

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและ  
ต้นทุนของเงินทุน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)



ปริญญาบัญชิตมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี  
มหาวิทยาลัยแม่โจ้  
พ.ศ. 2564

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและ  
ต้นทุนของเงินทุน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของความสมบูรณ์ของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี  
สำนักบริหารและพัฒนาระบบสารสนเทศ มหาวิทยาลัยแม่โจ้  
พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยแม่โจ้

ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและ  
ต้นทุนของเงินทุน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

จันทร์จิรา ตันอินตะ

การค้นคว้าอิสระนี้ได้รับการพิจารณาอนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของความสมบูรณ์ของการศึกษา  
ตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบัญชี

พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อรุณี ยศบุตร)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ. ....

อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชัยยศ สัมฤทธิ์สกุล)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ. ....

อาจารย์ที่ปรึกษาร่วม

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศรุต วรณกุล)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ. ....

ประธานอาจารย์ผู้รับผิดชอบหลักสูตร

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศรุต วรณกุล)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ. ....

สำนักบริหารและพัฒนาวิชาการรับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์ ดร.ญาณิน โอภาสพัฒนกิจ)

รองอธิการบดี ปฏิบัติการแทน

อธิการบดี มหาวิทยาลัยแม่โจ้

วันที่.....เดือน.....พ.ศ. ....

<b>ชื่อเรื่อง</b>	ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและ ต้นทุนของ เงินทุน: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)
<b>ชื่อผู้เขียน</b>	นางสาวจันทร์จิรา ตันอินดีะ
<b>ชื่อปริญญา</b>	บัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี
<b>อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก</b>	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อรุณี ยศบุตร

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน ได้แก่ คุณลักษณะด้านชีวประวัติ ด้านเครือข่าย และด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน ที่วัดด้วยต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในระหว่างปี พ.ศ. 2559-2561 จำนวน 324 ตัวอย่าง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนเงินทุน คือ สถิติการถดถอยเชิงพหุคูณผลการวิจัยพบว่า คุณลักษณะด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน โดยพบว่า ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน ซึ่งทำให้ทราบว่า ถ้าผู้บริหารทางการเงินเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนลดลงได้ในทางกลับกัน ผู้บริหารทางการเงินที่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม การวิจัยครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง คุณลักษณะด้านชีวประวัติ และด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงิน กับต้นทุนของเงินทุน นอกจากนี้ผลการวิจัยยังพบว่า ตัวแปรควบคุมที่วัดด้วย ขนาดของกิจการ และระดับการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ซึ่งหมายถึง ขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น และระดับการก่อหนี้ที่สูงขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นด้วย

คำสำคัญ : คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน, ต้นทุนของเงินทุน, บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

<b>Title</b>	THE RELATIONSHIP BETWEEN CHARACTERISTICS OF CHIEF FINANCIAL OFFICER AND COST OF CAPITAL: EMPIRICAL EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES IN MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)
<b>Author</b>	Miss Janjira Tanaintha
<b>Degree</b>	Master of Accountancy in Accounting
<b>Advisory Committee Chairperson</b>	Assistant Professor Dr. Arunee Yodbutr

### ABSTRACT

This research study examined the relation between characteristics of CFO, namely biography, network and incentive of CFOs related to cost of capital in terms of Weighed Average Cost of Capital (WACC). This study examined 324 sample from listed companies in Market for Alternative Investment (MAI) during the period of 2016 to 2018. we applied multiple linear regression to investigate the relations between all variables to test the proposed hypotheses. The results showed that the incentive of CFOs had associated with cost of capital. By, weighted average cost of capital had a negative relation with CFO is one of the major shareholder's family members but a positive correlation with the shareholding ratio of CFO which implies that if the CFO is one of the major shareholder's family members, it will lead to decreased cost of capital. On the other hand, the more shares the CFO is holding, it will lead to increased cost of capital. However, we found no relationship between the biography and network of CFOs with cost of capital. Further, results also indicated that control variables which are the firms' size and the leverage had a positive correlation with weighted average cost of capital. Which mean bigger firms' size and higher leverage, it will lead to higher cost of capital.

Keywords : Characteristics of CFO, Cost of capital, listed companies in MAI

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นผลงานที่ผู้วิจัยได้ทุ่มเทความตั้งใจ สติปัญญา กำลังกายและกำลังใจ จนกระทั่งสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี โดยได้รับความอนุเคราะห์ คำแนะนำและความช่วยเหลือจากบุคคลหลายฝ่าย โดยเฉพาะอย่างยิ่งขอขอบพระคุณอาจารย์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อรุณี ยศบุตร ซึ่งเป็นประธานที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ ซึ่งได้สละเวลาอันมีค่า ให้ความรู้ คำแนะนำ และคำปรึกษาตลอดจนให้ความดูแลและเอาใจใส่เป็นอย่างดี จนงานวิจัยสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี จึงขอขอบพระคุณไว้ ณ ที่นี้เป็นอย่างสูง

ขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่ออุดม ตันอินตะ คุณแม่สุพิศ ตันอินตะ และคุณบุญยวง ตันอินตะ ที่ให้การเลี้ยงดูอบรม ส่งเสริมการศึกษา เป็นกำลังใจที่ดี ให้การสนับสนุนทั้งในด้านการเรียนและการดำเนินชีวิต ให้คำปรึกษา จนทำให้ผู้จัดทำงานวิจัยประสบความสำเร็จในการเรียน

จันทร์จิรา ตันอินตะ



## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ค
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	ง
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ณ
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
ความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
ขอบเขตการวิจัย.....	7
นิยามศัพท์.....	8
บทที่ 2 ทฤษฎีและการตรวจสอบเอกสาร.....	9
1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	9
1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory).....	9
1.2 ทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูง (Upper Echelon Theory).....	12
1.3 ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource dependence theory).....	15
1.4 ทฤษฎีที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure).....	15
2. แนวคิดที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย.....	19
2.1 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital).....	19
3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	24

3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง และ โครงสร้างเงินทุน .....	24
3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง และ ผลการดำเนินงานของ กิจการ.....	26
3.3 ปัจจัยที่มีผลต่อต้นทุนของเงินทุน .....	28
4. กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย .....	32
4.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย .....	32
4.2 สมมติฐานงานวิจัย .....	32
บทที่ 3 ระเบียบวิธีการศึกษา.....	36
1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	36
2. ตัวแบบหรือสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล .....	38
3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	39
4. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล .....	45
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล.....	46
1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis).....	46
2. การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) .....	50
3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) .....	53
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	58
1. สรุปผลการศึกษา .....	58
2. อภิปรายผลการศึกษา.....	59
3. ข้อจำกัดของงานวิจัย.....	62
4. ข้อเสนอแนะ .....	62
บรรณานุกรม.....	64
ภาคผนวก ก การตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร .....	69
ประวัติผู้วิจัย.....	71



## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1 ตารางแสดงจำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย .....	37
ตารางที่ 2 ตารางแสดงตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง .....	44
ตารางที่ 3 ตารางแสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระเชิงคุณภาพ (คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน).....	46
ตารางที่ 4 ตารางแสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุมเชิงคุณภาพ (กลุ่มอุตสาหกรรม) .....	47
ตารางที่ 5 ตารางแสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ .....	47
ตารางที่ 6 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร .....	50
ตารางที่ 7 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณโดยแสดงแต่ละคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และตัวแปรควบคุม ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน .....	53
ตารางที่ 8 ตารางแสดงการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร (Model Summary <sup>b</sup> ) .....	69
ตารางที่ 9 ตารางแสดงการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร จากค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) .....	70

## สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1 จำนวนบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ MAI ปี พ.ศ. 2544 - ปี พ.ศ. 2562.....	5
ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดงานวิจัย .....	32



# บทที่ 1

## บทนำ

### ความสำคัญของปัญหา

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากต้องการเติบโตและการดำเนินงานให้อยู่ได้และอย่างยั่งยืนนั้น ผู้มีส่วนได้เสีย หรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องต้องคำนึงถึงผลกระทบต่าง ๆ (อนุวัฒน์ ภัคคี 2561) และการที่จะทำให้บริษัทเติบโตอย่างยั่งยืนนั้น บริษัทจะต้องทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด โดยการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น (Shareholders' wealth maximization) ซึ่งเป็นเจ้าของกิจการ เป็นการทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด โดยจะทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงที่สุด เพราะความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสามัญ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น สามารถวัดได้ด้วยมูลค่าของราคาตลาด (Market value) ของหุ้นสามัญ โดยจะเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงผลประกอบการของบริษัทในปัจจุบัน รวมไปถึงการลงทุนในอนาคต การเติบโตของบริษัท ตลอดจนความเสี่ยงของบริษัท (ปริยดา สุขเจริญ, 2561)

การเพิ่มมูลค่าของกิจการในแต่ละบริษัท จะมีการบริหารจัดการที่แตกต่างกันไป สิ่งสำคัญที่บริษัทต้องมีการจัดการบริหารที่ดี และทำให้มีประสิทธิภาพให้ได้มากที่สุด คือ การเงินของบริษัท เนื่องจากการบริหารจัดการทางการเงินที่ดีจะสามารถช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการได้ โดยการจัดการในด้านการเงินจะมุ่งไปที่การทำให้ต้นทุนการจัดหาเงินทุนต่ำสุดเพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่องค์กร ดังนั้น การบริหารจัดการทางการเงินสำหรับองค์กรธุรกิจ คือ การจัดการเกี่ยวกับการได้มาและใช้ไปของเงินทุน เพื่อสร้างมูลค่าของกิจการให้อยู่ในระดับที่สูงที่สุด ซึ่งในมิติทางการเงินกิจกรรมต่าง ๆ ทางธุรกิจล้วนเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนทั้งสิ้น โดยอาจเป็นการได้มา หรือใช้ไปของเงินทุน เช่น การสร้างโรงงาน การซื้อเครื่องจักรใหม่ การกู้เงินจากธนาคาร การเพิ่มทุน เป็นต้น โดยการบริหารจัดการทางการเงินจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุน การตัดสินใจจัดหาเงิน และการบริหารสภาพคล่องในการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง (ศิริประภา ศรีวิโรจน์, 2561) โดยผู้ที่มีบทบาทที่สำคัญในการบริหารจัดการด้านการเงินของบริษัท ได้แก่ ผู้บริหารทางการเงิน (Chief Financial Officer : CFO) ผู้บริหารทางการเงินต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสีย ทั้งผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า เจ้าหนี้ สังคม และสิ่งแวดล้อมในการปฏิบัติงาน คือ ต้องพิจารณาตัดสินใจในเรื่องทางการเงินอย่างเหมาะสม เพื่อเป้าหมายของกิจการในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น บริหารงานอย่างมีจริยธรรม ยึดหลักปฏิบัติของการกำกับ

ดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) คำนึงถึงความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility) เพื่อให้การสร้างมูลค่าให้แก่กิจการนั้นเป็นไปตามแนวทางการพัฒนาที่ยั่งยืน

สิ่งที่ทำให้บริษัทสามารถบริหารจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่วนหนึ่งมาจากความสามารถของคน หรือบุคลากรในองค์กรนั้น ๆ (ไพ ศุสุวรรณ, 2556) ซึ่งผู้บริหารทางการเงินถือเป็นผู้บริหารระดับสูงที่มีบทบาทสำคัญในองค์กร ทำหน้าที่ขับเคลื่อนกลยุทธ์ทางการเงิน ควบคุมกระบวนการทางบัญชีและการเงินของกิจการ รวมไปถึงรายงานผลการดำเนินงานทางการเงิน และวิเคราะห์รายงานทางการเงินของกิจการ พยากรณ์และวางแผนทางการเงิน ประเมินการงบประมาณของฝ่ายต่าง ๆ ตัดสินใจลงทุนและการจัดหาเงินทุน ติดต่อกับตลาดการเงิน และการบริหารความเสี่ยง บริหารทรัพยากรเงินทุนและสินทรัพย์ของกิจการให้สอดคล้องกับกิจกรรมของกิจการ (ปริยดา สุขเจริญ, 2561)

หน้าที่ที่สำคัญของผู้บริหารทางการเงิน คือ การตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการดำเนินงาน หรือลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของบริษัท โดยการจัดหาเงินทุนนั้นผู้บริหารทางการเงินสามารถจัดหาเงินทุนได้จาก 2 แหล่ง ได้แก่ ส่วนของหนี้สิน (เช่น การกู้ยืมเงิน หุ้นกู้ ตราสารหนี้) และ ส่วนของเจ้าของ หรือส่วนของผู้ถือหุ้น (เช่น กำไรสะสม หุ้นบุริมสิทธิ การออกหุ้นสามัญใหม่) การจัดหาเงินทุนจากแต่ละแหล่งเงินทุนจะมีต้นทุนของเงินทุนเกิดขึ้น และจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ผู้บริหารทางการเงินต้องพิจารณาถึงส่วนผสมของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับบริษัท คือ สัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อให้ได้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) โดยการทำให้ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ต่ำที่สุด (ปริยดา สุขเจริญ, 2561) หรืออาจกล่าวได้ว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีประสิทธิภาพนั้นจะต้องมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด

จากทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูง (Upper Echelon Theory) ของ Hambrick and Mason (1984) ได้นำเสนอแนวคิดว่าการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์มีความสัมพันธ์ หรือมีความเชื่อมโยงกันกับคุณลักษณะภูมิหลังของผู้บริหารขององค์กรโดยทฤษฎีได้ระบุว่า การมีความเชี่ยวชาญเฉพาะด้านจะสามารถทำให้มีการจัดการอย่างเป็นระบบ ทำให้ผู้บริหารตัดสินใจได้อย่างชาญฉลาด ความเชี่ยวชาญนี้ประกอบด้วยความรู้ที่มีตัวตนและไม่มีตัวตน และคุณลักษณะที่มีอยู่ในแต่ละบุคคล ในทฤษฎีได้อธิบายไว้ว่า คุณลักษณะของบุคคล และความรู้ความเข้าใจของบุคคลได้รับการพัฒนามาจากประสบการณ์ที่ผ่านมา การศึกษา และค่านิยมส่วนบุคคล โดยความรู้ความเข้าใจที่เกิดขึ้นนี้มีอิทธิพลต่อวิธีการที่ผู้บริหารระดับสูงใช้ในการวิเคราะห์และตอบสนองต่อสถานการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น และมีอิทธิพลต่อการกำหนดกลยุทธ์ขององค์กร ดังนั้น หากผู้บริหารทางการเงินมีความรู้ ความเข้าใจ มีประสบการณ์ และมีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีและการเงิน จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินสามารถวิเคราะห์รายงานทางการเงินของบริษัท พยากรณ์ วางแผน กำหนดกลยุทธ์ทางการเงิน ตัดสินใจ

ในการลงทุน และจัดหาเงินทุนให้กับบริษัทได้อย่างเหมาะสม ทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำที่สุด เพื่อให้ได้มาซึ่งมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้น

