



## คุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัท จดทะเบียนในดัชนีหลักทรัพย์ S&P500

### Earnings Quality and Idiosyncratic Risk: Empirical Evidence from S&P500 Firms

ณัฐกรณ์ อนันต์พัชญ์<sup>1\*</sup> และ การุณ สุขสองห้อง<sup>2</sup>

Naratthakorn Ananphat and Karoon Suksonghong

<sup>1</sup> นิสิตระดับปริญญาโท, หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยบูรพา

<sup>1</sup> Graduate Student, Master Degree of Accountancy, Faculty of Business Administration, Burapha University

<sup>2</sup> ผู้ช่วยศาสตราจารย์, สาขาบริหารธุรกิจ, คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

<sup>2</sup> Assistant Professor at the Faculty of Business Administration, Burapha University

\*Corresponding author, E-mail: naratthakorn.ananphat@outlook.com

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ และเพื่อทดสอบปัจจัยอิทธิพลของคุณลักษณะประธานบริหาร (CEO) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทศวรรษระหว่างปีบัญชี ค.ศ. 2012 – 2023 จำนวน 365 บริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ที่มีข้อมูลสมบูรณ์ จะได้จำนวนตัวอย่างข้อมูลภาคตัดขวางแบบช่วงเวลา (Panel Data) 3,650 ข้อมูล ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา และทดสอบสมมติฐานวิจัยด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน สำหรับข้อมูลภาคตัดขวางแบบช่วงเวลา (Panel Data Analysis) โดยวิธีวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อหาตัวแบบจำลองในการวิจัยที่เหมาะสมที่สุดโดยวิเคราะห์เปรียบเทียบแบบจำลองถดถอยรวมข้อมูล (Pooled OLS) การวิเคราะห์ถดถอยแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effects OLS) และ การวิเคราะห์การถดถอยแบบสุ่ม (Random Effects OLS) ซึ่งจากผลการศึกษา แม้ว่าคุณภาพกำไรจะไม่มีความสัมพันธ์โดยตรงกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ แต่ปฏิสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับระยะเวลาครองตำแหน่งของประธานบริหารมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ กล่าวคือ แม้ว่านักลงทุนในตลาดทุนจะมีปฏิริยาเชิงลบต่อกิจการที่ประธานบริหารมีระยะเวลาการครองตำแหน่งที่ยาวนาน แต่หากกิจการนั้นมีคุณภาพกำไรที่ดี ก็สามารถช่วยบรรเทาปฏิริยาเชิงลบของตลาดทุนได้ นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ การครองตำแหน่งของประธานบริหาร อัตรามูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และระดับการก่อหนี้สินมีปฏิสัมพันธ์เชิงบวกต่อความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดในงานวิจัยนี้คือแบบจำลองตามการวิเคราะห์ถดถอยแบบผลกระทบคงที่ (Fixed Effects OLS)

คำสำคัญ: คุณภาพกำไร, ความผันผวนของความเสี่ยงกิจการ, และดัชนีหลักทรัพย์ S&P500



## Abstract

This research examines the association between earnings quality and idiosyncratic risk. Besides, the interaction effects of earnings quality and CEO characteristics on idiosyncratic risk are also investigated. This research collects a sample of 365 listed firms from the S&P500 index over eleven fiscal years from 2012 to 2023, resulting in 3,650 panel data observations. The data were analyzed using descriptive statistics and inferential statistics. Panel data analysis was applied by using multiple regression analysis. To determine the most appropriate estimation method, three analysis techniques, namely, Pooled OLS, Fixed Effects OLS, Random Effect OLS, were compared. The empirical results indicate that there is no direct relationship between earnings quality and idiosyncratic risk. However, indirect effect of earning quality on idiosyncratic risk through the interaction between earnings quality and CEO tenure is observed. This result implies that high earnings quality helps mitigate the negative reaction of the market on a CEO tenure. In other words, although the longer the CEO tenures, the higher the idiosyncratic risk, higher earnings quality helps alleviate such negative responses. Furthermore, firm size, firm age, CEO tenure, the book-to-market ratio, and leverage are found to have positive relationship with idiosyncratic risk. Among the alternative methods tested, Fixed Effects OLS is the most appropriate method for this study.

**Keywords:** Earnings quality, Idiosyncratic Risk Volatility and S&P500 Index

## บทนำ

มาตรฐานรายงานทางการเงินมีพลวัตปรับเปลี่ยนเพื่อให้เข้าสภาวะการณทางเศรษฐกิจ และธุรกรรมทางธุรกิจที่นับวันยิ่งมีความซับซ้อน รวมไปถึงการจัดทำรายงานทางการเงินภายใต้กรอบแนวคิดรายงานทางการเงิน และมาตรฐานรายงานทางการเงินที่กำหนดโดยคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standard Board: IASB) ซึ่งในกรอบแนวคิดรายงานทางการเงินได้ยอมรับเกณฑ์คงค้างในการพยากรณ์เหตุการณ์ทางบัญชี และเกณฑ์คงค้างดังกล่าวยังสะท้อนถึงผลประกอบการด้านการเงิน (Financial Performance by Accrual Accounting) ภายในข้อสมมตินี้เองอาจทำให้ ผู้บริหารสามารถใช้ดุลพินิจในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual-based Earnings Management) ซึ่งกระทบต่อคุณภาพกำไร (Quality of Earnings) โดยตัวเลขกำไรที่รายงานอาจสูงหรือต่ำกว่าปกติ ทำให้รายงานทางการเงินขาดลักษณะเชิงคุณภาพ เป็นผลให้นักลงทุนอาจคาดการณ์กำไรในอนาคตผิดพลาด และอาจส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์นั้น ๆ Gul, Ma & Lai (2017) ได้ตั้งข้อสมมติฐานว่า คุณภาพกำไรที่สูงขึ้นของบริษัทจะช่วยลดความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ซึ่ง



ผลการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า คุณภาพของข้อมูลทางการเงินมีผลเชิงบวกต่อภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ในระยะยาว ในขณะที่ Jatana (2019) ชี้ให้เห็นว่าในบริบทของประเทศอินเดีย คุณภาพกำไรของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)

