

ผลกระทบของเพศของผู้บริหารสูงสุดต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหาร
สูงสุดดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

The Moderating Effect of CEO Gender on Relationship between
CEO Tenure and Risk-taking

ดวงนภา สุขะหุต^{1*}

Duangnapa Sukhahuta^{**}

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทและ 2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของเพศของผู้บริหารสูงสุดต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างใช้วิธีการสุ่มแบบเจาะจง จำนวนตัวอย่างเท่ากับ 2395 บริษัท-ปี ผลจากการศึกษาพบว่า 1) ระยะเวลาดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ที่อธิบายได้ว่าผู้บริหารจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเองและไม่คำนึงว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้ถือหุ้นอย่างไร ผลการวิจัยยังพบว่า 2) เพศของผู้บริหารสูงสุดในฐานะตัวแปรกำกับมีผลทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งและความเสี่ยงของบริษัทเปลี่ยนทิศทาง แสดงให้เห็นว่าเพศของผู้บริหารสูงสุดส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเรื่องความเสี่ยงในการลงทุน จากทำการวิเคราะห์กลุ่มย่อยพบว่าเฉพาะผู้นำชายมีผลทำให้ระยะเวลาดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แต่กลุ่มผู้นำหญิงพบว่าความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าผู้นำชายยังดำรงตำแหน่งนานยังไม่กล้าลงทุนที่มีความเสี่ยง

คำสำคัญ: เพศของผู้บริหารสูงสุด ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง ความเสี่ยงของบริษัท

Abstract

The objects of this study are 1) to analyze the relationship between CEO tenure and firm risk-taking and 2) to examine the effect of CEO gender as a moderator on the CEO tenure and risk-taking relationship of firms listed on Thai stock exchange. The data were collected from the stock exchange of Thailand The samples were 2,395 firm-year observations by using purposive sampling method. The result of the study shows that 1) CEO tenure has significantly negative association with risk-taking. According to Agency theory, CEOs as an agent concern making utilities for themselves instead of maximizing benefits to the shareholders. 2) The result also confirms that CEO gender is a moderator. The effect of the interaction between CEO gender and CEO tenure is significantly positive to risk-taking at 0.01 level. This implied that the gender of CEO affects decision-making about investment risk. According to sub-group analysis, the relationship

^{1*} ผู้นิพนธ์ประสานงาน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้ อีเมล: duangnapa@live.com

^{**} Corresponding Author, Faculty of Business Administration, Maejo University, E-mail: duangnapa@live.com

วันที่รับบทความ (Received date): 25 December 2019 วันที่แก้ไขแล้วเสร็จ (Revised date): 23 July 2021

วันที่ตอบรับบทความ (Accepted date): 30 November 2021

between CEO tenure and firm risk-taking is significantly negative at 0.01 level for male group. For female group, it shows the positive relationship between CEO tenure and firm risk-taking. But it is not significant. Thus, it can be concluded that the longer the male CEO held the position, the more dare they invested at risk.

Keywords: CEO gender, CEO tenure, Risk-taking

บทนำ

สำหรับองค์กรภาคธุรกิจ การที่องค์กรจะประสบความสำเร็จหรือไม่ นั้นไม่ใช่เรื่องง่าย ต้องอาศัยองค์ประกอบที่สำคัญหลากหลายประการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความรู้ความสามารถและประสบการณ์ของผู้บริหารระดับสูง (CEO) ดังนั้นผู้บริหารระดับสูงจึงเป็นบุคคลที่น่าจับตามอง CEO นั้นได้รับมอบอำนาจหน้าที่จากคณะกรรมการของบริษัทให้มีอำนาจในการจัดการ ซึ่งรวมถึงการกำหนดนโยบาย การตัดสินใจ และการใช้อำนาจจัดการบริษัทอย่างเด็ดขาด จึงทำให้ CEO เป็นผู้ที่มีส่วนสำคัญที่จะทำให้บริษัทมีกำไรหรือขาดทุน มีความเจริญก้าวหน้าหรือความอยู่รอด CEO ต้องเป็นบุคคลที่มีความรู้ มีความสามารถ มีความเด็ดขาดในการตัดสินใจ เพราะในวงการธุรกิจ เต็มไปด้วยการแข่งขัน ฉกฉวยแย่งชิงโอกาส ไม่ว่าจะเป็นผลผลิตหรือการชิงส่วนแบ่งการตลาด ในขณะเดียวกันก็ต้องดูแลควบคุมการใช้งบดุลการให้เต็ม ศักยภาพ และทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ

อย่างไรก็ตามการดำเนินกิจการภายใต้การตัดสินใจของ CEO บางครั้งก็อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงที่ส่งผลได้ทั้งในแง่บวกและแง่ลบและก่อให้เกิดผลลัพธ์ต่อองค์กรทั้งระยะสั้นและระยะยาว การตัดสินใจของ CEO นั้นไม่ได้มีผลกระทบแค่ในองค์กรเท่านั้น แต่ยังส่งผลกระทบต่อธุรกิจหรือผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับองค์กรจำนวนมาก รวมถึง เศรษฐกิจของประเทศด้วย ดังนั้นการตัดสินใจของ CEO จึงมีบทบาทอย่างมากต่อองค์กร อย่างไรก็ตามถึงแม้ CEO ซึ่งเป็นผู้บริหารสูงสุดที่จะนำองค์กรไปสู่ความสำเร็จ CEO ก็ยังมีสถานะเป็นพนักงานบริษัทเหมือนพนักงานอื่น ๆ ในองค์กร การบริหารงานที่สำเร็จและก่อให้เกิดกำไรมหาศาลต่อองค์กรอาจไม่ได้ก่อให้เกิดประโยชน์กับ

CEO มากนักเพราะ CEO ยังคงรับเป็นเงินเดือนหรือค่าตอบแทนเพิ่มบางส่วน แต่การตัดสินใจที่ผิดพลาดหรือการกล้าตัดสินใจที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงกับองค์กรผลที่เกิดขึ้นนั้น CEO ต้องรับผิดชอบการตัดสินใจโดยตรง ซึ่งในบางกรณีถ้าการตัดสินใจนั้นทำให้องค์กรล้มเหลว CEO อาจต้องลาออกจากองค์กร ดังนั้นการตัดสินใจที่เสี่ยงมากๆ อาจมีผลต่ออาชีพของ CEO เอง ยิ่งถ้า CEO อยู่ในองค์กรยิ่งนานก็ยิ่งทำให้ไม่ยากที่จะต้องพ้นจากตำแหน่ง ดังนั้นการตัดสินใจเลือกลงทุนที่มีความเสี่ยงจึงเป็นสิ่งที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงกับอาชีพของ CEO ด้วย งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดกับการรับความเสี่ยง เช่น Chen and Zheng (2012), Coles, Daniel, and Naveen (2006), Chakraborty, Sheikh, and Subramanian (2007), Simsek (2007), Hirshleifer, Low, and Teoh (2012), Ryan and Wang (2012), Muscarella and Zhao (2013), Serfling (2013) และ Cain and McKeon (2014) ผลการทดสอบนั้นมีทิศทางที่แตกต่างกันไป สำหรับประเทศไทยที่มีวัฒนธรรมองค์กรที่แตกต่างกับประเทศทางตะวันตกก็อาจมีส่งผลที่แตกต่างกันด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้สังคมไทยมีวัฒนธรรม จริยธรรม และมีระเบียบสังคมที่แตกต่างจากต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศในฝั่งตะวันตก สิ่งต่างๆ เหล่านี้มีส่วนในการถ่ายทอดวิธีคิดต่างๆ เห็นได้จาก บทบาทของผู้ชายไทยและผู้หญิงไทยในอดีตที่แตกต่างกัน ผู้ชายไทยมักทำงานนอกบ้านขณะที่ผู้หญิงไทยเป็นแม่บ้าน การบ่มเพาะเลี้ยงดูของครอบครัวที่ปลูกฝังให้ผู้ชายมีสถานะเหนือกว่าผู้หญิง แต่เมื่อสังคมมีการเปลี่ยนแปลง ผู้หญิงไทยต้องรับบทบาททั้งทำงาน

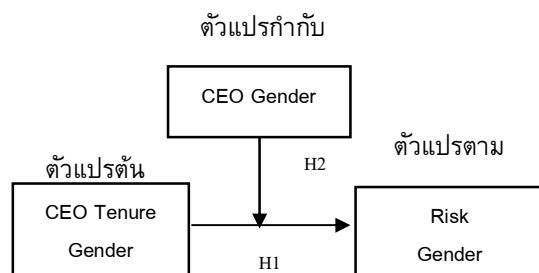
นอกบ้านและงานในบ้าน และในปัจจุบันผู้หญิงก็สามารถทำงานได้หลากหลาย ได้รับการยอมรับในสังคมไทย แต่การถูกบ่มเพาะปลูกฝังโดยสังคมไทยทำให้ผู้หญิงไทยและผู้ชายไทยจึงยังคงมีมุมมองที่แตกต่างกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงสนใจที่จะทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสียงของบริษัท และศึกษาบทบาทของเพศของผู้บริหารที่อาจมีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสียงของบริษัท จึงทำการกำหนดวัตถุประสงค์งานวิจัยดังนี้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งสูงสุดดำรงตำแหน่งกับความเสียงของบริษัท
2. เพื่อศึกษาถึงอิทธิพลของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสียงของบริษัท

กรอบแนวคิดของการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้กำหนดกรอบแนวคิดของการวิจัยในครั้งนี้ ดังต่อไปนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

ทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานการวิจัย

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) นั้นมาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่เสนอว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นตามสัญญา (Contact) ระหว่างบุคคลสองฝ่าย คือ ฝ่ายตัวการ (Principal) กับฝ่ายตัวแทน (Agent) โดยที่ตัวการหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถ

บริหารงานได้เพียงลำพัง จึงจำเป็นต้องมีตัวแทนมาบริหารงานให้ ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานว่า ตัวแทนซึ่งเป็นผู้ได้รับมอบอำนาจจากตัวการในการบริหารงาน ซึ่งถ้าผู้บริหารทำงานอย่างเต็มความสามารถ ตรงตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการ โดยไม่เอาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมาเป็นของตนเอง จะทำให้เกิดมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทในทางกลับกัน ถ้าผู้บริหารใช้อำนาจที่ได้รับเพื่อตักตวงผลประโยชน์ให้แก่ตนเองแทนที่จะเห็นแก่ประโยชน์แก่บริษัท จะก่อให้เกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of interest) ระหว่างตัวการกับตัวแทน หรือที่เรียกว่า ปัญหาตัวแทน (Agency Problem) โดยทฤษฎีตัวแทนมีแนวคิดที่ว่า คนทั่วไปจะมีแรงผลักดันที่จะทำผลประโยชน์ให้กับตนเอง จึงก่อให้เกิดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ ระหว่างตัวการกับตัวแทน นอกจากนี้เมื่อตัวการมอบหมายอำนาจให้ตัวแทน ไม่ได้รับรู้ข้อมูลการตัดสินใจของฝ่ายตัวแทนซึ่งเป็นผู้บริหาร ทำให้เกิดต้นทุนที่เกิดจากการมอบอำนาจดังกล่าว เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ซึ่งรวมถึง ต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร ผู้บริหารจะสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเองและไม่คำนึงว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์กับผู้ถือหุ้นอย่างไร ซึ่งจะรวมถึงการไม่คำนึงถึงผลกำไรและโอกาสที่องค์กรจะเจริญเติบโตในระยะยาว อาจละเลยการลงทุนในการทำวิจัยและพัฒนาเพื่อก่อให้เกิดการสร้างกำไรเพียงระยะสั้น

เพศของผู้บริหารสูงสุด

ผู้นำหญิงและผู้นำชายนั้นมีความแตกต่างกันในหลายๆ ด้าน เช่น ทักษะการสื่อสาร อนุรักษ์นิยม การตัดสินใจ และความสามารถในการรับความเสี่ยง โดยเฉพาะในสังคมไทยการคาดหวังในเพศชายในเรื่องความเป็นผู้นำนั้นมีมาตั้งแต่อดีต จะเห็นได้จากผู้นำประเทศส่วนใหญ่จะเป็นเพศชาย สำหรับองค์กรเพศของผู้บริหารสูงสุดนั้นมีบทบาทความสำคัญเป็นอย่างมาก ทั้งนี้ผู้บริหารสูงสุดต้องจัดการองค์กรให้ประสบความสำเร็จ ต้องนำพาองค์กรให้สามารถแข่งขันกับคู่แข่งองค์กรอื่นๆ ได้ จึงจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องอาศัยการตัดสินใจที่เด็ดขาดของผู้นำ Martin,

Nishikawa, and Williams (2009) ทำการศึกษาถึงผลกระทบของเพศของผู้บริหารสูงสุดต่อการประเมินมูลค่าและความเสี่ยง พบว่าการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงลดลงอย่างมากหลังจากการแต่งตั้งผู้บริหารสูงสุดเป็นผู้หญิง สนับสนุนมุมมองที่ตลาดมองว่า CEO หญิงค่อนข้างไม่ชอบความเสี่ยง นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงค่อนข้างสูง มีแนวโน้มที่จะแต่งตั้งซีโอโอหญิงมากขึ้น ดังนั้นความเสี่ยงอาจลดลง Peni and Vähämäa (2010) พบว่า ผู้บริหารหญิงมีความระมัดระวังในการตัดสินใจและดำเนินกลยุทธ์ทางธุรกิจมากกว่าเพศชาย ผู้บริหารหญิงไม่ชอบที่จะรับความเสี่ยงมาก ทิศนคติที่แตกต่างกันระหว่าง ผู้บริหารหญิงและผู้บริหารชาย นำไปสู่ความแตกต่างในการเลือกใช้กลยุทธ์และส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการดำเนินงานให้องค์กร Chaicharuscharoenlap (2015) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลการดำเนินงานของบริษัท: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) พบว่า เพศของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100)