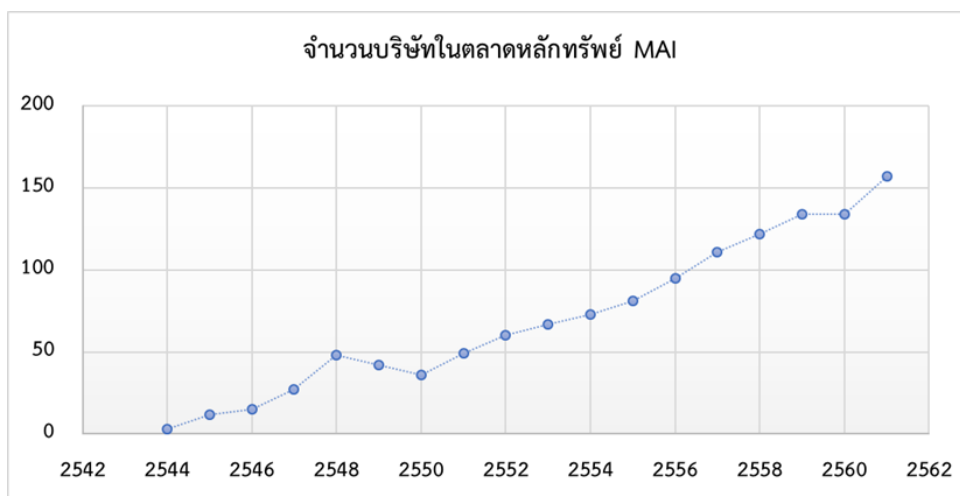
นอกจากนี้ Pfeffer and Salancik (1978) ได้อธิบายเกี่ยวกับทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) ว่า บริษัทมีความจำเป็นที่ต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอก เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของบริษัทและเพื่อให้มีทางเลือกเพิ่มมากขึ้น หรือเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินกิจการต่อไปได้ และตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรนี้ การเชื่อมต่อกับเครือข่าย หรือการมีเครือข่าย จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินได้รับทรัพยากรภายนอก และได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท มากกว่าการไม่มีเครือข่าย กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ การมีเครือข่ายจะช่วยลดความลำบากในการเข้าถึงทรัพยากรภายนอกได้ และจากงานวิจัยของ ลูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555) พบว่า ผู้บริหารสูงสุด (CEO) ที่มีความสัมพันธ์ทางการเมืองสามารถทำการกู้ยืมได้มากกว่าผู้บริหารที่ไม่มี ความสัมพันธ์ทางการเมือง ดังนั้น การที่ผู้บริหารทางการเงินมีเครือข่ายทางการเมืองอาจทำให้ผู้บริหารทางการเงินสามารถเข้าหาแหล่งเงินทุนได้มากกว่าผู้บริหารทางการเงินที่ไม่มีเครือข่ายทางการเมือง ซึ่งทำให้มีทางเลือกในการที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ ได้เพิ่มมากขึ้น เพื่อให้ได้มาซึ่งต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำที่สุด ทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น

ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) ได้ระบุว่า การให้ผลตอบแทนที่สามารถจูงใจตัวแทนได้ จะช่วยลดการเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ ดังนั้น แรงจูงใจในการทำงานจึงเป็นสิ่งที่สำคัญที่จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินมีความตั้งใจในการบริหารงานอย่างเต็มที่และเต็มกำลังความสามารถเพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนที่จะได้รับ ผู้บริหารทางการเงินจะต้องพยายามหาหนทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับตัวการหรือผู้ถือหุ้น โดยระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินในบริษัท และผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อาจถือได้ว่าเป็นแรงจูงใจที่มีให้ผู้บริหารทางการเงิน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่างานวิจัยที่ผ่านมา งานวิจัยในประเทศไทยส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะ (Characteristics) จะศึกษาเกี่ยวกับคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง คุณลักษณะของคณะกรรมการบริษัท รวมไปถึงการกำกับดูแลกิจการ หรือธรรมาภิบาล เป็นต้น โดยเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ หรือผลกระทบต่าง ๆ ที่มาเกี่ยวข้องด้วย เช่น มูลค่ากิจการ ราคาหุ้น โครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน ผลการดำเนินงาน ฯลฯ เช่น งานวิจัยของ พิรุณา เปียโลวัส และ ลูติมา สิทธิพงษ์พานิช (2557) ที่ได้ศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงที่มีต่อมูลค่ากิจการ งานวิจัยของ ธันยพร จำเริญดารารัตน์ (2558) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของคณะกรรมการและคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด กับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ญัฐษา อรรถพลพิทักษ์ (2562) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับ

ดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งต้นทุนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สิน และงานวิจัยของ ดวงนภา สุขะหุต, รวี ลงกานี, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย และจอมใจ แคมเพชร (2561) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของธรรมาภิบาลของบริษัทที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และต้นทุนส่วนเจ้าหนี้ เป็นต้น

และจากการศึกษาข้อมูลในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET ([www.set.co.th](http://www.set.co.th) และ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)) ทำให้ผู้วิจัยพบว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) มีความน่าสนใจในมุมมองของบริษัทที่ต้องการระดมทุนเพื่อขยายกิจการ หรือเพื่อเพิ่มโอกาสให้บริษัทได้เติบโตขึ้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นตลาดทุนที่จัดตั้งขึ้นเพื่อเปิดโอกาสให้กับธุรกิจที่มีศักยภาพในการเติบโต เป็นตลาดทุนเพื่อให้กิจการต่าง ๆ สามารถระดมทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้ โดยตลาดใหม่นี้จะเน้นไปที่กิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) และกิจการที่เกี่ยวกับนวัตกรรม มีการผ่อนผันหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ลง เพื่อเปิดโอกาสให้กิจการขนาดเล็กที่ไม่สามารถเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีหนทางในการระดมทุน ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงเป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวของกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม เพื่อใช้ในการขยายธุรกิจได้โดยง่ายและรวดเร็ว ทำให้กิจการเกิดความได้เปรียบในด้านการแข่งขัน รวมทั้งช่วยให้กิจการได้มีการวางแผนโครงสร้างทางการเงินที่ดีขึ้นและเหมาะสมต่อการดำเนินกิจการ สามารถแก้ปัญหาในเรื่องเงินทุนที่กิจการขนาดกลางและขนาดย่อมมีปัญหาวอยู่ได้ (รังสรรค์ ม่วงโสธส และพิชญวัฒน์ ทวีวัฒน์, 2560) และในแต่ละปีจำนวนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ก็มีจำนวนเพิ่มมากขึ้นในทุก ๆ ปี (ดังภาพที่ 1) โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 จนถึงปี พ.ศ. 2562 บริษัทที่จดทะเบียนเข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีจำนวนเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่ง ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2562 มีจำนวน 157 บริษัท เห็นได้ชัดว่า กิจการขนาดกลางและขนาดย่อมจำนวนมากต้องการพัฒนาและขยายกิจการของตัวเองให้เติบโตมากขึ้น ดังนั้น เพื่อให้การเข้ามาระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประสบความสำเร็จ สำหรับผู้บริหารทางการเงินของบริษัทก็จำเป็นต้องบริหารจัดการ และวางแผนด้านการเงินของบริษัทให้มีประสิทธิภาพมากที่สุด เพียงพอต่อการดำเนินงาน และเพียงพอต่อการขยายกิจการ จากที่กล่าวมา ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษางานวิจัยในครั้งนี้



ภาพที่ 1 จำนวนบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ MAI ปี พ.ศ. 2544 - ปี พ.ศ. 2562

(ที่มา: [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com))

จากที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นจะเห็นว่าคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินมีความสำคัญ ส่งผลกระหนาบต่อการกำหนดกลยุทธ์ การวางแผนงาน การตัดสินใจในการบริหารงาน รวมถึงการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนให้กับบริษัท ซึ่งงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เล็งเห็นความสำคัญของคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินที่ส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัท เนื่องจากบุคคลที่มีหน้าที่รับผิดชอบในการจัดหาเงินทุนให้กับบริษัท คือ ผู้บริหารทางการเงิน ดังนั้น การศึกษาถึงคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินจะทำให้ทราบว่า คุณลักษณะใดที่จะส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัท ซึ่งจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทำให้ได้ข้อสรุปว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมนั้น ราคาหุ้นสามัญจะต้องสูงที่สุดโดยราคาหุ้นสามัญจะสูงที่สุดได้ก็ต่อเมื่อต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (weighted average cost of capital: WACC) ของบริษัทมีค่าต่ำที่สุด ซึ่งต้นทุนของเงินทุนนั้นเป็นอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่บริษัทควรได้รับจากการดำเนินงานหรือการลงทุน ดังนั้น ต้นทุนของเงินทุนจึงมีความสำคัญ เนื่องจากสะท้อนถึงความเสี่ยงและยังใช้เป็นเกณฑ์ช่วยวิเคราะห์การตัดสินใจลงทุนให้กับบริษัท และอีกเหตุผลที่ผู้วิจัยสังเกตเห็น คือ งานวิจัยในเรื่องของคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินในประเทศไทยนั้นยังมีไม่มาก และมีผลการศึกษาหรือผลการวิจัยที่ยังไม่สอดคล้องกัน หรือยังไม่ไปในทิศทางเดียวกัน ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ จึงมุ่งหวังที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2561 ซึ่งงานวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยคาดว่าจะทำให้ทราบถึงคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินที่จะทำให้บริษัทจัดหาเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้นควรมีลักษณะอย่างไร

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน (Characteristics of Chief Financial Officer) และต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI)

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถแบ่งประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับออกเป็น 2 ด้าน คือ ประโยชน์เชิงวิชาการ (Academic contribution) และประโยชน์เชิงการนำไปใช้ได้ (Practical contribution) ดังนี้

### 1. ประโยชน์เชิงวิชาการ (Academic contribution)

ผลการศึกษานี้จะทำให้ทราบถึง คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน (CFO) ที่มีผลต่อต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ซึ่งการศึกษาส่วนใหญ่ในประเทศไทยจะศึกษาถึงคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด (CEO) กับผลการดำเนินงาน (Performance) ดังนั้น การศึกษานี้จึงได้ศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นที่ยังไม่ค่อยมีการศึกษาในประเทศไทย คือ ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน โดยหากผลการศึกษายืนยันว่าคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินลักษณะใดมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนโดยมีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่าคุณลักษณะนั้นสามารถช่วยลดต้นทุนของเงินทุนได้ ซึ่งต้นทุนของเงินทุนที่ลดลงนั้นก็ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการด้วยเช่นกัน การศึกษานี้จึงเป็นประโยชน์ในการเพิ่มเติมความรู้เกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน

### 2. ประโยชน์เชิงการนำไปใช้ (Practical contribution)

1. เป็นแนวทางการพิจารณา คัดเลือก หรือกลั่นกรองคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินที่จะเข้ามาทำหน้าที่ในการบริหารจัดการด้านการเงินให้แก่บริษัทและผู้ถือหุ้น
2. เป็นแนวทางสำหรับผู้ที่มีความต้องการเป็นผู้บริหารทางการเงิน ใช้เป็นแนวทางที่จะพัฒนาตนเอง เพื่อให้ตนเองมีคุณลักษณะ หรือคุณสมบัติที่เหมาะสมกับการดำรงตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินได้

## ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปี พ.ศ. 2559 – พ.ศ. 2561 แบ่งขอบเขตการศึกษา ดังนี้

### 1. ขอบเขตด้านเนื้อหา

การศึกษานี้มุ่งศึกษาถึงคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน ซึ่งคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินผู้วิจัยได้แบ่งเป็น 3 คุณลักษณะ คือ คุณลักษณะด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงิน คุณลักษณะด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงิน และคุณลักษณะด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงิน โดยศึกษาถึงความสัมพันธ์ที่มีต่อต้นทุนของเงินทุน โดยใช้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเป็นตัวชี้วัดในการวิจัยครั้งนี้

### 2. ขอบเขตด้านประชากร และกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2561 จำนวน 324 ตัวอย่าง โดยการศึกษาครั้งนี้จะไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหน่วยงานควบคุมดูแลเฉพาะ และมีโครงสร้างทางการเงิน โครงสร้างทางธุรกิจ และกฎหมายที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

### 3. ขอบเขตด้านระยะเวลา

ระยะเวลาในการดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูล ตั้งแต่ต้นเดือน พฤศจิกายน พ.ศ.2562 ถึง กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2563

## นิยามศัพท์

1. **ผู้บริหารทางการเงิน (Chief Financial Officer: CFO)** หมายถึง ผู้อำนวยการสายการเงิน หรือเทียบเท่าซึ่งเป็นตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดด้านการบัญชีและการเงินของบริษัทหรือองค์กร โดยทั่วไปแล้วมีบทบาทหน้าที่ในการดูแล รับผิดชอบ และตัดสินใจในเรื่องของการบัญชีและการเงินของหน่วยงานหรือองค์กร ตั้งแต่การดูแลงบประมาณ การลงทุน การใช้จ่าย การจัดหาเงินทุน ตลอดจนการดูแลรายงานและระบบบัญชี

2. **ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital)** หมายถึง ค่าใช้จ่ายของกิจการ ที่กิจการต้องจ่ายในรูปแบบของผลตอบแทนให้กับเจ้าของเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ ที่กิจการได้ไประดมเงินมาเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการ หรือการลงทุน คือ การกู้ยืม หุ้นบุริมสิทธิ ส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น หรือการออกหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งวัดต้นทุนนี้ด้วยต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC)



## บทที่ 2

### ทฤษฎีและการตรวจสอบเอกสาร

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาถึงคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ซึ่งผู้วิจัยได้ทบทวน และรวบรวม ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องไว้ดังนี้

#### 1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

1.2 ทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูง (Upper Echelon Theory)

1.3 ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory)

1.4 ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure)

#### 2. แนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1 ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital)

#### 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง และ โครงสร้างเงินทุน

3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง และ ผลการดำเนินงานของกิจการ

3.3 ปัจจัยที่มีผลต่อต้นทุนของเงินทุน

#### 4. กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย

4.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

4.2 สมมติฐานงานวิจัย

#### 1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) อธิบายทฤษฎีนี้ว่า เจ้าของของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้ จึงทำให้ต้องจ้างบุคคลอื่นจากภายนอกเข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนตน ทฤษฎีนี้ อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่าเกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจ คือ ตัวการ (Principal) คือเจ้าของกิจการ ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงาน คือ ตัวแทน (Agent) คือผู้บริหารที่ได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นให้เข้ามาบริหาร

จัดการกิจการ รายงานผลการดำเนินงานและส่งมอบผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น หากผู้บริหารทำงานอย่างเต็มความสามารถและเป็นไปตามความต้องการของผู้ถือหุ้นโดยไม่เอาผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นมาเป็นของตัวเองก็จะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มสูงสุดกับบริษัท อย่างไรก็ตาม การบริหารผ่านตัวแทนมักก่อให้เกิดการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) คือการที่ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีความต้องการที่แตกต่างกันจึงทำให้เกิดความขัดแย้งกันทางผลประโยชน์ ทำให้เกิดปัญหาจากการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ตามทฤษฎีตัวแทนถ้าผู้ที่เป็นตัวแทนบริหารงานดีเต็มความสามารถอย่างเต็มที่ โดยไม่เอาผลประโยชน์ที่ควรเป็นของผู้ถือหุ้นเอามาเป็นผลประโยชน์เข้าตนเองหรือพวกพ้องเพื่อก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มที่สูงสุดให้เกิดขึ้นกับกิจการ รวมทั้งผู้มีส่วนได้เสีย แต่ในการบริหารงานอาจประสบกับปัญหาจากผู้บริหาร หรือตัวแทนในหลายประเด็น เช่น ผู้บริหารมีความรู้ความสามารถไม่เพียงพอ ผู้บริหารไม่อาจทำงานได้เต็มความสามารถ ผู้บริหารเอาผลประโยชน์ของกิจการมาเป็นของตนหรือพวกพ้อง เป็นต้น (ศิลปพร ศรีจันทพร, 2551)

งานวิจัยครั้งนี้ตัวแทน คือ ผู้บริหารทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวแทนที่มาบริหารงานด้านการเงินของกิจการให้กับผู้ถือหุ้น (ตัวการ) ซึ่งงานด้านการเงินนั้นถือเป็นสิ่งสำคัญต่อกิจการมีความสัมพันธ์กับการบริหารงานในทุก ๆ ด้าน และเป็นสิ่งที่ทำให้บริษัทสามารถดำเนินงานตามปกติได้อย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ผู้บริหารทางการเงินจึงควรมีความรู้ความสามารถ และประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจอย่างเพียงพอ

### 1.1.1 แรงจูงใจ (Incentive)

จากทฤษฎีตัวแทนที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น ผู้ถือหุ้นนั้นสามารถลดปัญหาที่เกิดจากการเป็นตัวแทนลงได้ โดยอธิบายว่า การที่ตัวการและตัวแทนมีความสนใจที่ขัดแย้งกัน (Conflict of interest) ตัวการหรือผู้ถือหุ้นนั้นมักให้ความสนใจกับความมั่งคั่งที่เกิดจากมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มมากขึ้น แต่ตัวแทนหรือผู้บริหารที่ทำหน้าที่ในการบริหารงานแทนตัวการนั้น ไม่มีส่วนได้เสียกับทางบริษัท ดังนั้น จึงมักจะให้ความสนใจกับผลประโยชน์ของตนเองมากกว่า ผู้ถือหุ้นสามารถลดปัญหาที่เกิดจากตัวแทนได้โดยใช้วิธีการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารจากกรรมการอิสระ ผู้ตรวจสอบภายใน หรือผู้ตรวจสอบภายนอก รวมถึงวิธีการสร้างแรงจูงใจ (Incentive) ให้แก่ผู้บริหาร (สันต์สุภา ลัคนากิ เสรษฐ, 2559) ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาในเรื่องแรงจูงใจ ซึ่งอาจมีผลต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินของผู้บริหารทางการเงิน และส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนได้ ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยใช้ตัวชี้วัดด้านแรงจูงใจโดยใช้ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน และผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่