การวิจัยเรื่องคุณภาพกำไรในอดีตใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละประเทศ ซึ่งมีลักษณะโครงสร้าง กฎหมาย ข้อบังคับ และกลุ่มนักลงทุนที่แตกต่างกัน บริษัทจดทะเบียนในดัชนี Standards & Poor's 500 (S&P500) นับว่ามีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจโลก รวมถึงประเทศไทยที่นักลงทุน หรือสถาบันการเงินมีการนำเงินไปลงทุนโดยการถือครองหลักทรัพย์ผ่านกองทุนต่าง ๆ ภายใต้การจัดการความเสี่ยงด้านต่าง ๆ ที่ยอมรับได้ (Risk Tolerance) เนื่องจากดัชนี S&P500 ได้รวมคำนวณราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา (NYSE และ NASDAQ) จำนวน 500 บริษัทแรกที่มีมูลค่าตลาดสูงสุด โดย ณ วันที่ 28 กุมภาพันธ์ 2568 ตลาดหลักทรัพย์ในดัชนี S&P500 มีมูลค่าตลาดสูงถึง 3.6 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐอเมริกา ซึ่งบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาดรวมคำนวณในดัชนีนี้ทำการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาซึ่งขึ้นชื่อว่าเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว ถึงแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาจะเป็นจัดว่าเป็นตลาดที่พัฒนาแล้ว แต่ยังมีข่าวอื้อฉาวทางการเงิน (Financial Scandal) เช่น กรณีของบริษัท Eron ที่ทำการตกแต่งงบการเงิน ส่งผลเสียหายต่อนักลงทุนและความเชื่อมั่นต่อตลาดเป็นอย่างมาก ทำให้เกิดกฎหมายที่เรียกว่า Sarbanes Oxley Act 2002 ที่กำหนดให้ประธานบริหาร (CEO) และประธานฝ่ายการเงิน (CFO) มีความรับผิดชอบ และทางอาญา ในกรณีมีการนำเสนองบการเงินต่อผู้ใช้งายงานทางการเงินไม่ถูกต้องหรือฉ้อฉล นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่มุ่งศึกษาคุณลักษณะของประธานบริหาร (CEO Characteristics) ที่มีพฤติกรรมตกแต่งกำไร หรือจัดการกำไรทำให้ส่งผลต่อคุณภาพกำไร ซึ่งงานวิจัยในอดีตพบว่า การครองตำแหน่งของประธานบริหาร ประธานบริหารที่เป็นบุรุษ ส่งผลเชิงบวกต่อการจัดการกำไรทำให้คุณภาพกำไรลดลง (Chen et al. (2020) นอกจากนี้ยังพบว่าการควบตำแหน่งของประธานบริหารส่งผลเชิงลบต่อคุณภาพกำไร (Alhmoode et al. (2020) ในขณะที่ Ameila and Eriandaini (2021) พบว่า การครองตำแหน่งของประธานบริหารมีปฏิสัมพันธ์เชิงลบต่อคุณภาพกำไร จะเห็นได้ว่างานวิจัยที่ผ่านมาเกี่ยวกับคุณภาพกำไร กับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการยังมีน้อย อีกทั้งผลการวิจัยเกี่ยวกับคุณลักษณะของประธานบริหารที่ส่งผลต่อคุณภาพกำไร มีความขัดแย้งกันในบางคุณลักษณะของประธานบริหาร

จากปัจจัยดังกล่าวข้างต้นการศึกษาคุณภาพกำไร ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ และคุณสมบัติของประธานบริหารจึงมีความน่าสนใจ โดยใช้ตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดัชนี S&P500 ซึ่งถือว่าเป็นกลุ่มตัวอย่างในตลาดทุนที่มีมูลค่าสูง โดยเป็นที่ทราบทั่วไปว่าตลาดทุนสหรัฐอเมริกาเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้วและมีประสิทธิภาพสูง (High Effective Market) เพื่อทำการทดสอบผลตอบแทนของตลาดหรือนักลงทุนที่มีต่อคุณภาพของกำไร ผ่านตัวแปร ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ



## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (Idiosyncratic risk) กับคุณภาพกำไร
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ กับปฏิสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับคุณลักษณะของประธานบริหาร (CEO) ในมิติของระยะเวลาการครองตำแหน่ง ผลตอบแทน และการควบตำแหน่ง

## สมมติฐานการทดสอบ

เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ของการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยได้พัฒนาสมมติฐานโดยอ้างอิงทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย ตลอดจนงานวิจัยในอดีต โดยกำหนดสมมติฐานในการวิจัยครั้งนี้ออกเป็น 4 สมมติฐาน ได้แก่

สมมติฐาน 1 คุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (Chan el at., 2006; Ali & Zhang, 2015; Fatma & Hidayt 2019; Hung & Van, 2020; Fonou-Dombeu el at., 2022; Widianingsih & Setiawan, 2022; Sabila, Rahmawati, Amperawati & Joseph, 2024)

สมมติฐาน 2 ระยะเวลาการครองตำแหน่งของประธานบริหาร (CEO) มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (Ali & Zhang, 2015; Sari, 2019)

สมมติฐาน 3 ผลตอบแทนรวมของประธานบริหาร (CEO) มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (Shuto, 2007)

สมมติฐาน 4 การควบตำแหน่งประธานบริหาร (CEO) และกรรมการบริษัทมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (Bao & Xue, 2023)

