

ความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นของผู้บริหาร และโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รัตพรณ อวาทจินดา

เจ้าหน้าที่อาวุโส วาณิชธนกิจ

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทคัดย่อ

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทใช้แนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ โดยศึกษาภายใต้สมมติฐานที่ว่าผู้บริหารและนักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผล ตัดสินใจโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุด และมีการคาดการณ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตชี้ให้เห็นว่า การรับรู้ของผู้บริหารอาจส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 จำนวนทั้งสิ้น 274 บริษัท

ผลการศึกษาพบว่า ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นวัดในรูปของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม หรืออัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างของเงินทุนไม่ได้ขึ้นอยู่กับผู้บริหารระดับสูงเพียงคนเดียว อาจขึ้นอยู่กับทีมผู้บริหาร รวมถึงบางบริษัทอาจมีข้อกำหนดเกี่ยวกับอำนาจของผู้บริหารในการอนุมัติวงเงินกู้ที่จำกัด

คำสำคัญ: ความเชื่อมั่นของผู้บริหาร โครงสร้างเงินทุน สัดส่วนหนี้สิน

The Effect of Managerial Confidence on Capital Structure of Thai Listed Companies

Rattapan Awachinda

Senior Analyst Investment Banking,

Finansia Syrus Securities Public Company Limited

Dr.Monvika Phadoongsitthi

Associate Professor of Department of Accounting,

Thammasat Business School, Thammasat University

ABSTRACT

Most of the research examining the determinants of capital structure is based on economic concepts under the assumptions that managers and investors are rational decision makers who want to get maximum utility and both have expectations in the same direction. However, the literature review has revealed that managerial cognitive capability may influence firm's capital structure decision. Therefore, this study aims to investigate the relationship between managerial confidence level and leverage of firms listed in the Stock Exchange of Thailand. We focus on 274 Thai listed companies that have not changed their top managements during 2010-2014.

The findings provide no evidence of significant relationship between managerial confidence level and capital structure, measured in terms of (1) the ratio of book value of total debt to book value of total assets and (2) the ratio of book value of total debt to the sum of book value of debt and the market value of equity. It is possible that capital structure decision depends on top management team's decisions, not just the decision of the CEO alone. Besides, some companies may set caps on the amount of debt that can be issued at any given time by top management.

Keywords: Managerial Confidence, Capital Structure, Leverage

บทนำ

โดยทั่วไปแล้ว แหล่งเงินทุนที่กิจการนำมาสนับสนุนการลงทุนและการดำเนินงานมาจาก 2 แหล่งใหญ่ๆ คือ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งผู้บริหารมีบทบาทสำคัญในการกำหนดแหล่งที่มาของเงินทุน รวมถึงสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสมที่จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด เพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการ หนึ่งในงานวิจัยแรกๆ ที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท คือ งานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958) ซึ่งศึกษาภายใต้สมมติฐานการเป็นตลาดสมบูรณ์ ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล ทุกธุรกิจมีความเสี่ยงเท่ากัน และผู้บริหารมุ่งบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่ศึกษาทฤษฎีทางการเงินเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งได้รับการยอมรับและเป็นที่รู้จักในวงกว้างหลายทฤษฎี อาทิ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และทฤษฎีทางเลือก (Trade-Off Theory)

การศึกษาส่วนใหญ่ยังคงยึดอยู่กับแนวคิดทางเศรษฐศาสตร์ นั่นคือ การศึกษาภายใต้สมมติฐานที่ว่าผู้บริหารและนักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุผล ตัดสินใจโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุด และมีการคาดการณ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม Waller (1995) วิจารณ์ว่า งานวิจัยส่วนใหญ่มักจะศึกษาเฉพาะปัจจัยทางด้านเศรษฐศาสตร์และไม่พิจารณาถึงปัจจัยทางด้านจิตวิทยาและพฤติกรรม Frederickson (1992) เสริมว่า หากงานวิจัยนั้นละเลยปัจจัยทางด้านจิตวิทยาและพฤติกรรม ผู้วิจัยจะสรุปผลการวิจัยที่ได้ อย่างระมัดระวัง นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่สนับสนุนการประยุกต์ใช้แนวคิดทางด้านเศรษฐศาสตร์และจิตวิทยาและการเงินเชิงพฤติกรรมร่วมกัน เนื่องจากเห็นว่ามนุษย์มีแนวโน้มที่จะเชื่อคิดในการรับรู้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้บริหารระดับสูงจะมีความเชื่อมั่นในตนเองสูง ซึ่งอาจทำให้มีอคติในการตัดสินใจ

