



ผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารต่อโครงสร้างเงินทุน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวรัตพรรณ อวະจินดา

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารต่อโครงสร้างเงินทุน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวรัตพรณ อวະจินดา




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE EFFECT OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE ON CAPITAL
STRUCTURE: EVIDENCE IN THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS RATTAPAN AWACHINDA



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวรัตพรรณ อวาระจินดา

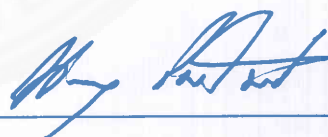
เรื่อง

ผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารต่อโครงสร้างเงินทุน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย


ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่..... 13 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวรัตพรพรณ อวาทจินดา
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 โดยใช้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ในการศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ผลการศึกษาพบว่า ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) และเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) ซึ่งแทนตัววัดการก่อหนี้ในอดีตและอนาคตของบริษัท สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดของกิจการ (SIZE) และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ (LBV) และสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) ในขณะที่การเติบโตของบริษัท (MB) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) อย่างไรก็ตามพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TNG) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

คำสำคัญ: ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร, การก่อหนี้, โครงสร้างเงินทุนของบริษัท

Independent Study Title	THE EFFECT OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE ON CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Rattapan Awachinda
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

This paper aims to study the effect of managerial overconfidence on capital structure in the stock exchange of Thailand during the period from 2011 to 2014. Total shareholder return is a proxy variable of managerial overconfidence. This study uses Multiple Regression Analysis as tool to address the research analysis.

The result finds that managerial overconfidence, as proxied by the total shareholder return, has no significant relationship with book- value leverage and market- value leverage.

The control variables, size and profitability are significantly related to book-value leverage and market-value leverage, while market to book ratio are significantly related to market-value leverage. Tangible asset has no relationship with capital structure.

Keywords: Managerial overconfidence, Leverage, Capital structure

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ให้การสนับสนุน ดังนี้ ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระที่กรุณาให้คำแนะนำ ชี้แนะแนวทาง และช่วยเหลืออย่างดีตลอดระยะเวลาการจัดทำการค้นคว้าอิสระนี้

ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่ได้กรุณาสละเวลามาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ และให้คำแนะนำเพื่อให้งานวิจัยนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น และขอกราบขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้ ที่ได้อบรมให้ความรู้

ขอบคุณเพื่อนนักศึกษาที่คอยช่วยเหลือ ให้คำปรึกษาและให้กำลังใจเสมอมา ตลอดจนขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการที่คอยดูแล ประสานงานต่างๆจนการค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดี สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณครอบครัวสำหรับกำลังใจและการสนับสนุนตลอดมา ผู้วิจัยขอขอบความสำเร็จจากการศึกษาอิสระนี้ให้เป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจทุกท่าน

นางสาวรัตพรรณ อวาระจินดา

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.5 นิยามศัพท์	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence)	5
2.1.2 ตัวชี้วัดความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร	6
2.1.3 โครงสร้างเงินทุนของบริษัท	7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท	8
2.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)	12

2.3.1 การเติบโตของกิจการ (Market to book ratio: MB)	12
2.3.2 ขนาดของกิจการ (SIZE)	12
2.3.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Asset: TNG)	12
2.3.4 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PRF)	13
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 การกำหนดกลุ่มตัวอย่าง	14
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	14
3.3 แบบจำลองของงานวิจัย	14
3.4 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย	15
3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	15
3.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	16
3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)	16
3.4.3.1 การเติบโต (Market to book ratio: MB)	16
3.4.3.2 ขนาดของกิจการ (SIZE)	16
3.4.3.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Asset: TNG)	16
3.4.3.4 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PRF)	16
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	17
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	17
4.2 การวิเคราะห์ทดสอบแบบจำลองของงานวิจัย	18
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	24
5.1 สรุปผลการวิจัย	24
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	25
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	25

รายการอ้างอิง

27

ประวัติผู้เขียน

32



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 แสดงการคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัว	13
4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร	18
4.2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) ระหว่างตัวแปร	19
4.3 การคำนวณ Variance Inflated Factor (VIF)	20
4.4 แสดงค่าความถดถอยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของ สินทรัพย์รวม (LBV)	21
4.5 แสดงค่าความถดถอยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของ สินทรัพย์รวม (LMV)	21

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

โครงสร้างเงินทุนของบริษัท สะท้อนถึงการตัดสินใจของผู้บริหารที่เกี่ยวข้องกับแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาสนับสนุนการลงทุนและการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมาจาก 2 แหล่ง คือ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารมีบทบาทสำคัญในการกำหนดแหล่งที่มาของเงินทุน สัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสมที่จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ

การศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้รับความสนใจอย่างแพร่หลาย นับตั้งแต่งานวิจัยแรกเริ่มที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดแก่กิจการของ Modigliani and Miller (1958) ภายใต้สมมติฐานที่ตลาดเป็นตลาดแบบสมบูรณ์ ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล ทุกธุรกิจมีความเสี่ยงเท่ากัน และผู้บริหารมุ่งบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งทำให้เกิดข้อถกเถียงเชิงวิชาการและในทางปฏิบัติ อีกทั้งยังทำให้เกิดงานวิจัยจำนวนมากในเวลาต่อมา

ในปัจจุบันงานวิจัยและทฤษฎีที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ใช้กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในปัจจุบันมีจำนวนมาก แต่ยังไม่มีความชัดเจนที่แน่ชัดว่าบริษัทใช้ปัจจัยใดบ้างในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท นอกจากนี้ ยังมีทฤษฎีทางการเงินกระแสหลักที่เกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งได้รับการยอมรับและเป็นที่ยอมรับในวงกว้างหลายทฤษฎี อาทิ ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order Theory) และทฤษฎีทางเลือก (Trade-Off Theory)

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีข้างต้นและการศึกษาส่วนใหญ่ อยู่ภายใต้สมมติฐานที่ว่าผู้บริหารและนักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผล (Rational) ตัดสินใจโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุด และมีการคาดการณ์ในทิศทางเดียวกัน (Homogeneous Expectation) แต่งานวิจัยทางด้านจิตวิทยาและการเงินเชิงพฤติกรรมกลับพบว่าทฤษฎีของศาสตร์การเงินดั้งเดิมมีสมมติฐานบางประการไม่สอดคล้องกับความจริงในทางปฏิบัติ เพราะมนุษย์มีแนวโน้มที่จะมีอคติในการรับรู้ โดยมีความเชื่อมั่นสูงเกินไป คือมั่นใจในความสามารถและความฉลาดของตนเองเกินไปและหลายครั้งคาดการณ์ดีเกินความเป็นจริง (Overconfidence Bias) และที่สำคัญคือ ลักษณะดังกล่าวมักพบในผู้บริหาร

Cooper et al. (1988) และ Landier et al. (2009) ระบุว่า ส่วนใหญ่ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะมีความเชื่อมั่นสูงกว่าความเป็นจริง (Managerial Overconfidence) โดยผู้บริหารมักประเมินผลการดำเนินงาน โอกาสในการประสบความสำเร็จของบริษัทที่ตนบริหารสูงกว่าความเป็นจริง และประเมินต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนและเงินที่ต้องใช้ในการลงทุนต่ำกว่าความเป็นจริง (Merrow et al., 1981 และ Statman et al., 2006)

ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารส่งผลต่อการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายของบริษัท โดยจะเห็นว่าบางครั้งผู้บริหารไม่ได้ตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทสอดคล้องกับทฤษฎี โดยมีหลักฐานที่แสดงว่าการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบางครั้ง เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารเอง แม้ว่าจะมีแนวทางการกำหนดโครงสร้างทุนที่สมเหตุสมผลจากทฤษฎีแล้วก็ตาม (Graham and Harvey, 2001)