### 1.1.1.1 ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง

ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารทางการเงิน ถือเป็นแรงจูงใจอย่างหนึ่งในการลดปัญหาตัวแทนของบริษัท Hermlin and Weisbach (1991) อธิบายว่า การที่ผู้บริหารได้ทำงานกับบริษัทเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้วจะมีแนวโน้มที่จะแสดงให้เห็นถึงความสามารถและความเชี่ยวชาญสูง และจากการที่มีอายุในการดำรงตำแหน่งที่นานขึ้นจะได้รับการพิจารณาเป็นผู้ที่มีประสพการณ์ในการทำงาน มีความสามารถที่ดีกว่าเพื่อควบคุมกระบวนการตัดสินใจในการดำเนินงานต่าง ๆ และมีความมุ่งมั่นที่สูงขึ้น ซึ่งทำให้ผู้บริหารยังมีแนวโน้มที่จะได้รับค่าตอบแทนที่สูงขึ้น ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน จะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนโดยมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุนได้

### 1.1.1.2 สัดส่วนการถือหุ้น

จากทฤษฎีตัวแทนได้ระบุว่า เมื่อผู้บริหารมีส่วนสำคัญในการถือหุ้นของบริษัท ความสนใจของผู้บริหารจะมีความสอดคล้องกับผู้ถือหุ้นภายนอกมากขึ้น ในการวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตพบว่า การที่ผู้บริหารมีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส, 2557; ภิญญาดาพัชญ์ ชัยจรัสเจริญลาภ, 2558) อาจเป็นไปได้เช่นกันว่าการที่ผู้บริหารทางการเงินมีสัดส่วนในการถือครองหุ้นของบริษัท จะทำให้มีผลต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนให้กับกิจการ ซึ่งท้ายที่สุดแล้วก็ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนได้เช่นกัน ในงานวิจัยของ Malmendier and Tate (2005) พบว่าผู้จัดการที่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นของบริษัทที่สูงขึ้นจะแสดงความอ่อนไหวต่อการตัดสินใจในการลงทุนต่อกระแสเงินสด ผู้วิจัยยืนยันว่าการที่ผู้บริหารมีสัดส่วนในการถือครองหุ้นที่สูงขึ้นจะช่วยลดปัญหาตัวแทนลงได้ ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้ตั้งข้อสมมติฐานไว้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน

### 1.1.1.3 ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ผู้บริหารซึ่งเป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลกระทบต่ออย่างไร มีผลกระทบต่อตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และผลการดำเนินงานของกิจการ ในงานวิจัยของ ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555) ศึกษาในเรื่องผลกระทบของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อพฤติกรรมการลงทุนและการจัดหาเงินทุนของบริษัท พบว่า ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นสมาชิกในครอบครัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการก่อหนี้ที่มากกว่า ผู้วิจัยได้อธิบายว่า อาจเป็นเพราะเป็นไปเพื่อการดำรงอำนาจในการควบคุมบริษัทของตระกูล ซึ่งในการก่อหนี้ที่มากขึ้นอาจทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้นตามไปด้วย แต่ในงานวิจัยของ ญัฐชา อัดถพลพิทักษ์ (2562) พบว่า การกระจุกตัวของความ

เป็นเจ้าของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งในส่วนของต้นทุนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สิน นั้น แสดงให้เห็นว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของบริษัทสามารถลดต้นทุนของเงินทุนได้ ดังนั้นผู้วิจัย จึงตั้งข้อสังเกตว่าผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้น จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุนของกิจการ และการก่อหนี้ที่มากกว่านั้นตามทฤษฎี แลกเปลี่ยนชดเชย อาจเป็นไปได้ว่าการก่อหนี้ที่เกิดขึ้นนั้นยังได้รับผลประโยชน์จากทางภาษีอยู่ ทำให้ ต้นทุนในส่วนของหนี้สินนั้นลดลงได้

## 1.2 ทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูง (Upper Echelon Theory)

Hambrick and Mason (1984) ได้นำเสนอทฤษฎี Upper Echelon Theory โดยได้นำเสนอว่า ผู้บริหารระดับสูงเป็นตัวแทนที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ของผู้บริหารระดับสูงมีความสัมพันธ์ หรือมีความเชื่อมโยงกับคุณลักษณะภูมิหลังของผู้บริหารระดับสูง ได้แก่ อายุ การศึกษา ประสบการณ์ในการทำงาน

### 1.2.1 อายุ (Age)

ความสัมพันธ์ระหว่างอายุของผู้บริหารระดับสูงและลักษณะการบริหารจัดการองค์กรนั้น มีการศึกษาในเรื่องนี้จำนวนมาก แต่มีเพียงไม่กี่งานวิจัยที่ให้ผลลัพธ์ที่สอดคล้องกันอย่างเห็นได้ชัดเจน คือ ผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุน้อยกว่าจะมีความสัมพันธ์ หรือเกี่ยวข้องกับการเติบโตของบริษัท (Child, 1974; Hart and Mellors, 1970) โดย Child (1974) พบว่า ผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุมากอาจมีความแข็งแรงทางร่างกายและจิตใจน้อยกว่าผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุน้อยกว่า หรืออาจไม่สามารถเข้าใจความคิดใหม่ ๆ และเรียนรู้พฤติกรรมใหม่ ๆ ซึ่งทำให้อายุของผู้บริหารระดับสูงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการรวบรวมข้อมูล เพื่อใช้ในการตัดสินใจ และตัดสินใจด้วยความมั่นใจ อย่างไรก็ตาม อายุของผู้บริหารระดับสูงจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการรวบรวมข้อมูลเพิ่มเติมได้มากขึ้น เพื่อใช้ข้อมูลในการประเมินได้อย่างถูกต้อง และต้องใช้เวลาในการตัดสินใจนานกว่าผู้บริหารที่มีอายุน้อยกว่า (Taylor, 1975) และผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุมากจะมีความมุ่งมั่นทางด้านจิตใจมากขึ้น (Alutto and Hrebiniak, 1975; Stevens, Beyer and Trice, 1978 อ้างอิงจาก Hambrick and Mason, 1984) และหากอยู่ในช่วงชีวิตที่มีความมั่นคงทางการเงินและความมั่นคงในอาชีพสูง ผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุมากจะมีความคาดหวังเกี่ยวกับผลตอบแทนหลังเกษียณ ดังนั้น การกระทำที่มีความเสี่ยงใด ๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อความมั่นคงของตัวผู้บริหาร ผู้บริหารมักจะหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเหล่านี้ (Carlsson and Karlsson, 1970) ซึ่งตรงกันข้ามกับผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุน้อยกว่า โดยผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุน้อยมักจะคาดหวังผลตอบแทนจากการซื้อกิจการมากกว่า และมีความกล้าที่จะเสี่ยงมากกว่าผู้บริหารระดับสูงที่มีอายุมากกว่า (Yim, 2013)

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น แสดงให้เห็นว่าอายุของผู้บริหารระดับสูงอาจมีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจในการดำเนินงานของผู้บริหาร ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้ ได้ศึกษาเกี่ยวกับคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุน จึงคาดว่า อายุของผู้บริหารทางการเงินจะมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัท

### 1.2.2 การศึกษา (Education)

การศึกษาของผู้บริหารระดับสูงที่แตกต่างกันนั้น สามารถทำให้ผู้บริหารมีการตัดสินใจที่แตกต่างกันได้ และให้ความสำคัญในเรื่องต่าง ๆ ที่แตกต่างกัน ซึ่งการศึกษาถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่ใช่เป็นตัวชี้วัดในเรื่องการให้ความสนใจและการรับรู้ และความเชี่ยวชาญของแต่ละบุคคล โดยพบว่าระดับการศึกษาที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการรับนวัตกรรมใหม่ ๆ เข้ามา หรือวิธีการบริหารจัดการที่ทันสมัยมากขึ้น (Kimberly and Evanisko, 1981) และยังมีอีกทฤษฎีหนึ่งที่ได้รับบุว่า การศึกษาสามารถแบ่งเป็นกลุ่มทางเศรษฐกิจทางสังคมได้ (Socioeconomic group) (Collin, 1971) โดยงานวิจัยของ Channon (1979) และ Stanworh and Giddens (1974) ได้ศึกษาผู้บริหาร 2 กลุ่ม ในสหราชอาณาจักร พบว่า ร้อยละ 50 ของผู้บริหารทั้งสองกลุ่ม จบการศึกษามาจากมหาวิทยาลัยออกซ์ฟอร์ด หรือมหาวิทยาลัยแคมบริดจ์ ซึ่งพบว่าผู้บริหารที่จบการศึกษาในระดับเดียวกัน สาขาเดียวกันหรือที่มีลักษณะคล้ายกัน จะมีตำแหน่งหน้าที่การงานที่คล้ายกัน แต่ทฤษฎีนี้ยังไม่มีการวิจัยที่จะมาสนับสนุนทฤษฎีนี้ให้มีความแน่ชัด ในงานวิจัยของ Pfeffer (1981) ได้ระบุว่า ในเรื่องของระดับการศึกษานั้นในระยะยาวจะไม่มีผลต่อการบริหารงานในบริษัท เนื่องจาก ระดับการศึกษาเป็นปัจจัยในการคัดเลือกบุคลากรที่จะเข้ามาทำงานในบริษัทเท่านั้น

อย่างไรก็ตามผู้บริหารทางการเงินที่มีหน้าที่ต้องรับผิดชอบในการวางแผนทางการเงินของบริษัทนั้น ในเรื่องของความรู้ ความเข้าใจในด้านการเงินและบัญชีเป็นสิ่งที่จำเป็นและสำคัญ ที่จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินสามารถบริหารจัดการ และตัดสินใจในเรื่องการเงินของบริษัทได้อย่างรอบคอบมากยิ่งขึ้น โดยผู้บริหารทางการเงินที่จบการศึกษาทางด้านการเงินและบัญชีมีแนวโน้มที่จะเลือกใช้ธุรกรรมทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากยิ่งขึ้น (ภิญญาดาพัชญ์ ชัยจรัสเจริญลาภ, 2558) ซึ่งอาจทำให้ผู้บริหารทางการเงินมีการบริหารจัดการในเรื่องการเงิน รวมถึงเรื่องต้นทุนของเงินทุนของกิจการให้อยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดได้ ดังนั้น ผู้วิจัยคาดหวังว่า ผู้บริหารทางการเงินที่จบการศึกษาทางด้านการเงิน การบัญชี จะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน

### 1.2.3 ประสบการณ์ในการทำงาน (Functional Tack)

การทำงานของผู้บริหารระดับสูงจะมีรูปแบบ หรือมุมมองหลาย ๆ ด้านแตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับประสบการณ์ในการทำงานนั้น ๆ ซึ่งทำให้ผู้บริหารอาจจะกำหนดทิศทาง วางแผน กำหนดนโยบายให้ไปถึงเป้าหมายของบริษัทที่แตกต่างกัน เนื่องจากประสบการณ์ในการทำงานที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับว่าผู้บริหารนั้นเคยทำงานในส่วนใดหรือแผนกใดมาก่อน

จากการเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยให้ผู้บริหารที่มีประสบการณ์ในการทำงานในแต่ละแผนก มาทดสอบด้วยการให้พิจารณาปัญหาเดียวกัน พบว่า ผู้บริหารแต่ละคนให้ความสำคัญกับปัญหาและแนวทางการแก้ไขปัญหาที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับว่าผู้บริหารแต่ละคนนั้นมีประสบการณ์ทางด้านใดมา (Dearborn and Simon, 1985) ประสบการณ์ทำงานแบ่งออกได้เป็น 3 ส่วน (Hambrick and Mason, 1984) ได้แก่

1. ผู้บริหารที่มีประสบการณ์ด้านการขาย การตลาด หรือการวิจัยและพัฒนา ผู้บริหารที่มีประสบการณ์ทางด้านนี้จะให้ความสำคัญกับโอกาสในการทำการตลาด การออกแบบ หรือการพัฒนารูปแบบของสินค้า และคำนึงถึงคู่แข่งทางการตลาด มีความสนใจในเรื่องของผลลัพธ์มากกว่า (Output function) โดยจะเน้นในเรื่องการลงทุนในด้านนวัตกรรม และการโฆษณาซึ่งหวังให้มีผลไปในทางบวกต่อการเติบโตของบริษัท และในอุตสาหกรรมมีสินค้าที่หลากหลายที่มีมาตรฐาน พบว่า บริษัทที่มีผู้บริหารระดับสูงมาจากฝ่ายการตลาดจะมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่า
2. ผู้บริหารระดับสูงที่มีประสบการณ์ด้านวิศวกร หรือนักบัญชี มักให้ความสนใจในเรื่องต้นทุนและกระบวนการผลิตที่มีประสิทธิภาพ (Throughput) โดยในบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการผลิตสินค้าที่มีมาตรฐานเดียวกันทั่วโลก หากบริษัทมีผู้บริหารระดับสูงมาจากฝ่ายผลิตจะมีความสามารถในการทำกำไรได้มากกว่า และควบคุมในเรื่องของต้นทุนและกระบวนการผลิตได้ดีกว่า
3. ผู้บริหารที่มีประสบการณ์ด้านกฎหมายและการเงิน ซึ่งเป็นแผนกที่ไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานหลักของบริษัท ผู้บริหารแผนกนี้จึงใช้ประสบการณ์ของตนในการวางแผนในด้านต่าง ๆ แม้ว่าจะเป็นส่วนที่ตนไม่ถนัดก็ตาม

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นว่าประสบการณ์ในการทำงานมีความสำคัญต่อการวางแผนการดำเนินงาน การแก้ไขปัญหา ซึ่งหากผู้บริหารมีประสบการณ์ในการทำงานที่มีความเกี่ยวข้องกับผู้ประกอบการของ บริษัท จะมีแนวโน้มที่จะทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี มีความสามารถในการทำกำไรได้มากกว่า เนื่องจากมีความถนัดในประเภทอุตสาหกรรมนั้น ๆ และในการศึกษางานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาถึงคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน ซึ่งจะต้องทำหน้าที่บริหารจัดการในเรื่องการเงิน รวมถึงต้นทุนของเงินทุนของบริษัท จากที่กล่าวไว้ข้างต้น หากผู้บริหารทางการเงินมีประสบการณ์ในการทำงานในด้านการเงิน การบัญชีมาก่อน จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินมีความสามารถที่จะบริหารต้นทุนของเงินทุนได้ดีกว่า ผู้บริหารที่ไม่มีประสบการณ์โดยตรงทางด้าน

การเงิน การบัญชีมาก่อน โดยผู้บริหารทางการเงินที่มีประสบการณ์ในการทำงานทางการเงิน และการบัญชีมาก่อนจะมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อดัชนีของเงินทุนของบริษัท