Cooper et al. (1988) และ Landier et al. (2009) พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีความเชื่อมั่นในการ

บริหารงานสูงกว่าความเป็นจริง (Managerial Overconfidence) โดยผู้บริหารมักจะประเมินผลการดำเนินงานและโอกาสในการประสบความสำเร็จของบริษัทที่ตนบริหารสูงกว่าความเป็นจริง รวมถึงการประเมินต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนและเงินที่ต้องใช้ในการลงทุนต่ำกว่าความเป็นจริง (Morrow et al., 1981 และ Statman et al., 2006) นอกจากนี้ ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารยังส่งผลต่อการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายของบริษัท จะเห็นได้ว่า ในทางปฏิบัตินั้น ผู้บริหารอาจไปตัดตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทสอดคล้องกับทฤษฎีเสมอไป Graham and Harvey (2001) พบว่า การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในบางกรณีนั้น เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารเอง ไม่ได้เป็นไปตามทฤษฎี แม้ว่าจะมีแนวทางการกำหนดโครงสร้างที่สมเหตุสมผลจากทฤษฎีแล้วก็ตาม

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่พบว่า การที่ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไป อาจส่งผลให้การตัดสินใจลงทุนผิดพลาด เช่น Roll (1986) และ Malmendier and Tate (2005) ซึ่งศึกษาบทบาทของผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนของบริษัท พบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไปจะเข้าซื้อกิจการเป้าหมายในราคาแพงกว่าที่ควรจะเป็น เนื่องจากประเมินมูลค่าโครงการสูงกว่าความเป็นจริง ซึ่งเป็นการทำลายมูลค่าของกิจการ งานวิจัยของ Heaton (2002) พบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไป มักจะตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยจัดหาเงินทุนตามความพอใจของผู้ถือหุ้น รวมทั้งงานวิจัยของ Shefrin (2001) Park and Kim (2009) และ Oliver (2010) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารกับโครงสร้างทุนของบริษัท โดยมีสมมติฐานว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตจะคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการก่อหนี้ต่ำกว่าความจริง จึงนิยมจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นใหม่ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยบริษัทมีภาระเพียงการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นให้เจ้าหนี้ ไม่ต้องแบ่งกำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่

งานวิจัยข้างต้นพบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง มักจะก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูง อย่างไรก็ตาม Hackbarth (2008) พบว่า พฤติกรรมการจัดหาเงินทุนของบริษัทไม่เป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) เนื่องจากผู้บริหารจะประเมินความเสี่ยงในการดำเนินงานของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง จึงเห็นว่า ต้นทุนการกู้ยืมสูงเกินไปเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนในการออกหุ้นใหม่ ผู้บริหารจึงระดมทุนจากแหล่งภายใน การออกหุ้นใหม่และการกู้ยืม ตามลำดับ

การศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่า การรับรู้ของผู้บริหารอาจส่งผลกระทบต่อกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ดังนั้น การนำปัจจัยความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ซึ่งเป็นปัจจัยทางด้านจิตวิทยามาศึกษาประกอบกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทน่าจะทำให้ผลการวิจัยที่ได้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นว่าปัจจัยด้านจิตวิทยาส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนหรือไม่ นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่มุ่งศึกษาเกี่ยวกับความมีเหตุผลของนักลงทุน แต่การศึกษาเกี่ยวกับความมีเหตุผลของผู้บริหารยังคงมีอยู่จำกัด งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าระดับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร (Managerial Overconfidence) ส่งผลกระทบต่อกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ อย่างไร โดยความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารในงานวิจัยนี้ให้คำนิยามตามงานวิจัยของ Heaton (2002) Hackbarth (2008) Park and Kim (2009) และ Oliver (2010) ที่หมายถึง การที่ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของกิจการ งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 และไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ประกอบธุรกิจ ธนาคาร เงินทุน และประกันภัยและประกันภัย เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินที่ค่อนข้างแตกต่างจากอุตสาหกรรมประเภทอื่น ซึ่งผลการวิจัยที่ได้นี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจในการดำเนินงานของกิจการในการนำปัจจัยด้านการรับรู้ของผู้บริหารมาประเมิน