เมื่อไม่นานมานี้ เริ่มมีการศึกษาเกี่ยวกับความไม่มีเหตุผลของผู้บริหารที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนและการประเมินราคาสินทรัพย์ Roll (1986) และ Malmendier and Tate (2005) ศึกษาบทบาทของผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (Investment Decision) ของบริษัท พบว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไปจะเข้าซื้อกิจการเป้าหมายในราคาแพงกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งเป็นการทำลายมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ งานวิจัยจำนวนมากพบว่าความเชื่อมั่นของผู้บริหารที่สูงเกินไปส่งผลให้เกิดการตัดสินใจลงทุน อาทิ ทำให้ผู้บริหารประเมินมูลค่าโครงการสูงกว่าความจริง และเมื่อมีเงินสดอิสระก็จะนำเงินไปลงทุนมากกว่าที่ควร (Overinvestment) ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไป มักจะตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยจัดหาเงินทุนตามความพอใจของผู้ถือหุ้นมากกว่าผู้บริหารที่มีเหตุผล (Heaton, 2002)

การศึกษาของ Shefrin (2001) Heaton (2002) Hackbarth (2008) Oliver (2010) และ Park and Kim (2009) เสนอแนวคิดว่าใช้ข้อมูลความเชื่อมั่นของผู้บริหารในการพิจารณา กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ภายใต้สมมติฐานว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของบริษัท คำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการก่อหนี้ต่ำกว่าความจริง ทำให้นิยมจัดหาเงินทุนจากแหล่งนี้มากกว่าการออกหุ้นใหม่ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order Theory) เนื่องจากการก่อหนี้ทำให้บริษัทจ่ายเพียงดอกเบี้ยและเงินต้นให้เจ้าหนี้ ไม่ต้องแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นของบริษัทให้ผู้ถือหุ้นใหม่ การที่ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นมากเกินไปอาจทำให้ผู้บริหารก่อหนี้ในระดับสูงจนไม่สามารถก่อหนี้เพิ่มเพื่อนำเงินไปลงทุน ทั้งที่โครงการนั้นเป็นโครงการที่เพิ่มมูลค่าให้กิจการ และกำไรที่ได้จากโครงการที่ทำในปัจจุบันส่วนหนึ่งต้องนำส่งเจ้าหนี้ ทำให้บริษัทได้รับเงินน้อยลง (Shefrin, 2001)

อย่างไรก็ตาม พฤติกรรมการจัดหาเงินทุนของบริษัท อาจไม่เป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order Theory) เพราะในมุมมองด้านความเสี่ยงจากการดำเนินงาน

ของบริษัท ผู้บริหารประเมินความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง ทำให้คิดว่าต้นทุนกู้ยืมสูงเกินไปเมื่อเทียบกับต้นทุนการออกหุ้นใหม่ อีกทั้งผู้บริหารคิดว่าราคาตลาดของหุ้นบริษัทที่ตนบริหารสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงระดมทุนจากแหล่งภายใน ออกหุ้นใหม่และกู้ยืมตามลำดับ (Hackbarth, 2008) การศึกษาทั้งหมดสรุปว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) มีผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และการศึกษาโดยศาสตร์การเงินเชิงพฤติกรรมสนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีดั้งเดิม ภายใต้สมมติฐานที่สอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้น

งานวิจัยที่ศึกษาพฤติกรรมทางการเงินของผู้บริหารและอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในปัจจุบันยังมีไม่มาก ส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในบริบทของต่างประเทศ ซึ่งงานวิจัยเกี่ยวกับความไม่มีเหตุผลของผู้บริหารยังมีน้อยเมื่อเทียบกับงานวิจัยที่เกี่ยวกับความไม่มีเหตุผลของนักลงทุน งานวิจัยเชิงประจักษ์ในศาสตร์การเงินเชิงพฤติกรรมยังมีความยากลำบากในการหาปัจจัยที่เหมาะสมที่ใช้ในการประเมินความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร อีกทั้งจากการที่ผู้บริหารเป็นผู้มีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งโดยส่วนใหญ่ผู้บริหารเป็นผู้ที่มีความเชื่อมั่นที่สูงเกินจริง ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุผลของผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) มีผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่อย่างไร

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 โดยข้อมูลที่ใช้ศึกษาทำการสืบค้นจากระบบฐานข้อมูล SETSMART ทั้งนี้ กลุ่มตัวอย่างไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ประกอบธุรกิจ ธนาคาร เงินทุน และประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทมีความแตกต่างกับอุตสาหกรรมอื่น

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษาแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ในการศึกษาการเงินเชิงพฤติกรรมว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารมีผลกระทบต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคาดการณ์การตัดสินใจของผู้บริหาร เพื่อนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น จากความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุน และเพื่อให้ผู้บริหารตระหนักถึงความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของตนและมีความระมัดระวังในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เพื่อตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งจะเป็นการสร้างมูลค่าสูงสุดของกิจการ และลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

1.5 นิยามศัพท์

ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารในงานวิจัยนี้ หมายถึง การที่ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของบริษัท (Heaton, 2002; Hackbarth, 2008; Oliver, 2010 และ Park and Kim, 2009)

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) มีผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร โดยในบทนี้จะประกอบด้วยหัวข้อดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence)

2.1.2 ตัวชี้วัดความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร

2.1.3 โครงสร้างเงินทุนของบริษัท

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

2.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

2.3.1 การเติบโตของกิจการ (Market to book ratio: MB)

2.3.2 ขนาดของกิจการ (SIZE)

2.3.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Asset: TNG)

2.3.4 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PRF)

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence)

ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารในงานวิจัยนี้ หมายถึง การที่ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของบริษัท (Heaton, 2002; Hackbarth, 2008; Oliver, 2010 และ Park and Kim, 2009)

ในทางจิตวิทยาความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปทำให้มนุษย์มีอคติในการรับรู้ กล่าวคือ มั่นใจในความรู้ ความสามารถของตัวเองในการควบคุมสถานการณ์มากเกินไป และหลายครั้งจะคาดการณ์ดีเกินความเป็นจริง หรือประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าความเป็นจริง (Nofsinger, 2005)

ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไป (Overconfidence) ในทางการเงิน หมายถึง มั่นใจในความแน่นอนมากเกินไป หรือมั่นใจในความรู้ของตัวเองหรือข้อมูลที่ตนเองมีมากเกินไป (Skala, 2007:41) ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะมีความเชื่อมั่นสูงกว่าความเป็นจริง (Managerial

Overconfidence) โดยมีกม่นใจในความรู้ของตน ผลการดำเนินงาน โอกาสในการประสบความสำเร็จของบริษัทที่ตนบริหารสูงกว่าความเป็นจริง ประเมินต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนและเงินที่ต้องใช้ในการลงทุนต่ำกว่าความเป็นจริง และประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง (Merrow et al., 1981 and Statman et al., 2006)

มีงานวิจัยส่วนหนึ่งที่พบว่าผู้บริหารมักมีความเชื่อมั่นสูงเกินจริง (Managerial Overconfidence) โดย Cooper et al. (1988) สํารวจความคิดเห็นของผู้บริหารในประเทศอเมริกา และพบว่าผู้บริหารมักจะประเมินโอกาสในการประสบความสำเร็จของบริษัทอื่นเพียง 59% ขณะที่หากเป็นบริษัทที่ตนบริหารกลับประเมินโอกาสในการประสบความสำเร็จสูงถึง 81% ซึ่งผลการสำรวจกลับพบว่า ผลประกอบการของบริษัทที่ทำการสำรวจ 66% มีผลประกอบการแย่ และจากงานวิจัยของ Merrow et al. (1981) ซึ่งศึกษาการลงทุนของบริษัทอเมริกาที่อยู่ในอุตสาหกรรมพลังงาน พบว่าผู้บริหารมองโลกในแง่ดีเกินไปเกี่ยวกับต้นทุนที่ใช้ลงทุนในอุปกรณ์ ทำให้ประเมินต้นทุนต่ำกว่าความเป็นจริง ซึ่งพบว่าต้นทุนจริงสูงกว่าที่ผู้บริหารประเมินถึง 2 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารในบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอื่น (Statman et al., 2006)