## แนวคิด ทฤษฎี กรอบแนวคิด

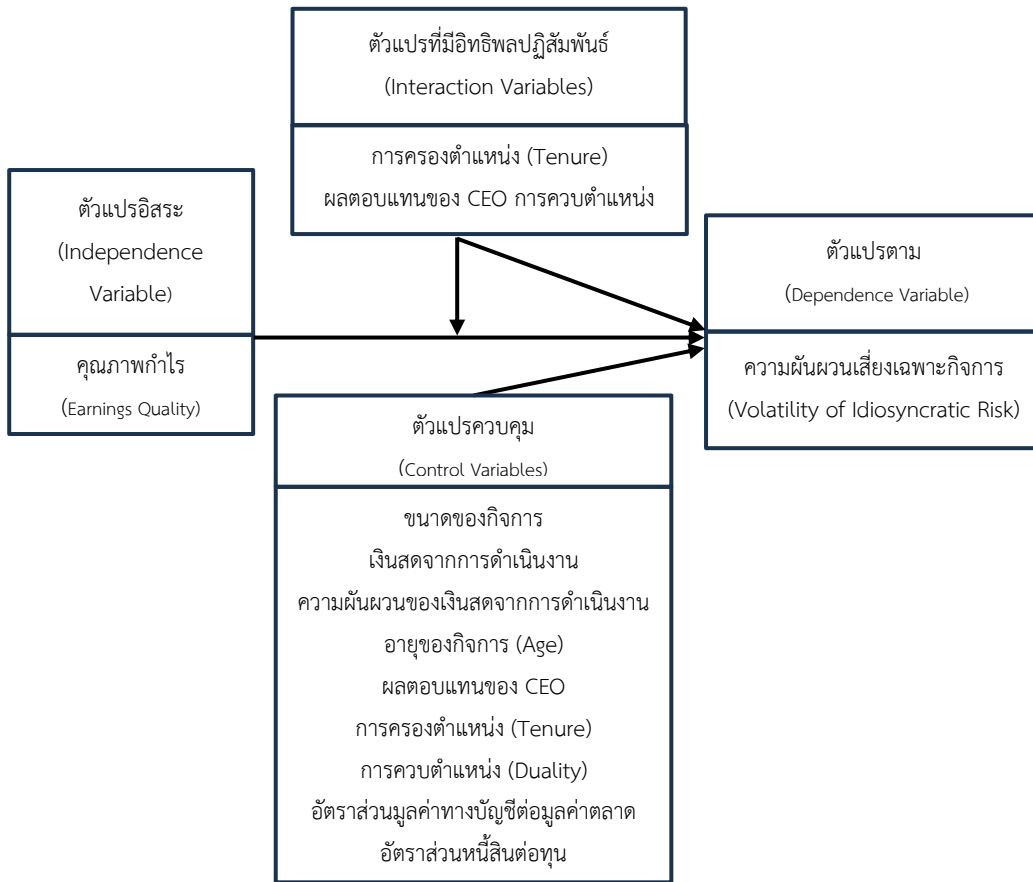
ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คือ กลไกการกำกับดูแลการบริหารจัดการภายในองค์กรธุรกิจ โดยมุ่งเน้นการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลสองฝ่าย ฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ หรือเจ้าของ กับอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน หรือผู้บริหารโดยตัวการเป็นผู้มอบอำนาจในการทำงานแทนให้กับตัวแทน ดำเนินงานให้บรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กรซึ่งตราบไต่ที่ตัวแทนทำงานและตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างตัวการกับตัวแทนยังมีประสิทธิภาพที่ดี แต่หากวัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของตัวการกับตัวแทนไม่สอดคล้องกันแล้วจะทำให้ปัญหาการเป็นตัวแทน (Principle – Agent Problem) ทฤษฎีตัวแทนเกิดจากแนวคิดที่ว่ามนุษย์ย่อมมีแรงผลักดันที่จะกระทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก ดังนั้นผู้บริหารจะพยายามสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการตราบไต่ไม่ขัดต่อผลประโยชน์ของตนเอง ซึ่งการที่ทัศนคติด้านความเสี่ยงไม่ตรงกันจะส่งผลให้เกิดข้อขัดแย้งตามมา (Panda & Leepsa, 2017)



แนวคิดเรื่องคุณภาพกำไร (Earnings Quality) เป็นการพิจารณากำไรที่มีความใกล้เคียงกับเงินสด เนื่องจากกำไรในงบกำไรขาดทุนนั้น ประกอบด้วยรายการเงินสด และผลของรายการคงค้าง (เช่น การตั้งลูกหนี้ หนี้คงค้าง การตั้งสำรองหนี้ที่อาจจะเกิดขึ้น การตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ) ซึ่งรายการคงค้างเหล่านั้นไม่ได้เกิดจากการตกแต่งบัญชีของผู้บริหาร และรายการคงค้างในปีปัจจุบันสามารถสะท้อนกระแสเงินสดในอดีต ปัจจุบันและอนาคตได้ดี ย่อมแสดงให้เห็นถึงคุณภาพของกำไรที่ดี (Francis, LaFond, Olsson & Schipper, 2004; Dechow & Dichev, 2002) จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตพบว่ามีการใช้คุณภาพรายการคงค้างเป็นตัวชี้วัดคุณภาพกำไรอย่างแพร่หลาย Dechow, Sloan and Sweeney (1995) ได้ทำการวิจัยเปรียบเทียบตัวแบบรายการคงค้างในตรวจจับการจัดการกำไร (Detecting Earnings Management) เพื่อเปรียบเทียบประสิทธิภาพของตัวแบบรายการคงค้างที่เกิดจากการใช้ดุลพินิจของผู้บริหารในการจัดการกำไร โดยตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ต้นแบบของการวิจัยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ผิดปกติ ของ Healy (1985) ตัวแบบรายการคงค้าง DeAngelo Model (1986), Jones Model (1991), Modified Jones Model (1995) และ Industry Model ผลการวิจัยพบว่า Modified Jones Model เป็นตัวแบบรายการคงค้างที่มีประสิทธิภาพที่สุดในการตรวจจับรายการคงค้างที่เกิดจากดุลพินิจของผู้บริหาร

ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (Idiosyncratic Risk) เริ่มต้นมาจากการเลือกหลักทรัพย์เพื่อกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในการจัดการกลุ่มหลักทรัพย์ (Portfolio) แนวคิดในการเลือกกระจายการลงทุนเพื่อเพิ่มผลตอบแทนโดยรวมให้สูงสุดภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้นำเสนอโดย Markowitz (1952) ซึ่งในปัจจุบันมีนักวิจัยหลายคนกลับมามองที่แตกต่างออกไปเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง งานวิจัยจำนวนมากได้ค้นหาปัจจัยเสี่ยงเพิ่มเติมที่มีผลต่อผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง Perold (2004) ได้เพิ่มปัจจัยด้านความเสี่ยงด้านขนาดและมูลค่า ซึ่งช่วยอธิบายและประมาณค่าตัวแบบ CAPM ได้ดียิ่งขึ้น ผลงานวิจัยนี้เป็นที่แพร่หลายและเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า ปัจจัยความเสี่ยงเชิงระบบ (ตามต้นแบบ CAPM มองเพียงตลาดโดยรวม) มากกว่าหนึ่งปัจจัยมีผลต่อการกำหนดราคา ซึ่ง Fama and French ได้เพิ่มปัจจัยด้านขนาดของกิจการ และปัจจัยด้านมูลค่า เข้าไปในตัวแบบ CAPM ซึ่งการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้ตัวแบบ Fama French Three-Factor Model เป็นตัวแทน หรือตัวแบบในการประมาณค่า ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ

การวิจัยเรื่องคุณภาพกำไร กับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ เป็นการมุ่งเน้นทดสอบความสัมพันธ์เพื่อค้นหาผลตอบแทนกลับจากตลาด (Market-based Research) เพื่อค้นหาคำตอบว่าตลาดหรือนักลงทุนใช้สารสนเทศทางบัญชี (ตัวเลขกำไร) อย่างไรในการตัดสินใจลงทุน สะท้อนผ่านความผันผวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งผู้วิจัยวางกรอบแนวคิดในการวิจัย (Conceptual Framework) ดังแสดงในภาพที่ 1 ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดตามทฤษฎี แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ

### วิธีดำเนินการวิจัย

ข้อมูลและตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) รายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในดัชนี Standards & Poor 500 (S&P500) ระหว่างปีบัญชี (Fiscal year) ค.ศ. 2012 – 2023 โดยข้อมูลรายงานทางการเงิน (Fundamental) จัดเก็บจากฐานข้อมูล Compustat ในกรณีที่ข้อมูลไม่สมบูรณ์ผู้วิจัยได้ทำการตรวจทาน (Data Validation) กับฐานข้อมูล Bloomberg เพื่อปรับข้อมูลให้สมบูรณ์ ข้อมูลราคาหลักทรัพย์เก็บจากฐานข้อมูล CRSP/Compustat Merged Database และ Fama /French Database ข้อมูลเกี่ยวกับผู้บริหารและคณะกรรมการบริษัทเก็บจากฐานข้อมูล BoardEx และข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนผู้บริหารและกรรมการบริษัทเก็บรวบรวมข้อมูลจาก Compustat Executive Compensation และฐานข้อมูล BoardEx

เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงบริษัทจดทะเบียนที่นำมาคำนวณดัชนี S&P500 ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา ดังนั้นตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ผู้วิจัยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในดัชนี S&P500 จำนวน 503 ซึ่งบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์รวมคำนวณดัชนีหลักทรัพย์ S&P500 ณ วันที่ 7 มกราคม ค.ศ.



2025 (พ.ศ. 2568) ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่ประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร เนื่องจากมีวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่แตกต่างจากธุรกิจอุตสาหกรรมอื่น และไม่รวมบริษัทที่ข้อมูลขาดความสมบูรณ์ ทำให้มีข้อมูลทั้งสิ้น 365 บริษัท หรือ 4,380 ข้อมูล (Firm-year) ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างแยกรายกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม (บริษัทจดทะเบียนฯ ในดัชนี S&P500)	จำนวนบริษัท จดทะเบียน	จำนวนบริษัทที่ ข้อมูลไม่สมบูรณ์	จำนวนบริษัทที่ ใช้ในงานวิจัย	สัดส่วน ร้อยละ
บริการด้านสื่อสาร (Comm. Service)	22	(7)	15	4.11
สินค้าบริโภค (Consumer Discretionary)	50	(6)	44	12.05
สินค้าอุปโภค (Consumer Staples)	38	(5)	33	9.04
พลังงาน (Energy)	22	(3)	19	5.21
การเงิน (Financials)	73	(73)	-	-
การดูแลสุขภาพ (Health Care)	60	(6)	54	14.79
อุตสาหกรรมผลิต (Industrials)	80	(14)	66	18.08
เทคโนโลยีสารสนเทศ (IT)	69	(14)	55	15.07
ผลิตภัณฑ์ (Materials)	27	(5)	22	6.03
อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate)	31	(2)	29	7.95
สาธารณูปโภค (Utilities)	31	(3)	28	7.67
รวม	503	(138)	365	100.00

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ งานวิจัยนี้ประยุกต์แบบจำลองจากงานวิจัยของ Rajgopal and Venkatachalam (2011) ซึ่งสามารถแสดงได้ดังนี้

$$IR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EQY_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

โดยที่  $IR_{i,t}$  คือ ความเสี่ยงจำเพาะของบริษัท  $EQY_{i,t-1}$  คือ คุณภาพกำไรของบริษัท  $X_{i,t}$  คือตัวแปรควบคุม และ  $\varepsilon_{i,t}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน ทั้งนี้ ความเสี่ยงจำเพาะกิจการ (Idiosyncratic Risk) คำนวณจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (รายปี) (Annualized Standard Deviation) ของค่าความคลาดเคลื่อน (รายวัน) จากแบบจำลองของ Fama-French Three Factor Model (1993) ซึ่งแสดงได้ดังนี้

$$R_{i,t} - r_t = \gamma_0 + \gamma_1 (R_{m,t} - r_t) + \gamma_2 SMB_t + \gamma_3 HML_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

โดยที่  $R_{i,t}$  คือ ผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์  $r_t$  คือ ผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง โดยวัดค่าจากผลตอบแทนของ U.S. Treasury Bill อายุ 1 เดือน  $R_{m,t}$  คือ ผลตอบแทนรายวันของดัชนี S&P500  $SMB_t$  คือ ส่วนต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นขนาดใหญ่และขนาดเล็ก  $HML_t$  คือ ส่วนต่างผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดที่สูง และผลตอบแทนของกลุ่มหุ้นที่มีมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดที่ต่ำ  $\varepsilon_{i,t}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อนรายวัน (Residual) โดยงานวิจัยนี้เลือกใช้แบบจำลองของ Fama and French (1993) เนื่องจากสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้



ดีกว่าแบบจำลอง CAPM ของ Sharpe (1963) (Blanco, 2012, Sobti, 2016, Sattar, 2017; Tang, 2024)

สำหรับการวัดค่าคุณภาพกำไร ( $EQY_{i,t-1}$ ) ใช้วิธีรายการคงค้างที่ใช้ดุลพินิจ (Discretionary Accruals) ตามแบบจำลองของ Yoon et al., (2006) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ปรับปรุงจากแบบจำลอง Modified Jones (Dechow et al., 1995) เนื่องจาก Alareeni and Aljuaidi (2014) ชี้ให้เห็นว่าแบบจำลองของ Yoon et al., (2006) นั้นมีประสิทธิภาพมากกว่าแบบจำลอง Modified Jones

$$\frac{TA_i}{REV_i} = \beta_0 + \beta_1 \frac{(\Delta REV_i - \Delta REC_i)}{REV_i} + \beta_2 \frac{(\Delta EXP_i - \Delta PAY_i)}{REV_i} + \beta_3 \frac{(\Delta DEP_i + \Delta PEN_i)}{REV_i} + \varepsilon_i \quad (3)$$