ควบคู่ไปกับข้อมูลอื่นๆ รวมถึงตัวผู้บริหารเองได้ตระหนักถึงระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารที่อาจมีผลต่อการตัดสินใจ และเพิ่มความระมัดระวังมากขึ้นในการตัดสินใจเกี่ยวกับการเลือกโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่เหมาะสม เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการในท้ายที่สุด

แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การที่บุคคลมีความเชื่อมั่นในระดับสูง อาจส่งผลให้บุคคลนั้นมีอคติในการรับรู้ นั่นคือ มั่นใจในความสามารถของตัวเองในการควบคุมการดำเนินงานมากเกินไป และหลายครั้งจะคาดการณ์ผิดเกี่ยวกับความเป็นจริง หรือประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าความเป็นจริง (Nofsinger, 2005) ในทำนองเดียวกัน ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นในตนเองสูงเกินไปเกี่ยวกับระดับผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคต ก็จะมีความมั่นใจในความรู้ของตัวเองหรือข้อมูลที่ตนเองมีมากเกินไป ไม่ได้คำนึงถึงความไม่แน่นอน (Skala, 2008) คิดว่า บริษัทที่ตนเองบริหารนั้นมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จสูงกว่าความเป็นจริง ประเมินต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนและเงินที่ต้องใช้ในการลงทุนต่ำกว่าความเป็นจริง และประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทต่ำกว่าความเป็นจริง (Merrow et al., 1981 and Statman et al., 2006) ซึ่งงานวิจัยของ Cooper et al. (1988) ที่ได้สำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ผู้บริหารมักจะประเมินโอกาสในการประสบความสำเร็จของบริษัทอื่นเพียง 59% ขณะที่หากเป็นบริษัทที่ตนบริหารกลับประเมินโอกาสในการประสบความสำเร็จสูงถึง 81% ในขณะเดียวกัน งานวิจัยดังกล่าวยังพบว่า 66% ของบริษัทที่สำรวจนั้นมีผลประกอบการที่ไม่ดี และงานวิจัยของ Merrow et al. (1981) ซึ่งศึกษาการลงทุนของกลุ่มตัวอย่างบริษัทในอุตสาหกรรมพลังงานในสหรัฐอเมริกา พบว่า ผู้บริหารมักจะมองโลกในแง่ดีเกินไปเกี่ยวกับต้นทุนที่ใช้ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์ ทำให้ประเมินต้นทุนต่ำกว่าความเป็นจริงถึง 2 เท่า

นโยบายที่สำคัญเรื่องหนึ่งที่ผู้บริหารจะต้องตัดสินใจ คือ การกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท Modigliani and Miller (1963) เสนอว่า กิจกรรมจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้สินร่วมกับจากส่วนของผู้อถือหุ้น เพราะจะทำให้มูลค่ากิจการสูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้อถือหุ้นเพียงอย่างเดียว เนื่องจากการก่อหนี้ทำให้บริษัทสามารถประหยัดภาษีจากภาระดอกเบี้ยจ่าย Myers (1977) เสนอ Tradeoff Theory โดยชี้ว่าผู้บริหารต้องพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างข้อดีและข้อเสียจากการจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้ ข้อดีของการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ คือ บริษัทสามารถประหยัดภาษีจากภาระดอกเบี้ยจ่าย ทำให้บริษัทมีมูลค่ากิจการสูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้อถือหุ้นเพียงอย่างเดียว แต่หากบริษัทก่อหนี้มากเกินไป อาจทำให้บริษัทขาดสภาพคล่อง มีความเสี่ยงในการล้มละลายสูงขึ้น และมีต้นทุนในการกู้ยืมเพิ่มขึ้น และ Pecking Order Theory ที่อธิบายลำดับขั้นของการระดมทุน โดยผู้บริหารจะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งก็คือกำไรสะสมก่อนเนื่องจากกำไรสะสมมีต้นทุนเงินทุนต่ำที่สุด จากนั้นจึงจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก คือ ตราสารหนี้ ที่มีต้นทุนเงินทุนรองลงมา และตราสารทุนที่มีต้นทุนเงินทุนสูงสุดตามลำดับ (Myers, 1984)

มีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ และบทบาทขอผู้บริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยที่ศึกษาถึงผลกระทบด้านจิตวิทยาและพฤติกรรมของผู้บริหารที่มีต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนยังคงมีอยู่ไม่มากนัก อาทิ งานวิจัยของ Roll (1986) พบว่า ระดับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลงภายหลังการควบรวมกิจการ เนื่องจากผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไปจะประเมินประโยชน์ที่บริษัทจะได้รับจากการเข้าซื้อกิจการสูงเกินไป จึงเข้าซื้อบริษัทเป้าหมายในราคาที่สูงเกินกว่าประโยชน์ที่จะได้รับจากการควบรวม ทำให้ประสิทธิผลจากการเข้าซื้อกิจการ และ Malmendier and Tate (2008) พบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง

เกินไป มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจเข้าซื้อกิจการที่ต่ำกว่ามูลค่ามากกว่าผู้บริหารที่ใช้เหตุผลในการตัดสินใจ

นอกจากนี้ Malmendier and Tate (2005) ศึกษาผลการดำเนินงานของผู้บริหารระดับสูง (CEO) กว่า 250 ราย ที่ได้รับรางวัลการจัดอันดับจากนิตยสารชั้นนำทางธุรกิจและการเงินของสหรัฐอเมริกาว่าเป็น CEO ที่ดีที่สุดประจำปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1975–2002 ผลการวิจัยพบว่า ผลการดำเนินงานของ CEO ซึ่งวัดในรูปของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และราคาหุ้น ภายหลังจากปีที่ได้รับรางวัล 3 ปีต่อเนื่อง กลับมีแนวโน้มลดลง ซึ่งผู้วิจัยอธิบายว่า สาเหตุหนึ่งมาจากการที่ CEO มีความมั่นใจที่มากเกินไปจนเชื่อมั่นที่สูงเกินไปจากความสำเร็จที่ตนเคยทำได้อย่างงดงามในอดีต จึงเชื่อมั่นในการคาดการณ์ของตัวและความสำเร็จในอนาคตมากเกินไป

สำหรับด้านของการจัดหาเงินทุนและการกำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้น Heaton (2002) พบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปมักจะจัดหาเงินทุนตามความพอใจของผู้ถือหุ้นมากกว่าผู้บริหารที่มีเหตุผล นอกจากนี้ Shefrin (2001) Heaton (2002) Hackbarth (2008) Park and Kim (2009) และ Oliver (2010) พบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง จะเชื่อว่า ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทและสถานะเศรษฐกิจจะเป็นไปในทางที่ดี รวมทั้งจะไม่ค่อยคำนึงถึงปัจจัยความเสี่ยงจากการก่อหนี้มากนัก ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงจึงนิยมที่จะระดมทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นใหม่ เนื่องจากในการก่อหนี้มีภาระเพียงการจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นให้เจ้าหนี้เท่านั้น ไม่ต้องแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นของบริษัทให้กับผู้อถือหุ้นใหม่ในกรณีที่ออกหุ้นใหม่ สอดคล้องกับการสำรวจความคิดเห็นเกี่ยวกับพฤติกรรมทางการเงินของผู้บริหารของ Shefrin (2001) และ Barros and Silveira (2007) ที่พบว่า ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูง มีแนวโน้มที่จะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่ใช้หนี้จำนวนมากเกินไป รวมทั้งงานวิจัยของ Fairchild (2009) ที่พบว่าผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงเกินไป มักตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้จำนวนมาก ทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในการล้มละลายมากขึ้น เนื่องจากอาจไม่สามารถชำระเงินต้นและดอกเบี้ยภายในเวลาที่ระบุตามสัญญาได้

นอกจากนี้ Graham and Harvey (2001) และ Shefrin (2005) เสนอว่าความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหาร สามารถอธิบายพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ได้ นั่นคือ ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงและมองโลกในแง่ดีเกินไปจะคาดการณ์โอกาสในการลงทุนของบริษัทที่สูงเกินไป รวมทั้งเชื่อว่าหุ้นของบริษัทมีราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ผู้บริหารดังกล่าวจะใช้เงินลงทุนจากภายในก่อน เนื่องจากการออกหุ้นใหม่และคิดว่าการก่อหนี้มีต้นทุนที่สูงเกินไป สอดคล้องกับ Malmendier et al. (2011) ที่พบว่า ผู้บริหารที่คิดว่าราคาตลาดของหุ้นของบริษัทที่ตนบริหารมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง มักมองว่าต้นทุนในการกู้ยืมสูงกว่าที่ควร ซึ่งความเชื่อนี้ดังกล่าว ทำให้ผู้บริหารระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยลง แต่ถ้าจำเป็นต้องระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ผู้บริหารที่มีความเชื่อมั่นสูงก็จะออกหุ้นใหม่ในระดับที่ต่ำกว่าบริษัทอื่น