2.1.2 ตัวชี้วัดความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร

การวัดความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ในปัจจุบันยังไม่มีตัวชี้วัดที่ชัดเจน โดยสามารถสรุปตัวชี้วัดจากงานวิจัยก่อนหน้า ซึ่งวัดความเชื่อมั่นของผู้บริหารได้ดังนี้

การถือหุ้นและสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท (Stock option) โดยถ้าผู้บริหารถือสัญญาสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท (Stock option) จนครบกำหนด หรือ ถ้าผู้บริหารใช้สิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัท (stock option) 1 ปี ก่อนครบกำหนด หรือ ถ้าผู้บริหารถือหุ้นบริษัทเพิ่มขึ้น ทั้งที่หุ้นดังกล่าวมีความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคา แสดงว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูงเกินจริง (Managerial Overconfidence) (Malmendier and Tate , 2005, 2008)

ข้อมูลความคิดเห็นของบุคคลภายนอกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท หรือการดำเนินงานของผู้บริหาร ที่มีการเปิดเผยในสื่อต่างๆ (Hayward and Hambrick, 1997; Malmendier and Tate, 2008; Brown and Sarma, 2007; Hribar and Yang, 2006 และ Jin and Kothari, 2005) โดยหากความคิดเห็นเป็นบวก แสดงว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูง

การคาดการณ์กำไรที่ตีเกินจริงของผู้บริหาร โดยหากจำนวนครั้งที่ผู้บริหารคาดการณ์กำไรสูงกว่าความเป็นจริงมากกว่าคาดการณ์กำไรต่ำกว่าความเป็นจริง แสดงว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูงเกินจริง (Lin et al., 2005; Hribar and Yang, 2006 และ Jiang et al., 2008)

การควรวรมกิจการ Doukas and Petmezas (2007) ระบุว่า หากผู้บริหารตัดสินใจควรวรมกิจการ 5 ครั้งภายในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แสดงว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูงเกินจริง

ดัชนีทางเศรษฐกิจ Oliver (2010) ใช้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคสำหรับรายบุคคลรายเดือน (Consumer Sentiment Index: CSI) ที่มีการสำรวจโดยมหาวิทยาลัยมิชิแกน นำมาหาค่าเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลัง ในช่วงปี ค.ศ. 1978- 2004 Mefteh and Oliver (2009) ใช้ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ (Economic Sentiment Indicator: ESI) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฝรั่งเศส ซึ่งจัดทำโดยคณะกรรมการยุโรป (European Commission) ในช่วงปี ค.ศ. 1995- 2004 โดยศึกษาบริษัทที่อยู่ในภาคอุตสาหกรรม การค้า การบริการ และการก่อสร้าง งานวิจัยของ Yu et al. (2006) ศึกษาดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ ซึ่งจัดทำโดยสำนักงานสถิติแห่งชาติของประเทศจีน ซึ่งค่าดัชนีอยู่ระหว่าง 0 ถึง 200 หากค่าดัชนีมากกว่า 100 แสดงว่าผู้บริหารบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้นมีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไป งานวิจัยของ Park and Kim (2009) ใช้ดัชนีความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ ในการศึกษาอิทธิพลของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารที่มีต่อการกำหนดโครงสร้าง

Hayward and Hambrick (1997) ศึกษาผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัท โดยระบุว่าถ้าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการมีผลการดำเนินงานในอดีตดี แสดงว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูง เนื่องจากผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี ทำให้ผู้บริหารเชื่อมั่นในความสามารถในการบริหารงานของตนยิ่งขึ้น ทั้งที่ผลประกอบการที่ดี หรือความสำเร็จของบริษัทอาจมาจากปัจจัยอื่นนอกเหนือจากความสามารถของผู้บริหาร อีกทั้งความเชื่อมั่นจะยิ่งมากขึ้น หากความสำเร็จของบริษัทเป็นที่รับรู้ในวงกว้าง

ค่าตอบแทนของประธานเจ้าหน้าที่บริหารเปรียบเทียบกับค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูงคนอื่น (CEOs' relative compensations) การศึกษาของ Hayward and Hambrick (1997) และ Jiang et al. (2008) วัดความเชื่อมั่นที่สูงเกินจริงของผู้บริหารโดยหารค่าตอบแทนของประธานเจ้าหน้าที่บริหารด้วยค่าตอบแทนของผู้บริหารระดับสูง 2 หรือ 3 คนถัดมา หากความแตกต่างระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารสูง แสดงว่า ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูง

จากการทบทวนวรรณกรรมก่อนหน้า งานวิจัยนี้วัดความเชื่อมั่นของผู้บริหารโดยเลือกใช้ตัววัดผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัท (Firm's recent performance) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hayward and Hambrick (1997)

2.1.3 โครงสร้างเงินทุนของบริษัท

โครงสร้างเงินทุนของบริษัท สะท้อนถึงการตัดสินใจของผู้บริหารที่เกี่ยวข้องกับแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาสนับสนุนการลงทุนและดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมาจาก 2 แหล่ง คือ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารมีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยการกำหนดสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งต้องกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ

การศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) ในสมัยใหม่ เริ่มใน ค.ศ.1958 เมื่อศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller ได้ตีพิมพ์บทความ ซึ่งได้พิสูจน์แนวความคิดของเขาที่ว่า ภายใต้ข้อสมมติฐานของตลาดแบบสมบูรณ์ ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล ทุกธุรกิจมีความเสี่ยงเท่ากัน และผู้บริหารมุ่งบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งการศึกษาดังกล่าวมีสมมติฐานบางประการไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติ ทำให้มีการพัฒนาแนวคิด ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน โดยเพิ่มปัจจัยต่างๆ เพื่ออธิบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทให้มีความเหมาะสม และเป็นจริงในทางปฏิบัติมากขึ้น

การศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีการพัฒนาสมมติฐานในการศึกษาให้สอดคล้องกับความเป็นจริงมากขึ้น อาทิ Modigliani and Miller (1963) ที่เพิ่มปัจจัยด้านภาษีนิติบุคคลมาพิจารณา พบว่ากิจการควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งนี้สินร่วมกับจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะทำให้มูลค่ากิจการสูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว เนื่องจากจะทำให้บริษัทสามารถประหยัดภาษีจากภาระดอกเบี้ยจ่าย

Myers (1977) เสนอ Tradeoff Theory โดยชี้ว่าผู้บริหารต้องพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างข้อดีและข้อเสียจากการจัดหาทุนจากแหล่งนี้ เพราะข้อดีหากบริษัทจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ คือ บริษัทสามารถประหยัดภาษีจากภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งทำให้บริษัทมีมูลค่ากิจการสูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว แต่หากบริษัทก่อหนี้มากเกินไป อาจทำให้บริษัทขาดสภาพคล่อง มีความเสี่ยงในการล้มละลายสูงขึ้น และต้นทุนในการกู้ยืมเพิ่มขึ้น

ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Theory) เสนอโดย Jensen and Meckling (1976) ซึ่งเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นคนเดียวกับเจ้าของ ทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ จากความอสมมาตรของข้อมูลในตลาด (Asymmetric information) และผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะแสวงหาประโยชน์ส่วนตนมากกว่าการสร้างมูลค่าสูงสุดของกิจการ และ Pecking order Theory ซึ่งอธิบายลำดับขั้นของการระดมทุน โดยผู้บริหารจะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งก็คือกำไรสะสมก่อน แล้วจึงจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก คือ ตราสารหนี้ และตราสารทุน เพราะกำไรสะสมมีต้นทุนเงินทุนต่ำที่สุด และการก่อหนี้ หรือการออกตราสารหนี้มีต้นทุนเงินทุนรองลงมาและการออกหุ้นมีต้นทุนเงินทุนสูงที่สุด