ทั้งนี้  $TA_i$  คือ รายการคงค้างรวม (กำไรสุทธิ - เงินสดจากการดำเนินงาน)  $REV_i$  คือ รายได้สุทธิ (Net Revenue)  $REC_i$  คือ ลูกหนี้การค้า (Trade Receivable)  $EXP_i$  คือ ค่าใช้จ่ายรวม (ต้นทุนขายและให้บริการ ค่าใช้จ่ายในการขายค่าใช้จ่ายในการบริหาร แต่ไม่รวมรายการค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด)  $PAY_i$  คือ เจ้าหนี้การค้า (Trade Payable)  $DEP_i$  คือ ค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์  $PEN_i$  คือ ค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานสำหรับการเกษียณ  $\varepsilon_i$  คือ ค่าความคาดเคลื่อน  $\Delta$  คือ แสดงค่าการเปลี่ยนแปลงระหว่างปีที่พิจารณา (t) กับปีก่อนหน้า (t-1) ซึ่งการวัดค่าตัวแปรคุณภาพกำไรนั้นต้องประมาณการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ( $\beta$ ) ในสมการที่ (3) เพื่อนำไปใช้ในการประมาณค่ารายการคงค้างที่ใช้ดุลพินิจ (Discretionary Accrual) การประมาณการค่าสัมประสิทธิ์ ดังกล่าวนั้นใช้ข้อมูลรายอุตสาหกรรมเป็นแทนการประมาณค่าสัมประสิทธิ์  $b$  ในสมการที่ (4) Yoon et al., (2006) ทั้งนี้การประมาณการ และการวิเคราะห์คุณภาพกำไร หรือรายการคงค้างที่ใช้ดุลพินิจนั้นแยกประมาณการหรือวิเคราะห์รายอุตสาหกรรมเนื่องจากลักษณะธุรกรรมทางการค้า (Accounting transactions) และวิธีปฏิบัติด้านการบัญชีมีลักษณะคล้ายคลึงกัน

$$DA_i = \frac{TA_i}{REV_i} - \left[ b_0 + b_1 \frac{(\Delta REV_i - \Delta REC_i)}{REV_i} + b_2 \frac{(\Delta EXP_i - \Delta PAY_i)}{REV_i} + b_3 \frac{(\Delta DEP_i + \Delta PEN_i)}{REV_i} \right] \quad (4)$$

พิจารณาจากตัวแปรควบคุม  $X_{i,t}$  จากสมการที่ (1) ตัวแปรควบคุมในการศึกษานี้ได้แก่  $SIZE_{i,t-1}$  คือ ขนาดของกิจการ  $CFO_{i,t-1}$  คือ เงินสดจากการดำเนินงาน  $CCOM_{i,t-1}$  คือ ผลตอบแทนรวมของ CEO  $CTEN_{i,t-1}$  คือ จำนวนปีที่ครองตำแหน่งของ CEO  $CDUAL_{i,t-1}$  คือ การควบตำแหน่งของ CEO  $BTM_{i,t-1}$  คือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด  $AGE_{i,t}$  คือ อายุของกิจการ  $LEV_{i,t-1}$  คือ ระดับการก่อหนี้สินซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์  $\varepsilon_{i,t}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

นอกจากนั้น เพื่อศึกษาอิทธิพลของประธานบริหาร (CEO) ในมิติของระยะเวลาการครองตำแหน่งผลตอบแทน และการควบตำแหน่ง ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ ตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interaction Terms) ระหว่างคุณภาพกำไรกับคุณลักษณะของ CEO ได้แก่  $(EQ_{i,t-1} * CCOM_{i,t-1})$ ,  $(EQ_{i,t-1} * CTEN_{i,t-1})$  และ  $(EQ_{i,t-1} * CDUAL_{i,t-1})$ , จึงถูกนำรวมเข้ากับแบบจำลองที่ (1) ซึ่งสามารถแสดงได้ดังนี้

$$IR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EQY_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t-1} + \alpha_3 OCF_{i,t-1} + \alpha_4 CCOM_{i,t-1} + \alpha_5 CTEN_{i,t-1} + \alpha_6 CDUAL_{i,t-1} + \alpha_7 BTM_{i,t-1} + \alpha_8 AGE_{i,t} + \alpha_9 LEV_{i,t-1} \quad (5)$$



$$+ \alpha_{10}(EQY_{i,t-1} * CCOM_{i,t-1}) + \alpha_{11}(EQY_{i,t-1} * CTEN_{i,t})$$

$$+ \alpha_{12}(EQY_{i,t-1} * CDUAL_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลภาคตัดขวางแบบช่วงเวลา (Panel Data) โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) จะใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองด้วยวิธี Pooled OLS, Fixed Effects OLS และ Random Effects OLS เพื่อเปรียบเทียบความอ่อนไหวของผลการศึกษาต่อวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองที่ต่างกัน และทำทดสอบความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ด้วยการพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF) รวมทั้งทำการทดสอบสหสัมพันธ์ในตัวเอง (Autocorrelation) ด้วยค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W.)

### ผลการวิจัย

จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ และการทดสอบปัจจัยอิทธิพลของคุณลักษณะประธานบริหาร (CEO) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ คณะผู้วิจัยนำเสนอผลการวิจัยเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) และผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง ซึ่งสามารถแยกอภิปรายได้ดังนี้

การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาสำหรับข้อมูลภาคตัดขวางที่มีช่วงเวลา (Data Panel) ที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ค่าสถิติต่าง ๆ เช่น ค่ากลาง ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าสถิติที่วัดการกระจายของข้อมูลดังกล่าว เพื่อเป็นการทดสอบความเหมาะสมของข้อมูลในการวิเคราะห์ในขั้นตอนต่อไป ซึ่งผลการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถแสดงได้ตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

Variables Statistics	IR	EQY	SIZE	OCF	CCOM	CTEN	CDUAL	BTM	AGE	LEV
Mean	0.225420	0.054306	9.723736	0.115850	9.256019	7.065762	0.677808	0.307827	34.52940	0.292871
Median	0.203236	0.032198	9.764507	0.103545	9.368705	5.167123	1.000000	0.255031	30.69726	0.274932
Maximum	3.892046	1.081542	13.39477	1.344769	12.59895	42.90984	1.000000	4.123092	118.8438	3.892046
Minimum	0.000000	0.000000	3.107139	-0.22575	0.000000	0.013699	0.000000	-0.34142	0.668493	0.000000
Std. Dev.	0.263641	0.070727	1.277700	0.080537	1.006799	6.396523	0.467380	0.267821	19.24141	0.263641
Skewness	4.548408	4.205645	-0.16476	2.739630	-4.26387	1.668193	-0.76097	2.609910	1.289101	4.548408
Kurtosis	32.65051	35.74271	3.599847	32.65051	34.44852	6.268751	1.579085	24.67538	5.124234	47.50263
Jarque-Bera	138270.4	173806.1	71.23728	138270.4	161471.7	3317.881	659.3329	75595.82	1697.173	313783.8
P-Value	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observation	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650



