

## อิทธิพลตัวแปรคั่นกลางของความเสี่ยงบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลา ที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน

### THE MEDIATING EFFECT OF FIRM RISK ON THE RELATIONSHIP BETWEEN CEO TENURE AND FIRM PERFORMANCE

ดวงนภา สุขะหุต\*

*Duangnapa Sukhahuta\**

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

*Faculty of Business Administration, Maejo University.*

*\*Corresponding author, e-mail: duangnapa@live.com*

**Received:** 23 December 2020; **Revised:** 29 July 2021; **Accepted:** 3 September 2021

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ (1) เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ (2) เพื่อศึกษาอิทธิพลทางอ้อมระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงานโดยใช้ความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง สถิติที่ใช้ในการวิจัย ประกอบด้วย 1) สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย และ 2) สถิติการวิเคราะห์ตัวแบบสมการโครงสร้าง (SEM) โดยใช้โปรแกรม IBM SPSS Statistics ผลงานวิจัยพบว่า (1) ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ยิ่งซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ที่อธิบายได้ว่าผู้บริหารทำหน้าที่เป็นผู้พิทักษ์ (Steward) เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ผลงานวิจัย (2) การศึกษาความสัมพันธ์ทางอ้อมระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน โดยใช้ความเสี่ยงบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง ผลจากการวิเคราะห์ตัวแบบสมการโครงสร้างพบว่า ความเสี่ยงบริษัททำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediation) ที่มีอิทธิพลทำให้ความสัมพันธ์ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งต่อผลการดำเนินงานลดลงแต่ยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ความเสี่ยงบริษัททำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลางทำให้ทราบความสัมพันธ์ที่ซับซ้อนระหว่างตัวแปร ผลการทดสอบพบว่า ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนที่อธิบายว่าผู้บริหารไม่กล้าที่จะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงแต่ให้ผลตอบแทนสูง เพราะการลงทุนที่ผิดพลาดจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่ นอกจากนี้ผลการทดสอบพบว่า ความเสี่ยงบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่ายิ่งความเสี่ยงมากจะส่งผลในเชิงลบให้แก่ผลการดำเนินงานของบริษัท

**คำสำคัญ:** ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่ง ความเสี่ยงของบริษัท ผลการดำเนินงาน ตัวแปรคั่นกลาง

## Abstract

Objectives of this research are (1) to study the relationship between the CEO Tenure and firm performance of listed firm on the Stock Exchange of Thailand and Market for Alternative Investment. (2) to study the mediator influence of firm risks on the relationship between CEO tenure and firm performance. Statistical method conducted in this research consists of (1) the descriptive statistics and (2) the analyzed statistics of structural equation model (SEM) via SPSS program. The research found that (1) It is a direct relationship between CEO tenure and firm performance and CEO tenure has significant positive association with the performance at 0.01 level. This output is consistent with the Stewardship Theory, explaining that management acts as a steward to protect the organization's interests rather than personal interests. (2) a study of indirect relationship between CEO tenure and firm performance using firm risk as a mediator variable. The results of the structural equation model analysis showed that firm risk is a partial mediator. The impact of firm risk causes the relationship between CEO tenure and firm performance declined. But this relationship is still significant at the 0.01 level. The mediator effect of firm risk can be used to reveal the complex relationship between variables. The results showed that CEO tenure is significantly negative to firm risk at 0.01 level. This is consistent with the Agency Theory. This theory explains that management is unwilling to invest in risky but high-yield projects because the wrong investment may have an impact on the job position. In addition, the results showed that the firm risk was significantly negative to the firm performance at 0.01 level. It indicates that the greater the risk, the more negative the firm performance.

**Keywords:** CEO Tenure, Firm Risk, Firm Performance, Mediator

## บทนำ

ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (Chief Executive Officer: CEO) ซึ่งเป็นผู้บริหารสูงสุดขององค์กรมีความสำคัญอย่างมากต่อบริษัทเพราะเป็นบุคคลสำคัญในการกำหนดวิสัยทัศน์ของบริษัท พันธกิจ หรือการปรับกลยุทธ์เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของกิจการ รวมทั้งการจัดสรรทรัพยากรและการตัดสินใจลงทุนของบริษัท ดังนั้น CEO จึงมีบทบาทที่สำคัญต่อการกำกับดูแลและควบคุมการดำเนินงาน กำหนดนโยบาย กลยุทธ์ทางธุรกิจ เป้าหมาย และแผนการดำเนินงาน เป้าหมายทางการเงิน งบประมาณ รวมถึงอำนาจในการกำหนดโครงสร้างองค์กร วิธีการบริหาร การคัดเลือก การฝึกอบรม การว่าจ้าง และการเลิกจ้างพนักงาน และกำหนดอัตราจ้าง เงินเดือน ค่าตอบแทน โบนัส และสวัสดิการต่าง ๆ สำหรับพนักงาน ตลอดจนเข้าลงนามในนิติกรรมสัญญาเอกสารคำสั่ง หนังสือใด ๆ ที่ใช้ติดต่อกับหน่วยงานหรือบุคคลอื่น เพื่อให้การดำเนินงานของบริษัทฯ สำเร็จลุล่วงอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล ดังนั้นการบริหารงานของ CEO จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในการนำองค์กรให้ประสบความสำเร็จ