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทพยายามอธิบายปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยเพิ่มปัจจัยต่างๆ ซึ่งถูกละเว้นจากแบบจำลองดั้งเดิมของ Modigliani และ Miller (1958) โดยปัจจัยที่ถูกเพิ่มเข้าไปในแบบจำลอง มักเป็นปัจจัยที่เกี่ยวกับลักษณะของ

กิจการ อาทิ ขนาด (Size) โอกาสในการเติบโต (Growth Opportunity) และกำไร (Frank and Goyal, 2003)

แม้ปัจจุบันมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการและงานวิจัยที่คำนึงถึงบทบาทของผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน (Investment Decision) ของบริษัทจำนวนมาก แต่งานวิจัยส่วนใหญ่ยังไม่ได้คำนึงถึงบทบาทของผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน โดยปัจจุบันเริ่มมีงานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของพฤติกรรมของผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนมากขึ้น

งานวิจัยของ Roll (1986) ศึกษาความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (CEO overconfidence) ในการอธิบายสาเหตุที่ทำให้มูลค่าของกิจการลดลงภายหลังการรวมกิจการ โดยมีสมมติฐานว่าผู้บริหารที่มองโลกในแง่ดีเกินไปเกี่ยวกับผลจากการควบรวมกิจการ เนื่องจากประเมินประโยชน์ที่บริษัทจะได้รับจากการเข้าซื้อกิจการสูงเกินไปจะเข้าซื้อบริษัทเป้าหมายในราคาแพงเกินกว่าประโยชน์ที่จะได้รับการควบรวม ทำให้ประสบผลขาดทุนจากการเข้าซื้อกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไป มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจเข้าซื้อกิจการที่ทำลายมูลค่ามากกว่าผู้บริหารที่มีเหตุผล (Malmendier and Tate, 2005)

งานวิจัยของ Malmendier and Tate (2008) ศึกษาผลการดำเนินงานของผู้บริหารระดับสูง หลังจากได้รับรางวัลการจัดอันดับจากนิตยสารชั้นนำทางธุรกิจและการเงินของสหรัฐ ให้เป็น CEO ที่ดีที่สุดของปี ซึ่งรางวัลดังกล่าวทำให้ CEO เหล่านี้มีชื่อเสียง และเป็นที่ยอมรับเกี่ยวกับความรู้ความสามารถของพวกเขาในวงกว้าง

งานวิจัยดังกล่าวศึกษา CEO กว่า 250 ราย ที่เคยได้รับรางวัลจากนิตยสารชั้นนำ ตั้งแต่ปี ค.ศ.1975- 2002 ซึ่งผลการวิจัยพบว่าผลงานของ CEO เหล่านี้ ซึ่งวัดทั้งในแง่ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ราคาหุ้น ภายหลังจากปีที่ได้รับรางวัล 3 ปีต่อเนื่อง กลับมีผลการดำเนินงานแยกว่าค่าเฉลี่ยโดยสาเหตุหนึ่งมาจาก CEO มีความมั่นใจหรือมีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปจากความสำเร็จที่ตนเคยทำได้ อย่างงดงามในอดีต ทำให้เขาเชื่อมั่นในการคาดการณ์ของตนและความสำเร็จในอนาคต โดยชาย มโนภาส(2559) เชื่อมโยงความสอดคล้องของผลการวิจัยข้างต้นกับเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศไทย เมื่อ 20 กว่าปีก่อนเกิดวิกฤตปี 2540 ซึ่งมีหลักฐานที่แสดงถึงความเชื่อมั่นของผู้บริหารของบริษัทในประเทศไทย เนื่องจากเศรษฐกิจไทยในช่วงนั้นเติบโตอย่างมาก ทำให้ไทยถูกจับตามองจากหลายประเทศและมีการตีพิมพ์บทความในนิตยสาร Newsweek ของอเมริกาว่าไทยจะเป็นเสือตัวที่ห้าของเอเชีย แต่ต่อมาไม่นาน ประเทศไทยประสบวิกฤตทางเศรษฐกิจปี 2540 ทำให้ความคาดหวังเรื่องการเป็นเสือตัวที่ห้าของเอเชีย ยังคงไม่เป็นความจริง ชาย มโนภาส ชี้ว่าความสำเร็จเป็นเหมือนดาบสองคม หากมัวหลงในชื่อเสียง ความสำเร็จในอดีต ความสำเร็จดังกล่าวอาจเป็นจุดเริ่มต้นของความล้มเหลวได้

ด้านการจัดหาเงินทุนของบริษัทและโครงสร้างเงินทุน ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปมักจะจัดหาเงินทุนตามความพอใจของผู้ถือหุ้นมากกว่าผู้บริหารที่มีเหตุผล (Heaton, 2002) การศึกษาของ Shefrin (2001) Heaton (2002) Hackbarth (2008) Oliver (2010) และ Park and Kim (2009) พบความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยมีสมมติฐานว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง จะมีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของบริษัทและคำนึงถึงปัจจัยความเสี่ยงจากการก่อหนี้น้อยลง ทำให้นิยมระดมทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นใหม่ เนื่องจากการก่อหนี้ทำให้บริษัทจ่ายเพียงดอกเบี้ยและเงินต้นให้เจ้าหนี้ ไม่ต้องแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นของบริษัทให้ผู้ถือหุ้นใหม่ ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง มักจะก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูง สอดคล้องกับการสำรวจความคิดเห็นเกี่ยวกับพฤติกรรมทางการเงิน ซึ่งพบว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง มีแนวโน้มที่จะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่ใช้หนี้จำนวนมากเกินไป (Shefrin, 2001, Barros and Silveira, 2007) นอกจากนี้ งานวิจัยของ Fairchild (2005) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความอสมมาตรของข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น พบว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไป มักตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้จำนวนมาก ซึ่งทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในการไม่สามารถชำระเงินต้นและดอกเบี้ยภายในเวลาที่ระบุตามสัญญาและมีความเสี่ยงในการล้มละลายมากขึ้น

Malmendier et.al (2011) พบว่า ผู้บริหารที่คิดว่าราคาตลาดของหุ้นของบริษัทที่ตนบริหารมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง มักมองว่าต้นทุนในการกู้ยืมสูงกว่าที่ควร ซึ่งความเชื่อดังกล่าวทำให้ผู้บริหารระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยลง แต่หากต้องระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไปจะออกหุ้นใหม่น้อยกว่าบริษัทอื่น

Oliver (2010) ซึ่งศึกษาความเชื่อมั่นของผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยข้อมูลที่นำมาใช้วัดคือดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคสำหรับรายบุคคลรายเดือน (Consumer Sentiment Index: CSI) ที่มีการสำรวจโดยมหาวิทยาลัยมิชิแกน พบว่าความเชื่อมั่นของผู้บริหารมีอิทธิพลในการกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยพบว่าหากผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานของบริษัทและสถานะเศรษฐกิจมาก จะมีแนวโน้มในการระดมทุนโดยการก่อหนี้เพิ่มขึ้น

งานวิจัยของ Park and Kim (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) และการก่อหนี้ (Leverage) โดยวิเคราะห์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลี และใช้ข้อมูลดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business Survey Index: BSI) ในช่วงปี ค.ศ. 1985- 2007 ซึ่งมีการสำรวจโดยธนาคารกลางเกาหลี นำมาหาค่าเฉลี่ย 12 เดือนย้อนหลัง เป็นตัวแทนของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ซึ่งสามารถตรวจสอบข้อมูลได้ตลอดช่วงอายุของธุรกิจ โดยดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) เป็นดัชนีที่สำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารเกี่ยวกับสถานะเศรษฐกิจใน