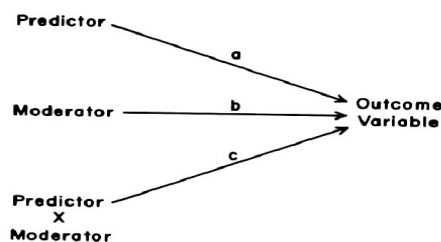
ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEO Tenure)

ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง เป็นเรื่องที่สำคัญที่มีผลกับการกำกับดูแลกิจการ และการลงทุนในกิจการที่มีความเสี่ยงแต่ให้ผลตอบแทนสูง ทั้งนี้เพราะระยะเวลาดำรงตำแหน่งยิ่งนานจะทำให้การเปลี่ยน CEO คนใหม่เป็นเรื่องยากมากขึ้น ถึงแม้ว่าการดำเนินงานจะไม่เพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท งานวิจัยของ Shleifer and Vishny (1989) เสนอว่า ผู้บริหารเลือกการลงทุนที่ว่าพวกเขาได้รับประโยชน์ส่วนตัวจากโครงการลงทุนของบริษัท ทั้ง ๆ ที่โครงการลงทุนอาจจะหรือไม่เพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท จุดมุ่งหมายของผู้บริหารคือการทำให้ตนเองมีคุณค่าและลดความน่าจะเป็นที่จะถูกแทนที่ ทำให้สามารถดำรงตำแหน่งได้นาน นอกจากนี้ Hermalin and Weisbach (1998) แนะนำว่าอำนาจในการต่อรองของผู้บริหารนั้นจะเพิ่มขึ้นเมื่อผู้บริหารดำรงตำแหน่งนานขึ้น ดังนั้นการที่ผู้บริหารมีส่วนในการเลือก

กรรมการเข้าเป็นคณะกรรมการบริษัทนั้นจะมีผลทำให้ผู้บริหารจะถูกตรวจสอบน้อยลงจากคณะกรรมการบริษัท ซึ่งหมายถึงการที่ผู้บริหารมีวาระการดำรงตำแหน่งนานขึ้นนั้นมีความน่าจะเป็นการลดลงของการเลิกจ้าง

ตัวแปรกำกับ (moderator)

Baron and Kenny (1986) ได้ให้นิยามว่าตัวแปรกำกับ (moderator) คือตัวแปรที่มีผลทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามเข้มแข็งยิ่งขึ้นหรืออ่อนแอลง นอกจากนี้ ตัวแปรกำกับอาจทำให้ผลของความสัมพันธ์เปลี่ยนทิศทางจากบวกเป็นลบหรือจากลบเป็นบวกได้ โดย Baron and Kenny (1986) ได้เสนอโมเดลในการทดสอบดังนี้



ภาพที่ 2 โมเดลตัวแปรกำกับ

ระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

ผู้บริหารสูงสุดต้องนำพาองค์กรให้ประสบความสำเร็จและให้สามารถแข่งขันกับคู่แข่งองค์กรอื่นๆ ได้ การตัดสินใจของผู้บริหารสูงสุดจะมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจที่มีความเสี่ยง และการตัดสินใจครั้งใหญ่ เช่น การซื้อบริษัท การลงทุนขยายกิจการ เป็นต้น การตัดสินใจนั้นอาจเกิดการผิดพลาดได้เพราะไม่มีใครรับรู้ล่วงหน้าได้ว่าผลลัพธ์จะแตกต่างกันอย่างไร ความเสี่ยงของบริษัทส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทนั้น ก็จะส่งอิทธิพลต่อตำแหน่งหน้าที่ของผู้บริหารสูงสุดได้ด้วย Martino, Rigolini, and D'Onza (2020) ได้ทำการตรวจสอบอิทธิพลของคุณลักษณะส่วนบุคคลของผู้บริหารสูงสุด ที่มีต่อการรับความเสี่ยงเชิงกลยุทธ์ของ บริษัท ครอบครัว