ในปัจจุบันมีบริษัทต่าง ๆ เสนอโครงการเกษียณก่อนกำหนด (Early Retirement) เช่น ธนาคารไทยพาณิชย์' เปิดเออร์รี่ไทร์ โครงการ 'จากด้วยใจ' รอบสอง ชดเชยสูงสุด 33.3 เดือน-ลดอายุเหลือ 50 ปีขึ้นไป เปิดรับสมัครตั้งแต่วันที่ 20 เม.ย.-31 พ.ค. 2563 [1] บริษัท บางกอกโพสท์ จำกัด (มหาชน) ผู้ผลิตหนังสือพิมพ์ Bangkok Post, นิตยสาร Forbes Thailand และนิตยสาร ELLE ประกาศโครงการร่วมใจจากองค์กรโดยการสมัครใจเกษียณอายุก่อนกำหนด ปี 2564 โดยจ่ายชดเชยสูงสุด 400 วัน [2] โครงการเกษียณก่อนกำหนดนี้ส่วนใหญ่

เพื่อลดค่าใช้จ่ายขององค์กรและเพื่อให้พนักงานที่มีอายุมากได้ลาออกก่อนกำหนด องค์กรส่วนใหญ่ต้องการคนที่มีพลังความคิดปรับตามโลกธุรกิจได้มากกว่าเพราะคนสูงอายุที่ใช้เวลาในการตัดสินใจช้าและไม่กล้ารับความเสี่ยง แต่ในทางกลับกันบางองค์กรต้องการ CEO ที่เกษียณอายุแล้วกลับเข้ามาทำงานให้กับองค์กร ทั้งนี้เพราะ CEO คือ หัวเรือสำคัญของบริษัทที่จะขับเคลื่อนธุรกิจให้บรรลุตามวัตถุประสงค์ CEO ที่มากด้วยประสบการณ์และเข้าใจในธุรกิจที่เคยบริหาร หลายบริษัทจึงมักจะแต่งตั้ง CEO ที่เกษียณอายุแล้วกลับเข้ามาทำงานในตำแหน่งสำคัญ ๆ ในบริษัท เช่น กรรมการ หรือที่ปรึกษา ตัวอย่างเช่น นาย Michael Blumenthal อดีต CEO ของบริษัท Unisys เป็นบริษัทที่ให้บริการและคำปรึกษาด้าน IT และจดทะเบียนในตลาดหุ้นนิวยอร์ก กลับเข้ามาเป็น Chairman ให้กับ Unisys เป็นต้น [3]

งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมายังไม่สามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ CEO ดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงานของบริษัทไปในทิศทางเดียวกัน Dikolli และคณะ [4] แสดงให้เห็นว่ายิ่งดำรงตำแหน่ง CEO นานเท่าไรผลการดำเนินงานของบริษัทก็จะยิ่งดีขึ้นเท่านั้น และสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ Boling และคณะ [5] ตั้งข้อสังเกตว่า CEO มักจะได้รับความรู้และความสามารถจากการดำรงตำแหน่งที่นานมากขึ้น ทำให้มีความเข้าใจเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมทั้งภายในและภายนอกของบริษัทได้เป็นอย่างดี ซึ่งทำให้บริษัทมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีขึ้นและเติบโตได้เร็วขึ้น ในทางตรงกันข้าม Goyal and Park [6] สรุปว่ายิ่ง CEO ดำรงตำแหน่งนานยิ่งทำให้มีความยากในการกำจัด CEO ประเภทที่เห็นแก่ประโยชน์ส่วนตน Luo และคณะ [7] กล่าวว่า CEO ที่ดำรงตำแหน่งเป็นเวลานานอาจสร้างฐานอำนาจทำให้พวกเขาขับไล่จากตำแหน่งได้ยาก จากการทบทวนวรรณกรรมแสดงว่าการที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งเป็นเวลานานอาจส่งผลเสียกับองค์กร เช่น เรื่องการปรับตัวเข้ากับโลกธุรกิจที่เปลี่ยนแปลง หรือส่งผลดีต่อองค์กร เพราะเป็นผู้มีประสบการณ์ที่ส่งผลดีต่อองค์กร ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาอิทธิพลของระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งต่อผลการดำเนินงาน

นอกจากนี้การที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งเป็นระยะเวลานาน อาจส่งผลต่อการตัดสินใจด้านความเสี่ยงตามทฤษฎีตัวแทนหรือ Agency Theory [8] นั้น CEO ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนผู้ถือหุ้นจึงไม่ใช่เจ้าของกิจการตามทฤษฎีนี้ CEO จะพยายามที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าของกิจการ ทำให้เกิดความขัดแย้งได้ ผู้บริหารที่บริหารงานโดยไม่มีประสิทธิภาพจะหลีกเลี่ยงการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงย่อมก็ตาม ผู้บริหารไม่ชอบอะไรที่เสี่ยงมาก ไม่ชอบความผันผวนของผลตอบแทน กลัวการขาดทุน เพราะกลัวมีผลกับตำแหน่งที่ดำรงอยู่ ผู้ถือหุ้นซึ่งไม่ได้เข้ามาเกี่ยวข้องกับการบริหารงานโดยตรง จึงไม่ทราบข้อมูลต่าง ๆ ที่ผู้บริหารซ่อนเร้น ทำให้ผลการดำเนินงานไม่สร้างความมั่งคั่งเท่าที่ควรให้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงสนใจศึกษาอิทธิพลทางตรงระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน และศึกษาอิทธิพลทางอ้อมโดยใช้ความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง

#### แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

##### ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling [8] ได้อธิบายทฤษฎีตัวแทนว่าเป็นความสัมพันธ์ภายใต้สัญญาระหว่างบุคคลที่เป็นตัวการ (Principal) ในการแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน โดยตัวแทน (Agent) จำให้ดำเนินการบริหารจัดการจัดการแทนตนเอง ตามทฤษฎีนี้คนทั่วไปจะมีแรงจูงใจในการสร้างประโยชน์ต่าง ๆ ให้ตนเอง ดังนั้นถ้าผู้บริหารที่เป็นตัวแทนจะสร้างมูลค่าให้กับกิจการได้ผู้บริหารต้องได้รับผลประโยชน์ต่อตนด้วย ดังนั้นจึงเกิดความขัดแย้งได้เมื่อผู้บริหารที่เป็นตัวแทนบริหารงานโดยไม่มีประสิทธิภาพ คำนี้ถึงประโยชน์ส่วนตนมากกว่าที่จะสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการ ปัญหานี้คือปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ซึ่ง McColgan [9] ได้อธิบายปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน ดังนี้ Moral-Hazard คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหารคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น ผู้บริหารนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ส่วนตัว ส่วน Risk Aversion

เป็นปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากพฤติกรรมการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร โดยผู้บริหารจะเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำเพราะหากบริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมีผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่งาน ดังนั้นผู้บริหารจึงหลีกเลี่ยงการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าก็ตาม

### ทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory)

Donaldson and Davis [10] ได้อธิบายทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ว่ามีแนวคิดมาจากทางด้านปรัชญาและสังคมศาสตร์ว่าบุคคลจะมีพฤติกรรมที่ตอบสนองต่อความต้องการของสังคม ดังนั้นผู้บริหารจึงมีพฤติกรรมที่จะตอบสนองต่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารมีทัศนคติว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ที่ต้องทำ ผู้บริหารจึงไม่มีผลประโยชน์ทับซ้อนจะทำหน้าที่เป็น “ผู้พิทักษ์” (Steward) เพื่อรักษาผลประโยชน์ขององค์กรมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นการกระทำเช่นนี้จะก่อให้เกิดประสิทธิผลสูงสุดต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย และจะทำให้องค์กรบรรลุเป้าประสงค์ที่วางไว้ ตามแนวคิดนี้ บทบาทผู้พิทักษ์จะเป็นการให้กำบังองค์กรมากกว่าทำเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว เมื่อกิจการประสบความสำเร็จจะทำให้ผู้บริหารเป็นที่ยอมรับทางสังคม

### ตัวแปรคั่นกลาง (Mediator)

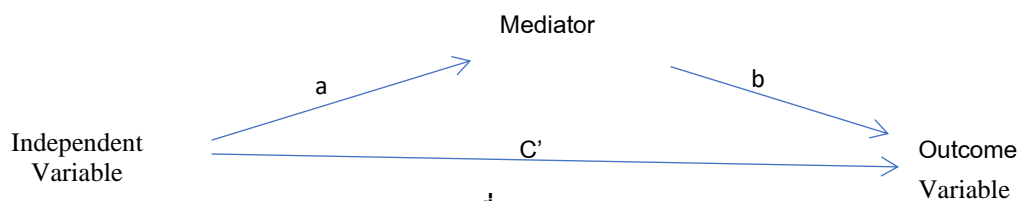
Baron and Kenny [11] ได้ให้คำนิยามว่า ตัวส่งผ่าน (Mediator) หรือตัวแปรคั่นกลาง (Mediating Variable) คือตัวแปรที่ทำหน้าที่ส่งผ่านอิทธิพลจากตัวแปรต้นไปยังตัวแปรตาม

ลักษณะการส่งผ่านของตัวแปร มี 2 ลักษณะ คือ

1. การส่งผ่านแบบสมบูรณ์ (Complete Mediation หรือ Full Mediation) เป็นสถานะที่อิทธิพลจากตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรตามโดยส่งผ่านตัวแปรคั่นกลางเท่านั้น ดังนั้นเมื่อมีตัวแปรคั่นกลางจะทำให้อิทธิพลทางตรงจากตัวแปรต้นไปตัวแปรตาม ลดลงไปจนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติหลังจากใส่ตัวส่งผ่าน

2. การส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediation) เป็นสถานะที่อิทธิพลจากตัวแปรต้นส่งผลต่อตัวแปรตามโดยส่งผ่านตัวแปรคั่นกลาง และตัวแปรต้นยังคงมีอิทธิพลทางตรงถึงตัวแปรตามโดยไม่ผ่านตัวแปรส่งผ่านด้วยเช่นกัน นั่นคืออิทธิพลทางตรงจากตัวแปรต้นไปตัวแปรตามลดลง แต่ยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติหลังจากใส่ตัวส่งผ่าน

อิทธิพลของตัวแปรคั่นกลาง (Mediating Variable) ต่อตัวแปรต้นและตัวแปรตาม แสดงได้ดังภาพต่อไปนี้



ภาพที่ 1 Mediator Model

ที่มา: Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182. [11]

การวิเคราะห์การถดถอยเพื่อทดสอบอิทธิพลการส่งผ่านมีขั้นตอนดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระ (X) ที่มีต่อตัวแปรตาม (Y) ดังสมการนี้  $Y = \beta_1 + cX + \epsilon_1$

ขั้นตอนที่ 2 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระ (X) ที่มีต่อตัวส่งผ่าน (Med) ดังสมการนี้  $Med = \beta_2 + aX + \epsilon_2$

ขั้นตอนที่ 3 ทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระ (X) และอิทธิพลของตัวแปรส่งผ่านที่มีต่อตัวแปรตาม (Y) ดังสมการนี้

$$Y = \beta_3 + c'X + bMed + \epsilon_3$$

ขั้นตอนที่ 4 การสรุปผลของอิทธิพลส่งผ่านดังนี้

ถ้า ค่า a ในขั้นตอนที่ 2 หรือค่า b ในขั้นตอนที่ 3 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปได้ว่า Med ไม่ใช่ตัวแปรคั่นกลาง