ปัจจุบันและการคาดการณ์ในอนาคต ซึ่งค่าดัชนีอยู่ระหว่าง 0-200 หากค่าดัชนีสูงกว่า 100 แสดงว่าธุรกิจอยู่ในช่วงขยายตัว และแสดงถึงผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในสถานะเศรษฐกิจและผลการดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่หากค่าดัชนีต่ำกว่า 100 แสดงว่าธุรกิจอยู่ในช่วงหดตัว โดยแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาเป็นแบบจำลองวิเคราะห์การถดถอย รูปแบบสมการเชิงเส้น (Linear Regression Model) ตามการศึกษาของ Oliver (2009), Meftah and Oliver (2010), Yu et al. (2006) and Brettel et al. (2008) ซึ่งมีตัวแปรอิสระ คือการก่อกำหนดของบริษัท (Leverage) ทั้งมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของหนี้สิน ตัวแปรต้นคือความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ตัวแปรควบคุมคือ การเติบโตของบริษัท ขนาดของบริษัท สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร

ผลการศึกษาพบว่าเมื่อผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูงขึ้นเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท และมีความเชื่อมั่นเกี่ยวกับสถานะเศรษฐกิจของประเทศ ผู้บริหารมีแนวโน้มในการตัดสินใจระดมเงินทุนโดยการก่อกำหนดสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าเมื่อผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูงหรือมองโลกในแง่ดี ผู้บริหารจะมั่นใจในผลการดำเนินงานของบริษัทที่ตนบริหารดีเกินความเป็นจริง ขณะที่ประเมินความเสี่ยงซึ่งเป็นผลลัพธ์จากการตัดสินใจต่ำกว่าความเป็นจริง ทำให้นิยมจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้มากกว่าผู้บริหารที่มีเหตุผล เนื่องจากการก่อกำหนดทำให้บริษัทจ่ายเพียงดอกเบี้ยและเงินต้นให้เจ้าหนี้ ไม่ต้องแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นของบริษัทให้ผู้ถือหุ้นใหม่ เนื่องจากราคาและกำไรต่อหุ้นไม่ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oliver (2010) และ Yu et al. (2006) และพบว่า การเติบโต ขนาดของบริษัท สินทรัพย์ที่มีตัวตน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่เป็นมูลค่าทางบัญชี ซึ่งผลการศึกษาการเติบโตของบริษัท สอดคล้องกับ ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ในขณะที่ผลการศึกษาขนาดของบริษัท สอดคล้องกับ ทฤษฎีทางเลือก (Tradeoff Theory) ส่วนผลการศึกษาสินทรัพย์ที่มีตัวตน ซึ่งเป็นตัวแปรแทนมูลค่าสินทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน เนื่องจากบริษัทที่มีหนี้สินมาก จะมีความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ความเสี่ยงในการล้มละลาย และความเสี่ยงที่ผู้บริหารจะบริหารงานโดยมุ่งผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นต่ำลง

ในขณะที่พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนการก่อกำหนด

นอกจากนี้ การศึกษาปัจจัยความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารสูงสุดทางด้านการเงินของบริษัท (CFO) จำนวน 392 คน Graham and Harvey (2001) และการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารในต่างประเทศ Shefrin (2005) พบว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร สามารถอธิบายทฤษฎีการ

จัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ได้ ในขณะที่พบหลักฐานที่สนับสนุนสมมติฐานความอสมมาตรของข้อมูลในตลาดจำนวนน้อย

2.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

งานวิจัยนี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทตามงานวิจัยในอดีต ดังนี้

2.3.1 การเติบโตของกิจการ (Market to book ratio: MB)

โอกาสในการเติบโตมีความสัมพันธ์ในทางลบกับหนี้สินของบริษัท อ้างอิงจากการศึกษาที่ระบุว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงก่อนหน้านั้นน้อยกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตน้อยกว่า (Long and Malitz, 1985; Frank and Goyal, 2009) เนื่องจาก Tradeoff Theory เมื่อบริษัทมีโอกาสดำเนินการสูง มักจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง จึงเสี่ยงการก่อหนี้ เนื่องจากต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้น และเป็นการหลีกเลี่ยงปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ลงทุนต่ำกว่าที่ควร (Underinvestment problem) ในขณะที่บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำจะนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีตัวตน ทำให้เจ้าหนี้สามารถตรวจสอบการลงทุนของบริษัทได้ (Titman and Wessels, 1988) สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นของเงินทุน ที่ชี้ว่า บริษัทจะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน คือกำไรสะสมก่อน หากต้องการเงินทุนเพิ่มจึงค่อยจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอก (Myers, 1984)

2.3.2 ขนาดของกิจการ (SIZE)

ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนการก่อหนี้ (Frank and Goyal, 2003) กิจการขนาดใหญ่สามารถก่อหนี้ได้มากกว่ากิจการขนาดเล็ก เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่มีการกระจายธุรกิจ (Business Diversification) จึงมีความเสี่ยงในการล้มละลายและความผันผวนของกระแสเงินน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก (Flath and Knoeber, 1980; Booth et al., 2001)

2.3.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Asset: TNG)

งานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995) พบว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากมีแนวโน้มที่จะมีหนี้สินมาก สินทรัพย์ที่มีตัวตนทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้มากกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน โดยใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้ ช่วยสร้างความมั่นใจให้เจ้าหนี้ โดยสามารถยึดหลักทรัพย์ค้ำประกัน แม้บริษัทไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ ซึ่งเป็นการลดปัญหา Moral Hazard (Oliver, 2010) และสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีมูลค่ามากกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนหากบริษัทล้มละลาย (Johnson, 1997)

2.3.4 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PRF)

จากทฤษฎีลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking order theory) บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรมากจะก่อหนี้ต่ำ เนื่องจากบริษัทสามารถจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งมีความสะดวกและต้นทุนต่ำกว่าการจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ดังนั้น บริษัทที่มีกำไรมากมีแนวโน้มที่จะจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน คือ กำไรสะสมมากกว่าจากแหล่งเงินทุนภายนอก (Myers and Majluf, 1984) ซึ่งสอดคล้องกับผลจากงานวิจัยของ Titman and Wessels (1988) and Rajan and Zingales (1995)

ตัวแปรควบคุมในงานวิจัยนี้อ้างอิงจากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา โดยคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ ดังนี้

ตารางที่ 2.1 แสดงการคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัว

ตัวแปรควบคุม	คาดการณ์ความสัมพันธ์
MB (การเติบโต)	-
SIZE (ขนาดของกิจการ)	+
TNG (สินทรัพย์ที่มีตัวตน)	+
PRF (ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท)	-

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 การกำหนดกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรเป้าหมาย คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 จำนวนทั้งสิ้น 274 บริษัท ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่ถูกเพิกถอน เข้าข่ายถูกเพิกถอน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และประกันภัย ประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีลักษณะข้อมูลและเกณฑ์ในการจัดทำงานการเงินต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นๆ ทำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้ ทั้งนี้หากนำข้อมูลของบริษัทอุตสาหกรรมนี้เข้ามารวมด้วย อาจทำให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนได้

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้มีลักษณะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยข้อมูลทางการเงินและข้อมูลรายละเอียดของบริษัท และข้อมูลบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูง จะใช้ข้อมูลระหว่างปี 2553-2557 โดยทำการรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART

3.3 แบบจำลองของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) และโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Capital Structure) จึงใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยสร้างสมการและวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Linear Regression) โดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least square) งานศึกษานี้ นำปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจากงานวิจัยในอดีต โดยอ้างอิงตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จากการศึกษาของ Rajan and Zingales (1995) เข้าไว้ในสมการ และตัวแปรที่เป็นตัวแทนของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (CONF) อ้างอิงจากงานวิจัยของ Hayward and Hambrick (1997) เพื่อให้ผู้บริหารมีข้อมูล เพื่อนำไปใช้ใน

การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท 1 ปีก่อนการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ดังนั้นจึงกำหนดให้ตัวแปรอิสระทุกตัวในแบบจำลองเป็นข้อมูลที่มีความล่าช้า 1 ปี (Lag) มีแบบจำลองสมการ ดังนี้

$$LBV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

$$LMV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนการก่อหนี้ (Leverage) ในการวัดค่าตัวแปรตามตามการศึกษาของ Titman and Wessels (1988) โดยใช้ตัวชี้วัดตัวแปรตาม 2 ตัว คืออัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม โดยพิจารณาอัตราส่วนการก่อหนี้จากมูลค่าทางบัญชี (Book value) ของหนี้สินรวม เนื่องจาก Bowman (1980) ระบุว่ามูลค่าทางบัญชีของหนี้สินมีความแตกต่างจากมูลค่าตลาดของหนี้สินน้อยมาก เนื่องจากข้อมูลทั้งสองมีค่าสหสัมพันธ์สูงมาก อย่างไรก็ตาม ตัวชี้วัดที่ใช้วัดอัตราส่วนการก่อหนี้มี 2 ตัวแปร เพื่อให้ครอบคลุมการพิจารณาการก่อหนี้ของบริษัททั้งมุมมองในอนาคต ซึ่งแทนด้วย มูลค่าตลาด ส่วนมุมมองการก่อหนี้ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต แทนด้วยมูลค่าทางบัญชี Shin (2008), Oliver (2010), Brettel et al. (2008) and Park and Kim (2009)

$$LBV_{i,t} = \frac{\text{Long term debt}_{i,t} + \text{Short term debt}_{i,t}}{\text{Total Asset}_{i,t}}$$

โดยที่ $LBV_{i,t}$ = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ เวลา t

Long term debt _{i,t} = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาวของบริษัท i ณ ต้นงวด

Short term debt _{i,t} = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้นของบริษัท i ณ ต้นงวด

Total asset _{i,t} = มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท i สำหรับงวด t

$$LMV_{i,t} = \frac{\text{Long term debt}_{i,t} + \text{Short term debt}_{i,t}}{\text{book value of debt}_{i,t} + \text{market value of equity}_{i,t}}$$

โดยที่ $LMV_{i,t}$ = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม ของบริษัท i ณ เวลา t

Book value of debt _{i,t} = มูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมของบริษัท i สำหรับงวด t

Market value of equity_{i,t} = มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณจากผลคูณระหว่างราคาปิด ณ วันสิ้นปีบัญชี และจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ชำระแล้ว

3.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence: CONF)

ในการศึกษานี้ใช้ข้อมูลผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัท เป็นตัวชี้วัดค่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร ซึ่งคำนวณจากผลต่างระหว่างราคาหุ้นปลายปีและต้นปี (Capital gain) รวมกับเงินปันผลของบริษัท i ณ วันสิ้นปีบัญชี (สมมติให้บริษัทนำเงินปันผลที่ได้กลับไปลงทุนในหุ้นของบริษัททันที) หารด้วยราคาปิดหุ้นของบริษัท i ณ วันสิ้นปีบัญชีก่อนหน้า ตามแนวทางงานวิจัยของ Hayward and Hambrick (1997)

3.4.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

3.4.3.1 การเติบโต (Market to book ratio: MB)

คือ การเติบโตของกิจการ ซึ่งในงานวิจัยนี้คำนวณการเติบโตของบริษัทจากผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวม หารด้วยสินทรัพย์รวม โดย มูลค่าตลาด คำนวณจากผลคูณระหว่างราคาปิด ณ วันสิ้นปีบัญชีและจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ชำระแล้ว

3.4.3.2 ขนาดของกิจการ (SIZE)

คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของยอดขาย

3.4.3.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Asset: TNG)

คำนวณสินทรัพย์ที่มีตัวตนจาก ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิ ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม

3.4.3.4 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PRF)

คำนวณจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีนิติบุคคล ต่อสินทรัพย์รวม

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะอธิบายผลการศึกษา ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ว่ามีผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่อย่างไร โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 จำนวนทั้งสิ้น 274 บริษัท ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทที่มีลักษณะยกเว้นดังที่กล่าวในบทที่ 3 โดยผู้วิจัยแบ่งเนื้อหาเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์ทดสอบแบบจำลองของงานวิจัย

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้เก็บข้อมูลตัวแปรทั้งสิ้น 7 ตัวแปร โดยแบ่งเป็นตัวแปรตาม 2 ตัวแปร ได้แก่ หนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) และหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) ตัวแปรอิสระ 1 ตัวแปร ได้แก่ ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (CONF) และตัวแปรควบคุม 4 ตัวแปร ได้แก่ การเติบโต (MB), ขนาดของกิจการ (SIZE), สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TNG) และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF)

ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด แสดงค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ดังตารางที่ 4.1 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาเบื้องต้นของแต่ละตัวแปร

ตัวแปร	LBV (เท่า)	LMV (เท่า)	CONF (ร้อยละ)	MB (เท่า)	SIZE (เท่า)	TNG (เท่า)	PRF (เท่า)
ค่าเฉลี่ย	0.431	0.345	25.411	1.458	8.229	0.317	0.086
ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	0.212	0.211	75.703	1.031	1.584	0.219	0.109
ค่าต่ำสุด	0.003	0.001	-86.710	0.318	2.937	0.001	-0.800
ค่าสูงสุด	1.146	0.885	1275.800	13.409	14.875	0.974	0.694

จากตารางที่ 4.1 ภาพรวมโครงสร้างเงินทุนของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง พบว่ามีการก่อหนี้ต่ำกว่าการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และมีสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) มากกว่าสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) โดยค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนการก่อหนี้ที่เป็นมูลค่าทางบัญชี (LBV) เท่ากับ 43.11% และค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนการก่อหนี้ที่เป็นมูลค่าตลาด (LMV) มีค่าเท่ากับ 34.49% โดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนการก่อหนี้ทั้งสองมีค่าใกล้เคียงกัน

ตัวแปรความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูง แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารของบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีระดับความเชื่อมั่นที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่มีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของบริษัท

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่าการเติบโตของกิจการ (MB) และขนาดของกิจการ (SIZE) มีความแปรปรวนค่อนข้างสูง ขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (TNG) ซึ่งแสดงถึงโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัท มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.317 และบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไร (PRF) เฉลี่ยร้อยละ 9 ต่อปี

4.2 การวิเคราะห์ทดสอบแบบจำลองของงานวิจัย

ในการศึกษาผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัททั้งหมดมองการก่อหนี้ในอดีตและการก่อหนี้ในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากแบบจำลองที่ใช้ ดังนี้

$$LBV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

$$LMV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) ระหว่างตัวแปร

	LBV	LMV	CONF	MB	SIZE	TNG
LMV	0.769**					
CONF	-0.042	-0.149**				
MB	-0.008	-0.402**	0.215**			
SIZE	0.473**	0.304**	-0.080*	0.167**		
TNG	-0.007	-0.047	0.002	0.053	0.013	
PRF	-0.145**	-0.361**	0.166**	0.480**	0.099**	-0.030

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

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

ตารางที่ 4.3 การคำนวณ Variance Inflated Factor (VIF)

Variable	VIF	Tolerance
MB	1.37	0.729
PRF	1.31	0.762
CONF	1.07	0.935
SIZE	1.04	0.957
TNG	1.01	0.993

การทดสอบความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา แสดงในตารางที่ 4.2 โดยผลการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบ Pearson ที่ไม่มีการควบคุมอิทธิพลของตัวแปรอื่น พบว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence: CONF) การเติบโต (MB) ขนาดของกิจการ (SIZE) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF) มีความสัมพันธ์กับหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) ที่เป็นตัวแปรตาม โดยขนาดของกิจการ (SIZE) มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) ในขณะที่ ความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial

Overconfidence: CONF) การเติบโต (MB) และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF) มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) ในส่วนผลการทดสอบค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกับหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) พบว่าหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวกกับขนาดของกิจการ (SIZE) และทิศทางความสัมพันธ์เป็นลบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF)

จากผลการทดสอบในตารางที่ 4.2 พบว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูงหรือไม่ หากพบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูงแสดงว่ามีปัญหา Multicollinearity โดยเมื่อพิจารณาค่า Variance Inflated Factor (VIF) และค่า Tolerance ของแต่ละตัวแปร ดังแสดงในตารางที่ 4.3 พบว่า มีค่า VIF น้อยกว่า 10 และ Tolerance เข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวในการศึกษาครั้งนี้ มีความสัมพันธ์ระหว่างกันน้อย คือ ไม่พบปัญหา Multicollinearity ดังนั้น จึงไม่ต้องตัดตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งออกไป