จากตารางที่ 2 ตัวแปรทุกตัวที่ใช้ในการศึกษามีค่าเฉลี่ย (Mean) เป็นบวก ในขณะที่ตัวแปรบางส่วนมีกระจายค่อนข้างมากได้แก่ ตัวแปรระยะเวลาการครองตำแหน่งของประธานบริหาร (CTEN) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D. = 6.396523) และอายุกิจการ (S.D. = 19.24141) นอกจากนี้พบว่า ตัวแปรบางตัวมีลักษณะกระจุกตัวอยู่ใกล้ค่าเฉลี่ย ได้แก่ ตัวแปรคุณภาพกำไร (EQY) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) ซึ่งมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.070727 และ 0.080537 ตามลำดับ หากพิจารณาความเบ้ (Skewness) ของข้อมูลที่เบ้ขวาสูงมาก (Skewness > 1) ได้แก่ ตัวแปรอัตราส่วนการก่อหนี้ (LEV) คุณภาพกำไร (EQY) ความผันผวนของความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (IR) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) มูลค่ากิจการตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BTM) ระยะเวลาการครองตำแหน่งของประธานบริหาร (CTEN) และอายุกิจการ (AGE) และมีตัวแปรบางส่วนที่มีลักษณะเบ้ซ้าย (Skewness < 1) ซึ่งได้แก่ ตัวแปรผลตอบแทนของประธานบริหาร (CCOM) และ การควบตำแหน่งของประธานบริหาร (CDUAL) เมื่อพิจารณาความโด่งของข้อมูล (Kurtosis) พบว่า ตัวแปรส่วนใหญ่มีค่าความโด่งสูงมาก (Kurtosis > 3) เช่น ตัวแปรอัตราการก่อหนี้สิน (LEV) ความผันผวนของความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (IR) คุณภาพกำไร (EQY) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) มีเพียงตัวแปรการควบตำแหน่งของประธานบริหาร (CDUAL) และขนาดกิจการ (SIZE) มีความโด่งปกติ เมื่อพิจารณาค่าสถิติ Jarque-Bera พบว่าข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ อย่างไรก็ตาม คุณลักษณะดังกล่าว ไม่ใช่เงื่อนไขหรือข้อจำกัดในการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณตามทฤษฎี Gauss-Markov โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองด้วยวิธีการ Ordinary Least Square (OLS) ยังคงให้ผลที่ไม่เอนเอียง (Unbiased) และสม่ำเสมอ (Consistent)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไร กับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ

การศึกษานี้ใช้วิธีวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) สำหรับข้อมูลภาคตัดขวางที่มีช่วงเวลา (Data panel) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ และอิทธิพลของระยะเวลาการครองตำแหน่ง ผลตอบแทน และการควบตำแหน่งประธานบริหาร (CEO) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไร กับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยที่การประมาณการค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2 ดังแสดงในสมการ (1) และสมการที่ (5) ตามลำดับ ผู้วิจัยใช้วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี Pooled OLS, Fixed effect OLS และ Random effect OLS เพื่อเปรียบเทียบความอ่อนไหวของผลการศึกษาต่อวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ที่ต่างกัน (Sensitivity to change in methodology) ซึ่งได้รายงานผลการศึกษาในตารางที่ 3

จากผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณทั้ง 3 วิธี สำหรับทั้ง 2 แบบจำลอง เมื่อพิจารณาจากนัยสำคัญทางสถิติของ Redundant Fixed Effect Test แสดงให้เห็นว่า Fixed Effect OLS เหมาะสมกว่า Pooled OLS เช่นเดียวกันกับนัยสำคัญทางสถิติของ Hausman Test แสดงให้เห็นว่า Fixed Effect OLS มีความเหมาะสมกว่า Random Effects OLS ดังนั้นการแปรผลการศึกษา (Inference) ของงานวิจัยนี้จะอ้างอิงผลการวิเคราะห์ด้วย Fixed Effect OLS เป็นหลัก อย่างไรก็ตามก็อาจจะสังเกตได้ว่าทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามในการศึกษาครั้งนี้ ไม่แสดงความอ่อนไหวต่อวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ที่



แตกต่างกัน โดยสามารถพิจารณาได้จากเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ของแต่ละตัวแปรจะมีความสอดคล้องกันทั้ง 3 วิธีการศึกษา

ตารางที่ 3 ผลวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

Estimation Methods Variables	Pooled OLS		Fixed Effects OLS		Random Effects OLS	
	Coefficient		Coefficient		Coefficient	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
$\alpha_0$	0.2914*	0.2866*	0.0901**	0.0955**	0.1680*	0.1687*
$EQY_{i,t-1}$	0.1727*	0.2645	0.0318	-0.0423	0.0861*	0.0870
$SIZE_{i,t-1}$	-0.0129*	-0.0128*	-0.0213*	-0.0210*	-0.0041**	-0.0040*
$OCF_{i,t-1}$	0.0554**	0.0524**	-0.0326	-0.0333	0.0127	0.0117
$CCOM_{i,t-1}$	0.0016	0.0015	0.0026	0.0015	0.0042**	0.0037
$CTEN_{i,t}$	0.0006**	0.0013*	0.0001	0.0007**	0.0002	0.0008**
$CDUAL_{i,t-1}$	0.0078**	0.0093**	0.0011	-0.0011**	0.0094**	0.0087**
$BTM_{i,t-1}$	0.0820*	0.0812*	0.0687*	0.0678*	0.0580*	0.0572*
$AGE_{i,t}$	-0.0005*	-0.0005*	0.0082*	0.0081*	0.0002	0.0001*
$LEV_{i,t-1}$	0.0368*	0.0377*	0.0534*	0.0536*	0.0685*	0.0691*
$EQY_{i,t-1} * CCOM_{i,t-1}$		-0.0007		0.0122		0.0056
$EQY_{i,t-1} * CCOM_{i,t-1}$		-0.0007		0.0122		0.0056
$EQY_{i,t-1} * CTEN_{i,t}$		-0.0116*		-0.0112*		-0.107*
$EQY_{i,t-1} * CDUAL_{i,t-1}$		-0.0249		0.0374		0.0122
No. of Observations	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650	3,650
R <sup>2</sup>	0.0888	0.0911	0.5243	0.5271	0.0312	0.0337
F-Test	39.4252	30.3853	9.7193	9.9935	13.0411	10.582
D.W.	1.0589	1.0609	1.9943	1.9954	1.6376	1.6381
VIF	1.0974	1.1003	2.1066	2.1142	1.0322	1.0349
			Redundant Fixed Effect Tests		Hausman Test	
			F-Statistics	F-Statistics	Chi-Sq. Stat.	Chi-Sq. Stat.
			= 8.2755	= 8.2868	= 347.0450	= 352.5542