### 1.3 ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร (Resource dependence theory)

เป็นการบริหารจัดการต่อสิ่งแวดล้อมในเชิงรุก (Meyer and Rowan, 1977 อ้างอิงจากรังสรรค์ ม่วงโสรส และพิชญวัฒน์ ทวีวัฒน์, 2560) โดยทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรได้เสนอแนวคิดที่ว่าธุรกิจจะอยู่รอดได้จำเป็นที่จะต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอกด้วย เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของบริษัท บริษัทจะต้องพยายามปรับตัวให้เข้ากับสิ่งแวดล้อม เพื่อให้บริษัทสามารถเข้าถึงและใช้ทรัพยากรที่ต้องการได้ (Pfeffer and Salancik, 1978) ทรัพยากรที่กล่าวถึงในทฤษฎีนี้ เช่น วัตถุดิบ แรงงาน เงินทุน เครื่องมือ ความรู้ เพื่อใช้ในการผลิตสินค้าและบริการ (รังสรรค์ ม่วงโสรส และพิชญวัฒน์ ทวีวัฒน์, 2560) รวมถึงการสร้างเครือข่ายทางสังคม (Social networks) การเชื่อมต่อกับเครือข่ายทางสังคมนั้น พบว่า จะทำให้ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนและขยายธุรกิจเพิ่มมากขึ้น (Siegel, 2007) โดยในการศึกษาค้นคว้าวิจัยมุ่งเน้นไปที่การเชื่อมโยงทางการเมือง หรือที่เรียกว่าเครือข่ายทางการเมือง (Political networks) ซึ่งในงานวิจัยส่วนมาก พบว่า เครือข่ายทางการเมืองมักมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท (Kim and Lim, 2010) นอกจากนี้ ยังพบว่าผู้บริหารที่มีเครือข่ายทางการเมืองสามารถกู้ยืมเงินได้มากกว่า ผู้บริหารที่ไม่มีความสัมพันธ์ทางการเมือง จากที่กล่าวมาข้างต้น หากเป็นไปตามทฤษฎี สามารถคาดได้ว่า หากผู้บริหารทางการเงินมีเครือข่ายทางการเมือง อาจจะทำให้ผู้บริหารทางการเงินได้รับข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการลงทุนและจัดหาเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ ได้ง่ายขึ้น หรืออาจเข้าหาแหล่งเงินทุนที่ต้องการได้ง่ายขึ้น และมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนที่น้อยลง ดังนั้น ผู้บริหารทางการเงินที่มีเครือข่ายทางการเมืองจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุนของบริษัท

### 1.4 ทฤษฎีที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure)

การที่บริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) ได้นั้น ในทางทฤษฎีกล่าวไว้ว่า บริษัทจะต้องทำให้ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ของบริษัทมีค่าต่ำที่สุด ซึ่งจะส่งผลต่อราคาหุ้นสามัญทำให้มีมูลค่าสูงขึ้น นำไปสู่การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้น บริษัทควรประเมินระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแล้วตั้งเป็นโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target capital structure) ในระยะยาวของบริษัท โดยเมื่อมีการระดมทุนหรือจัดหาเงินทุน จะใช้สัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายนี้ในการกำหนดส่วนผสมของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน แต่ในความเป็นจริงอาจจะมีสถานการณ์ที่ไม่คาดฝัน หรือข้อจำกัดต่าง ๆ เกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่อบริษัทได้ เช่น สถานการณ์ทาง

การเมืองที่ไม่มั่นคง ซึ่งส่งผลกระทบต่อตลาดทุน มาตรการของทางภาครัฐที่บริษัทไม่อาจควบคุมได้ เช่น สถาบันการเงินถูกควบคุมในเรื่องของการปล่อยเงินกู้ ซึ่งส่งผลต่อการกู้ยืมเงินของบริษัท สิ่งเหล่านี้ทำให้กิจการไม่สามารถทำตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายได้ (ปริยดา สุขเจริญ, 2561)

#### 1.4.1 ทฤษฎีของ Modigliani and Miller (1958)

เป็นทฤษฎีแรกที่ได้อธิบายเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน โดยเรียกทฤษฎีนี้ว่า ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM ซึ่งได้นำเสนอเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 ข้อสมมติฐาน ข้อสมมติฐานแรกคือ ตลาดเงินทุนที่มีความสมบูรณ์ (Perfect capital market) คือ ตลาดที่ปลอดภาษี ไม่มีต้นทุนในการทำธุรกรรม ไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีต้นทุนของการล้มละลาย ไม่มีต้นทุนของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งส่งผลให้ทุกคน ทุกบริษัทได้รับรู้ข่าวสารอย่างเท่าเทียมกัน (Symmetric information) ทำให้ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมเงินได้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับของบริษัท ผลการวิจัยที่พบคือ ไม่ว่าบริษัทจะใช้เงินทุนจากแหล่งใดจะใช้ในส่วนของหนี้สินมากกว่าหรือส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า ก็ไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท และต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ก็ไม่เปลี่ยนแปลง เนื่องจากการเพิ่มหนี้เข้าไปในโครงสร้างเงินทุนจะไม่สามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ที่มีต้นทุนต่ำจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น จึงสรุปได้ว่าการจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัทในตลาดทุนที่สมบูรณ์

#### 1.4.2 ทฤษฎีของ Modigliani and Miller (1963)

ข้อสมมติฐานที่สอง Modigliani and Miller (1963) ได้นำปัจจัยด้านภาษีเงินได้นิติบุคคล (Corporate tax) มาพิจารณาร่วม ผลการวิจัยพบว่า เมื่อใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนลดลงและมูลค่าของบริษัทมีเพิ่มมากขึ้น เนื่องจาก ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับจากการที่บริษัทไปกู้มานั้นสามารถนำดอกเบี้ยไปหักกับค่าใช้จ่ายเมื่อคำนวณภาษีได้ ซึ่งทำให้เสียภาษีเงินได้นิติบุคคลลดลง จึงได้ข้อสรุปว่า มูลค่าของบริษัทจะมีมูลค่าสูงขึ้น หากบริษัทมีการจัดหาเงินจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดขึ้นจากการใช้หนี้สินที่มากขึ้น จะทำให้ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทลดลงด้วย ดังนั้น ณ จุดที่ต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด มูลค่าของบริษัทจึงมีค่าสูงที่สุด แต่ในความเป็นจริง การกู้ยืมเงินในแต่ละครั้งจะมีต้นทุนของการกู้ยืมด้วย ซึ่งเป็นที่มาของทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory)

#### 1.4.3 ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory)

ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory) อธิบายว่า โครงสร้างเงินทุนที่ดีจะต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้ และต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะ

ล้มละลายได้ โดยโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดจะสามารถทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากการประหยัดภาษี (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ และคณะ, 2560)

จากที่กล่าวไว้ข้างต้นว่า การกู้ยืมเงินในแต่ละครั้งจะมีต้นทุนของการกู้ยืมเกิดขึ้นด้วย นั่นหมายถึง การใช้หนี้สินที่มากขึ้นจะนำไปสู่ความเสี่ยงที่จะล้มละลายที่สูงขึ้น หากผู้อ่านคลายข้อสมมติฐานในเรื่องนี้ และนำต้นทุนการล้มละลายมาพิจารณาพร้อม ในการหาโครงสร้างที่เหมาะสมของบริษัทจะทำการจัดหาเงินจากแหล่งหนี้สินเพียงอย่างเดียวไม่ได้ เพราะอาจไม่ใช่โครงสร้างที่เหมาะสมอีกต่อไป เนื่องจากต้นทุนของการล้มละลายนั่นจะส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทที่มีการจัดหาเงินจากแหล่งหนี้สินทำให้มูลค่าของบริษัทมีค่าลดลง เพราะถ้าบริษัทมีการกู้ยืมเงินมากขึ้นจะเพิ่มความเสี่ยงในเรื่องของการไม่สามารถชำระหนี้ได้ ทำให้โอกาสที่จะล้มละลายมีเพิ่มมากขึ้น โดยโอกาสหรือความน่าจะเป็นของการล้มละลายขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงทางธุรกิจ ความผันผวนของกำไร รวมไปถึงความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งเป็นผลมาจากการใช้หนี้สินที่เพิ่มขึ้นในการจัดหาเงินทุน ดังนั้น การที่บริษัทกู้ยืมเงินมากขึ้น ทำให้ต้นทุนของการล้มละลายมีค่าสูงขึ้น ซึ่งต้นทุนที่เพิ่มขึ้นนี้จะทำให้ผลประโยชน์ทางภาษี (Tax shield) จากการใช้หนี้สินลดลง ทำให้ได้ข้อสรุปว่า เมื่อถึงระดับการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนระดับหนึ่งแล้ว การใช้หนี้สินที่มากขึ้นอาจส่งผลให้มูลค่าของบริษัทลดลงได้ ดังนั้น หลังจากพิจารณาต้นทุนของการล้มละลายเข้ามาแล้วจึงทำให้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทไม่ใช่การจัดหาจากแหล่งหนี้สินแค่เพียงแหล่งเดียวอีกต่อไป แต่ต้องเป็นส่วนผสมระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เกิดความสมดุลในการใช้หนี้สินระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับทางภาษีและต้นทุนของการล้มละลาย โดยทำให้ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) จากแหล่งเงินทุนทั้งสองนี้ต่ำที่สุดเพื่อให้มูลค่าของบริษัทมีค่าสูงที่สุด (Kraus and Litzenberger, 1973; Myers, 1977)

อีกประเด็นสำคัญที่ควรพิจารณาในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมคือ เรื่องของปัญหาตัวแทน (Agency problem) ระหว่างเจ้าหนี้กับผู้บริหารซึ่งปัญหานี้เกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารตัดสินใจเคลื่อนย้ายความมั่งคั่งของเจ้าหนี้ไปยังผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ซึ่งเป็นต้นทุนในการติดตาม และตรวจสอบฝ่ายบริหารเพื่อให้มั่นใจว่า ฝ่ายบริหารจะไม่ตัดสินใจเคลื่อนย้ายความมั่งคั่งของเจ้าหนี้ไปให้ผู้ถือหุ้น เพื่อรักษาผลประโยชน์ของเจ้าหนี้โดยเจ้าหนี้อาจจะระบุเงื่อนไขหรือข้อกำหนดในสัญญาการกู้เงินหรือเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้โดยการประเมินความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท เพื่อช่วยลดโอกาสหรือความน่าจะเป็นที่บริษัทจะผิดนัดชำระหนี้ ดังนั้น เมื่อผู้อ่านคลายข้อสมมตินี้จากตลาดที่มีความสมบูรณ์แล้ว มูลค่าของบริษัทที่มีการใช้หนี้สินนั้น นอกจากจะลดลงด้วยต้นทุนของการล้มละลายแล้ว ยังสามารถลดลงจากต้นทุนตัวแทนได้ในอีกทางหนึ่ง ซึ่งทำให้การพิจารณาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินต้องละเอียดถี่ถ้วนมากขึ้นในการคำนึงถึงผลประโยชน์ที่ได้รับทางด้านภาษี มาเปรียบเทียบกับต้นทุนที่เกิดขึ้นตามมากับการใช้หนี้สิน ทั้งต้นทุนของการล้มละลาย และต้นทุนตัวแทน และอีกประเด็นหนึ่งที่สำคัญ คือ ต้นทุนตัวแทนนี้เป็น

ต้นทุนที่เกิดขึ้นกับการจัดหาเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะ อีกปัญหาตัวแทนที่สำคัญ เกิดขึ้นได้ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ใช่ผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท จึงทำให้บางครั้งผู้บริหารอาจบริหารจัดการ และตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ โดยคำนึงถึงประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของบริษัท เช่น การกำหนดค่าตอบแทนผู้บริหาร สวัสดิการ และเงินรางวัลต่าง ๆ การตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนที่อาจไม่ได้เกิดประโยชน์สูงสุดกับบริษัท การที่ผู้บริหารอาจไม่ทำงานอย่างเต็มความสามารถ เป็นต้น ซึ่งสิ่งเหล่านี้ทำให้เกิดต้นทุนตัวแทนในการติดตามและตรวจสอบฝ่ายบริหารที่เพิ่มมากขึ้น เพื่อให้ผู้บริหาร บริหารจัดการ และตัดสินใจให้ตรงตามเป้าหมายในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น จึงส่งผลให้ในการกำหนดสัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน ต้องมีการพิจารณาต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นด้วย (ปริยดา สุขเจริญ, 2561)

เมื่อพิจารณาอีกข้อสมมติของตลาดทุนที่มีความสมบูรณ์ในเรื่องของความเท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Symmetric information) ซึ่งกล่าวว่า ผู้บริหารและผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงาน และความคาดหวังในอนาคตของบริษัทเหมือนกัน แต่ในความเป็นจริงแล้ว มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric information) เนื่องจาก ผู้บริหารจะทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าผู้ลงทุน จึงทำให้ในความเป็นจริง ผู้ลงทุนจะติดตามการตัดสินใจต่าง ๆ ของผู้บริหาร และประกาศต่าง ๆ ของบริษัท เพื่อใช้ข้อมูลเหล่านั้นในการคาดคะเนเกี่ยวกับอนาคต และการเติบโตของบริษัท ตามหลักของทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) จึงทำให้เมื่อบริษัทมีการจัดหาเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่ ทำให้ผู้ลงทุนแปลสัญญาณเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตของบริษัทจากการตัดสินใจของผู้บริหารว่า ราคาหุ้น ณ ปัจจุบันสูงกว่าที่ควรจะเป็น ผู้บริหารจึงได้ตัดสินใจจัดหาเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่ และผู้ลงทุนยังคาดการณ์ว่าแนวโน้มของบริษัทอาจจะไม่ค่อยดีในอนาคต ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทมีการกู้เงินเพิ่มเติมเพื่อมาลงทุน ผู้ลงทุนจะเห็นว่า การกู้เป็นการดำเนินการตามปกติของธุรกิจ และยังแสดงให้เห็นว่า สถานะการเงินของบริษัทยังดีอยู่จึงมีความสามารถในการกู้ยืมเงิน ดังนั้น จะทำให้เกิดต้นทุนของข้อมูลข่าวสาร หากมีการจัดหาเงินจากการออกหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งอยู่ในส่วนของผู้ถือหุ้น และจากการที่มีต้นทุนของข้อมูลข่าวสารทำให้ผู้บริหารหลีกเลี่ยงที่จะให้การออกหุ้นสามัญใหม่เป็นทางเลือกลำดับแรก ๆ ในการระดมทุน เพราะอาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นตามทฤษฎีการส่งสัญญาณได้ และส่งผลให้ในการกำหนดสัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน ต้องมีการพิจารณาต้นทุนของข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นด้วย (ปริยดา สุขเจริญ, 2561)

จากทฤษฎีที่กล่าวไว้ข้างต้น สรุปได้ว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) เป็นโครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนของหนี้สิน (Debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) ที่ทำให้ราคาหุ้นสามัญของกิจการสูงที่สุด โดยราคาหุ้นสามัญจะสูงที่สุดก็ต่อเมื่อต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ของบริษัทมีค่าต่ำที่สุด

โดยแหล่งเงินทุนจากหนี้สินนั้นจะทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ในด้านภาษี แต่บริษัทจะต้องวางแผนในด้านการใช้ประโยชน์ทางด้านภาษีจากแหล่งเงินทุนที่มาจากส่วนของหนี้สินด้วย เนื่องจากแหล่งเงินทุนที่มาจากส่วนของหนี้สินนั้นอาจมีประโยชน์ในด้านภาษีจริง แต่ในเวลาเดียวกันก็นำมาซึ่งต้นทุนของการล้มละลาย และต้นทุนตัวแทนด้วย ตามทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory) นอกจากนี้หากบริษัทจัดหาเงินโดยการออกหุ้นสามัญใหม่ ก็จะมีต้นทุนของข้อมูลข่าวสารตามมา ตามทฤษฎีสัญญาณ (Signaling theory) จึงทำให้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท ประกอบไปด้วยหนี้สินในสัดส่วนหนึ่งในระดับที่ทำให้กิจการได้รับประโยชน์จากภาษี โดยหักล้างด้วยต้นทุนของการล้มละลายที่เกิดขึ้น แล้วยังมีมูลค่ากิจการสูงกว่าระดับสัดส่วนหนี้สิน ในส่วนของต้นทุนของเงินทุนที่ใช้พิจารณาเป็นต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เมื่อมีการใช้หนี้สินมากขึ้น แม้จะมีผลประโยชน์ทางภาษี แต่จะมีต้นทุนของการล้มละลายมากขึ้น จึงส่งผลให้ต้นทุนของหนี้สินหลังภาษีที่มีการพิจารณาการล้มละลาย (After-tax cost of debt with financial distress) มีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อมีการใช้สัดส่วนของหนี้สินมากขึ้นในโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากเจ้าหนี้จะมีการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยให้สูงขึ้นเมื่อมีการกู้เงินมากขึ้น เพื่อป้องกันความเสียหายที่อาจจะเกิดกับเจ้าหนี้ในอนาคต ในขณะที่ในส่วนของต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity) จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นต้องเจอความเสี่ยงที่มากขึ้นจากการที่บริษัทก่อนหน้ามากขึ้น ซึ่งอาจทำให้มีโอกาสล้มละลายสูงขึ้น โดยบริษัทจะต้องขายสินทรัพย์ทอดตลาดเพื่อชำระหนี้คืนให้กับเจ้าหนี้ก่อนผู้ถือหุ้นหากบริษัทล้มละลาย