ผลการวิจัยสรุปได้ว่า คุณลักษณะส่วนบุคคลของซีอีโอ เป็นปัจจัยสำคัญในการอธิบายความแตกต่างในการรับ ความเสี่ยงระหว่าง บริษัท ครอบครัว งานวิจัยของ Wambugu, Gichira, Wanjau, and Mung'atu (2015) พบว่าการรับความเสี่ยงเป็นคุณลักษณะที่โดดเด่นของ การเป็นผู้ประกอบการเนื่องจากยิ่งแนวรับความเสี่ยง สูงขึ้นความสามารถในการทำกำไรและการเติบโตของ บริษัท ก็จะยิ่งสูงขึ้น นอกจากนี้ บริษัท ในประเภทที่ ยอมรับความเสี่ยงสูงมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่า บริษัท ที่เต็มใจรับความเสี่ยงทางการเงินน้อยกว่ามาก Walls (2005) ทำการศึกษาบริษัทปีโตรเลียมของที่ใหญ่ที่สุดใน U. S. 50 แห่ง ในช่วงปี 2524-2545 จาก การทดสอบพบว่าบริษัทประเภทที่ยอมรับความเสี่ยง สูงมีผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่า บริษัทที่รับความเสี่ยง ทางการเงินน้อยกว่ามาก นอกจากนี้มีงานวิจัย เชิงประจักษ์จำนวนมากที่ทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของ บริษัท (Hirshleifer et al., 2012; Ryan and Wang, 2012; Muscarella and Zhao, 2013; Serfling, 2013; Cain and McKeon, 2014) อย่างไรก็ตามผลการวิจัยที่ ได้นั้นแตกต่างกัน เช่น งานวิจัยจำนวนมากพบ ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุด ดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท (Coles, Daniel and Naveen, 2006; Chakraborty et al., 2007; Hirshleifer et al., 2012) งานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ เชิงบวกระหว่างระยะเวลาที่ผู้บริหารสูงสุดดำรง ตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท เช่น Serfling (2013) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริบทของประเทศหรือ สภาพแวดล้อมที่ต่างกันไป

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1(H1) : ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท

สมมติฐานที่ 2(H2): เพศของผู้บริหารสูงสุดมี อิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรง ตำแหน่งและความเสี่ยงของบริษัท

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีขอบเขตในการศึกษาเฉพาะ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี 2557-2561 โดยกลุ่มที่เลือกมา ทำการศึกษาในงานวิจัยนี้จะไม่รวมกลุ่มบริษัทใน สถาบันทางการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างใช้วิธีการสุ่มแบบเจาะจง (Purposive sampling) บริษัททั้งหมดของประชากรที่ ถูกคัดเลือกต้องไม่อยู่ระหว่างการพิทักษ์ทรัพย์ และ การฟื้นฟูกิจการ นอกจากนี้บริษัทที่จะนำมาศึกษา จะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลในรายงานประจำปีต่อสาร ธารณชนของตัวแปรที่ต้องการศึกษาครบถ้วนตาม ช่วงเวลาที่กำหนด จำนวนตัวอย่างเท่ากับ 2395 บริษัท

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นแบบข้อมูลทุติย ภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลส่วนผู้บริหาร สามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูล ประจำปีของบริษัท (แบบ 56-1) ข้อมูลผลการ ดำเนินงานและข้อมูลทางการเงินอื่นๆ สามารถรวม รวมได้จากฐานข้อมูลของ Bloomberg DATA STREAM และ SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART)

การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยการใช้เทคนิคทางด้านสถิติมาทำการวิเคราะห์ ข้อมูล ข้อมูลที่ได้จากการเก็บรวบรวมแบบทุติยภูมิ เป็นแบบ Cross-sectional data จะนำมาทดสอบ ความสัมพันธ์ระหว่างกัน โดยใช้วิธี Ordinary Least Square ซึ่งการวิเคราะห์ที่ได้จากการวิจัยนี้จะประกอบ ไปด้วย การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) และในการทดสอบความสัมพันธ์ตาม สมมติฐานของงานวิจัยนี้จะทำการวิเคราะห์โดยใช้ สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Regression Analysis) เพื่อทดสอบอิทธิพลของเพศของผู้บริหารสูงสุดต่อ ความสัมพันธ์ระหว่าง ระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับ ความเสี่ยงของบริษัท การทดสอบ Moderator effect ใช้การวิเคราะห์ interaction terms จากสมการถดถอย

เชิงพหุคูณ สำหรับงานวิจัยนี้ ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ แบบ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐาน และกำหนดรูปแบบการจำลองไว้ดังนี้

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOTenure_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 INDDummy_{it} + \beta_8 YearDummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOTenure_{it} + \beta_2 CEOGen_{it} + \beta_3 CEOTenure_{it} * CEOGen_{it} + \beta_4 MBV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 Profit_{it} + \beta_9 INDDummy_{it} + \beta_{10} YearDummy_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ตัวแปรต้น ได้แก่ ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure_{it})