ถ้า ค่า c' ในขั้นตอนที่ 3 ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปได้ว่าเป็นการส่งผ่านแบบสมบูรณ์ (Complete Mediation)

ถ้า ค่า c' ในขั้นตอนที่ 3 มีนัยสำคัญทางสถิติ และค่า  $c' < c$  จากขั้นตอนที่ 1 สรุปได้ว่าเป็นการส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediation)

#### **ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน**

งานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตได้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงานแตกต่างกัน งานวิจัยของ Henderson และคณะ [12] พบว่าการดำรงตำแหน่งของ CEO เป็นวงจรชีวิตที่ผู้บริหารเรียนรู้อย่างรวดเร็วในช่วงเวลาแรกที่พวกเขาอยู่ในที่ทำงาน แต่จากนั้นเมื่อสภาพแวดล้อมภายนอกองค์กรเปลี่ยนแปลงไปทำให้ยอดขายลดลง ทั้งนี้เพราะ CEO มีการเรียนรู้จะลดลง การบริหารของ CEO มีกระบวนการที่ค่อนข้างตายตัวซึ่งเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยที่ปรับตัวไม่ทันการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อมภายนอก นอกจากนี้งานวิจัยของ Wang และคณะ [13] เสนอแนะว่ายิ่ง CEO อยู่ในตำแหน่งเป็นเวลานานการสร้างผลประกอบการที่มีประสิทธิภาพยิ่งเป็นไปได้ยาก ในทางตรงกันข้าม March [14] และ Vera and Crossan [15] เสนอว่า CEO ที่ดำรงตำแหน่งเป็นเวลานานยิ่งมีประสบการณ์มาก สามารถใช้ประโยชน์จากแหล่งความรู้และการเรียนรู้ทำให้บริษัทมีผลประกอบการดี นอกจากนี้ ทัศนคติของ CEO ชัยจรสเจริญลาภ [16] ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด (CEO) และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ผลการศึกษาพบว่าระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

#### **ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยง**

Dong and Yudan [17] วิเคราะห์ผลของการดำรงตำแหน่ง CEO ต่อการรับความเสี่ยง ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระยะเวลาการดำรงตำแหน่งต่อการรับความเสี่ยง อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์นี้ขึ้นอยู่กับความไม่สมดุลด้านข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถของ CEO ด้วย

#### **ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานของบริษัท**

งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา ขณะนี้ยังไม่สามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนกับความเสี่ยงได้ไปในทิศทางเดียวกันได้ งานวิจัยของ Fiegenbaum and Thomas [18] พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับความเสี่ยงและแวนดาว พรหมเสน [19] ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการวัดผลการดำเนินงานทั้งด้านบัญชีและด้านตลาด นอกจากนี้ Bettis and Mahajan [20] แสดงให้เห็นว่า บางบริษัทสามารถเพิ่มผลกำไรและลดความเสี่ยงได้พร้อมกัน ความเสี่ยงของบริษัทมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องจากบริษัทที่รับความเสี่ยงได้มากโดยทั่วไปแล้วจะมีผลตอบแทนที่สูงกว่าถึงแม้ว่าจะมีความผันผวนมากกว่าก็ตาม

จากการทบทวนวรรณกรรมพบความสัมพันธ์ในแต่ละด้าน ได้แก่ ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงและความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นความเสี่ยงอาจทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลาง (Mediating Variable) ที่ทำหน้าที่ส่งผ่านอิทธิพลจากตัวแปรต้นไปยังตัวแปรตาม ดังนั้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ทางตรงและอิทธิพลของตัวแปรคั่นกลางโดยใช้ความเสี่ยงบริษัทต่อความสัมพันธ์

ระหว่างระยะเวลาผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน เพื่อช่วยอธิบายความสัมพันธ์ที่ซับซ้อน จึงกำหนดวัตถุประสงค์ของการวิจัย กรอบแนวคิดของการวิจัย และสมมุติฐานการวิจัย ดังนี้

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

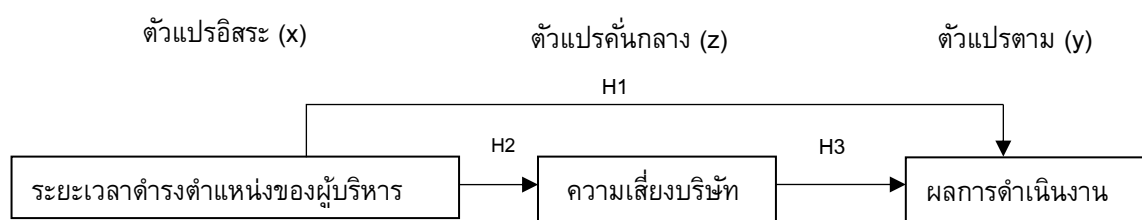
1. เพื่อศึกษาอิทธิพลทางตรงระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลทางอ้อมระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงานโดยใช้ความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง

### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้ ได้ใช้ระเบียบวิจัยเชิงปริมาณมีการกำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัยดังนี้

#### กรอบแนวคิดของการวิจัย

จากการทบทวนแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยนี้จึงได้กำหนดกรอบแนวคิดดังต่อไปนี้



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดงานวิจัย

### สมมุติฐานการวิจัย

สมมุติฐานที่ 1 (H1) : ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน

สมมุติฐานที่ 2 (H2): ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีอิทธิพลต่อความเสี่ยงของบริษัท