## 2. แนวคิดที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย

### 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital)

(สุมาลี จิระมิตร, 2546) ได้ให้ความหมายของต้นทุนของเงินทุนไว้ว่า ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) หมายถึง ค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่ธุรกิจต้องเสียไปเพื่อให้ได้เงินทุนจำนวนหนึ่งเข้ามาใช้ในการลงทุน โดยคำนวณมาเป็นอัตราส่วนร้อยละของเงินทุนที่ธุรกิจได้รับจริง (สุมาลี จิระมิตร, 2546)

(พรพิสิษฐ์ ลำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์, 2561) ได้ให้ความหมายของต้นทุนของเงินทุนว่า เป็นต้นทุนของกิจการที่ต้องจ่ายผลตอบแทนให้เจ้าของเงินทุนแหล่งต่าง ๆ ที่กิจการระดมเงินมาเพื่อใช้ดำเนินกิจการ คือการกู้ยืม หุ้นบุริมสิทธิ ส่วนของผู้ถือหุ้น หรือการออกหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งวัดต้นทุนนี้ด้วยต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC)

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) หมายถึง ค่าใช้จ่ายที่กิจการจะต้องจ่ายให้กับเจ้าของเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ เพื่อให้กิจการได้รับเงินทุนจากเจ้าของเงินทุนมาใช้ในการลงทุน หรือดำเนินกิจการ ซึ่งต้นทุนของเงินทุน สามารถวัดได้จากต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

(Weighted Average Cost of Capital: WACC) ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้จะแสดงในรูปของอัตราส่วนร้อยละ การที่กิจการจัดหาเงินทุนมาใช้ในโครงการต่าง ๆ จะมีต้นทุนของการใช้เงินทุนเกิดขึ้น ซึ่งต้นทุนของเงินทุนนี้จะถูกนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจในการลงทุนระยะยาว โดยกิจการจะตัดสินใจลงทุนระยะยาว ก็ต่อเมื่อกิจการได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าหรือเท่ากับ ต้นทุนของเงินทุนที่กิจการใช้ในโครงการลงทุน กล่าวคือ ต้นทุนของเงินทุนเป็นอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่กิจการควรได้รับจากการดำเนินงาน หรือจากการลงทุน (ปรียดา สุขเจริญสิน, 2561) ดังนั้น ต้นทุนของเงินทุนจึงมีความสำคัญเนื่องจากสะท้อนถึงความเสี่ยงในการลงทุน และยังใช้เป็นเกณฑ์ช่วยวิเคราะห์การตัดสินใจลงทุนของกิจการ

จากที่กล่าวไว้ข้างต้น เนื่องจากเงินทุนจากแต่ละแหล่งเงินทุนจะมีต้นทุนการได้มาที่แตกต่างกัน จึงทำให้ต้นทุนของเงินทุนสามารถแบ่งแหล่งที่มาของเงินทุนได้เป็น 3 แหล่ง ได้แก่ หนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งในส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญจะประกอบไปด้วย กำไรสะสม และหุ้นสามัญออกใหม่ (ปรียดา สุขเจริญสิน, 2561)

### 2.1.1 ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of debt)

การก่อหนี้เป็นวิธีหนึ่งที่กิจการสามารถระดมเงินทุนเข้ามาใช้ในธุรกิจได้แต่ต้องคำนึงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และจ่ายคืนเงินต้น เมื่อครบกำหนดที่ได้ตกลงกันไว้ โดยต้นทุนของหนี้สิน (cost of debt) คือ อัตราดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้เจ้าหนี้ โดยแหล่งที่มาของหนี้สินของกิจการอยู่ในรูปแบบที่ทราบกันดี คือ มาจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืม จึงนับเป็นต้นทุนของหนี้สิน แต่หากว่ากิจการมีการกู้ยืมหลาย ๆ ครั้ง หรือมีการกู้ยืมจากสถาบันการเงินหลากหลายแห่ง ซึ่งจะทำให้เงินกู้แต่ละครั้งอาจมีดอกเบี้ยเงินกู้ที่แตกต่างกันออกไป

สำหรับกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ ดอกเบี้ยสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไรเพื่อเสียภาษีได้ (tax shield) ทำให้ต้นทุนที่แท้จริงของหนี้สินลดลง แต่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้และต้นทุนของหนี้สินที่คำนวณได้ก่อนหน้าจะเป็นต้นทุนก่อนภาษี จึงต้องพิจารณาเรื่องต้นทุนของเงินทุนจากหนี้สิน คำนวณจาก

$$k_D = \text{อัตราดอกเบี้ย} (1-t)$$

โดย  $k_D$  = ต้นทุนของหนี้สิน (หลังภาษี) (%)

$t$  = อัตราภาษีเงินได้ (%)

### 2.1.2 ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (Cost of preferred stock)

หุ้นบุริมสิทธิ (preferred stock) คือ ตราสารสิทธิที่แสดงความเป็นเจ้าของกิจการที่มีการจัดบุริมสิทธิไว้อย่างชัดเจน เมื่อกิจการมีกำไรจากการดำเนินงานผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับเงินปันผลในอัตราที่แน่นอนถือได้ว่าเป็นเงินทุนประเภทที่มีค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนคงที่ โดยอาจจะมากหรือน้อยกว่าเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับก็ได้ แต่หากกิจการนั้นต้องเลิกดำเนินการและมีการชำระบัญชีโดยการขายทรัพย์สิน ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับเงินทุนคืนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ แต่จะเป็นการจ่ายหลังจากที่กิจการจ่ายชำระคืนให้เจ้าหนี้เรียบร้อยแล้ว อย่างไรก็ตาม แม้ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะจัดว่าเป็นเจ้าของกิจการแต่จะไม่มีสิทธิในการบริหาร หรือลงคะแนนเสียงอย่างผู้ถือหุ้นสามัญ

ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (cost of preferred stock) เป็นต้นทุนที่ธุรกิจผู้ออกหุ้นบุริมสิทธิต้องจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิในรูปของเงินปันผลจ่าย ธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิจากกำไรหลังภาษี ดังนั้น ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิจึงเป็นต้นทุนหลังภาษี โดยเป็นต้นทุนที่คาดการณ์ได้ เพราะ มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่แน่นอนเป็นผลตอบแทน แม้ว่าเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิไม่ใช่ภาระผูกพันที่บริษัทต้องจ่าย แต่บริษัทที่ออกส่วนใหญ่จะจ่ายตามที่ได้ระบุไว้ เนื่องจากการไม่จ่ายเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิจะทำให้การจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นสามัญไม่สามารถกระทำได้ และอาจเป็นการยากในการจัดหาทุนเพิ่มจากตลาดทุน การคำนวณหาต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิแสดงได้ดังนี้

$$k_p = \frac{D_p}{P_p}$$

โดย  $k_p$  = ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (%)  
 $D_p$  = เงินปันผลจ่ายของหุ้นบุริมสิทธิ (บาทต่อหุ้น)  
 $P_p$  = ราคาขายของหุ้นบุริมสิทธิ (บาทต่อหุ้น)

### 2.1.3 ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (Cost of common equity)

ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ (Cost of common equity) การคำนวณค่อนข้างซับซ้อนกว่าต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ เนื่องจากว่า ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ คือ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นก็คือ อัตราผลตอบแทนที่เจ้าของต้องการ ซึ่งเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถมาจากกำไรสะสมของกิจการ หรืออาจจะมาจากการออกหุ้นสามัญใหม่จำหน่าย ดังนั้น ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นจากเงินทุนทั้งสองแหล่งนี้จึงมีความแตกต่างกัน เพราะ เป็นการจัดหาเงินทุนจากภายในและภายนอกกิจการ

ต้นทุนของกำไรสะสม (cost of retained earnings) เป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสของเงินทุนของผู้ถือหุ้นสามัญ เนื่องจาก กิจการจะมีการจัดสรรผลกำไรของกิจการออกเป็นสองส่วน คือ เงินปันผลที่เป็นผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น และกำไรสะสมที่กิจการเก็บไว้เพื่อลงทุนต่อ ดังนั้น หากกิจการจัดสรรกำไรสุทธิเก็บไว้เป็นกำไรสะสมมาก จะทำให้จ่ายเงินปันผลได้น้อยลง จึงทำให้สามารถวิเคราะห์ได้ว่า อัตราผลตอบแทนที่กิจการควรได้รับจากการนำกำไรสะสมไปลงทุนอย่างน้อยต้องเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการนำเงินไปออมหรือลงทุนเองในความเสี่ยงระดับที่เท่ากัน

ต้นทุนของหุ้นสามัญออกใหม่ (cost of new common stock) จะมีค่าสูงกว่าต้นทุนของกำไรสะสม เนื่องจาก ในการออกหุ้นสามัญใหม่เพื่อการระดมทุนนั้นจะมีค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่าย (Flotation cost) ทำให้เงินรับสุทธิที่ได้รับจากการขายมีจำนวนน้อยลงมีผลทำให้ต้นทุนแพงขึ้น

ในการศึกษาครั้งนี้จะคำนวณหาต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากต้นทุนของกำไรสะสม ใช้แบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ โดยกำหนดให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง บวกด้วย ส่วนชดเชยความเสี่ยงตามระดับค่าเบต้าของหุ้นนั้น

$$k_s = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

โดย  $k_s$  = ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (ส่วนของผู้ถือหุ้น) (%)

$r_f$  = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (%)

$r_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)

$\beta$  = ค่าเบต้า

#### 2.1.4 ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC)

เนื่องจากในหลาย ๆ ครั้งกิจการมีการระดมทุนมาจากหลากหลายแหล่งและแต่ละแหล่งนั้นมีต้นทุนที่ไม่เท่ากันทำให้ต้องมีการคำนวณหาค่าเฉลี่ยของต้นทุนทั้งหมดโดยเป็นการคำนวณหาต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital หรือ WACC) ซึ่งเป็นการพิจารณาสัดส่วนของเงินทุนว่า มาจากแหล่งไหน มากน้อยเท่าใด แล้วนำมากำหนดเป็นน้ำหนักของเงินทุนของแต่ละแหล่ง หรืออาจกำหนดน้ำหนักของแหล่งเงินทุนต่าง ๆ ตามโครงสร้าง

เงินทุนของกิจการ การคำนวณหาต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก สามารถหาได้ตามสูตรที่แสดงดังต่อไปนี้

$$WACC = w_d k_d + w_p k_p + w_s k_s$$

โดย WACC = ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (%)

$w_d$  = สัดส่วนของหนี้สิน

$k_d$  = ต้นทุนของหนี้สิน (%)

$w_p$  = สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิ

$k_p$  = ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (%)

$w_s$  = สัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ส่วนของผู้ถือหุ้น)

$k_s$  = ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ส่วนของผู้ถือหุ้น) (%)

#### การคำนวณหาสัดส่วนของต้นทุนของเงินทุน

$$\begin{aligned} \text{สัดส่วนของต้นทุน} & & & \text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} \\ \text{หนี้สิน} & = & \frac{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว}}{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}} \\ (w_d) & & & \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{สัดส่วนของต้นทุนหุ้น} & & & \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} \\ \text{บุริมสิทธิ} & = & \frac{\text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ}}{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}} \\ (w_p) & & & \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{สัดส่วนของต้นทุนส่วน} & & & \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ} \\ \text{ของผู้ถือหุ้น } (w_s) & = & \frac{\text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}}{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}} \end{aligned}$$

### 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 3.1 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง และ โครงสร้างเงินทุน

ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของคุณลักษณะผู้บริหารสูงสุด (CEO) ที่มีต่อพฤติกรรมการลงทุนและการจัดหาเงินทุนของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เก็บข้อมูลตัวอย่างระหว่างปี พ.ศ. 2544 - พ.ศ. 2548 โดยแบ่งคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดออกเป็น 3 ด้าน ได้แก่ ด้านชีวประวัติ ด้านเครือข่าย และด้านแรงจูงใจ โดยใช้ทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูง ทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร และทฤษฎีตัวแทน โดยตัวชี้วัดคุณลักษณะของผู้บริหาร ได้แก่ ด้านชีวประวัติ ประกอบด้วย เพศ อายุ การศึกษา ประสบการณ์จากต่างประเทศ ความเชี่ยวชาญด้านการเงิน ในด้านเครือข่ายของผู้บริหารสูงสุด วัดจาก การมีเครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารสูงสุด และด้านแรงจูงใจ ประกอบด้วย ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง สัดส่วนการถือหุ้น การเป็นสมาชิกของตระกูลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การศึกษาครั้งนี้พบว่า ผู้บริหารสูงสุดที่มีวุฒิการศึกษาระดับปริญญาโท มีความเชี่ยวชาญทางการเงิน มีประสบการณ์จากต่างประเทศ และมีความสัมพันธ์ทางการเมือง มีสัดส่วนมากกว่าผู้บริหารสูงสุดที่มาจากตระกูลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และพบว่า ผู้บริหารสูงสุดที่เป็นสมาชิกของตระกูลผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีอายุการทำงานและสัดส่วนความเป็นเจ้าของที่มากกว่า และยังมีภารกิจที่มากกว่า ซึ่งอาจทำไปเพื่อการดำรงอำนาจการควบคุมบริษัทของตระกูล ผู้วิจัยยังพบว่า สัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้บริหารเท่านั้นที่มีผลในทิศทางเดียวกันกับค่าใช้จ่ายในการลงทุน ซึ่งตีความได้ว่าการถือหุ้นของผู้บริหารจะเพิ่มแรงจูงใจในการสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสูงสุด ซึ่งผลการวิจัยนี้เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน โครงสร้างคณะกรรมการส่งผลในทางตรงกันข้ามต่อค่าใช้จ่ายในการลงทุน และตามทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูง พบว่า การศึกษาของผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการเลือกกลยุทธ์ของบริษัท ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารที่มีการศึกษาในระดับปริญญาโทและเอก เลือกที่จะถือหุ้นในระดับสูง และอ้างอิงจากทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร พบว่า ผู้บริหารสูงสุดที่มีเครือข่ายทางการเมืองสามารถกู้ยืมได้มากกว่าผู้บริหารที่ไม่มีเครือข่ายทางการเมือง ผู้วิจัยพบว่า คุณลักษณะด้านชีวประวัติและเครือข่ายทางการเมืองนั้นไม่ส่งผลต่อพฤติกรรมการลงทุนของบริษัท แต่ในทางกลับกันคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกลับส่งผลต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน

พิรดา ผดุงศิลป์ (2560) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด และปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจในเรื่องโครงสร้างเงินทุน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ สายการบินขนส่งผู้โดยสารทั่วโลกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวนทั้งหมด 105 ตัวอย่าง ใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Fixed effect panel regression โดยคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด ประกอบด้วย เพศ อายุ

ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง การศึกษา ประสบการณ์ทางด้านการตลาด ประสบการณ์ทางด้านการเงิน ประสบการณ์ทางด้านวิศวกร ประสบการณ์ทางด้านกฎหมาย โดยที่ตัวชี้วัดของผลการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราส่วนของเงินกู้ยืมต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนของเงินกู้ยืมต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้นรวมกับหนี้สินรวม ผลการวิจัยในครั้งนี้พบว่า ผู้บริหารที่จบการศึกษาระดับมหาบัณฑิตหลักสูตรการบริหารธุรกิจ (MBA) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการมีหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อตัวแปรเป็นอัตราส่วนเงินกู้ยืมต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (Book Leverage) ส่วนผู้บริหารที่เคยอยู่ฝ่ายการตลาดหรือฝ่ายกฎหมายพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการมีหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ และผู้บริหารที่เคยอยู่ฝ่ายผลิตมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการมีหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อตัวแปรตามคืออัตราส่วนเงินกู้ยืมต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (Market Leverage) ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ เพศ อายุ ประสบการณ์ทำงานด้านการเงิน และระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งพบว่าไม่พบความสัมพันธ์ต่อการมีหนี้สิน

