดลง

ขนาดของบริษัท (LOGTA)

คำนวณจาก Logarithm ธรรมชาติของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท Frank and Goyal (2003) และ Ramaswamy (2001) ระบุว่า ขนาดของบริษัทอาจมีผลต่อประสิทธิภาพของบริษัท ดังนั้นขนาดของบริษัทจึงถูกใช้เป็นตัวแปรควบคุม

ในการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ของผลการดำเนินงานของบริษัท และ Shepherd (1989) กล่าวว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการ

การก่อหนี้ (LEV)

คำนวณจาก Debt to Equity Ratio โดย Jensen and Meckling (1976) พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงาน

โอกาสในการลงทุน (IOS)

คำนวณจาก (Property, Plant and Equipment)/(Market Value of the Firm+Non Current Liabilities) หรืออัตราส่วนของที่ดินอาคารและอุปกรณ์กับมูลค่าตลาดรวมกับหนี้สินไม่หมุนเวียนของบริษัท ซึ่งมีการศึกษาว่า อัตราส่วนดังกล่าวส่งผลต่อประสิทธิภาพการทำงานของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงจะเกิดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบที่สูงขึ้น Anderson, Francis, and Stokes (1993)

อิทธิพลของ CEO (CEO)

งานวิจัยนี้ควบคุมอิทธิพลของ CEO หรือ CEO Duality ในคณะกรรมการบริษัทโดยใช้ตัวแปรหุ่น เพื่อแสดงถึงประธานบริหารยังทำหน้าที่เป็นประธานกรรมการด้วยหรือไม่ Gul and Leung (2004) กล่าวว่า CEO ที่ทำหน้าที่เป็นประธานกรรมการอาจลดความสามารถของคณะกรรมการในการควบคุมการบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยกำหนดให้อิทธิพลของ CEO เท่ากับ 1 ถ้า CEO ดำรงตำแหน่งประธานคณะกรรมการด้วย หรือเป็น 0 ถ้าไม่ใช่

สมการที่ใช้ในการวิจัย

$$Perform_i = \beta_0 + \beta_1 IND_i + \beta_2 STRA_i + \beta_3 IND*STRA_i + \beta_4 LOGTA_i + \beta_5 BS_i + \beta_6 IOS_i + \beta_7 CEO_i + \beta_8 LEV_i + \varepsilon_i$$

โดย

Perform = ผลการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ ROE, Tobin's Q

IND = สัดส่วนของกรรมการอิสระ

STRA = กลยุทธ์ที่บริษัทเลือกใช้ โดยกำหนดให้บริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง เป็น 1 และกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน เป็น 0

LOGTA = Logarithm ธรรมชาติของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท

BS = จำนวนคณะกรรมการ

IOS = อัตราส่วนของที่ดินอาคารและอุปกรณ์กับมูลค่าตลาดรวมกับหนี้สินไม่หมุนเวียนของบริษัท i

CEO = อิทธิพลของ CEO หรือ CEO Duality เท่ากับ 1 ถ้า CEO เป็นประธานคณะกรรมการ หรือเป็น 0 ถ้าไม่ใช่

LEV = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 2 ตารางแสดงสถิติพรรณนาของตัวแปร (Descriptive Statistics)

Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROE	900	-2.7797	6.8002	0.085112	0.294342
TOBIN_Q	900	0.4008	44.4166	1.478446	1.76312
B_IND	900	0.2	0.75	0.405744	0.08625
B_SIZE	900	5	21	10.14222	2.519732
LEV	900	-49.2646	29.7233	0.781632	2.11416
LOGTA	900	4.8657	8.7699	6.602341	0.580971
CEO	900	0	1	0.306667	0.461366
IOS	900	0	1.4485	0.335365	0.230811
STRA	900	0	1	0.383333	0.486469
STRAxB_IND	900	0	0.71	0.1577	0.20653