หมายเหตุ: \*, \*\*, \*\*\* หมายถึง ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

ในภาพรวมของการศึกษา เมื่อพิจารณาคุณภาพของแบบจำลองที่ประมาณค่าด้วยวิธี Fixed Effect OLS พบว่า ตัวแปรอิสระของแบบจำลองที่ 1 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงจำเพาะของกิจการได้ 52.43% อย่างมีนัยสำคัญ (F-Test 9.7193) ในขณะที่ตัวแปรอิสระของแบบจำลองที่ 2 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงจำเพาะของกิจการได้ 52.71% อย่างมีนัยสำคัญ (F-Test 9.9935) นอกจากนี้พบว่าแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้ไม่พบปัญหา Autocorrelation และ Multicollinearity ในทั้ง 2 แบบจำลอง โดยแบบจำลองที่ 1 มีค่า D.W. 1.9943 และค่า VIF 2.1066 ในขณะที่แบบจำลองที่ 2 มีค่า D.W. 1.9954 และค่า VIF 2.1142

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองที่ 1 พบว่า ระดับการก่อกำเนิด (LEV) อายุของกิจการ (AGE) และมูลค่ากิจการบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BTM) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความเสี่ยงจำเพาะ



ของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.0534, 0.0082 และ 0.0687 ตามลำดับ ในขณะที่ตัวแปรขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0210 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมอื่น ๆ เช่น กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) ผลตอบแทนประธานบริหาร (CCOM) ระยะเวลาครองตำแหน่ง (CTEN) การควบตำแหน่ง (CDUAL) ไม่พบความสัมพันธ์ต่อความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองที่ 2 พบว่า ระยะเวลาการครองตำแหน่ง (CTEN) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.000742 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ตัวแปรควบคุมต่าง ๆ เช่น มูลค่ากิจการตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BTM) อายุกิจการ (AGE) และตัวแปรระดับการก่อกวนหนี้สิน (LEV) ต่างก็มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความเสี่ยงจำเพาะของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0678, 0.0081 และ 0.0536 ตามลำดับ อย่างไรก็ตามขนาดกิจการ (SIZE) แสดงความสัมพันธ์เชิงลบต่อความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0210 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

นอกจากนี้ ยังพบว่าแม้ว่าคุณภาพกำไร (EQY) จะไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงกับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ (IR) แต่กลับทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิทธิพลที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาการครองตำแหน่งของประธานบริหาร (CTEN) กับความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ โดยตัวแปรปฏิสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการครองตำแหน่งของประธานบริหาร (EQY\*CTEN) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0112 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า แม้ว่านักลงทุนในตลาดทุนจะมีปฏิริยาเชิงลบต่อกิจการที่ประธานบริหารมีระยะเวลาการครองตำแหน่งที่ยาวนาน แต่หากกิจการนั้นมีคุณภาพกำไรที่ดี ก็สามารถช่วยบรรเทาปฏิริยาเชิงลบของตลาดทุนได้ อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจำเพาะของกิจการกับคุณสมบัติอื่น ๆ ของประธานบริหาร เช่น ผลตอบแทนของประธานบริหาร (CCOM) และการควบตำแหน่งของประธานบริหาร (CDUAL)

## การอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มุ่งเน้นหาคำตอบเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ รวมถึงเพื่อค้นหาคำตอบว่าปัจจัยเกี่ยวกับประธานบริหารที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลตัวอย่างจากแหล่งitudinal ระหว่างปีบัญชี ค.ศ. 2012 – 2023 จำนวน 365 บริษัทจดทะเบียนในดัชนี S&P500 ซึ่งจะได้จำนวนตัวอย่างข้อมูลภาคตัดขวางแบบช่วงเวลา (Panel Data) 3,650 ผลการวิจัยพบว่า ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างคุณภาพกำไรที่วัดด้วยวิธีรายการคงค้างโดยใช้ดุลพินิจกับ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 สาเหตุอาจเป็นเพราะกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้เป็นหลักทรัพย์จะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้วราคาของหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูลอย่างมีประสิทธิภาพตามแนวคิด Effective Market Hypothesis ที่เสนอโดย Fama ในปี 1970 ถึงอย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยในครั้งนี้พบว่า ระยะเวลาการครองตำแหน่งที่ยาวนานขึ้นของประธานบริหารส่งผลต่อระดับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการลดลง อย่างมี



นัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ แม้ว่านักลงทุนในตลาดทุนจะมีปฏิกริยาเชิงลบต่อกิจการที่ประธานบริหารมีระยะเวลาการครองตำแหน่งที่ยาวนาน แต่หากกิจการนั้นมีคุณภาพกำไรที่ดี ก็สามารถช่วยบรรเทาปฏิกริยาเชิงลบของตลาดทุนได้ ปฏิกริยาเชิงลบของนักลงทุนที่มีต่อระยะเวลาการครองตำแหน่งของประธานบริหารที่ยาวนานขึ้นอาจเกิดจากประธานบริหารมีอำนาจควบคุมองค์กรสูง คณะกรรมการควบคุมได้ยากขึ้น กล้าตัดสินใจลงทุนที่มีความเสี่ยงที่มากขึ้น ทั้งนี้เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Chen and Zheng (2013) และ Kumar and Mohnot (2024) ทั้งนี้ปฏิกริยาเชิงลบนั้นสามารถลดลงได้ หากกิจการเปิดเผยรายงานทางการเงินที่คุณภาพกำไรที่ดี ทั้งนี้เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ของงานวิจัยนี้