สมมุติฐานที่ 3 (H3): ความเสี่ยงของบริษัทมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2557-2561 โดยกลุ่มที่เลือกมาทำการศึกษาในงานวิจัยนี้จะไม่รวมกลุ่มบริษัทในสถาบันทางการเงินที่ถูกกำกับดูแลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย ตัวอย่างจะใช้วิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากการสุ่มแบบเจาะจง (Purposive Sampling) บริษัททั้งหมดของประชากรที่ถูกคัดเลือกต้องไม่อยู่ระหว่างการพิทักษ์ทรัพย์ และการฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้บริษัทที่จะนำมาศึกษาจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีต่อสาธารณชนของตัวแปรที่ต้องการศึกษารอบตัวตามช่วงเวลาที่กำหนด จำนวนตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิจัย 2,275 บริษัท-ปี

### วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นแบบข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีของบริษัท (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีของบริษัทระหว่างปี พ.ศ. 2557-2561 และข้อมูลจากฐานข้อมูลของ SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART)

### การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยการใช้เทคนิคทางด้านสถิติมาทำการวิเคราะห์ข้อมูล ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมแบบทฤษฎีภูมิ ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation) และในการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานของงานวิจัยนี้จะทำการวิเคราะห์โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis) เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยใช้โปรแกรม SPSS (Statistical Package for the Social Science for Windows) การทดสอบความสัมพันธ์ทางอ้อมโดยใช้ตัวแปรคั่นกลางในสมการที่มีความซับซ้อน ใช้การวิเคราะห์ตัวแบบสมการโครงสร้าง (SEM) โดยใช้โปรแกรม IBM SPSS Amos การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐาน และได้กำหนดรูปแบบการจำลองไว้ ดังนี้

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Profit_{it} + \beta_6 INDDummy_{it} + \beta_7 YearDummy_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tenure_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Profit_{it} + \beta_6 INDDummy_{it} + \beta_7 YearDummy_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Risk_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Profit_{it} + \beta_6 INDDummy_{it} + \beta_7 YearDummy_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

### การวัดค่าตัวแปร

Tenure<sub>it</sub> คือ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง วัดจากระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง คิดเป็นจำนวนปีที่มารับตำแหน่ง [21-22] ROE<sub>it</sub> คือ ผลการดำเนินงานจากการลงทุน ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการด้านบัญชี ผลการดำเนินงานจากการลงทุน คำนวณได้จากกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น MBV<sub>it</sub> คือ มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี คำนวณได้จากมูลค่าทางการตลาดหารด้วยมูลค่าทางบัญชี Size<sub>it</sub> คือ ขนาดของกิจการ วัดจากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางตลาดของบริษัท Lev<sub>it</sub> คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม คำนวณได้จาก Total Debt/Total Asset [23] Profit<sub>it</sub> คือ อัตรากำไรสุทธิ คำนวณได้จากกำไรสุทธิหารด้วยยอดขาย Risk<sub>it</sub> คือ ความเสี่ยงของบริษัท วัดได้จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Standard Deviation of ROA) [24] INDDummy<sub>it</sub> คือ ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRY) และ YearDummy<sub>it</sub> คือ เวลา (TIME) เป็นตัวแปรหุ่น

### ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 ตารางแสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตัวแปร	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ROE	2275	-129.65	119.037	7.804	16.10185
Tenure	2275	0.005	50.03	10.016	8.669706
Risk	2275	0.126	63.933	4.48934	4.499606
MBV	2275	-16.177	57.978	2.380	2.816534
Size	2275	6.53	27.904	14.318	4.666372
Lev	2275	0.003	2.525	0.414	0.206862
Profit	2275	-178.95	181.551	5.629	19.93116

ผลจากตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรตามได้แก่ผลการดำเนินงาน (ROE) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 7.804 ค่าสูงสุดเท่ากับ 119.037 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -129.65 ตัวแปรต้น ได้แก่ ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (ปี) (Tenure) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 10.016 ค่าสูงสุดเท่ากับ 50.03 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.005 แสดงให้เห็นว่าบางบริษัทมีประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่ดำรงตำแหน่งที่นานมาก ตัวแปรคั่นกลาง ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 4.48 ค่าสูงสุดเท่ากับ 63.933 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.126 แสดงให้เห็นว่าหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดมีความเสี่ยงที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 2 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

Variables	Risk	Tenure	MBV	Size	Lev	Profit	ROE
Risk	1	-.166**	.146**	-.081**	.003	-.210**	-.178**
Tenure	-.166**	1	-.022	.014	-.020	.058**	.096**
MBV	.146**	-.022	1	.061**	.075**	.127**	.349**
Size	-.081**	.014	.061**	1	.083**	.139**	.126**
Lev	.003	-.020	.075**	.083**	1	-.139**	-.140**
Profit	-.210**	.058**	.127**	.139**	-.139**	1	.552**
ROE	-.178**	.096**	.349**	.126**	-.140**	.552**	1

\*\* แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01 \* แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.05

ผลจากตารางที่ 2 แสดงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างระหว่างตัวแปร 2 ตัว ผลที่ได้พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าแต่ระดับของความสัมพัทธ์ไม่สูงมากนัก โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรทุกคู่มีค่าน้อยกว่า 0.8 แสดงให้เห็นว่าเบื้องต้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไม่มีปัญหา Multicollinearity [25]

ผลที่ได้แสดงความสัมพันธ์ทางลบระหว่างระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) กับตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 นอกจากนี้ยังพบว่า ผลการดำเนินงาน (ROE) มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01