จากตารางที่ 2 พบว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีผลการดำเนินงาน ROE หรืออัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เฉลี่ยอยู่ที่ 8.51% โดยสูงสุดอยู่ที่ 680% และต่ำสุดอยู่ที่ -277.97% และค่า Tobin's Q ที่ เฉลี่ยอยู่ที่ 1.47 เท่า สูงสุดอยู่ที่ 44.41 เท่า และต่ำสุดอยู่ที่ 0.40 เท่า บริษัทที่มีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระเฉลี่ยอยู่ที่ 40.57% ซึ่งเป็นไปตามหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องมีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระเป็น 1 ใน 3 ของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมดหรือประมาณ 33.33% ของจำนวนคณะกรรมการ และบริษัทที่มีสัดส่วนดังกล่าวสูงสุดอยู่ที่ 75% และต่ำสุดอยู่ที่ 20%

ตารางที่ 3 ตารางแสดงสถิติพรรณนาแบ่งบริษัทที่ใช้กลยุทธ์แต่ละประเภท

Variables	Cost Efficiency			Differentiation		
	N	Mean	Std. Deviation	N	Mean	Std. Deviation
ROE	555	9.848	31.825	345	6.360	25.010
TOBIN_Q	555	1.265	0.617	345	1.822	2.705
B_IND	555	0.402	0.088	345	0.411	0.083
B_SIZE	555	10.265	2.406	345	9.945	2.685
LEV	555	0.922	1.517	345	0.556	2.809
LOGTA	555	6.623	0.597	345	6.568	0.553
CEO	555	0.328	0.470	345	0.275	0.447
IOS	555	0.352	0.222	345	0.308	0.242

จากตารางที่ 3 เป็นการแสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ถูกแบ่งเป็นสองประเภทตามกลุ่มกลยุทธ์ โดยมีกลุ่มบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency) จำนวน 555 ข้อมูล และกลุ่มที่บริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) จำนวน 345 ข้อมูลพบว่า บริษัททั้งสองกลุ่มกลยุทธ์มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน โดยบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระที่ 41.1% มากกว่าบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 40.2% ในส่วนของค่า ROE และ Tobin's Q นั้น พบว่า บริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุนมีค่าเฉลี่ยของค่า ROE สูงกว่าบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง แต่ในขณะเดียวกันบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่างมีค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q สูงกว่าบริษัทที่ดำเนินกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน

การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ โดยมีตัวแปรปรับ (Moderated Regression Analysis)

ขั้นตอนนี้เป็นการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ โดยมีตัวแปรปรับ (Moderated Regression Analysis) เนื่องจากการหาสมมติฐานดังกล่าวมีตัวแปรปรับ ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลในระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ จึงต้องใช้วิธีดังกล่าวในการทดสอบ โดยอ้างอิงวิธีจากงานของ Baron and Kenny (1986) และ Hartmann and Moers (1999) ทั้งนี้ได้วิเคราะห์ปัญหา Heteroscedasticity ก่อนทำการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ ด้วยวิธี White test ซึ่งพบว่าสมการที่มีตัวแปรตามเป็น ROE มีปัญหาดังกล่าว จึงได้ทำการแก้ไขปัญหาดังกล่าวด้วยวิธี White heteroscedasticity-consistent standard errors & covariance แล้ว ส่วนสมการที่มีค่า Tobin's Q ไม่พบปัญหาดังกล่าวแต่อย่างใด นอกจากนั้นผู้วิจัยยังได้วิเคราะห์ปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ โดยมีตัวแปรปรับ (Moderated Regression Analysis) จากการพิจารณาจากค่า VIF (Variance Inflation Factor) ซึ่งจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง Myer (1990) Dielman (2001) และ Gani and Jermias (2005) พบว่า หากตัวแปรมีค่า VIF มากกว่า 10 แสดงว่า

เกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งพบว่า จากทั้งตารางที่ 2 และ 3 ตัวแปร STRA และ STRAXB_IND นั้นมีค่า VIF มากกว่า 10 คือ 23.26 กับ 24.03 และ 25.30 กับ 26.23 เนื่องจากทั้งสองมีปฏิสัมพันธ์ (Interaction) ระหว่างกัน ซึ่ง Hartmann and Moers (1999) ได้ให้ความเห็นว่า ตัวแปรที่มีความปฏิสัมพันธ์กันในลักษณะนี้ ไม่ควรเป็นปัญหาในการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ โดยมีตัวแปรปรับ