ตัวแปรตาม ได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk_{it}) ความเสี่ยงของบริษัท วัดได้จากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (standard

deviation of ROA) (Kim and Buchanan, 2011) ตัวแปรกำกับ ได้แก่ เพศของผู้บริหารสูงสุด (CEOGen_{it}) กำหนดให้ 0=เพศชาย 1=เพศหญิง ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง* เพศของผู้บริหารสูงสุด (CEOTenure_{it}* CEOGen_{it})

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ มูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV_{it}) ขนาดของกิจการ (SIZE_{it}) ใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์วัดโดยมูลค่าทางตลาดของบริษัท (Market Capitalization) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev_{it}) คำนวณได้จากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม = Total Debt/Total Asset (Berger and Udell, 1997) ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (ROE_{it}) คำนวณได้จาก กำไรสุทธิ / ส่วนผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ (Profit_{it}) คำนวณได้จาก กำไรสุทธิ / ยอดขายทั้งหมด ประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUSTRY) เป็นตัวแปรหุ่น และเวลา (TIME) เป็นตัวแปรหุ่น

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

Variable	N	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
Risk	2395	0.13	43.63	4.71	3.38	4.94
CEOTenure	2395	0.01	50.03	10.03	7.39	8.43
MBV	2395	-16.18	57.98	2.41	1.58	3.15
Size	2395	6.53	27.90	14.21	12.53	4.66
Lev	2395	0.00	2.52	0.43	0.43	0.23
ROE	2395	-143.98	119.04	7.06	8.46	19.31
Profit	2395	-199.02	181.55	5.59	5.71	23.78

ผลจากตารางที่ 1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร โดยแสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปร ตัวแปรตามได้แก่ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) มีค่าเฉลี่ย (mean) เท่ากับ 4.71 ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ 43.63 และ 0.13 ตามลำดับ ตัวแปรต้น คือระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure) หน่วยปี มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.03 ปี ค่าสูงสุดเท่ากับ 50.03 ปี ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 ปี

ตารางที่ 2 จำนวนและร้อยละของเพศของผู้บริหารสูงสุด

เพศของผู้บริหารสูงสุด	จำนวน	ร้อยละ
ชาย	2,143	89.48
ผู้หญิง	252	10.52
รวม	2,395	100

ผลจากตารางที่ 2 แสดงจำนวนผู้บริหารสูงสุดรวม 2395 คน จำแนกเป็นผู้บริหารชาย 2,143 คน คิดเป็นร้อยละ 89.48 ผู้บริหารหญิง 252 คน คิดเป็นร้อยละ 10.52

ตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

	Risk	CEOTenure	MBV	Size	Lev	ROE	Profit
Risk	1	-.153**	.148**	-.090**	-.074**	-.199**	-.226**
CEOTenure	-.153**	1	-.038	.039	.006	.055**	.040
MBV	.148**	-.038	1	.044*	.095**	.156**	.078**
Size	-.090**	.039	.044*	1	.126**	.144**	.129**
Lev	-.074**	.006	.095**	.126**	1	-.107**	-.060**
ROE	-.199**	.055**	.156**	.144**	-.107**	1	.571**
Profit	-.226**	.040	.078**	.129**	-.060**	.571**	1

** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01 * แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.05

ผลจากตารางที่ 3 แสดงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละคู่ พบว่าแต่ละระดับของความสัมพันธ์ไม่สูงมากนัก แสดงให้เห็นว่าเบื้องต้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรไม่มีปัญหา Multicollinearity ผลที่ได้แสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของบริษัท (Risk) กับตัวแปรอื่นๆ พบว่าความเสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กับระยะเวลาดำรง

ตำแหน่ง (CEOTenure) ขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิ (Profit) และพบว่าความเสี่ยงของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าทางการตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (MBV) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure) มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ของแบบจำลอง ที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOTenure_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 INDDummy_{it} + \beta_8 YearDummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Coefficient	t-value	VIF
Intercept		.837	
CEOTenure	-0.120**	-6.221	1.022
MBV	-0.176**	8.914	1.070
Size	-.030	-1.167	1.801
Lev	-0.116**	-5.907	1.059
ROE	-0.138**	-5.751	1.577
Profit	-0.155**	-6.643	1.493
Industry Dummies	Yes		
Year Dummies	Yes		
Adjust R2	0.126		
Durbin-Watson	1.966		
N	2395		

** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01 * แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.05

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ตามแบบจำลองที่ 1 ทดสอบสมมติฐานที่ 1 (H1) : ระยะเวลาดำรงตำแหน่งมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของบริษัท ผลจากการทดสอบพบว่าระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure) ความสัมพันธ์ทางลบกับ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk)) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่ายิ่งระยะเวลาดำรง