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าความถดถอยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV)

ตัวแปรตาม	LBV			
	Coef.	Std. Err.*	t	P>t
CONF	0.000	0.000	1.19	0.236
MB	0.000	0.007	-0.02	0.982
SIZE	0.066	0.004	14.95	0.000
TNG	-0.019	0.031	-0.61	0.543
PRF	-0.383	0.102	-3.75	0.000
Constant	-0.077	0.038	-2.05	0.041
R-squared	0.262			

* ใช้ Heteroskedasticity-robust standard errors เพื่อแก้ปัญหา Heteroskedasticity ใน Error terms

ตารางที่ 4.5 แสดงค่าความถดถอยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV)

ตัวแปรตาม	LMV			
	Coef.	Std. Err.*	t	P>t
CONF	0.000	0.000	-0.14	0.887
MB	-0.071	0.013	-5.6	0.000
SIZE	0.052	0.004	12.48	0.000
TNG	-0.039	0.032	-1.23	0.219
PRF	-0.447	0.092	-4.88	0.000
Constant	0.075	0.036	2.1	0.036
R-squared	0.344			

* ใช้ Heteroskedasticity-robust standard errors เพื่อแก้ปัญหา Heteroskedasticity ใน Error terms

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยทั้ง 2 แบบจำลองข้างต้น แสดงผลความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ไว้ในตารางที่ 4.4 และ 4.5 พบว่า แบบจำลองมีค่า R-squared เท่ากับ 0.262 และ 0.344 แสดงว่าหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) และหนี้สินรวมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลองดังกล่าวประมาณร้อยละ 26 และร้อยละ 34 ตามลำดับ

ในการศึกษาครั้งนี้พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence: CONF) กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไม่เป็นไปตามสมมติฐาน โดยความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence: CONF) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติกับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) และสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) แสดงให้เห็นว่าการตัดสินใจของผู้บริหารเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Tomak (2013) ที่ทำการศึกษาผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence: CONF) ต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ในประเทศตุรกี ซึ่งอาจมีสาเหตุจากการที่มีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินของบริษัท เช่น การคำนึงถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และความเสี่ยงของธุรกิจ โดยธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงควรมีส่วนของทุนสูงเพื่อลดความเสี่ยงในการผิคนัดชำระหนี้หรือล้มละลาย ซึ่งสัดส่วนหนี้สินต่อทุนเป็นปัจจัยที่ธนาคาร

หรือสถาบันการเงินใช้ในการพิจารณาให้กู้เงิน อีกทั้งยังส่งผลต่ออำนาจการควบคุมการประกอบธุรกิจผ่านเงื่อนไขและข้อตกลงในสัญญากู้ยืมเงิน ดังนั้น ผู้บริหารที่ไม่ต้องการถูกควบคุมการบริหาร จึงมักเลี่ยงการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก (ยุทธ วรรณธรร, 2557)

อีกประเด็นคือผู้มีอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการก่อหนี้ของบริษัทอาจไม่ได้เกิดจากผู้บริหารระดับสูงเพียงคนเดียว โดยบริษัทที่ผู้บริหารเป็นคนละคนกับเจ้าของบริษัท (Professional CEO) มักมีข้อกำหนดเกี่ยวกับวงเงินที่ผู้บริหารระดับสูงสามารถอนุมัติได้ด้วยตัวเอง ในขณะที่หากวงเงินการกู้ยืมสูงขึ้น หรือเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุน ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้น

จากตารางที่ 4.4 และ 4.5 พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ 1% กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ (LBV) และสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) ในขณะที่ตารางที่ 4.5 พบว่าการเติบโต (MB) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ 1% กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) และตัวแปรควบคุมทั้ง 3 ตัวข้างต้น มีทิศทางความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินสอดคล้องกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ในบทที่ 2 ดังนี้

การเติบโต (MB) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) เนื่องจาก บริษัทที่มีการเติบโตสูง มักลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง ทำให้บริษัทมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้สูงขึ้น บริษัทจึงมีแนวโน้มในการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน อย่างไรก็ตาม การเติบโต (MB) ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ (LBV) สอดคล้องกับงานวิจัยของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) บวรวิชสายชลพิทักษ์ (2553) และ Sheikh and Wang (2011) ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นของการลงทุน

ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับสัดส่วนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Tradeoff Theory และสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ที่พบว่า กิจการขนาดใหญ่ มักจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (Frank and Goyal, 2003; Flath and Knoeber, 1980; Booth et al., 2001)

ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF) มีทิศทางความสัมพันธ์สวนทางกับสัดส่วนหนี้สิน กล่าวคือ บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรมาก จะมีการก่อหนี้ต่ำ ทั้งยังเป็นการสนับสนุนทฤษฎี Pecking order และสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ของ Myers and Majluf (1984) Titman and Wessels (1998) และ Rajan and Zingales (1995) ทั้งยังเป็นหลักฐานที่แสดงว่าทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking order) มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจโครงสร้าง

เงินทุนของบริษัทมากกว่าทฤษฎี Tradeoff เนื่องจาก บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรมาก มักหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน คือ กำไรสะสม ก่อนจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอก

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษากลับพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TNG) ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 5% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Campello and Giambona (2011) ที่ระบุว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท ก็ต่อเมื่อบริษัทนั้นมีข้อจำกัดด้านแหล่งเงินทุน (Financial constraint) เนื่องจากเจ้าหน้าที่พิจารณาให้กู้จากหลักทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งความน่าเชื่อถือทางเครดิตของผู้กู้ขึ้นอยู่กับการนำหลักทรัพย์ค้ำประกันไปสร้างผลตอบแทนภายในภายหลัง (Redeployability of Tangible Assets) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Saranya Piyawattanametha (2008) ซึ่งระบุสาเหตุที่สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทภายหลังวิกฤติทางการเงินปี พ.ศ. 2540 ว่าเกิดจากธนาคารหรือสถาบันการเงินมีความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นภายหลังวิกฤติ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) และการกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลปี พ.ศ. 2553-2557 รวมทั้งสิ้น 274 บริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างดังกล่าวไม่รวมบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูง บริษัทที่ถูกเพิกถอน เข้าข่ายถูกเพิกถอน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และประกันภัย ประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูล SETSMART

จากผลการศึกษาโดยใช้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดความเชื่อมั่นของผู้บริหาร พบว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) กล่าวคือ การตัดสินใจของผู้บริหารเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ซึ่งแม้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานและงานวิจัยในอดีตบางส่วนที่ได้ทำการศึกษาที่ระบุว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (LMV) แต่ผลการศึกษาข้อนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tomak (2013) ซึ่งสาเหตุอาจมาจากการที่มีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินของบริษัท เช่น การที่ผู้บริหารต้องกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยคำนึงถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เมื่อพิจารณาทั้งต้นทุนเงินทุนและเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน อีกประเด็นคือความเสี่ยงของธุรกิจ โดยสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสม ช่วยลดความเสี่ยงในการผิณฑ์ชำระหนี้หรือล้มละลาย อีกทั้งยังเป็นปัจจัยที่ธนาคารหรือสถาบันการเงินใช้ในการพิจารณาให้กู้เงิน อย่างไรก็ตาม การลดความเสี่ยงดังกล่าวส่งผลต่ออำนาจการควบคุมการประกอบธุรกิจของบริษัท ผู้มีอำนาจในการตัดสินใจเกี่ยวกับการก่อหนี้ของบริษัทอาจไม่ได้เกิดจากผู้บริหารระดับสูงเพียงคนเดียว โดยบริษัทที่ผู้บริหารเป็นคนละคนกับเจ้าของบริษัท (Professional CEO) มักมีข้อกำหนดเกี่ยวกับวงเงินที่