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้นมีหลักฐานที่สนับสนุนว่า ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท งานวิจัยนี้จึงกำหนดสมมติฐาน ดังนี้

H1: ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

นอกจากระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระหลักที่ผู้วิจัยสนใจศึกษาแล้ว งานวิจัยนี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท 4 ตัวแปรจากการศึกษางานวิจัยในอดีต ซึ่งประกอบด้วย โอกาสในการเติบโตของกิจการ ขนาดของกิจการ สินทรัพย์ที่มีตัวตน และความสามารถในการทำกำไร

โอกาสในการเติบโตของกิจการและความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สิน Long and Malitz (1985) และ Frank and Goyal (2009) พบว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำกว่า ซึ่งอธิบาย

ตาม Tradeoff Theory ที่ว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักต้องการให้บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงและเป็นการยากที่เจ้าหนี้จะตรวจสอบการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น ต้นทุนในการกู้ยืมจึงสูงขึ้น ดังนั้น บริษัทที่มีการเติบโตจะเลี่ยงการก่อหนี้ เพราะบริษัทจะสูญเสียมูลค่ามากกว่าบริษัทที่มีการเติบโตต่ำถ้าประสบภาวะล้มเหลวทางการเงิน ส่วนบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำมักจะลงทุนในสินทรัพย์ที่มีตัวตน ทำให้เจ้าหนี้สามารถตรวจสอบการลงทุนของบริษัทได้ชัดเจนว่า ต้นทุนในการก่อหนี้ก็จะไม่สูงเท่ากับบริษัทที่มีการเติบโตสูง (Titman and Wessels, 1988) ส่วนบริษัทที่สามารถในการทำกำไรของบริษัทนั้น Titman and Wessels (1988) และ Rajan and Zingales (1995) พบว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้ต่ำ เนื่องจากบริษัทสามารถจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งมีความสะดวกและมีต้นทุนต่ำกว่าการจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก เป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order Theory)

ขนาดของกิจการและสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สิน Flath and Knoeber (1980) และ Booth et al. (2001) พบว่า กิจการขนาดใหญ่มีความสามารถในการก่อหนี้ได้มากกว่ากิจการขนาดเล็ก เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่มีกลยุทธ์ในการลงทุนแบบกระจายธุรกิจมากกว่า จึงมีความเสี่ยงในการล้มละลายและความผันผวนของกระแสเงินน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก ส่วน Rajan and Zingales (1995) พบว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากมีแนวโน้มที่จะมีหนี้สินมาก เนื่องจากบริษัทสามารถก่อหนี้โดยใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักค้ำประกัน ช่วยสร้างความมั่นใจให้เจ้าหนี้ เจ้าหนี้สามารถยึดหลักทรัพย์ค้ำประกันถ้าบริษัทไม่สามารถจ่ายหนี้ได้ เป็นการลดปัญหา Moral Hazard (Oliver, 2010) และหากบริษัทล้มละลาย สินทรัพย์ที่มีตัวตนจะมีมูลค่ามากกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน (Johnson, 1997)

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าระดับความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารส่งผลกระทบต่อ การกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทหรือไม่ โดยกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553–2557 จำนวนทั้งสิ้น 274 บริษัท ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทที่ถูกเพิกถอน เข้าข่ายถูกเพิกถอน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ และประกันภัย ประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทุนสื่งเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีลักษณะข้อมูลและเกณฑ์ในการจัดทำงานการเงินต่างจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นๆ ไทย