นอกจากนี้ผลการวิจัยปฏิเสธสมมติฐาน 3 และ 4 เนื่องจากไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิทธิพลผลตอบแทนของผู้บริหาร และการควบตำแหน่งของประธานบริหาร ส่งผลต่อระดับความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ กล่าวคือ ค่าจ้างหรือผลตอบแทนที่ประธานบริหารได้รับหรือการควบตำแหน่งประธานบริหารและตำแหน่งกรรมการบริษัท ไม่มีผลกระทบใด ๆ ต่อความสัมพันธ์ในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างที่ใช้ดุลพินิจที่อาจส่งผลต่อ ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ

### ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาตัวอย่างในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาซึ่งมีมูลค่าตลาดสูงสุด 500 อันดับแรก ผลการวิจัยแสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงตำแหน่งผู้นำสูงสุดขององค์กรนั้นมีผลต่อการใช้ดุลพินิจในการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง ซึ่งส่งผล ความเสี่ยงจำเพาะของกิจการ ดังนั้นสิ่งที่นักลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนทั่วไป หรือ กลุ่มนักลงทุนสถาบันควรให้ความสำคัญคือ การครองตำแหน่งของผู้นำสูงสุดขององค์กรเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการลงทุน หรืออาจใช้เป็นปัจจัยหนึ่งกำหนดในการเข้าซื้อ-ขายหลักทรัพย์ (Portfolio Management) ข้อเสนอแนะในการวิจัยต่อไป ควรเลือกตัวอย่างการศึกษาให้ครอบคลุมหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ นอกเหนือจากตัวอย่างหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาที่เป็นตลาดทุนพัฒนาแล้ว

### เอกสารอ้างอิง

- Alhmoode, Mohammad & Shaari, Hasnah & Al-dhamari, Redhwan. (2020). CEO Characteristics and Real Earnings Management in Jordan. *International Journal of Financial Research*, 11, 18339-18339.
- Amelia & Rizy Eriandani. (2021). CEO characteristics and earnings management evidence from Indonesia. *Journal of Management Business*, 20(2), 141-154.
- Andre F. Perold. (2004). The Capital Asset Pricing Model. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 3-24.
- Andrew Aug, Robert J. Hodrick, Yuhang Xing, and Xioyan Zhang. (2008). High Idiosyncratic Volatility and Low Returns: International and Further U.S. Evidence. *Journal of Financial Economics*, 91, 1-23.



- Akinobu Shuto. (2007). Executive Compensation and Earnings Management: Empirical Evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(1), 2007.
- Ashiq Ali and Weining Zhang. (2015). CEO Tenure and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79.
- Bahaaeddin Alareeni and Omar Aljuaidi. (2014). The Modified Jones and Yoon Models in Detecting Earnings Management in Palestine Exchange (PEX). *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 9(-), 1472-1484.
- Belen Blanco. (2012). The Use of CAPM and Fama and French Three Factors Model: Portfolios Selection. *Public and Municipal Finance*, 1(2), 61-70.
- Brahmadev Panda and N. M. Leepsa. (2017). Agency Theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.
- Chhavi Jatana.(2019). Earnings Quality and Firm's Market Risk: An Empirical Study in Indian Context. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 8(2), 9-19
- Dang Ngoc Hung and Vu Thi Thuy Van. (2020). Studying the Impact of Earnings Quality on Stock Return: Experiments in Vietnam. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 7(4), 45-53.
- Dechow, Sloan & Sweeney. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dong Chen and Yudan Zhen. (2013). CEO Tenure and Risk-Taking. *SSRN Electronic Journal*, 19(10), 1-26.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46.
- Ferdinand A. Gul, Shuai (Mark) Ma, Karen Lai. (2017). Busy Auditors, Partner-Client Tenure, and AuditQuality: Evidence from an Emerging Market. *Journal of International Accounting Research*, 16(1), 83–105.
- Francis, J, LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Cost of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 74(4), 967-1010.
- Harry Markowitz. (1952). Portfolio Selection. *Management Science*, 7(1), 77 – 91.
- Isnayni Sabila, Rahmawati, Eadang Dwi Amperawati and Corina Joseph. (2024). Reducing Return Volatility: The Role of Earnings Quality and Corporate Reputation. *Journal Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 9(1), 76-86.
- Jingjing Bao and Chunxiao Xue. (2023). CEO Duality, CEO Compensation, and Earnings Management: Evidence from China. *Corporate Ownership and Control*, 20(3), 317-327.



- Konan Chan, Louis K. C. Chan, Narasimhan Jegadeesh and Josef Lakonishok. (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *The University of Chicago Press Journals*, 79(3), 1041-1082.
- Komala Sari. (2019). CEO Tenure and Earnings Management. *International Journal for Innovation Education and Research*, 7(10), 2019.
- Mahnour Sattar. (2017). CAPM Vs Fama-French Three-Factor Model: An Evaluation of Effectiveness in Explaining Excess Return in Dhaka Stock Exchange. *International Journal of Business and Management*, 12(5), 119-129.
- Narani Fatma and Widi Hidayat. (2019). Earnings Persistence, Earnings Power, and Equity Valuation in Consumer Goods Firms. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(1), 2443-4175.
- Neharika Sobti. (2016). Revisiting CAPM and Fama French Three Factor Model in Indian Equity Market. *Business Analyst*, 37(1), 31-46.
- Nikeel Nishkar Kumar and Rajesh Mohnot. (2024). Nonlinear effect of CEO tenure on stock price crash risk. *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 68(C).
- Nyanine Chuele Fonou-Dombeu, Josue Mbonigaba, Odunayo Magret Olarewaju and Bomi Cyril Nomlala. (2022). Earnings Quality Measures and Stock Return Volatility in South Africa. *Future Business Journal*, 8(1), 1-15.
- Shiva Rajgopal and Mohan Venkatachalam (2011). Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20.
- Soon Suk Yoon, Gary Miller and Pornsit Jiraporn. (2006). Earnings Management Vehicles for Korean Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17(2), 85-109.
- William F. Sharpe (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science*, 9(2), 277 – 293.
- Yuni Pristiwati Noer Widianingsih and Doddy Setiawan. (2022). Does Idiosyncratic Risk Affect Earnings Quality? Evidence from Indonesia. *Scientific Papers of the University of Pardubice*, 30(2), 1-13.
- Ziyan Tang. (2024). Risk-Return Analysis of Equity Portfolios: Comparison between CAPM and Fama-French Three Factor Model. *Advances in Economics, Business and Management Research*, doi: 10.2991/978-94-6463-246-0\_28