ผู้บริหารระดับสูงสามารถอนุมัติได้ด้วยตัวเอง ในขณะที่หากวงเงินการกู้ยืมสูงขึ้น หรือเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุน ต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้น

ทั้งนี้ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (PRF) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ (LBV) และสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) ในขณะที่การเติบโตของบริษัท (MB) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ (LMV) อย่างไรก็ตาม ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TNG) และสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูง เป็นการเก็บข้อมูลที่บริษัทมีการเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแต่ละบริษัทมีการเรียกชื่อตำแหน่งผู้บริหารระดับสูงที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตามเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นของผู้บริหารระดับสูง งานวิจัยนี้จึงเลือกเฉพาะข้อมูลบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารที่มีอำนาจในการบริหารบริษัทโดยระบุตำแหน่งคือ กรรมการผู้จัดการ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กรรมการผู้อำนวยการ เป็นต้นเพื่อตัดออกจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งบางบริษัทอาจมีข้อกำหนดเกี่ยวกับอำนาจของผู้บริหารในการอนุมัติวงเงินที่จำกัด ทำให้อาจไม่สามารถทราบถึงผลกระทบของความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

นอกจากนี้การที่ผู้วิจัยวัดความเชื่อมั่นของผู้บริหาร โดยใช้ข้อมูลก่อนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท อาจเป็นไปได้ที่การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเกิดขึ้นในปีเดียวกับปีที่มีการวัดความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ซึ่งอาจทำให้ผลจากการทดสอบคลาดเคลื่อน

การศึกษานี้ไม่ได้นำปัจจัยภายนอก (Macro Factors) เช่น สภาวะเศรษฐกิจ อัตราการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) อัตราดอกเบี้ย เข้ามาพิจารณาร่วม ซึ่งตัวแปรดังกล่าวอาจมีผลต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. การศึกษาในอนาคตอาจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารกับตัวแปรอื่น เช่น ผลการดำเนินงาน นโยบายการจ่ายเงินปันผล การควบคุมกิจการ การลงทุนของบริษัท

2. การศึกษาในอนาคตอาจทำการศึกษาว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารระดับสูง มีผลกระทบต่อการก่อหนี้ของบริษัทหรือไม่ โดยเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างผู้บริหารที่ไม่ได้เป็นผู้ก่อตั้งบริษัท และผู้บริหารที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัท เนื่องจากมีงานวิจัยที่พบว่า ผู้บริหารที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทมีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปมากกว่าผู้บริหารที่ไม่เป็นผู้ก่อตั้ง ซึ่งอาจส่งผลต่อการก่อหนี้ของบริษัท

3. ตัวแปรความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารอาจเปลี่ยนวิธีการคำนวณ โดยวัดจากความแตกต่างระหว่างค่าตอบแทนของผู้บริหารกับพนักงาน โดยถ้ามีความแตกต่างระหว่างค่าตอบแทนผู้บริหารกับพนักงานสูง ก็แสดงว่า ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นสูง หรือการคาดการณ์กำไรของผู้บริหารโดยการเก็บข้อมูลจากบทความหรือสื่อที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ

4. การศึกษาในอนาคตอาจทำการศึกษาว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารระดับสูง มีผลกระทบต่อการก่อหนี้ของบริษัทแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรมหรือไม่



รายการอ้างอิง

บทความวารสาร

ยุทธ วรรณธรร. (2557). ทำไมต้องมีกรรมการรู้เรื่องการเงิน. *Money&Wealth กันยายน 2557*, 98-99.

บทความหนังสือพิมพ์

ชาย มโนภาส. (14 มกราคม 2559). ซุปเปอร์สตาร์ CEO. *ประชาชาติธุรกิจออนไลน์*. สืบค้นจาก http://www.prachachat.net/news_detail.php?newsid=1452658299

วิทยานิพนธ์

บวรวิช สายชลพิทักษ์. (2554). *การทดสอบโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิด Pecking Order ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, บริหารการเงิน.

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). *ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, คณะบริหารธุรกิจ.

Books

Merrow, E. W., Phillips, K. E., & Myers, C. W. (1981). *Understanding cost growth and performance shortfalls in pioneer process plants*. Santa Monica: Rand Corp.

Shefrin, H. (2005). *Behavioral Corporate Finance*. Burr Ridge: McGrawHill.

Articles

Barros, L.A.B., Silveira, A.D.M. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure, Working Paper, 1-33.

- Booth, L., V. Aivazian, A. Demircuc-Kunt, and V. Maksimovic, (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Brettel M., M. Kasch, and A. Mueller, (2008). CFO overconfidence, optimism and corporate financing, Working Paper.
- Brown, R. and N. Sarma, (2007). "CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions," *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379.
- Campello, M., & Giambona, E. (2011). Capital structure and the redeployability of tangible assets (No. 11-091/2/DSF24). *Tinbergen Institute Discussion Paper*.
- Cooper, A. C., C. Y. Woo, and W. C. Dunkelberg, (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3, 97-108.
- Doukas, J. A. and D. Petmezas, (2007). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577.
- Fairchild, R. (2009). Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, 6(3), 35-42.
- Flath, D. and C. R. Knoeber, (1980). Taxes, failure costs and optimal industry capital structure: An empirical test. *Journal of Finance*, 35, 315-342.
- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M. Z. and V. K. Goyal, (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Graham, J.R. Campbell, R.H., Puri, M. (2008). Managerial Attitudes and Corporate Actions, Working Paper, 1-40.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4, 843-881.
- Hayward, M. L. A. and D. C. Hambrick, (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31, 33-45.

- Hribar, P. and H. Yang, (2006). CEO confidence, management earnings forecasts and earnings management, Working Paper.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jin, L. and S. P. Kothari, (2005). Determinants of management ownership of unrestricted equity: Overconfidence versus tax explanations, Working Paper.
- Johnson, A. S. (1997). An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 47-69.
- Landier, A. and D. Thesmar, (2009). Financial contracting with optimistic entrepreneurs: theory and evidence. *Review of Financial Studies*, 22, 117-150.
- Lin, Y., S. Hu, and M. Chen, (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
- Long, M. S. and I. B. Malitz, (1985). Investment patterns and financial leverage. Corporate capital structures in the United States, *The University of Chicago Press*, 353-377.
- Malmendier, U. and G. Tate, (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U. and G. Tate, (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., & Tate, G., (2008). Superstar ceos, (No. w14140). *National Bureau of Economic Research*.
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. 2011. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687– 1733.

- Mefteh, S. and B. R. Oliver, (2009). Capital structure choice: The influence of sentiment in France. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance* forthcoming.
- Modigliani, F. and M. H. Miller, (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Myers, S., (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-92.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nofsinger, J. R. (2005). Social mood and financial economics. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 144-160.
- Oliver, Barry R. (2010). The impact of market sentiment on capital structures in the USA. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 14, 335-348.
- Park, C., & Kim, H. (2011). The effect of managerial overconfidence on leverage. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*,8(12).
- Rajan, R. G. and L. Zingales, (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Saranya Piyawattanametha (2008). *Dynamic optimal capital structure of family business in SET. (Master's independent study)*. Thammasat University, Faculty of commerce and Accountancy.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 113-126.
- Sheikh, N. A.,& Wang,Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37,117-133.
- Skąła, D. (2008). Overconfidence in Psychology and Finance- an Interdisciplinary Literature Review, *Bank i Kredyt Kwiecien*, 4, 33-50.

- Statman, M., S. Thorley, and K. Vorkink, (2006). Investor overconfidence and trading volume. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1531-1565.
- Titman, S. and R. Wessels, (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Tomak, S. (2013). The impact of overconfidence on capital structure in Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(2), 512.
- Yu, M., X. Xia, and Z. Zou, (2006). The relationship between manager's overconfidence and enterprises radical behavior in incurring debts. *Managing World* 8, 104-125.



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวรัตพรรณ อวาระจินดา
วันเดือนปีเกิด	11 ธันวาคม 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