งานวิจัยนี้วัดค่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรตามโดยใช้ตัวชี้วัด 2 อัตราส่วนตามงานวิจัยของ Titman and Wessels (1988) ประกอบด้วย (1) อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม ซึ่งสะท้อนถึงการก่อหนี้ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีต และจำนวนสินทรัพย์ที่มีอยู่ในปัจจุบันที่สามารถใช้ในการชดเชยหนี้สินที่มีอยู่ (Myers, 1977) และ (2) อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต (Frank and Goyal, 2009) ส่วนตัวชี้วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารนั้น วัดค่าตามแนวทางของ Hayward and Hambrick (1997) ที่วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารจากผลการดำเนินงาน โดยมีเหตุผลว่าผลการดำเนินงานที่ผ่านมาสะท้อนถึงระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ยิ่งกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ก็จะสะท้อนให้เห็นว่า ผู้บริหารมีความเชื่อมั่นในความสามารถในการบริหารงานของตนมากยิ่งขึ้น โดยแบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย ความหมายของตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรเป็นดังนี้

$$\begin{aligned}LBV_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} \\ &+ \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} \\ &+ \varepsilon_{i,t} \\ LMV_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 CONF_{i,t-1} + \alpha_2 MB_{i,t-1} \\ &+ \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \alpha_4 TNG_{i,t-1} + \alpha_5 PRF_{i,t-1} \\ &+ \varepsilon_{i,t}\end{aligned}$$

โดยที่

$LBV_{i,t}$ = โครงสร้างเงินทุน วัดค่าจากอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม

$LMV_{i,t}$ = โครงสร้างเงินทุน วัดค่าจากอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น

$CONF_{i,t-1}$ = ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร วัดค่าจากผลต่างระหว่างราคาหุ้นปลายปี และต้นปี (Capital Gain) รวมกับเงินปันผล ณ วันสิ้นปีบัญชี (สมมติให้บริษัทนำเงินปันผลที่ได้กลับไปลงทุนในหุ้นของบริษัททันที)หารด้วยราคาปิดของหุ้น ณ วันสิ้นปีบัญชีก่อนหน้า

$MB_{i,t-1}$ = โอกาสในการเติบโต วัดค่าจากผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมกับมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น หารด้วยสินทรัพย์รวม

$SIZE_{i,t-1}$ = ขนาดของกิจการ วัดค่าจากลอการิทึมธรรมชาติของยอดขาย

$TNG_{i,t-1}$ = สินทรัพย์ที่มีตัวตน วัดค่าจากอัตราส่วนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิ ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม

$PRF_{i,t-1}$ = ความสามารถในการทำกำไร วัดค่าจากอัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม

โดยตัวชี้วัดตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม จะเก็บข้อมูลที่ย้อนหลัง (Lag) จากข้อมูลตัวชี้วัดโครงสร้างเงินทุนไป 1 ปี เนื่องจากเป็นข้อมูลที่ผู้บริหารนำไปใช้ในการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาของกลุ่มตัวอย่าง 274 ตัวอย่าง พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีสัดส่วนของหนี้สินต่ำกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น และมีสัดส่วนของหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวมสูงกว่าสัดส่วนของหนี้สิน เมื่อเทียบกับผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนตัวแปร

ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูง ผู้บริหารของบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีระดับความเชื่อมั่นที่แตกต่างกันค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ตัวแปรดังกล่าวมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่มีความเชื่อมั่นในผลการดำเนินงานที่ดีในอนาคตของบริษัท ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า โอกาสในการเติบโตของกลุ่มตัวอย่างแตกต่างกันค่อนข้างมาก และเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไร

ตารางที่ 1 ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (เท่า)	0.43	0.21
อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.35	0.21
ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร (ร้อยละ)	25.41	75.70
โอกาสในการเติบโต (เท่า)	1.46	1.03
รายได้จากการขาย (ln)	8.23	1.58
อัตราส่วนของที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิ ต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (เท่า)	0.32	0.22
อัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)	0.09	0.11

นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (ไม่ได้แสดงตาราง) พบว่า ตัวแปรอิสระบางตัวแปรมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจึงตรวจสอบค่าสถิติ Tolerance และค่าการขยายตัวของความแปรปรวน (Variance Inflation Factor, VIF) พบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าไม่เข้าใกล้ศูนย์ และค่า VIF มีค่าน้อยกว่า 2 จึงสรุปได้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระต่อกัน จากนั้น ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบว่าตัวแปรอิสระที่ศึกษามีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนหรือไม่ ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 2 และ 3