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของสมการผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจ ต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน โดยมี ROE เป็นตัวแปรตาม และแสดงค่า VIF เพื่อวิเคราะห์ปัญหา Multicollinearity

Independent Variables	กรณีมีตัวแปร STRAXB_IND				กรณีไม่มีตัวแปร STRAXB_IND			
	Coefficient	t-statistic	Prob.	VIF	Coefficient	t-statistic	Prob.	VIF
C	0.0138	0.0947	0.9246	NA	0.0173	0.1218	0.9031	NA
B_IND	-0.0529	-0.5429	0.5874	2.6792	-0.0665	-0.9170	0.3594	1.4337
B_SIZE	0.0010	0.4779	0.6329	1.3626	0.0011	0.5055	0.6133	1.3960
LEV	0.0828	2.3364	0.0197	4.1104	0.0828	2.3381	0.0196	4.1089
LOGTA	0.0158	0.7252	0.4685	3.9091	0.0160	0.7300	0.4656	3.9766
CEO	0.0031	0.2247	0.8223	1.4488	0.0032	0.2267	0.8207	1.4449
IOS	-0.2462	-7.4363	0.0000	1.9311	-0.2472	-7.7501	0.0000	1.7262
STRA	0.0027	0.0485	0.9613	23.2693	-0.0139	-1.0511	0.2935	1.2799
STRAXB_IND	-0.0406	-0.2929	0.7697	24.0348				
R ²		0.3956				0.3955		
Adjusted R ²		0.3901				0.3908		
F-statistic		72.8882				83.3836		
Prob (F-statistic)		0.0000				0.0000		

จากตารางที่ 4 แสดงผลของการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ โดยมีตัวแปรปรับ (Moderated Regression Analysis) โดยมีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือ ROE เป็นตัวแปรตาม และตัวแปรต้น ได้แก่ สัดส่วนของกรรมการอิสระ ตัวแปรปรับระหว่างสัดส่วนของกลยุทธ์ที่บริษัทเลือกใช้ ได้แก่ กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง และกลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน โดยมีตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของกิจการ จำนวนคณะกรรมการบริษัททั้งหมด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การลงทุน และอิทธิพลของ CEO พบว่า ค่า F-statistic มีระดับนัยสำคัญค่อนข้างสูง ($F = 72.88$, $p = 0.0000$)

ในการวิเคราะห์ผลกรณีมีตัวแปร STRAXB_IND เมื่อวิเคราะห์ถึงสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับความสัมพันธ์ของผลการดำเนินงาน จากเงื่อนไขของ STRA ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่นพบว่า บริษัทที่มีค่าเท่ากับ 1 คือ บริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง และกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุนคือ 0 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ใช้กลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน แสดงด้วยค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) B_IND ในขณะที่ค่าของบริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง ทราบได้จากผลรวมค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของ B_IND กับ STRA ดังนั้นจะเห็นว่า บริษัทที่ใช้กลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0529 ส่วนบริษัทที่ใช้กลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่างมีค่าเท่ากับ $-0.0529B_IND - 0.0406STRA = -0.0935$ ซึ่งค่าทั้งสองต่างมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับผลการดำเนินงาน แต่บริษัทที่ใช้กลยุทธ์ผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency) นั้นมีผลที่เป็นลบน้อยกว่าบริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาที่ค่า P-Value ของตัวแปร B_IND ($\beta = -0.0529$, $p = 0.5874$) และตัวแปร STRAXB_IND ($\beta = -0.0406$, $p = 0.7697$) ต่างไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ ขนาดของคณะกรรมการทั้งหมดหรือ B_SIZE ($\beta = 0.0010$, $p = 0.6329$) ขนาดของกิจการหรือ LOGTA ($\beta = 0.0158$, $p = 0.4685$) อิทธิพลของ CEO หรือ CEO ($\beta = 0.0031$, $p = 0.8223$) และกลยุทธ์ที่บริษัทใช้ ($\beta = 0.0027$, $p = 0.9613$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงาน ROE แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ในขณะที่ตัวแปรที่มีระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ได้แก่ การก่อหนี้ หรือ LEV ($\beta = 0.0828$, $p = 0.0197$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกและโอกาสในการลงทุน หรือ IOS ($\beta = -0.2462$, $p = 0.0000$) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ อย่างไรก็ตามเมื่อวิเคราะห์การถดถอยในกรณีที่ไม่มีตัวแปร STRAXB_IND พบว่า ให้ผลการวิเคราะห์ที่เหมือนกันกับกรณีวิเคราะห์แบบมีตัวแปร STRAXB_IND และมีค่า P-Value ของตัวแปรที่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ใกล้เคียงกันกับการวิเคราะห์แบบมีตัวแปร STRAXB_IND ได้แก่ LEV ($\beta = 0.0828$, $p = 0.0196$) และ IOS ($\beta = -0.2472$, $p = 0.0000$)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของสมการผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับการดำเนินงาน โดยมี Tobin's Q เป็นตัวแปรตาม และแสดงค่า VIF เพื่อวิเคราะห์ปัญหา multicollinearity