ดวงนภา สุขะหุต และคณะ (2561) ได้ศึกษาถึงผลกระทบจากธรรมาภิบาลของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - พ.ศ. 2559 โดยใช้ทฤษฎีตัวแทนในการอธิบายผลของความสัมพันธระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่กับต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยงานวิจัยนี้ตัวแปรอิสระ คือ อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่ โดยวัดจาก การรวบรวมตำแหน่งประธานกรรมการ กับประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ตัวแปรกำกับ คือ ธรรมาภิบาล วัดจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรตาม คือ ต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการวิจัยพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่เกิดจากการควบตำแหน่งประธานกรรมการ และตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหารในคนเดียวกันนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และการวิจัยยังพบว่า ธรรมาภิบาลของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่า ธรรมาภิบาลของบริษัทมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารและต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อใช้การวิเคราะห์กลุ่มย่อยสำหรับบริษัทที่มีธรรมาภิบาลสูง ผลจากงานวิจัยพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีธรรมาภิบาลต่ำกว่า ผลจากงานวิจัยพบว่า อำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ผลจากงานวิจัยสรุปได้ว่า สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการควบรวมอำนาจระหว่างประธานเจ้าหน้าที่บริหารและประธานกรรมการจะทำให้องค์กรนั้นมีต้นทุนทางการเงินด้านการกู้ยืมสูง ดังนั้นถ้าองค์กรนั้นมีการปรับปรุงโครงสร้างการบริหารไม่ให้มีการควบรวมอำนาจระหว่างประธานเจ้าหน้าที่

บริหารและประธานกรรมการจะทำให้องค์กรนั้นสามารถลดต้นทุนทางการเงินด้านการกู้ยืมได้นอกจากนี้ ถ้าองค์กรมีประธานเจ้าหน้าที่บริหารที่มีการควบคุมอำนาจของประธานกรรมการและมีธรรมาภิบาลที่ไม่ดีด้วย ยิ่งทำให้ต้นทุนทางการเงินด้านการกู้ยืมมีเพิ่มมากขึ้น

ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2562) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ทั้งต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สิน กลุ่มตัวอย่างใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2554 - พ.ศ. 2558 จำนวนทั้งสิ้น 555 ตัวอย่าง โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ โดยตัวชี้วัดในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ การควบคุมตำแหน่งของประธานกรรมการและผู้บริหารสูงสุด การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท และสัดส่วนการถือหุ้นของคณะกรรมการและผู้บริหาร ส่วนตัวชี้วัดของต้นทุนของเงินทุน ประกอบด้วย ต้นทุนของเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น คำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราส่วนกำไรต่อราคา (Earnings-Price Ratio) ของแต่ละบริษัท และค่ามัธยฐาน (Median) ของอัตราส่วนกำไรต่อราคาในแต่ละอุตสาหกรรม ส่วนต้นทุนของหนี้สิน คำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทในแต่ละปี ส่วนด้วยค่าเฉลี่ยของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยระหว่างปี โดยผลการวิจัยพบว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของหนี้สิน แต่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่า การกำกับดูแลกิจการสามารถลดต้นทุนของหนี้สินลงได้ แต่ไม่สามารถช่วยให้ต้นทุนของผู้ถือหุ้นให้ลดลงได้ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท พบความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนหนี้สินแต่ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของผู้ถือหุ้น ขนาดของคณะกรรมการอิสระ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อต้นทุนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน ส่วนการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งต่อต้นทุนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนของหนี้สิน และการควบคุมตำแหน่งของประธานบริษัทและผู้บริหารสูงสุดนั้น มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สิน

### 3.2 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง และ ผลการดำเนินงานของกิจการ

ไพ ศุภวรรณ (2556) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2552 - พ.ศ. 2555 ตัวชี้วัดในเรื่องของคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูง ได้แก่ ระยะเวลาที่ผู้บริหารระดับสูงดำรงตำแหน่งในองค์กร อายุของผู้บริหารระดับสูง ระดับการศึกษา การดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานบริษัท เครือข่ายทางสังคม และ ผู้บริหารระดับสูงที่เป็นผู้ก่อตั้ง โดยสิ่งที่แตกต่างจาก

งานวิจัยที่ได้ทบทวน คือ ผู้วิจัยวัดเครือข่ายสังคม โดยการใช้โปรแกรม Ucinet ในการคำนวณ เครือข่ายทางสังคมของผู้บริหารระดับสูง ส่วนตัวแปร คือ ผลการดำเนินงานของกิจการทางด้านการตลาด วัดจากค่า Tobin' s Q และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ ผลการดำเนินงานของกิจการทางด้านบัญชี วัดจาก อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) ผลการวิจัยพบว่า การดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานบริษัท และผู้บริหารที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับค่า Tobin' s Q แต่การดำรงตำแหน่งควบคู่กับประธานบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ แสดงว่าหากผู้บริหารระดับสูงมีการควบรวมตำแหน่งเป็นประธานบริษัทจะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้น ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารระดับสูงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด แต่การมีผู้บริหารระดับสูงที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด และพบว่าอายุของผู้บริหารระดับสูงและผู้บริหารระดับสูงที่เป็นผู้ก่อตั้งบริษัทจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น

ภิญญาพาพิชญ์ ชัยจรัสเจริญลาภ (2558) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด (CEO) และผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) โดยรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ ระหว่างปี พ.ศ. 2552 - พ.ศ. 2557 โดยรวบรวมจากรายงานข้อมูลประจำปี แบบ 56-1 รายงานทางการเงินจากฐานข้อมูลระบบ SETSMART เว็บไซต์ของบริษัท และเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์ โดยสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือ การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ผู้วิจัยได้แบ่งคุณลักษณะของผู้บริหารออกเป็น 3 ด้าน ได้แก่ คุณลักษณะด้านบุคคล (เพศ อายุ การศึกษา ประสบการณ์การศึกษาจากต่างประเทศ ความเชี่ยวชาญทางด้านการเงิน) คุณลักษณะด้านเครือข่ายทางการเมือง (เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารสูงสุด เครือข่ายทางการเมืองของคณะกรรมการบริษัท เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารสูงสุดและคณะกรรมการบริษัท) และคุณลักษณะด้านแรงจูงใจ (ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท การเป็นตัวแทนสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด) โดยผลการดำเนินงานของกิจการวัดจากอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิของบริษัท โดยผลการวิจัยพบว่า อายุของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิของบริษัท โดยผู้วิจัยได้อธิบายว่า เนื่องจากผู้บริหารที่เป็นคนสมัยใหม่ และอายุน้อยจะมีแนวคิดในการบริหารจัดการที่ทันสมัย กล้าที่จะเสี่ยงมากขึ้น และเลือกลงทุนในโครงการที่จะได้รับผลตอบแทนสูง ซึ่งจะทำให้บริษัทแบกรับความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น พบว่าคุณลักษณะของผู้บริหารด้านแรงจูงใจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยที่ สัดส่วนการถือครองหุ้นสามัญบริษัทของผู้บริหารสูงสุดและการเป็นตัวแทนสมาชิกในครอบครัว

ของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิ คือคุณลักษณะด้านส่วนบุคคล ได้แก่ อายุ ประสบการณ์การศึกษาในต่างประเทศ คุณลักษณะด้านแรงจูงใจ ได้แก่ สัดส่วนการถือครองหุ้นของบริษัทของผู้บริหารสูงสุด และคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิของบริษัท คือคุณลักษณะด้านแรงจูงใจ ได้แก่ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง การเป็นตัวแทนสมาชิกในครอบครัวของผู้บริหารสูงสุด

อนุวัฒน์ ภัคดี (2561) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของคุณลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลบริษัทตั้งแต่ พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2559 จำนวนทั้งสิ้น 1,180 ตัวอย่าง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ในการศึกษาครั้งนี้ คือการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) สำหรับคุณลักษณะของคณะกรรมการที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ คณะกรรมการต่างชาติ คณะกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีและการเงิน คณะกรรมการเพศหญิง และคณะกรรมการที่จบการศึกษาระดับปริญญาเอก โดยที่ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานครั้งนี้ใช้ตัววัดผลการดำเนินงานทางการเงิน จะวัดด้วย ROA และตัววัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่าตลาด วัดค่าด้วย Tobin's Q ผลการวิจัยในการศึกษาครั้งนี้พบว่า คณะกรรมการ และคณะกรรมการเพศหญิงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้ามพบว่าคณะกรรมการจบการศึกษาระดับปริญญาเอก ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางลบ ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลผู้ถือหุ้นและนักลงทุนควรพิจารณาถึงคุณลักษณะเฉพาะของคณะกรรมการ ซึ่งอาจทำให้การปฏิบัติงานมีประสิทธิภาพเพื่อนำไปสู่การสร้างผลการดำเนินงานที่ดีและส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้อย่างยั่งยืน

### 3.3 ปัจจัยที่มีผลต่อต้นทุนของเงินทุน

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนของเงินทุน หรือโครงสร้างเงินทุน จะพบว่า มีปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนอยู่หลายปัจจัย ปัจจัยที่มีความสำคัญต่อต้นทุนของเงินทุน และมักจะใช้ในการศึกษา ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm size) ระดับการก่อหนี้ (Leverage) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return On Asset: ROA) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to book value) อัตราการเติบโต (Growth) และประเภทอุตสาหกรรม (Industry Group) ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้จะใช้เป็นตัวแปรควบคุม

### 3.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm size)

ขนาดของกิจการส่วนมากจะพบว่า หากบริษัทยังมีขนาดใหญ่ขึ้น ยิ่งจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนลดลง เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถที่จะเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ดีกว่า เจ้าหนี้จะมองว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ขึ้นจะมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ที่ต่ำ ทำให้สามารถกู้เงินได้มากขึ้น (พรพิสิษฐ์ ลำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์, 2561) และอาจจะทำให้ในการกู้แต่ละครั้งนั้นมีต้นทุนของหนี้สินที่น้อยลง เนื่องจากเจ้าหนี้มองว่ามีความเสี่ยงต่ำ และต้นทุนหนี้สินนี้ยังมีประโยชน์ในทางภาษี ดังนั้น จึงทำให้ต้นทุนของเงินทุนนั้นลดลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ ญัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2562) ที่พบว่าขนาดของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน แต่ในงานวิจัยของ ดวงนภา สุขะหุต และคณะ (2561) พบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้สิน โดยได้อธิบายว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ แต่มีผลการดำเนินงานที่ไม่มีประสิทธิภาพ หรือมีเครดิตที่ไม่ดีอาจทำให้ต้นทุนของหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นได้ นอกจากนี้ ขนาดของกิจการยังส่งผลต่อต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งพบว่า ขนาดของกิจการจะทำให้ต้นทุนของส่วนเจ้าของนั้นสูงขึ้น (ญัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2562; วรณรัตน์ ปณิธานธรรม และดลกนิศ เต็งอำนวย, 2559) และในงานวิจัยของ Bangmek Ratchaneeya, Yodbutr Arunee and Thanjunpong Sathaya (2018) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับการเปิดเผยข้อมูลความรับผิดชอบของผู้บริหารในรายงานทางการเงิน พบว่า ในส่วนของขนาดกิจการนั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของผู้ถือหุ้น และได้อธิบายว่า บริษัทขนาดใหญ่ต้องเผชิญกับการตรวจสอบข้อเท็จจริงสำหรับการเปิดเผยข้อมูลทางการเงินต่อสาธารณะมากขึ้น และเพื่อจะสนับสนุนมุมมองนี้นักลงทุนจะต้องติดตามการดำเนินการของฝ่ายบริหารอย่างใกล้ชิด ซึ่งก่อให้เกิดต้นทุนการตรวจสอบภายนอก เป็นผลทำให้ต้นทุนภายนอกต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบ ทำให้ต้นทุนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น

### 3.3.2 ระดับการก่อหนี้ (Leverage)

ระดับการก่อหนี้หากกิจการบริหารจัดการให้อยู่ในระดับที่ดีได้ การก่อหนี้จะเป็นประโยชน์ต่อกิจการได้ โดยการก่อหนี้หรือการกู้ยืมเงิน ต้นทุนของการกู้ยืมหรือที่เรียกว่าต้นทุนของหนี้สินนั้นสามารถนำมาหักในคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ แต่กิจการจะต้องคำนึงถึงต้นทุนอื่นที่จะตามมาด้วย คือ ต้นทุนการล้มละลาย ที่หากกิจการมีหนี้สินมากจะทำให้มีโอกาสเสี่ยงต่อการผิดชำระหนี้ได้มากขึ้น โดยงานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า ระดับการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของหนี้ กล่าวคือ เมื่อมีการก่อหนี้มากขึ้นต้นทุนของหนี้สินก็จะเพิ่มขึ้น (ญัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2562; ดวงนภา สุขะหุต และคณะ, 2561) นอกจากนี้ ระดับการก่อหนี้ยังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (วรณรัตน์ ปณิธานธรรม และดลกนิศ เต็งอำนวย, 2559) ซึ่งอาจเกิดจาก หากมี

การก่อหนี้เพิ่มขึ้นกิจการจะมีความเสี่ยงว่า ผู้บริหารจะตัดสินใจเคลื่อนย้ายความมั่งคั่งของเจ้าหนี้ไปยังผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ขึ้น (ปริยดา สุขเจริญ, 2561) และในงานวิจัยของ พรพิสิษฐ์ ลำพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561) พบว่า ระดับการก่อหนี้มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน กล่าวคือ เมื่อมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นต้นทุนของเงินทุนจะลดลงได้ สาเหตุอาจมาจากการกู้ยืมนั้นยังทำให้กิจการได้รับประโยชน์ในทางภาษีมากกว่าการเกิดต้นทุนล้มละลาย

### 3.3.3 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA)

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นว่ากิจการสามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ในกิจการให้เกิดประโยชน์ได้มากหรือน้อยเพียงใด ถ้าหากกิจการสามารถบริหารจัดการแล้วทำให้กำไรของกิจการสูงขึ้น ย่อมสามารถดึงดูดให้นักลงทุนมาลงทุนได้ และทำให้การกู้ยืมเพื่อนำมาลงทุนหรือใช้ในกิจการได้มากขึ้น ซึ่งตามทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย ต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้จะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร เนื่องจาก ต้นทุนตัวแทนภาษี และต้นทุนล้มละลาย เป็นปัจจัยที่ทำให้บริษัทนำมาบริหารจัดการได้ กล่าวคือ ต้นทุนของหนี้สินสามารถนำมาลดรายจ่ายทางภาษีได้ และเมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่มากขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนล้มละลายลดลง และบริษัทยังสามารถนำดอกเบี้ยมาลดค่าใช้จ่ายในทางภาษีได้ (จิราวัฒน์ แสงเป่า, 2559) ซึ่งย่อมจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าที่ลดลง

### 3.3.4 มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ (Market value to book value: MVBV)

มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ (MVBV) เป็นตัวชี้วัดด้านมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน โดยที่ ถ้าหากกิจการทำให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุดได้ก็จะทำให้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญมีค่าสูงที่สุด (พรพิสิษฐ์ ลำพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์, 2561) กล่าวคือ บริษัทใดมีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญสูง แสดงว่าบริษัทมีการบริหารจัดการในเรื่องของต้นทุนของเงินทุนได้ดี