**ตารางที่ 3** ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

$$\text{โมเดลที่ 1 } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tenure}_{it} + \beta_2 \text{MBV}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{Profit}_{it} + \beta_6 \text{INDDummy}_{it} + \beta_7 \text{YearDummy}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{โมเดลที่ 2 } Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tenure}_{it} + \beta_2 \text{MBV}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{Profit}_{it} + \beta_6 \text{INDDummy}_{it} + \beta_7 \text{YearDummy}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{โมเดลที่ 3 } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Risk}_{it} + \beta_2 \text{MBV}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{Profit}_{it} + \beta_6 \text{INDDummy}_{it} + \beta_7 \text{YearDummy}_{it} + \epsilon_{it}$$

Variables	โมเดลที่ 1			โมเดลที่ 2			โมเดลที่ 3		
	Coefficient	t-value	VIF	Coefficient	t-value	VIF	Coefficient	t-value	VIF
Intercept		4.808			-0.919			4.512	
MBV	.287**	17.201	1.066	0.176**	8.591	1.066	.308**	18.278	1.1
Size	.117**	5.411	1.788	-.073*	-2.744	1.788	.106**	4.94	1.791
Lev	-.097**	-5.811	1.066	-.042	-2.069	1.066	-0.102**	-6.117	1.068
Profit	.482**	28.682	1.078	-.0220**	-10.657	1.078	.459**	26.861	1.131
Tenure	.071**	4.363	1.023	-.0147**	-7.326	1.023			
Risk							-.119**	-7.106	1.089
Industry Dummies	Yes			Yes			Yes		
Year Dummies	Yes			Yes			Yes		
Adjust R <sup>2</sup>	0.405			0.1			0.413		
Durbin-Watson	1.922			1.965			1.93		
N	2275			2275			2275		

ผลการทดสอบตามตารางที่ 3 ซึ่งแสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ตามแบบจำลองที่ 1 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 (H1) : ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่ง มีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน ผลจากทดสอบสมมติฐานพบว่า ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่ายิ่ง CEO ดำรงตำแหน่งนานจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.922 ซึ่งแสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation และเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R<sup>2</sup> พบว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวชี้วัด ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ได้เท่ากับ 40.5%

ผลการทดสอบ ตามแบบจำลองที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 (H2) : ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีอิทธิพลต่อความเสี่ยงของบริษัท ผลจากทดสอบสมมติฐานพบว่า ระยะเวลาที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่ง (Tenure) มีความสัมพันธ์ทางลบกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่ายิ่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารดำรงตำแหน่งนานจะยิ่งปฏิเสธการลงทุนที่มีความเสี่ยง ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.922 ซึ่งแสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation และเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R<sup>2</sup> พบว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวชี้วัด ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ได้เท่ากับ 10.00 %

ผลการทดสอบตามแบบจำลองที่ 3 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 (H3) : ความเสี่ยงของบริษัทมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ผลจากทดสอบสมมติฐานพบว่า ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงาน (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่ายิ่งมีความเสี่ยงสูงยิ่งทำให้ผลการดำเนินงานแย่ลง ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.930 ซึ่งแสดงว่าไม่มีปัญหา Autocorrelation และเมื่อพิจารณาค่า Adjusted R<sup>2</sup> พบว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวชี้วัด ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ได้เท่ากับ 41.30%

**ตารางที่ 4** ตารางแสดงค่าการวิเคราะห์ด้วยสมการโครงสร้างแสดงอิทธิพลตัวแปรต้นกลางด้านความเสี่ยงต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน

โมเดล	ค่าสัมประสิทธิ์	ผล
<u>อิทธิพลทางตรง</u>		
Tenure → ROE (c)	.073**	H1: Supported
<u>อิทธิพลทางอ้อม (มีตัวแปรต้นกลาง)</u>		
Tenure → Risk (a)	-0.166**	
Risk → ROE (b)	-0.110**	
Tenure → ROE (c')	0.055**	H3: Partial Supported
Indirect effect (a x b)	0.018*	
Chi-square/df=2.383, GFI= .999, AGFI= .990, CFI = .999, IFI=.999, TLI=.984, NFI=.998, RFI=.972, RMSEA = .025		

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การสร้างแบบจำลองสมการเชิงโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อม ระหว่างระยะเวลาการดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน ผลจากการทดสอบดัชนีความสอดคล้องของโมเดล (Goodness of Fit Indices) ที่ได้จากการทดสอบ ได้แก่ ค่าไคสแควร์สัมพัทธ์ (Relative Chi-Square:  $\chi^2/df$ ) เท่ากับ 2.383 ค่าความคลาดเคลื่อนของการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) เท่ากับ 0.25 ค่าดัชนีวัดระดับความเหมาะสมพอดี (Goodness of Fit Index) เท่ากับ 0.999 ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องที่ปรับแก้แล้ว (Adjust Goodness of Fit Index) เท่ากับ 0.990 ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องเปรียบเทียบ (Comparative Fit Index: CFI) เท่ากับ 0.999 ค่าดัชนีตรวจสอบความกลมกลืน (Incremental Fit Index: IFI) เท่ากับ 0.999 ค่าดัชนีตรวจสอบความกลมกลืน (Tucker-Lewis Index: TLI) เท่ากับ 0.984 ค่าดัชนีตรวจสอบความกลมกลืน (Normed Fit Index: NFI) เท่ากับ 0.998 จากผลการวัดค่าดัชนีดังกล่าวโมเดลที่สร้างขึ้นมามีค่าตามเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้น แสดงว่าโมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ผลการศึกษานี้เป็นไปตามแบบจำลองของ Baron and Kenny [11] โดยทำการทดสอบด้วยสมการโครงสร้างพบว่า ระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่ง (ตัวแปรต้น) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงบริษัท (ตัวแปรต้นกลาง) ตามเส้นทาง a และความเสี่ยงบริษัท (ตัวแปรต้นกลาง) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการดำเนินงาน (ตัวแปรตาม) ตามเส้นทาง b และเมื่อเส้นทาง a และ b ถูกควบคุม เมื่ออิทธิพลคั่นกลางทำหน้าที่ไม่สมบูรณ์จะทำให้ ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม นั่นคือถ้าเส้นทาง c' ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.55 ลดลงเมื่อเทียบกับ เส้นทาง c ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.73 แต่ยังคงมีนัยสำคัญทางสถิติ

## สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ 1) ทำการศึกษาอิทธิพลทางตรงของระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งต่อผลการดำเนินงาน ผลจากการวิจัยจากตารางที่ 3 พบว่าระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.73 อธิบายได้ว่าประธานเจ้าหน้าที่บริหารยิ่งดำรงตำแหน่งนานยิ่งทำให้ส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีผู้พิทักษ์ผลประโยชน์ (Stewardship Theory) ที่ว่าผู้บริหารทำหน้าที่เป็นผู้พิทักษ์ (Steward) ทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่ตอบสนองความต้องการของสังคม และรักษาผลประโยชน์ขององค์กรมากกว่าผลประโยชน์ส่วนตัว เนื่องจากผู้บริหารมีทัศนคติว่าการบริหารกิจการเป็นหน้าที่ ดังนั้นการกระทำเช่นนี้จะก่อให้เกิดประสิทธิผลสูงสุดต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่าย และจะทำให้องค์กรบรรลุเป้าประสงค์ที่วางไว้ เมื่อกิจการประสบความสำเร็จจะทำให้ผู้บริหารเป็นที่ยอมรับทางสังคม ผลงานวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Saleh และคณะ [26] ซึ่งพบว่าระหว่างระยะเวลาที่ CEO ดำรงตำแหน่งมีอิทธิพลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท อธิบายได้ว่ายิ่งดำรงตำแหน่ง CEO นานเท่าไรผลการดำเนินงานของบริษัทก็จะยิ่งดีขึ้น เพราะ CEO ที่ทำงานมายาวนานกลายเป็นผู้เชี่ยวชาญในทุกด้านของการดำเนินงานของธุรกิจ ตลอดจนชำนาญด้านการวางกลยุทธ์ Saleh และคณะ [26] สนับสนุนหลักจรรยาบรรณในการกำกับดูแลกิจการของปาลเอสไต้นซึ่งไม่ได้กำหนดข้อจำกัดใด ๆ เกี่ยวกับระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของ CEO

วัตถุประสงค์ที่ 2) ทำการศึกษาอิทธิพลตัวแปรคั่นกลางของความเสี่ยงบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน โดยใช้สมการโครงสร้าง (Structure Equation Model) ผลจากตารางที่ 3 พบว่าระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์ทางลบต่อความเสี่ยงบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และความเสี่ยงบริษัทมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัทในเชิงลบที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าเหมาะสมในการทดสอบความเสี่ยงบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง ผลจากตารางที่ 4 แสดงการทดสอบด้วยสมการโครงสร้างของความสัมพันธ์ตามเส้นทาง (a) พบว่าระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ว่าผู้บริหารไม่ใช่เจ้าของกิจการ ผู้บริหารจะได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือน จึงเกิดปัญหา Risk Aversion ซึ่งเป็นปัญหาเรื่องความขัดแย้งที่เกิดจากพฤติกรรมการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร ผู้บริหารจะเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำเพราะผู้บริหารจะไม่ได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้น ๆ ค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับเป็นเงินเดือนจำนวนที่คงที่ หรือการปรับเงินเดือนเป็นสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงาน แต่ถ้าหากบริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมีผลกระทบอาจทำให้ต้องออกจากงาน งานวิจัยที่ผ่านมา ได้แก่ Grimm and Smith [27], Hambrick และคณะ [28] และ Meijer [22] พบความสัมพันธ์เชิงลบที่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนเช่นกัน และผลจากตารางที่ 4 ทดสอบความสัมพันธ์ตามเส้นทาง (b) นั้นพบว่าความเสี่ยงบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงที่ผกผันกับผลการดำเนินงาน แสดงว่ายิ่งความเสี่ยงของบริษัทสูงขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานแย่งลง

ผลจากตารางที่ 4 พบว่าการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่ง (Tenure) ที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท (ROE) นั้นมีค่าสัมประสิทธิ์ (c) เท่ากับ 0.73 เมื่อทำการควบคุม

เส้นทาง a และ b และใช้ความเสี่ยงบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง พบว่าการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่ง (Tenure) ที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท (ROE) นั้นมีค่าสัมประสิทธิ์ (c') เท่ากับ 0.55 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่ ซึ่งค่า  $c' < c$  ทำให้สรุปได้ว่าความเสี่ยงบริษัททำหน้าที่ตัวแปรคั่นกลาง และเป็นการส่งผ่านแบบบางส่วน (Partial Mediation) การวิเคราะห์อิทธิพลทางอ้อมจึงมีข้อดีที่ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ที่ซับซ้อนระหว่างตัวแปร ซึ่งผลงานวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่านอกจากประสบการณ์ในการทำงานของผู้บริหารสูงสุดแล้ว ที่การตัดสินใจด้านการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหารเข้ามามีส่วนร่วมกับผลการดำเนินงาน

#### ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

จากงานวิจัยในครั้งนี้พบอิทธิพลทางตรงระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงาน จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่างานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยชิ้นแรกที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ทางอ้อมระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งกับผลการดำเนินงานโดยใช้ความเสี่ยงของบริษัทเป็นตัวแปรคั่นกลาง ซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการศึกษาอิทธิพลของตัวแปรคั่นกลางที่ทำให้ความสัมพันธ์ทางตรงอาจเปลี่ยนไปสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไปสามารถทดสอบความสัมพันธ์ทางอ้อมโดยใช้ตัวแปรคั่นกลางตัวอื่น ๆ เช่น คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด การศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะบุคคลที่ส่งผลต่อพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้บริหารสูงสุด นอกจากนี้ การศึกษาประสบการณ์จากการดำรงตำแหน่ง CEO จากบริษัทก่อนหน้าอาจมีผลทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันไป

#### กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้รับการสนับสนุนทุนอุดหนุนการวิจัย จากคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

#### เอกสารอ้างอิง

- [1] สำนักข่าวอิศรา. (2563). 'ไทยพาณิชย์' เปิดเออร์ลี่ รีไทร์ รอบสอง ชดเชยสูงสุด 33.3 เดือน-ลดอายุเหลือ 50 ปีขึ้นไป. สืบค้นเมื่อ 5 ตุลาคม 2563, จาก <https://www.isranews.org/article/isranews-short-news/92526-scb-early-retirement-2-50-Year.html>
- [2] ผู้จัดการออนไลน์. (2564). เครื่องบางกอกโพสต์ ประกาศเออร์ลี่รีไทร์ ชดเชย พง. สูงสุด 400 วัน. สืบค้นเมื่อ 5 ตุลาคม 2563, จาก <https://mgronline.com/onlinesection/detail/9640000000370>
- [3] ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). อดีต CEO กลับมาเป็นกรรมการของบริษัทเหมาะสมหรือไม่อย่างไร. สืบค้นเมื่อ 8 พฤศจิกายน 2563, จาก <https://www.setsustainability.com/download/qs3pxyrmw1vefch>
- [4] Dikolli, S. S., Mayew, W. J., & Nanda, D. (2014). CEO Tenure and The Performance-Turnover Relation. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 281-327.
- [5] Boling, J. R., Pieper, T. M., & Covin, J. G. (2015). CEO Tenure and Entrepreneurial Orientation within Family and Nonfamily Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 40(4), 891-913.
- [6] Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board Leadership Structure and CEO Turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49-66.
- [7] Luo, X., Kanuri, V. K., & Andrews, M. (2014). How Does CEO Tenure Matter? The Mediating Role of Firm-Employee and Firm-Customer Relationships. *Strategic Management Journal*, 35(4), 492-511.

- [8] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- [9] McColgan, P. (2002). Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a UK Perspective. Working Paper. *University of Strathclyde*. Retrieved November 11, 2020, from <http://zyzx.haust.edu.cn/moocresource/data/20090601/U/gresham2007077/video/journal.pdf>
- [10] Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- [11] Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- [12] Henderson, A. D., Miller, D., & Hambrick, D. C. (2006). How Quickly do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447-460.
- [13] Wang, H. C., He, J., & Mahoney, J. T. (2009). Firm-Specific Knowledge Resources and Competitive Advantage: The Roles of Economic-and Relationship-Based Employee Governance Mechanisms. *Strategic Management Journal*, 30(12), 1265-1285.
- [14] March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in Organizational Learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87.
- [15] Vera, D., & Crossan, M. (2004). Strategic Leadership and Organizational Learning. *Academy of Management Review*, 29(2), 222-240.
- [16] ภิญญาดาพัชญ์ ชัยจรัสเจริญลาภ. (2558). คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100). ปริญญาวิทยาศาสตรบัณฑิต (สาขาการเงิน). บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- [17] Dong, C., & Yudan, Z. (2012). CEO Tenure and Risk-Taking, *SSRN Electronic Journal*. Retrieved October 22, 2020, from <https://doi.org/10.2139/ssrn.2038064>
- [18] Fiegenbaum, A., & Thomas, H. (1986). Dynamic and Risk Return Measurement Perspectives on Bowman's Risk-Return Paradox for Strategic Management: An Empirical Study. *Strategic Management Journal*, 7(5), 395-407.
- [19] แวดาว พรหมเสน. (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับตัวชี้วัด ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์ และสังคมศาสตร์*, 40(2), 83-102.
- [20] Bettis, A. R., & Mahajan, V. (1985). Risk/Return Performance of Diversified Firms. *Management Science*, 31(7), 785-799.
- [21] Guo, L., Jalal, A., & Khaksari, S. (2015). Bank Executive Compensation Structure, Risk Taking and the Financial Crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(3), 609-639.

- [22] Meijer, M. (2017). *CEO Compensation and Risk-Taking: Evidence from The US Banking Industry*. Master of Science in Finance. Department of Finance. Tilburg University. Retrieved December 1, 2020, from <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:cDdVkr8FytsJ:arno.uvt.nl/show.cgi%3Ffid%3D145043+&cd=1&hl=en&ct=clnk&gl=th>
- [23] Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- [24] Kim, K., & Buchanan, R. (2011). CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity. *Journal of Applied Business Research*, 24(1), 27-41.
- [25] Pituch, K. A., & Stevens, J. P. (2016). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. Sixth Edition. NY: Routledge.
- [26] Saleh, M. W. A., Shurafa, R., Shukeri, S. N., Nour, A. I., & Maigosh, Z. S. (2020). The Effect of Board Multiple Directorships and CEO Characteristics on Firm Performance: Evidence from Palestine. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 637-654.
- [27] Grimm, C., & Smith, K. (1991). Management and Organizational Change: A note on the Railroad Industry. *Strategic Management Journal*, 12(7), 557-562.
- [28] Hambrick, D. C., Cho, T. S., & Chen, M. J. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms 'Competitive Moves'. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659-684.