จากตารางที่ 2 และ 3 พบว่า ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ไม่ว่าจะวัดในรูปของอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม หรืออัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่า สำหรับกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น การกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการศึกษาที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H1 ที่กำหนดไว้ แต่ผลการวิจัยสอดคล้องกับ Tomak (2013)

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับ LBV

ตัวแปรตาม: อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม (LBV)				
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	Std. Err.*	t	Sig.
ค่าคงที่	-0.077	0.038	-2.05	0.041
ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร	0.000	0.000	1.19	0.236
โอกาสในการเติบโต	0.000	0.007	-0.02	0.982
ขนาดของบริษัท	0.066	0.004	11.95	0.000
สินทรัพย์ที่มีตัวตน	-0.019	0.031	-0.61	0.543
ความสามารถในการทำกำไร	-0.383	0.101	-3.75	0.000
R-squared = 0.262				

* ใช้ Heteroskedasticity-Robust Standard Errors เพื่อแก้ปัญหา Heteroskedasticity ใน Error Terms

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับ LMV

ตัวแปรตาม: อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (LMV)				
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	Std. Err.*	t	Sig.
ค่าคงที่	0.075	0.036	2.10	0.036
ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร	0.000	0.000	-0.14	0.887
โอกาสในการเติบโต	-0.071	0.013	-5.60	0.000
ขนาดของบริษัท	0.052	0.004	12.48	0.000
สินทรัพย์ที่มีตัวตน	-0.039	0.032	-1.23	0.219
ความสามารถในการทำกำไร	-0.447	0.092	-4.88	0.000
R-squared = 0.344				

* ใช้ Heteroskedasticity-Robust Standard Errors เพื่อแก้ปัญหา Heteroskedasticity ใน Error Terms

ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเชื่อมั่นที่สูงเกินไปของผู้บริหารกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศตุรกีเช่นกัน ซึ่งเป็นไปได้ว่า มีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินของบริษัท เช่น ระดับความเสี่ยงของธุรกิจ ความเสี่ยงในการผลิตซ้ำหรือล้นตลาด เป็นต้น นอกจากนี้ การกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการอาจจะไม่ใช่เป็นนโยบายที่เกิดจากการกำหนดของผู้บริหารระดับสูง

เพียงคนเดียว แต่ขึ้นอยู่กับทีมผู้บริหารหรือคณะกรรมการบริษัท

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Frank and Goyal (2009) Flath and Knoeber (1980) และ Booth et al. (2001) ที่พบว่า กิจการขนาดใหญ่มักจัดหาเงินทุน โดยการก่อหนี้มากกว่าการจัดหา

เงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สิน นั่นคือ บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรมาก มักจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน คือ กำไรสะสม ก่อนจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอก (Myers and Majluf, 1984; Titman and Wessels, 1998 และ Rajan and Zingales, 1995) ส่วนโอกาสในการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สิน เมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับสัดส่วนหนี้สินเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงว่า บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง มักจะมีต้นทุนในการก่อหนี้สูง เนื่องจากบริษัทอาจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง จึงมีแนวโน้มในการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุน

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 รวมทั้งสิ้น 274 บริษัท โดยใช้ผลตอบแทนในมุมมองของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า ระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดใน 2 รูปแบบ คือ อัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างของเงินทุนไม่ได้ขึ้นอยู่กับผู้บริหารระดับสูงเพียงคนเดียว อาจขึ้นอยู่กับทีมผู้บริหาร รวมทั้งวงเงินการกู้ยืมที่ผู้บริหารระดับสูงสามารถอนุมัติได้ด้วยตนเอง อาจมีจำนวนจำกัด การกู้ยืมเงินจำนวนมากหรือการออกหุ้นเพิ่มทุนต้องได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทหรือที่ประชุมผู้ถือหุ้น

สำหรับตัวแปรควบคุมที่ศึกษา พบว่า ขนาดของกิจการและความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่โอกาสในการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนที่วัดโดยอัตราส่วนของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินรวมต่อผลรวมของมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น และงานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุน

งานวิจัยศึกษาเฉพาะกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการปรับเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูงในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553-2557 โดยเก็บข้อมูลที่บริษัทมีการเปิดเผยต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่เป็นประจำ บางบริษัทกำหนดชื่อตำแหน่งผู้บริหารระดับสูงแตกต่างกัน ผู้วิจัยจึงคัดเลือกข้อมูลบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารที่มีอำนาจในการบริหารบริษัทโดยระบุตำแหน่ง คือ กรรมการผู้จัดการ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กรรมการผู้อำนวยการ เพื่อตัดออกจากกลุ่มตัวอย่าง นอกจากนี้ บางบริษัทอาจมีข้อกำหนดเกี่ยวกับอำนาจของผู้บริหารในการอนุมัติวงเงินกู้ที่จำกัด ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไม่ชัดเจน

งานวิจัยนี้ได้กำหนดตัวแปรควบคุม 4 ตัวแปร ซึ่งเป็นปัจจัยภายในองค์กร ไม่ได้นำปัจจัยภายนอกอื่นที่อาจส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมาศึกษาด้วย เช่น อัตราดอกเบี้ย และอัตราการเติบโตผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ เป็นต้น ดังนั้น ผู้ที่สนใจอาจขยายขอบเขตของตัวแปรอิสระเพิ่มเติม นอกจากนี้ งานวิจัยนี้วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารตามแนวทางของ Hayward and Hambrick (1997) ผู้ที่สนใจศึกษาต่อยอดอาจปรับเปลี่ยนตัวชี้วัดตามแนวทางอื่น เช่น แนวทางของ Malmendier and Tate (2008) ที่วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารจากความคิดเห็นของบุคคลภายนอกที่มีต่อผลการดำเนินงานของผู้บริหารที่มีการเปิดเผยในสื่อต่างๆ หรือแนวทางของ Lin et al. (2005) และ Jiang et al. (2009) ที่วัดระดับความเชื่อมั่นของผู้บริหารจากจำนวนครั้งที่ผู้บริหารคาดการณ์กำไรสูงกว่าความเป็นจริง เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

English

- Barros, L.A.B. and Silveira, A.D.M. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure, *Working Paper*, 1–33.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001). Capital Structure in Developing Countries. *Journal of Finance*, 56, 87–130.
- Cooper, A.C., Woo, C.Y. and Dunkelberg, W.C. (1988). Entrepreneurs' Perceived Chances for Success. *Journal of Business Venturing*, 3, 97–108.
- 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 Knoeber, C.R. (1980). Taxes, Failure Costs and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test. *Journal of Finance*, 35, 315–342.
- Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–23.
- Frederickson, J. (1992). Relative Performance Information: The Effects of Common Uncertainty and Contract Type of Asset Effort. *The Accounting Review*, 67(4), 647–669.
- Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.
- Hackbart, P. (2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4, 843–881.
- Hayward, M.L.A. and Hambrick, D.C. (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.
- Jiang, F., Zhang, M. and Chen, Z. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial Distress. *Economic Research Journal*, 1, 131–143.
- Johnson, A.S. (1997). An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, 47–69.
- Landier, A. and Thesmar, D. (2009). Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence. *Review of Financial Studies*, 22, 117–150.
- Lin, Y., Hu, S. and Chen, M. (2005). Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523–546.
- Long, M.S. and Malitz, I.B. (1985). The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 3, 53–59.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2005). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649–659.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20–43.

- Malmendier, U., Tate, G. and Yan, J. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733.
- Marrow, E.W., Phillips, K.E. and Myers, C.W. (1981). *Understanding Cost Growth and Performance Shortfalls in Pioneer Process Plants*. Santa Monica: The Rand Corporation.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (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, B.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. and Kim, H. (2009). The Effect of Managerial Overconfidence on Leverage. *International Business & Economics Research Journal*, 8(2), 115–126.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (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.
- Shefrin, H. (2001). Behavioural Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, 113–126.
- Shefrin, H. (2006). *Behavioural Corporate Finance: Decisions that Create Value*. McGraw-Hill Irwin, New York.
- Skala, D. (2008). Overconfidence in Psychology and Finance – An Interdisciplinary Literature Review. *Financial Markets and Institutions*, 4, 33–50.
- Slatman, M., Thorley, S. and Vorkink, K. (2006). Investor Overconfidence and Trading Volume. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1531–1565.
- Titman, S. and Wessels, R. (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), 512–518.
- Waller, W.S. (1995). Decision-Making Research in Managerial Accounting: Return to Behavioural-Economics Foundations. In: Ashton, R.H. and Ashton, A.H. (Eds.), *Judgment and Decision-Making Research in Accounting and Auditing*. Cambridge University Press, 29–54.