Independent Variables	กรณีมีตัวแปร STRAXB_IND				กรณีไม่มีตัวแปร STRAXB_IND			
	Coefficient	t-statistic	Prob.	VIF	Coefficient	t-statistic	Prob.	VIF
C	3.1095	4.5050	0.0000	NA	3.2592	4.7886	0.0000	NA
B_IND	-0.1957	-0.2310	0.8174	1.7152	-0.7916	-1.1157	0.2648	1.2026
B_SIZE	0.0053	0.2037	0.8386	1.3671	0.0087	0.3396	0.7343	1.3522
LEV	0.0046	0.1743	0.8617	1.0181	0.0044	0.1670	0.8674	1.0181
LOGTA	-0.1614	-1.5366	0.1248	1.1967	-0.1509	-1.4404	0.1501	1.1895
CEO	-0.0936	-0.7602	0.4473	1.0374	-0.0926	-0.7515	0.4525	1.0374
IOS	-2.0616	-8.2589	0.0000	1.0667	-2.1052	-8.5093	0.0000	1.0471
STRA	1.1937	2.0694	0.0388	25.3063	0.4665	4.0187	0.0001	1.02421
STRAXB_IND	-1.7804	-1.2869	0.1985	26.2338				
R ²		0.108099				0.1064		
Adjusted R ²		0.100091				0.0994		
F-statistic		13.49874				15.1794		
Prob (F-statistic)		0.0000				0.0000		

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยของผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับการดำเนินงาน Tobin's Q เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับการดำเนินงานแยกตามกลยุทธ์พบว่า บริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุนมีค่าเท่ากับ -0.1957 บริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่างมีค่าเท่ากับ -0.1957 - 1.7804 = -1.9761 อย่างไรก็ตาม ทั้งสองตัวแปรไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับตัวแปรบางตัวได้แก่ จำนวนคณะกรรมการ ($\beta = 0.0053$, $p = 0.8386$) การก่อหนี้ ($\beta = 0.0046$, $p = 0.8617$) ขนาดของบริษัท ($\beta = -0.1614$, $p = 0.1248$) และอิทธิพลของ CEO ($\beta = -0.0936$, $p = 0.4473$) ตัวแปรเหล่านี้ล้วนไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน ในขณะที่ตัวแปรที่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ได้แก่ โอกาสในการลงทุน มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับผลการดำเนินงานที่ ($\beta = -2.0616$, $p = 0.0000$) และกลยุทธ์ที่บริษัทใช้มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงาน ($\beta = 1.1937$, $p = 0.0388$) และเมื่อเทียบกับการวิเคราะห์วิเคราะห์การถดถอยในกรณีที่ไม่มีตัวแปร STRAXB_IND พบว่า ให้ผลลัพธ์ที่เหมือนกัน โดยมีตัวแปรที่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติได้แก่ โอกาสในการลงทุน ($\beta = -2.1052$, $p = 0.0000$) และกลยุทธ์ที่บริษัทใช้ ($\beta = -0.4665$, $p = 0.0001$)

อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุ เพื่อหาผลกระทบของกลยุทธ์ในระดับธุรกิจต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงาน โดยใช้ ROE และ Tobin's Q เป็นตัววัดพบว่า สัดส่วนของกรรมการอิสระซึ่งเป็นตัวแปรอิสระทั้งในกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน และบริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง ต่างมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อผลการดำเนินงาน ทั้ง ROE และ Tobin's Q อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Yameesri, J., and Herath, S. K. (2010) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวเช่นกัน และให้ความเห็นว่ากรรมการอิสระอาจได้รับการแต่งตั้งให้เป็นคณะกรรมการ เพื่อปฏิบัติตามกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์ เช่นเดียวกันกับงานของ Koontz (1967) และ Vafeas and Theodorou (1998) ที่แนะนำว่า กรรมการอิสระไม่มีความสามารถในการเพิ่มมูลค่าแก่บริษัท เนื่องจากขาดความรู้ที่เพียงพอเกี่ยวกับกิจการของบริษัท และมีเวลาที่จำกัด อีกทั้ง Woraphong (2014) ก็ไม่พบความสัมพันธ์นี้เช่นเดียวกัน และอธิบายว่า บริบทของบริษัทในประเทศไทยนั้นมักเป็นธุรกิจของตระกูล ซึ่งคณะกรรมการส่วนใหญ่จึงเป็นคนในตระกูลหรือมีความสัมพันธ์กันทางเครือญาติ ดังนั้นการกำหนดนโยบายบริษัทจึงไปในทิศทางเดียวกัน ทำให้สามารถสร้างมูลค่ากิจการได้โดยง่าย เนื่องจากคณะกรรมการส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงเครือญาติ ทำให้ลดบทบาทของคณะกรรมการอิสระในการตรวจสอบลงไป ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่มี เพื่อแก้ไขปัญหาตัวแทน ปกป้องผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้เกิดความเป็นธรรมกับทุกฝ่าย เพื่อไม่ให้ผู้บริหารฉวยผลประโยชน์ หรือทำเพื่อประโยชน์ของตนแทนประโยชน์ของส่วนรวมได้ นอกเหนือไปจากนี้ Woraphong (2014) ยังพบว่า บริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการที่แตกต่างกัน ซึ่งแสดงว่าแต่ละอุตสาหกรรมอาจมีบริบทเฉพาะที่ต่างกันเกี่ยวกับสัดส่วนคณะกรรมการต่าง ๆ เช่น คณะกรรมการอิสระหรือคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร จึงอาจกล่าวได้ว่า สัดส่วนของคณะกรรมการอาจไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่มีต่อผลการดำเนินงาน แต่ขึ้นอยู่กับประเภทกิจการด้วย การศึกษาผลกระทบของกลยุทธ์ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระกับผลการดำเนินงานจึงอาจยังไม่ครอบคลุมหรือไม่เหมาะสมกับบริบทในประเทศไทย

งานวิจัยนี้ยังพบตัวแปรควบคุมบางตัวที่มีความสำคัญเชิงสถิติกับผลการดำเนินงานทั้ง ROE และ Tobin's Q ได้แก่โอกาสในการลงทุน มีค่า $p\text{-value} = 0.0000$ ในสมการที่ใช้ ROE เป็นตัวแปรตาม $p\text{-value} = 0.0000$ ในสมการที่กำหนดให้ Tobin's Q เป็นตัวแปรตาม โดยทั้งสองต่างมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับผลการดำเนินงาน ซึ่งเหมือนกับการศึกษาของ Thanutchaporn (2012) ซึ่ง Baber et al. (1996) และ Gul (1999) ได้ให้เหตุผลไว้ว่า เนื่องมาจากเมื่อบริษัทมีโอกาสในการลงทุนหรือโอกาสในการเจริญเติบโตที่สูงขึ้น จะทำให้ผู้บริหารยากต่อการตัดสินใจ จากสถานะแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไปและมีความซับซ้อนมากขึ้น ทำให้ผู้บริหารจะหลีกเลี่ยงการตัดสินใจในการทำโครงการหรือการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง เพราะอาจเสี่ยงต่อการเสียผลประโยชน์ของตนเอง แม้ว่าโครงการนั้นอาจสร้างประโยชน์และผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นแก่บริษัท และ Anderson, Francis, and Stokes (1993) พบว่า บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงจะเกิดค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นสาเหตุให้บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูง จะมีผลในทางลบกับการวัดผลการดำเนินงาน