ตำแหน่งนาน CEO ยิ่งไม่กล้าลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยง นอกจากนี้พบว่าขนาดของบริษัท (Size) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) ผลตอบแทนส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิ (Profit) ก็มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับ ความเสี่ยงของบริษัท (Risk) และค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.966 ซึ่งแสดงว่าไม่มีปัญหา autocorrelation

ตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ของแบบจำลอง ที่ 2 แสดงอิทธิพลของตัวแปรกำกับ :

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOTenure_{it} + \beta_2 CEOGen_{it} + \beta_3 CEOTenure_{it} * CEOGen_{it} + \beta_4 MBV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 Profit_{it} + \beta_9 INDDummy_{it} + \beta_{10} YearDummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

	แบบจำลองที่ 1		แบบจำลองที่ 2	
Independent Variable	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
CEOTenure	-0.120**	-6.221	-0.136**	-6.785
CEOGen			-0.081**	-2.886
CEOTenure* CEOGen			0.060*	2.159
R ²	0.129		0.132	
Adjust R ²	0.126		0.129	
Durbin-Watson	1966		1.959	
N	2395		2395	

** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01 * แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.05

ผลจากตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของอิทธิพลที่เพศของผู้บริหารสูงสุด (CEOGen) มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure) กับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ตาม แบบจำลองที่ 2 เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2(H2): เพศของผู้บริหารสูงสุด มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ผลการวิจัยตามแบบจำลองที่ 2 พบว่า ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.136 แต่อิทธิพลร่วมระหว่างเพศของผู้บริหารสูงสุดกับระยะเวลาดำรงตำแหน่ง (CEOTenure* CEOGen)

มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.06 สามารถสรุปได้ว่าเพศของผู้บริหารสูงสุดทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับที่ส่งอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท แบบจำลองที่ 2 นี้แสดงค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.959 แสดงว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา autocorrelation และแบบจำลองที่ 1 แสดงค่า Adjusted R² เท่ากับ 12.9% แบบจำลองที่ 2 แสดงค่า Adjusted R² เท่ากับ 13.2% แสดงว่าตัวแปรอิสระในแบบจำลองที่ 2 สามารถอธิบายตัวชี้วัดความเสี่ยงของบริษัท (Risk) ได้ดีกว่าแบบจำลองที่ 1

ตารางที่ 6 ค่าสถิติจากการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Subgroup Analysis) ของแบบจำลอง

โมเดลที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOTenure_{it} + \beta_2 MBV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 INDDummy_{it} + \beta_8 YearDummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

Moderator: Gender	ผู้บริหารสูงสุดเพศชาย			ผู้บริหารสูงสุดเพศหญิง		
	Beta	t-value	VIF	Beta	t-value	VIF
Tenure	-.132**	-6.466	1.029	.075	1.241	1.012
Number of samples	2143			252		
R ²	.135			.126		
Adjust R ²	.132			.098		

** แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.01 * แสดงถึงค่าสถิติมีนัยสำคัญที่ 0.05

ตารางที่ 6 แสดงการวิเคราะห์กลุ่มย่อย (Subgroup Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ตามแบบจำลองที่ 1 ผลจากการทดสอบความสัมพันธ์ที่ต่างกัน กลุ่มผู้บริหารสูงสุดเพศชาย พบว่า ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระหว่าง

ระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.132 ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 แต่กลุ่มผู้บริหารสูงสุดเพศหญิงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.075 แต่ความสัมพันธ์นี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ผลจากการวิจัยพบว่า ระยะเวลาดำรงตำแหน่ง มีความสัมพันธ์ทางลบ กับความเสี่ยงของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -.120 สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ดังนั้นผู้บริหารสูงสุดจะไม่สร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น แต่กลับสร้างผลประโยชน์ให้กับตนเอง การที่ผู้บริหารสูงสุดซึ่งไม่ใช่เจ้าของกิจการแต่ทำงานในฐานะตัวแทนทำหน้าที่บริหารกิจการแทนผู้ถือหุ้น ดังนั้นการที่ผู้บริหารสูงสุดดำรงตำแหน่งยาวนานขึ้นและมีความกังวลเกี่ยวกับตำแหน่งตน จึงไม่ชอบความเสี่ยงหรือไม่ชอบเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์ ถึงแม้การเปลี่ยนแปลงนั้นอาจนำมาสู่กำไร เพราะมีความเสี่ยงที่อาจกระทบกับตำแหน่งหน้าที่งานวิจัยที่ผ่านมา ได้แก่ Grimm and Smith (1991), Hambrick, Cho, and Chen (1996), และ Meijer