### 3.3.5 อัตราการเติบโต (Growth)

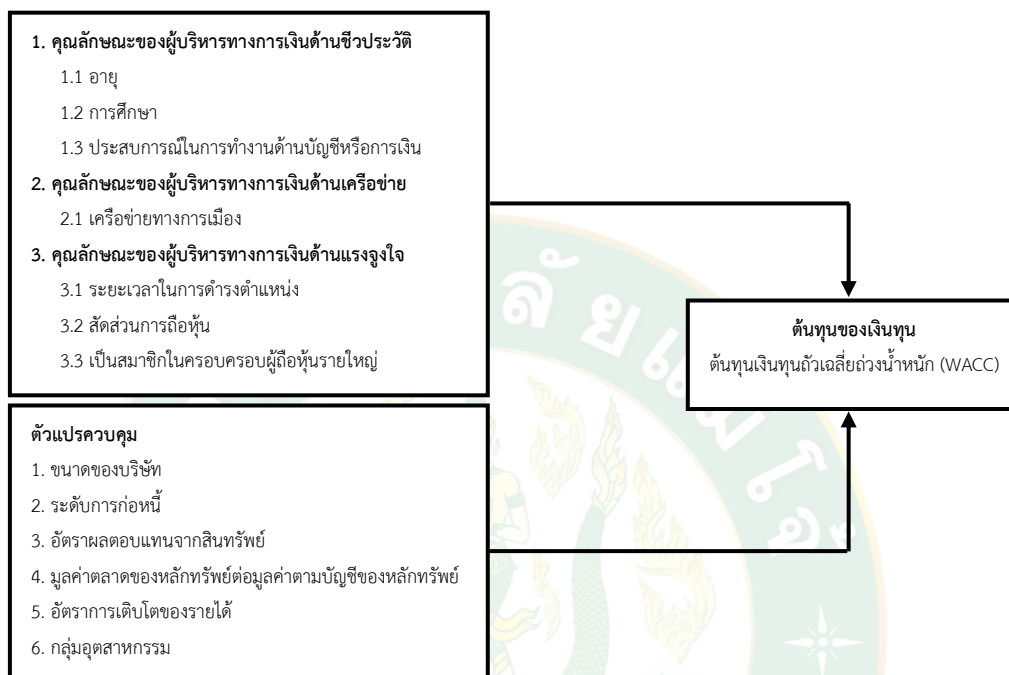
อัตราการเติบโต เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยธุรกิจที่มีอัตราการเติบโตสูงจะพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งภายนอก (โสธรญา เนืองกมุขพร และ ปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์, 2562) ซึ่งอาจเป็นผลทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนมีค่าสูงขึ้น จากงานวิจัยของ กานต์แก้ว กุลวานิช (2550) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนของเงินลงทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งพบว่า อัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือในเชิงบวกกับต้นทุนของเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

### 3.3.6 กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group)

ในงานวิจัยของ โสธรญา เนืองกมุขพร และ ปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์ (2562) ได้ระบุว่า กลุ่มอุตสาหกรรม หรือประเภทอุตสาหกรรม ผู้มีส่วนได้เสีย เช่น เจ้าหนี้ ผู้ถือหุ้น ของบริษัทที่มีการประกอบธุรกิจซึ่งมีผลกระทบต่อชุมชนและสิ่งแวดล้อม อาจจะมีการพิจารณากลยุทธ์และนโยบายของบริษัทในส่วนที่เกี่ยวข้องกับสังคมก่อนตัดสินใจลงทุน ดังนั้น อาจเป็นไปได้ว่า หากบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต้องเกี่ยวข้องกับสังคม ชุมชน หรือสิ่งแวดล้อม นักลงทุนอาจต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต จำเป็นผลทำให้ต้นทุนของเงินลงทุนมีค่าที่สูงขึ้นได้ ซึ่งในงานวิจัยของ โสธรญา เนืองกมุขพร และ ปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์ (2562) นี้ก็ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนของเงินลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และทรัพยากร มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินลงทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

## 4. กรอบแนวคิดและสมมติฐานงานวิจัย

### 4.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดงานวิจัย

### 4.2 สมมติฐานงานวิจัย

#### 4.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะด้านชีวิตประวัติของผู้บริหารทางการเงิน

#### และต้นทุนของเงินทุน

จากทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูงอธิบายว่า การตัดสินใจในการกำหนดกลยุทธ์ต่าง ๆ ของผู้บริหารระดับสูงจะมีความสัมพันธ์ หรือมีความเชื่อมโยงกับคุณลักษณะภูมิหลังของผู้บริหารระดับสูง ดังนั้น ผู้บริหารทางการเงินที่มีอายุ การศึกษา หรือประสบการณ์ที่แตกต่างกันออกไป ย่อมมีคุณลักษณะและพฤติกรรมที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการบริหารที่แตกต่างกัน จึงส่งผลให้การบริหารจัดการต้นทุนของเงินทุนนั้นแตกต่างกันด้วย

**สมมติฐานที่ 1** คุณลักษณะด้านชีวิตประวัติของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับ ต้นทุนของเงินทุน

จากทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูงที่ได้อธิบายไว้ข้างต้น อายุของผู้บริหารจะมีความสัมพันธ์ต่อการบริหารจัดการ โดยที่อายุจะมีผลกับพฤติกรรมการเรียนรู้ ความกล้าได้กล้าเสีย หรือความคาดหวังที่แตกต่างกัน ซึ่งจะส่งผลต่อการตัดสินใจในการดำเนินงานของผู้บริหาร ซึ่งผู้บริหารที่มีอายุมากมักจะหลีกเลี่ยงการบริหารที่มีความเสี่ยงต่อความมั่นคงของตน การศึกษาครั้งนี้จึงคาดว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีอายุมากกว่าจะมีการบริหารจัดการในการจัดหาเงินทุนโดยทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนที่มีค่าต่ำได้มากกว่าผู้บริหารทางการเงินที่มีอายุน้อยกว่า

### **สมมติฐานที่ 1.1 อายุของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน**

และตามทฤษฎีภาวะผู้นำระดับสูงในเรื่องของการศึกษา การศึกษาสามารถทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรม หรือมีดุลยพินิจในการตัดสินใจ มุมมองการแก้ไขสถานการณ์ต่าง ๆ การพัฒนาองค์กร และการรับนวัตกรรมใหม่ ๆ เข้ามาที่แตกต่างกัน หรือมีวิธีการบริหารจัดการที่แตกต่างกัน โดยผู้บริหารจะเน้นในด้านที่ตัวผู้บริหารเองมีความสนใจ มีความรู้ความเข้าใจ และความเชี่ยวชาญ การศึกษาในครั้งนี้จึงคาดว่า ผู้บริหารทางการเงินที่จบการศึกษาทางด้านการเงิน หรือการบัญชี จะจัดหาเงินทุนโดยทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนที่มีค่าต่ำได้มากกว่า ผู้บริหารทางการเงินที่จบการศึกษาในด้านอื่น ๆ

### **สมมติฐานที่ 1.2 ผู้บริหารทางการเงินที่จบการศึกษาด้านบัญชีหรือการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน**

นอกจากนั้นประสบการณ์ในการทำงานของผู้บริหารที่แตกต่างกันจะส่งผลกระทบต่อการบริหารจัดการ หรือการตัดสินใจในการเลือกใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน โดยขึ้นอยู่กับว่าผู้บริหารนั้นเคยทำงาน หรือเคยมีประสบการณ์ในส่วนงานไหนมาก่อน และในการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาผู้บริหารทางการเงินที่ต้องบริหารจัดการในเรื่องของการจัดหาเงินทุน ดังนั้น จึงคาดว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีประสบการณ์ในการทำงานในด้านบัญชีและการเงินจะมีการบริหารจัดการต้นทุนของเงินทุนได้ดีกว่า ผู้บริหารทางการเงินที่ไม่มีประสบการณ์โดยตรงทางด้านบัญชีและการเงิน

### **สมมติฐานที่ 1.3 ผู้บริหารทางการเงินที่เคยมีประสบการณ์ในการทำงานด้านบัญชีหรือการเงินมาก่อนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน**

#### 4.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของ

##### เงินทุน

จากทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากร อธิบายว่า เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของบริษัท บริษัทจะต้องพยายามปรับตัวให้เข้ากับสิ่งแวดล้อม เพื่อให้บริษัทสามารถเข้าถึงและใช้ทรัพยากรที่ต้องการได้ โดยหากผู้บริหารทางการเงินนั้นมีการเชื่อมต่อกับเครือข่ายมากเท่าไรอาจทำให้ได้รับข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อธุรกิจของตนมากขึ้น หรือได้รับโอกาสในการเข้าถึงทรัพยากรที่ผู้บริหารทางการเงินต้องการมากขึ้นรวมถึงในเรื่องของการจัดหาเงินทุน ซึ่งอาจทำให้การจัดหาเงินทุนเข้ามาในองค์กรนั้นมีต้นทุนของเงินทุนที่ลดลง

##### สมมติฐานที่ 2 คุณลักษณะด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน

การที่ธุรกิจจะอยู่รอด หรือดำเนินกิจการได้จำเป็นที่จะต้องพึ่งพาทรัพยากรจากภายนอกด้วย ตามทฤษฎีการพึ่งพาทรัพยากรที่กล่าวไว้ข้างต้น การที่บริษัทสามารถเข้าถึงและใช้ทรัพยากรที่ต้องการใช้ได้ง่ายขึ้นจะทำให้บริษัทเกิดความได้เปรียบกว่าบริษัทอื่น โดยการศึกษาครั้งนี้มองว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีเครือข่ายทางการเมืองอาจทำให้ได้รับหรือเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนหรือจัดหาเงินทุนได้ง่ายมากขึ้น เช่น ผู้บริหารทางการเงินอาจสามารถกู้ยืมเงินได้มากขึ้นโดยที่มีต้นทุนของการกู้ยืมที่น้อยลง ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าลดลง จึงคาดว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีเครือข่ายทางการเมืองจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน โดยทำให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าลดลง

##### สมมติฐานที่ 2.1 ผู้บริหารทางการเงินที่มีเครือข่ายทางการเมืองมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน

#### 4.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของ

##### เงินทุน

จากทฤษฎีตัวแทน อธิบายว่า การให้ผลตอบแทนที่สามารถจูงใจตัวแทนได้ จะช่วยลดการเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ แรงจูงใจในการทำงานจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ทำให้ผู้บริหารทางการเงินมีความตั้งใจในการทำงาน บริหารงานอย่างเต็มกำลังความสามารถมากขึ้นเพื่อให้ได้มาซึ่งผลตอบแทนที่จะได้รับ ดังนั้น หากผู้บริหารทางการเงินมีแรงจูงใจในการทำงาน จะทำให้การบริหารจัดการนั้นเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุด ซึ่งจะส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนด้วย

##### สมมติฐานที่ 3 คุณลักษณะด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน

ปัญหาที่เกิดจากตัวแทนผู้ถือหุ้นสามารถลดปัญหานี้ลงได้ โดยการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารทางการเงิน ซึ่งตามทฤษฎีตัวแทนแรงจูงใจจะทำให้ตัวการและตัวแทนมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่ลดลง ทำให้การบริหารงานของผู้บริหารทางการเงินมีความสอดคล้องไปกับความต้องการของผู้ถือหุ้น ปัจจัยที่ถือเป็นแรงจูงใจนั้นคือ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง โดยที่หากผู้บริหารทางการเงินมีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งที่นาน ผู้บริหารทางการเงินยิ่งต้องแสดงให้เห็นถึงความเชี่ยวชาญ และการบริหารจัดการที่ดี และระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งที่นานก็มีผลต่อค่าตอบแทนที่ผู้บริหารทางการเงินจะได้รับ จึงคาดว่า ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินจะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าที่ลดลง

### **สมมติฐานที่ 3.1 ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน**

นอกจากนี้การให้ผู้บริหารทางการเงินได้มีส่วนร่วมในการถือครองหุ้นของกิจการ ก็จะทำให้ความสนใจของผู้บริหารทางการเงินมีความสอดคล้อง หรือไปในทิศทางเดียวกันกับผู้ถือหุ้นมากขึ้น การศึกษาครั้งนี้มองว่า หากผู้บริหารทางการเงินมีส่วนร่วมในการถือครองหุ้นของกิจการมากเท่าไร ก็จะส่งผลต่อการบริหารจัดการ หรือการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนให้กับกิจการ โดยที่ผู้บริหารทางการเงินจะมีการบริหารจัดการจัดหาเงินทุนโดยให้เกิดต้นทุนของเงินทุนน้อยที่สุด ตามแนวคิดต้นทุนของเงินทุน คือ มูลค่ากิจการจะสูงขึ้นจะต้องทำให้ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุนต่ำที่สุด

### **สมมติฐานที่ 3.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน**

และการที่ผู้บริหารทางการเงินซึ่งเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะทำให้มีแรงจูงใจในเรื่องของการบริหารงานเพื่อการดำรงอำนาจในการควบคุมบริษัทของตระกูล ซึ่งส่งผลต่อพฤติกรรมในการจัดหาเงินทุนด้วย โดยอาจทำให้มีการจัดหาเงินจากการกู้ยืมมากขึ้น ทำให้ต้นทุนของหนี้สินสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ตามทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย ทำให้ผู้วิจัยคาดว่า ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะมีการบริหารจัดการจัดหาเงินทุนโดยทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนน้อยที่สุด แม้จะมีการก่อหนี้ที่มาก และทำให้เกิดต้นทุนของหนี้สินสูง แต่ต้นทุนที่เกิดขึ้นนั้นยังได้รับผลประโยชน์จากทางภาษีอยู่ทำให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าที่ลดลง

### **สมมติฐานที่ 3.3 ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อต้นทุนของเงินทุน**

### บทที่ 3

#### ระเบียบวิธีการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งศึกษาประเด็นความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุน เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) วิธีการเก็บข้อมูลเป็นแบบภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Research) คือ การเก็บรวบรวมข้อมูลเพียงครั้งเดียว ณ ช่วงเวลาหนึ่ง แล้วนำข้อมูลนั้นมาวิเคราะห์ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ที่เก็บข้อมูลมา

#### 1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

##### 1.1 ประชากรที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยจะเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2561 (ระยะเวลา 3 ปี) จำนวนทั้งหมด 443 ตัวอย่าง ทั้งนี้จะไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งได้แก่ ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีหน่วยงานควบคุมดูแล เฉพาะ และมีโครงสร้างทางการเงิน โครงสร้างทางธุรกิจ และกฎหมายที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น และไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือเป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

##### 1.2 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

จากที่กล่าวมาข้างต้น ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ประกอบด้วย 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค ธุรกิจการเงิน สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ทั้งหมดมีจำนวนทั้งสิ้น 443 ตัวอย่าง ซึ่งได้ตัดข้อมูลของอุตสาหกรรมประเภทธุรกิจการเงินออกไป ทำให้ได้ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 419 ตัวอย่าง และทำการตัดข้อมูลของบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน หรือเป็นบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนออก ดังนั้น ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีทั้งสิ้น 324 ตัวอย่าง โดยได้สรุปตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยไว้ในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตารางแสดงจำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่าง
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	28
สินค้าอุปโภคบริโภค	30
ธุรกิจการเงิน	24
สินค้าอุตสาหกรรม	107
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	60
ทรัพยากร	40
บริการ	122
เทคโนโลยี	32
<b>รวม ประชากรทั้งหมด</b>	<b>443</b>
ตัด ธุรกิจการเงิน	24
ตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสมบูรณ์	95
<b>รวม ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา</b>	<b>324</b>

(ที่มา: www.setsmart.com)

### 1.3 แหล่งข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษานี้ใช้วิธีการศึกษาโดยการประมวลข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงในอดีต (Empirical Archival Research) เก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยข้อมูลในส่วนของคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินนั้น สามารถรวบรวมได้จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี ของแต่ละบริษัท ซึ่งรวบรวมได้จากเว็บไซต์ของสำนักงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเว็บไซต์ของแต่ละบริษัทที่ได้ทำการศึกษา สำหรับข้อมูลที่จะใช้ในการคำนวณต้นทุนของเงินทุน ได้รวบรวมจากเว็บไซต์ SETSMART (SET Marketing Analysis and Reporting Tool) ซึ่งข้อมูลในเว็บไซต์จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเว็บไซต์ของสำนักงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th)

## 2. ตัวแบบหรือสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน ตามที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ โดยใช้การทดสอบแบบการวิเคราะห์เชิงพหุคูณ (Multiple Regression) โดยมีสมการเชิงเส้น ดังนี้

$$\begin{aligned} WACC_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AGE_{i,t} + \beta_2 EDU_{i,t} + \beta_3 FUNC_{i,t} + \beta_4 POL_{i,t} + \beta_5 TEN_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} + \beta_7 FAM_{i,t} \\ & + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} MVBV_{i,t} + \beta_{12} GROWTH_{i,t} + \beta_{13} AGRO_{i,t} \\ & + \beta_{14} CONS_{i,t} + \beta_{15} IND_{i,t} + \beta_{16} PROP_{i,t} + \beta_{17} RES_{i,t} + \beta_{18} SER_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