การศึกษาในครั้งนี้ยังพบว่า การก่อหนี้ มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ $p\text{-value} = 0.0197$ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงาน ROE แต่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย Tobin's Q เช่นเดียวกับกับงานของ Modigliani and Miller (1958) ที่อธิบายได้ว่า การก่อหนี้สามารถช่วยให้เกิดประโยชน์ทางภาษีที่สามารถนำดอกเบี้ยจ่ายมาหักลดหย่อนภาษีได้ และ Leland (1994) พบว่า บริษัทที่ก่อหนี้จะมีมูลค่ากิจการสูงขึ้น แต่จะทำได้เมื่อมีการก่อหนี้อยู่ในระดับหนึ่งเท่านั้น เมื่อเกินกั๊ยมเกินระดับนี้ขึ้นไปจะไม่เกิดประโยชน์ และจะส่งผลเสียแก่มูลค่ากิจการ

อีกตัวแปรที่พบว่า มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ กลยุทธ์ของบริษัท ซึ่งมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 $p\text{-value} = 0.0388$ กับผลการดำเนินงาน Tobin's Q ในทิศทางบวก แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างกลยุทธ์ของบริษัทกับ ROE สามารถอธิบายได้จากงานของ Beard and Dess (1981) ที่พบว่า กลยุทธ์ระดับธุรกิจมีความสำคัญในการทำกำไรของบริษัท และผลการดำเนินงานในระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับ Tobin's Q ที่เป็นตัววัดผลการดำเนินงานในระยะยาว อีกทั้งการกำหนดกลยุทธ์ของบริษัทเป็นการวางแผนการดำเนินงานว่า บริษัทจะดำเนินกิจการในรูปแบบใดในระยะยาว จึงพบความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's Q และกลยุทธ์ของบริษัท แตกต่างกับ ROE ซึ่งเป็นการวัดผลการดำเนินงานในระยะสั้นทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในการศึกษาครั้งนี้ นอกจากนี้งานของ Gani and Jermias (2006) ก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์ที่บริษัทใช้กับผลการดำเนินงาน ROE เช่นเดียวกัน

ส่วนตัวแปรอื่นๆ อย่าง ขนาดของคณะกรรมการ ขนาดของบริษัท และอิทธิพลของ CEO ไม่พบว่า มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทั้ง ROE และ Tobin's Q

ข้อจำกัดในการวิจัย

(1) ในการแบ่งกลุ่มกลยุทธ์บริษัทพบว่า มีตัววัดบางตัวที่ไม่เป็นไปตามการคาดการณ์คือ Capital Expenditure ที่จากการคาดการณ์คาดว่า ค่าของ Capital Expenditure จะมีค่าสูงในกลุ่มกลยุทธ์แบบผู้นำด้านต้นทุน (Cost Efficiency) มากกว่าบริษัทที่มีกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) แต่ผลที่ได้พบว่า กลุ่มบริษัทที่มีแนวโน้มจะอยู่ในกลุ่มกลยุทธ์แบบผู้นำด้านความแตกต่าง (Differentiation) คือ มีค่า Selling Intensity และ Gross Margin สูง กลับมีค่า Capital Expenditure สูงกว่าอีกกลุ่ม

(2) การวัดกลยุทธ์ของบริษัทให้มีความแม่นยำเพิ่มมากขึ้นควรมีตัววัดด้านการพัฒนาและวิจัย (Research and Development) และในด้านจำนวนพนักงาน (Employee) แต่การเก็บข้อมูลตัววัดดังกล่าวไม่สามารถทำได้ เนื่องจากบริษัทในประเทศไทยไม่ได้เปิดเผยข้อมูลรายการดังกล่าวในงบการเงินและเอกสารเผยแพร่ที่ต้องแสดงต่อสาธารณะ