(2017) พบความสัมพันธ์เชิงลบที่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนเช่นกัน วัตถุประสงค์ของงานวิจัย 2) เพื่อศึกษาถึงอิทธิพลของเพศของผู้บริหารสูงสุดต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ระยะเวลาดำรงตำแหน่งกับความเสี่ยงของบริษัท ผลจากการวิจัยพบว่าการใช้ปฏิสัมพันธ์ร่วมกันระหว่างเพศของผู้บริหารสูงสุดกับระยะเวลาดำรงตำแหน่งส่งผลต่อความเสี่ยงของบริษัทในเชิงบวก ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าเพศของผู้บริหารสูงสุดทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับที่เปลี่ยนแปลง อิทธิพลที่ระยะเวลาดำรงตำแหน่งมีผลกับความเสี่ยงของบริษัท และเมื่อทดสอบกลุ่มย่อยพบว่าเฉพาะผู้บริหารเพศชายที่ยังดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารเป็นระยะเวลานานยิ่งส่งผลต่อความเสี่ยงของบริษัท

ข้อเสนอแนะ คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่เป็นสิ่งดึงดูดมนุษย์มาแต่กำเนิด เช่น เพศ เชื้อชาติ อุปนิสัย บุคลิกภาพ นิสัยใจคอ งานวิจัยนี้ได้ทดสอบ

เพศเป็นตัวแปรกำกับ ดังนั้นการใช้คุณสมบัติอื่นๆ เช่น ความสามารถ สถิติปัญญา ความรู้ความสามารถในการพูด การตัดสินใจ และทักษะทางสังคม อาจเป็นตัวแปร

กำกับที่อาจมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารสูงสุดที่บริหารองค์กร และทำให้องค์กรประสบความสำเร็จต่างกัน

References

- 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), 1173–82.
- Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*. 52(4), 1411–1438.
- Cain, M. D., & Mckee, S. B. (2014). CEO Personal Risk-Taking and Corporate Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 51(1), 139–164.
- Chaicharuscharoenlap, P. (2015). CEO Characteristics on Corporate Performance: The Case Study of Listed Companies on SET 100. (Master of Science Program in Finance). Bangkok University. [In Thai]
- Chakraborty, A., Sheikh, S., & Subramanian, N. (2007). Termination Risk and Managerial Risk Taking. *Journal of Corporate Finance*. 13(1), 170–188.
- Chen, D., & Zheng, Y. (2012). CEO Tenure and Risk-Taking. *Working Paper*. University of Baltimore. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038064.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2006). Managerial Incentives and Risk-Taking. *Journal of Financial Economics*. 79(2), 431–468.
- Grimm, C., & Smith, K. (1991). Management and Organizational Change: A Note on the Railroad Industry. *Strategic Management Journal*. 12(7), 557–562.
- 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.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review*. 88(1), 96–118.
- Hirshleifer, D. A., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Journal of Finance*. 67(4), 1457–1498.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4), 305–360.
- Kim, K., & Buchanan, R. (2011). CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity. *Journal of Applied Business Research*. 24(1), 27–41.
- Martin, A. D., Nishikawa, T., & Williams, M. A. (2009). CEO Gender: Effects on Valuation and Risk. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*. 48(3), 23–40.
- Martino, P., Rigolini, A., & D'Onza, G. (2020). The Relationships Between CEO Characteristics and Strategic Risk-Taking

- in Family Firms. *Journal of Risk Research*. 23(1), 95-116.
- Meijer, M. (2017). *CEO Compensation and Risk-Taking: Evidence from the US Banking Industry*. Master of Science in Finance. Tilburg University. Retrieved June 24, 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>
- Muscarella, C., & Zhao, J. (2013). *Promoting The Quiet Life or Risk-Taking? CEO Severance Contracts and Managerial Decision-Making*. Working paper, Penn State University.
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2010). Female Executives and Earnings Management. *Managerial finance*. 36(7), 629-645.
- Ryan, H. E., & Wang, L. (2012). *CEO Mobility and the CEO-Firm Match: Evidence from CEO Employment History*. Working paper, Georgia State University.
- Serfling, M. A. (2013). CEO Age and the Riskiness of Corporate Policies. *Journal of Corporate Finance*. 25(C), 251-273.
- Simsek, Z. (2007). CEO Tenure and Organizational Performance: An Intervening Model. *Strategic Management Journal*. 28(6), 653-662.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. 52(2), 737-783.
- Wambugu, A. W., Gichira, R., Wanjau, K., & Mung'atu, J. (2015). The Relationship Between Risk Taking and Performance of Small and Medium Agro Processing Enterprises in Kenya. *International Journal of Economics, Commerce and Management*. 3(12), 441-455.
- Walls, M. R. (2005). Corporate Risk-Taking and Performance: A 20 Year Look at the Petroleum Industry. *Journal of Petroleum Science and Engineering*. 48,127-140.