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

สำหรับผู้สนใจในการศึกษาเกี่ยวกับเรื่องของการกำกับดูแลกิจการที่ดีและผลการดำเนินงานในอนาคตผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไปดังนี้

(1) ควรศึกษาเพิ่มในบริบทของโครงสร้างการบริหารของบริษัท เนื่องมาจากการศึกษาเพิ่มเติมพบว่า บริษัทในประเทศไทยนั้นมักเป็นธุรกิจของครอบครัว จึงควรตรวจสอบตัวแปรที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการ หรือในเรื่องส่วนต่างระหว่างสิทธิในการออกเสียงกับสิทธิในกระแสเงินสด

(2) ควรศึกษาเพิ่มในรายอุตสาหกรรม เนื่องจากพบว่า ในแต่ละอุตสาหกรรมมีขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการต่างกัน ซึ่งแสดงว่า แต่ละอุตสาหกรรมอาจมีบริบทเฉพาะที่ต่างกันเกี่ยวกับสัดส่วนคณะกรรมการต่าง ๆ เช่น คณะกรรมการอิสระ คณะกรรมการที่เป็นผู้บริหาร จึงควรศึกษาเรื่องนี้เพิ่มเติม เพื่อให้ทราบว่าเหตุใดบริษัทในอุตสาหกรรมต่าง ๆ จึงมีขนาดและองค์ประกอบของคณะกรรมการที่ต่างกัน และมีผลต่อผลการดำเนินงานอย่างไร

(3) เพิ่มตัววัดที่ใช้ในการวัดกลยุทธ์ เพื่อเพิ่มระดับความแม่นยำในการแบ่งแยกกลยุทธ์ หรือการใช้เกณฑ์ในการจำแนกกลยุทธ์

(4) เพิ่มตัวแปรควบคุมในการวัดผล เนื่องจากการวัดผลการดำเนินงานมาจากหลายปัจจัย เช่น ประสิทธิภาพของคณะกรรมการในสายงานที่เกี่ยวข้อง เพศของคณะกรรมการ และอายุงานของคณะกรรมการ

(5) ศึกษาถึงหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีในด้านอื่น ๆ เหตุเพราะการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีอีกหลายแง่มุม การศึกษาเพียงแค່ด้านคณะกรรมการอิสระเพียงอย่างเดียวอาจจะยังไม่ครอบคลุมปัจจัยที่มีผลต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทั้งหมด โดยควรตรวจสอบหลักเกณฑ์อื่น ๆ เพิ่มเติม เช่น สิทธิของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกลุ่มต่าง ๆ การประชุมผู้ถือหุ้น การรวมหรือแยกตำแหน่ง และค่าตอบแทนของคณะกรรมการ ฯลฯ

REFERENCES

- Agrawal, A. and Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Anderson, D., Francis, J. R., and Stokes, D. J. (1993). Auditing directorship and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 12, 353–375.
- Baron, R.M. and Kenny, D. (1986) The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173–1182
- Bathala, C. T., and Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16, 59–69.
- 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(1), 72–87.
- Beard, D. , and Dess, G. 1981. Corporate-level strategy, business-level strategy, and firm performance. *Academy of Management Journal*, 25, 663–688.
- Berman, S.L., Wicks, A.C., Kotha, S. and T.M. Jones. 1999. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models. *Academy of Management Journal*. 42, 488–506.
- Byrd, J., and Hickman, K. (1992). Do outside directors monitor managers? *Journal of Financial Economics*, 32, 195–221.
- Chung, K. H., Wright, P., and Kedia, B. B. (2003). Corporate governance and market valuation of capital and R&D investment. *Review of Financial Economics*, 12, 161–172.
- Dielman, T. E. (2001). Applied regression analysis for business and economics (Third Edition). *Pacific Grove*, California: Thomson Learning Inc.
- Fama, E., and Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 27, 301–325.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- Gani, L., and Jermias, J. (2006). Investigating the effect of board independence on performance across different strategies. *International Journal of Accounting*, 42(3), 295–314.
- Govindarajan, V., and Fisher, J. (1990). Strategy, control systems, and resource sharing: Effects on business unit performance. *Academy of Management Journal*, 259–285.
- Gul, F. A., and Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise, and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351–379.

- Gul, F.A., 1999. Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance* 5, 141– 168.
- Hartmann, F. G. H., and Moers, F. (1999). Testing contingency hypotheses in budgetary research: An evaluation of the use of moderated regression analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 24, 291–315.
- Hermalin, B.E. and Weisbach, M.S., 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. FM: *The Journal of the Financial Management Association*, 20, 101–112.
- Hossain, M., Cahan, S. F., & Adams, M. B. (2000). The investment opportunity set and the voluntary use of outside directors: New Zealand evidence. *Accounting and Business Research*, 30(4), 263–273.
- Hutchinson, M., and Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10, 595–614.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Koontz, H. (1967), *The Board of Directors and Effective Management*, McGraw-Hill, New York, NY.
- Krivogorsky, V.. 2006. Ownership, Board Structure and Performance in Continental Europe. *The International Journal of Accounting*, Volume 41(2), 176–197.
- Leland, H. E. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital Structure. *Journal of Finance*, 49(4), 1213–1252.
- Meric, I., Weidman, S., Welsh, C. and Meric, G. (2002) A Comparison of the Financial Characteristics of U.S., EU, and Japanese Manufacturing Firms. *American Business Review*, 20, 119–125.
- Mia, L., and Clarke, B. (1999). Market competition, management accounting systems and business unit performance. *Management Accounting Research*, 10, 137–158.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Myers, R.H. (1990) *Classical and modern regression with applications*. Boston: PWS-Kent Publishing.
- Pearce, J., & Zahra, S. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29, 411–438.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage*. New York: Free Press.
- Prevost, A. K., Rao, R. P., and Hossain, M. (2002). Determinants of board composition in New Zealand: A simultaneous equations approach. *Journal of Empirical Finance*, 9, 373–397.
- Ramaswamy, K. (2001). Organizational ownership, competitive intensity, and firm performance: An empirical study of the Indian manufacturing sector. *Strategic Management Journal*, 22, 989–998.
- Robinson, K. C., and Mcdougall, P. P. (2001). Entry barriers and new venture performance: A comparison of universal and contingency approaches. *Strategic Management Journal*, 22, 659–685.

- Rosenstein, S., Wyatt, J.G., 1997. Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholders Wealth. *Journal of Financial Economics*, 44, 229–250.
- Shepherd, G.S., 1989. Public enterprise: Criteria and cases. In H.D Jong (Ed). *The structure of European industry*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Sillapaporn Srijunpetch. (2008). Corporate Governance. *Journal of Business Administration*, 31(120), 1–4.
- Simerly, R. L., and Li, M. (2000). Environmental dynamism, financial leverage and performance: A theoretical integration and an empirical test. *Strategic Management Journal*, 21(1), 31–49.
- Singh, P., and Agarwal, N. C. (2002). The effects of firm strategy on the level and structure of executive compensation. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 19(1), 42–56.
- Sirithan Sirimaneetham. (2012). *The Effect of Strategies and Proportion of Independent Director on Firm's Performance: Evidence from Thailand*. (Master's Thesis). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Thanutchaporn Teeraniti. (2012). *The relationship between growth opportunities, corporate governance and the performance of listed companies*. (Master's Thesis). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Vafeas, N., and Theodorou, E. (1998). The relationship between board structure and firm performance. *the U.K. British Accounting Review*, 30, 383–407.
- Weisbach, M. (1988, January/March). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 431–460.
- Westphal, J. D. (1999). Collaboration in the boardroom: Behavioral and performance consequences of CEO-board socialities. *Academy of Management Journal*, 42(1), 7–24.
- Woraphong Kaeokham. (2014). *Board Size, Board Composition and Firm Value: Evidence from the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Thesis). Prince of Songkla University. Retrieved from <http://kb.psu.ac.th/psukb/bitstream/2010/9969/1/394915.pdf>
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.
- Zahra, S. A. (1996). Technology strategy and financial performance: Examining the moderating role of firm's competitive environment. *Journal of Business Venturing*, 11(3), 189–219.