โดยที่

$WACC_{i,t}$	= ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ของบริษัท i ปีที่ t
$AGE_{i,t}$	= อายุของผู้บริหารทางการเงิน ของบริษัท i ปีที่ t
$EDU_{i,t}$	= การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน ของบริษัท i ปีที่ t
$FUNC_{i,t}$	= ประสบการณ์ในการทำงานด้านบัญชีหรือการเงินของผู้บริหารทางการเงิน ของบริษัท i ปีที่ t
$POL_{i,t}$	= เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน ของบริษัท i ปีที่ t
$TEN_{i,t}$	= ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน ของบริษัท i ปีที่ t
$OWN_{i,t}$	= สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน ของบริษัท i ปีที่ t
$FAM_{i,t}$	= ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ของบริษัท i ปีที่ t
$SIZE_{i,t}$	= ขนาดของกิจการ ของบริษัท i ปีที่ t
$LEV_{i,t}$	= ระดับการก่อหนี้ ของบริษัท i ปีที่ t
$ROA_{i,t}$	= อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ของบริษัท i ปีที่ t
$MVBV_{i,t}$	= มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีของหลักทรัพย์ ของบริษัท i ปีที่ t
$GROWTH_{i,t}$	= อัตราการเติบโตของรายได้ ของบริษัท i ปีที่ t
$AGRO_{i,t}$	= บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ของบริษัท i ปี ที่ t
$CONS_{i,t}$	= บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ของบริษัท i ปีที่ t
$IND_{i,t}$	= บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ของบริษัท i ปีที่ t

- $PROP_{i,t}$  = บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ของบริษัท  $i$  ปีที่  $t$   
 $RES_{i,t}$  = บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ของบริษัท  $i$  ปีที่  $t$   
 $SER_{i,t}$  = บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ของบริษัท  $i$  ปีที่  $t$

### 3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

#### 3.1 ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยในครั้งนี้ คือ คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน โดยแบ่งคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินเป็น 3 ด้าน ได้แก่

**3.1.1 คุณลักษณะด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงิน** ตัวชี้วัด คือ อายุของผู้บริหารทางการเงิน (AGE) การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน (EDU) และประสบการณ์ทำงานด้านบัญชีหรือการเงินของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC)

**อายุของผู้บริหารทางการเงิน (AGE)** วัดจาก อายุของผู้บริหารทางการเงินในปีที่ทำการเก็บข้อมูล (ปี)

**การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน (EDU)** ใช้ตัวแปรหุ่นในการวัดโดยหากผู้บริหารทางการเงินจบการศึกษาด้านการบัญชีหรือการเงินจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขไม่มีค่าเป็น 0

**ประสบการณ์ทำงานด้านบัญชีหรือการเงิน (FUNC)** วัดจาก ระยะเวลาที่ผู้บริหารทางการเงินทำงานอยู่ในแผนกบัญชี หรือการเงินมาก่อนที่จะมาดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารทางการเงินในบริษัท (ปี)

**3.1.2 คุณลักษณะด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงิน** ตัวชี้วัด คือ เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน (POL)

**เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน (POL)** ใช้ตัวแปรหุ่นในการวัดโดยจะมีค่าเป็น 1 หากผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับบุคคลที่ทำงานด้านการเมือง (ส.ส. ส.ว. ส.น.ช. หรือรัฐมนตรี) ที่ยังดำรงตำแหน่งในแต่ละปีโดยดูจากนามสกุล นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0

**3.1.3 คุณลักษณะด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงิน** ตัวชี้วัด คือ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน (OWN) และผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (FAM)

ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) วัดจาก ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินในบริษัทนับตั้งแต่ดำรงตำแหน่ง (ต่อเนื่อง) (ปี)

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน (OWN) วัดจาก หุ้นของบริษัทที่ ผู้บริหารทางการเงินถือครองอยู่หารด้วยหุ้นของบริษัททั้งหมด

ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (FAM) ใช้ตัวแปร หุ่นในการวัดโดยหากผู้บริหารทางการเงินเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 อันดับแรก โดยดูจากนามสกุล หรือความสัมพันธ์ที่เปิดเผยในรายงานประจำปี จะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจาก เงินไขเป็น 0

### 3.2 ตัวแปรตาม

ตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) โดยตัวชี้วัดของ ต้นทุนของเงินทุน ได้แก่ ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ซึ่งขั้นตอนหรือสูตรในการคำนวณ มีดังต่อไปนี้

$$WACC = w_d k_d + w_p k_p + w_s k_s$$

โดย	WACC	=	ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (%)
	$w_d$	=	สัดส่วนของหนี้สิน
	$k_d$	=	ต้นทุนของหนี้สิน (%)
	$w_p$	=	สัดส่วนของหุ้นบุริมสิทธิ
	$k_p$	=	ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (%)
	$w_s$	=	สัดส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ส่วนของผู้ถือหุ้น)
	$k_s$	=	ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ส่วนของผู้ถือหุ้น) (%)

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณหาต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) ซึ่งคำนวณได้ ดังต่อไปนี้

$$k_d = \text{อัตราดอกเบี้ย} (1-t)$$

โดย	$k_d$	=	ต้นทุนของหนี้สิน (หลังภาษี) (%)
	$t$	=	อัตราภาษีเงินได้ (%)

**ขั้นตอนที่ 2** คำนวณหาต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (Cost of Preferred stock) ซึ่งคำนวณได้ดังต่อไปนี้

$$k_p = \frac{D_p}{P_p}$$

โดย  $k_p$  = ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (%)  
 $D_p$  = เงินปันผลจ่ายของหุ้นบุริมสิทธิ (บาทต่อหุ้น)  
 $P_p$  = ราคาขายของหุ้นบุริมสิทธิ (บาทต่อหุ้น)

**ขั้นตอนที่ 3** คำนวณหาต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (cost of common equity) ในการวิจัยนี้ใช้การคำนวณด้วยแบบจำลองในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยง และอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง บวกด้วยส่วนชดเชยความเสี่ยงตามระดับค่าเบต้าของหุ้นนั้น ๆ สูตรในการคำนวณ คือ

$$k_s = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

โดย  $k_s$  = ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (ส่วนของผู้ถือหุ้น) (%)  
 $r_f$  = อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (%)  
 $r_m$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด (%)  
 $\beta$  = ค่าเบต้า

**ขั้นตอนที่ 4** คำนวณหาสัดส่วนต้นทุนของเงินทุนของแต่ละแหล่ง โดย

$$\text{สัดส่วนของต้นทุนหนี้สิน (} w_d \text{)} = \frac{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว}}{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}}$$

$$\text{สัดส่วนของต้นทุนหุ้นบุริมสิทธิ (} w_p \text{)} = \frac{\text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ}}{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}}$$

$$\text{สัดส่วนของต้นทุน} = \frac{\text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}}{\text{มูลค่าของหนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิ} + \text{มูลค่าของหุ้นสามัญ}}$$

ส่วนของผู้ถือหุ้น ( $w_s$ )

**ขั้นตอนที่ 5** คำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน ซึ่งได้จากสมการที่ได้กล่าวไว้ในตอนต้น คือ

$$WACC = w_d k_d + w_p k_p + w_s k_s$$

### 3.3 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZE) ระดับการก่อหนี้ (LEV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีหลักทรัพย์ (MVBV) อัตราการเติบโตของรายได้ (GROWTH) และกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group)

**3.3.1 ขนาดของกิจการ (SIZE)** วัดจากลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัท

**3.3.2 ระดับการก่อหนี้ (LEV)** วัดจากอัตราส่วนหนี้รวมต่อสินทรัพย์รวม หาจาก

$$LEV = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

**3.3.3 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)** หาจาก

$$ROA = \frac{\text{กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี}}{\text{(สินทรัพย์สิ้นงวดปีก่อนหน้า + สินทรัพย์สิ้นงวดปีปัจจุบัน)}}$$

### 3.3.4 มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีหลักทรัพย์ (MVBV) หาจาก

$$\text{MVBV} = \frac{\text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญต่อหุ้น}}{\text{ราคาตามบัญชีของหุ้นสามัญต่อหุ้น}}$$

### 3.3.5 อัตราการเติบโตของรายได้ (GROWTH) หาจาก

$$\text{GROWTH} = \frac{(\text{รายได้ขั้นต้นปีก่อน}-\text{รายได้ขั้นต้นปีปัจจุบัน})}{\text{รายได้ปีปัจจุบัน}}$$

### 3.3.6 กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group) ใช้ตัวแปรหุ่นโดย

AGRO	=	หากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0
CONS	=	หากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0
IND	=	หากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0
PROP	=	หากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0
RES	=	หากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0
SER	=	หากบริษัทเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการจะมีค่าเป็น 1 นอกเหนือจากเงื่อนไขเป็น 0

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น และจากการตั้งสมมติฐาน (อยู่ในบทที่ 2) สามารถสรุปรายละเอียดของตัวแปรต่าง ๆ และทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และต้นทุนของเงินทุนได้ ดังตารางต่อไปนี้

**ตารางที่ 2 ตารางแสดงตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง**

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ที่ คาดหวัง	อ้างอิง
<b>ตัวแปรตาม</b>		
ต้นทุนของเงินทุน (WACC)		
<b>ตัวแปรอิสระ</b>		
<b>คุณลักษณะด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงิน</b>		
อายุ (AGE)	เชิงลบ	- จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลว์ส (2555) - Carlsson and Karlsson (1970) - Yim (2013)
การศึกษา (EDU)	เชิงลบ	- จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลว์ส (2555) - Channon (1979) - Stanworh and Giddens (1974)
ประสบการณ์การทำงานด้านบัญชีและการเงิน (FUNC)	เชิงลบ	- Dear and Simon (1958) - Hambrick and Mason (1984)
<b>คุณลักษณะด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงิน</b>		
เครือข่ายทางการเมือง (POL)	เชิงลบ	- จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลว์ส (2555) - Siegel (2007)
<b>คุณลักษณะด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงิน</b>		
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง (TEN)	เชิงลบ	- จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลว์ส (2555) - Hermalin and Weisbach (1991)
สัดส่วนการถือหุ้น (OWN)	เชิงลบ	- จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลว์ส (2557) - Malmendier and Tate (2005)
ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (FAM)	เชิงลบ	- จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลว์ส (2555) - ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์ (2562)

ตารางที่ 2 ตารางแสดงตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (ต่อ)

ตัวแปร	ทิศทาง ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง	อ้างอิง
<b>ตัวแปรควบคุม</b>		
ขนาดของกิจการ (SIZE)	เชิงลบ	- พรพิสิษฐ์ ล้ำเพาพงศ์ และ มนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561) - ณัฐชา อัดตพลพิทักษ์ (2562) - วรณรัตน์ ปณิธานธรรม และดลกนิศ เต็งอำนาจ (2559)
ระดับการก่อหนี้ (LEV)	เชิงลบ	- จิราวัฒน์ แสงเป้า (2559)
อัตราผลตอบแทนจากทรัพย์สิน (ROA)	เชิงลบ	- พรพิสิษฐ์ ล้ำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561)
มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV)	เชิงลบ	- พรพิสิษฐ์ ล้ำเพาพงศ์ และมนตรี โสคติยานุรักษ์ (2561)
อัตราการเติบโตของรายได้ (GROWTH)	เชิงบวก	- โสธญา เนื่องกมลพร และปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์ (2562)
กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Group)	มี ความสัมพันธ์	- โสธญา เนื่องกมลพร และปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์ (2562)

#### 4. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้อธิบายลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล โดยใช้ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) อธิบายข้อมูลที่เป็นเชิงปริมาณ ค่าความถี่ (Frequencies) และค่าร้อยละ (Percentage) อธิบายข้อมูลที่เป็นเชิงคุณภาพ

#### 4.2 สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistics)

##### 4.2.1 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis)

เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร เพื่อตรวจสอบระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ

##### 4.2.2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis)

เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน และปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนของเงินทุน โดยจะพิจารณาสมมติฐานจากค่า t-test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 และพิจารณาทิศทางความสัมพันธ์จากค่า Coefficient

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์คือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ในช่วงปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลา 3 ปี ซึ่งได้ทำการเก็บข้อมูลของบริษัททุกประเภท อุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน และบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการทำงานวิจัยไม่ครบถ้วน ซึ่งการวิเคราะห์ผลการศึกษาก็จะทำการวิเคราะห์เป็นข้อมูลรวมทั้ง 3 ปี โดยแบ่งส่วนของการวิเคราะห์ออกเป็น 3 ส่วน ดังต่อไปนี้

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)
2. การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis)
3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis)

#### 1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

เป็นการวิเคราะห์โดยอธิบายลักษณะทั่วไปของตัวแปรต่าง ๆ ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น โดยตัวแปรที่เป็นเชิงคุณภาพ ค่าทางสถิติที่ใช้อธิบาย คือ ค่าความถี่ (Frequencies) และค่าร้อยละ (Percentage) ในส่วนของตัวแปรที่เป็นเชิงปริมาณ ค่าทางสถิติที่ใช้อธิบาย คือ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) มาทำการอธิบายข้อมูล ซึ่งผลการวิเคราะห์ค่าทางสถิติมีผล ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 ตารางแสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระเชิงคุณภาพ (คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน)

Variable	Frequencies	Percent
<b>คุณลักษณะผู้บริหารทางการเงิน</b>		
<b>ด้านชีวประวัติ</b>		
การศึกษา (EDU)	272	83.95
<b>ด้านเครือข่าย</b>		
เครือข่ายทางการเมือง (POL)	3	0.93
<b>ด้านแรงจูงใจ</b>		
การเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (FAM)	127	39.20

ตารางที่ 4 ตารางแสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุมเชิงคุณภาพ (กลุ่มอุตสาหกรรม)

Variable	Frequencies	Percent
<b>กลุ่มอุตสาหกรรม</b>		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	20	6.17
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONS)	29	8.95
สินค้าอุตสาหกรรม (IND)	77	23.77
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP)	51	15.74
ทรัพยากร (RES)	32	9.88
บริการ (SER)	92	28.40
เทคโนโลยี (TECH)	23	7.10

หมายเหตุ N = 324

ตารางที่ 5 ตารางแสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรเชิงปริมาณ

Variable	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<b>ตัวแปรตาม</b>				
WACC	0.290	4.166	1.875	0.569
<b>ตัวแปรอิสระ</b>				
<b>ด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงิน</b>				
AGE	27.000	66.000	46.670	8.074
FUNC	1.000	39.000	14.660	7.087
<b>ด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงิน</b>				
TEN	1.000	25.000	5.562	4.760
OWN	0.000	31.310	1.010	3.928
<b>ตัวแปรควบคุม</b>				
SIZE	6.189	10.618	9.007	0.423
LEV	1.591	102.459	38.353	19.501
ROA	-41.420	48.060	3.687	12.071
MVBV	-151.000	30.333	2.401	9.113
GROWTH	-81.589	664.628	12.887	49.710

หมายเหตุ N = 324

เมื่อพิจารณาจากตารางที่ 3 ถึงตารางที่ 5 พบว่า คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ มีทั้งข้อมูลที่เป็นข้อมูลเชิงคุณภาพ (ตารางที่ 3) และข้อมูลเชิงปริมาณ (ตารางที่ 5) สามารถวิเคราะห์ได้ดังต่อไปนี้

## 1. ด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงิน ที่วัดจาก

**1.1 อายุของผู้บริหารทางการเงิน (AGE)** (ตารางที่ 5) พบว่า อายุของผู้บริหารทางการเงินมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 27 และค่าสูงสุดอยู่ที่ 66 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 46.670 แสดงว่า ผู้บริหารทางการเงินที่อยู่ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีช่วงอายุอยู่ระหว่าง 27 ปี ถึง 66 ปี ซึ่งค่าเฉลี่ยของอายุผู้บริหารทางการเงินอยู่ที่ 46.67 ปี

**1.2 การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน (EDU)** (ตารางที่ 3) พบว่า ผู้บริหารที่จบการศึกษาด้านการบัญชีหรือการเงิน มีจำนวนทั้งหมด 272 คน คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 83.95 แสดงว่า ผู้บริหารที่ไม่ได้จบการศึกษาด้านการบัญชีหรือการเงิน มีจำนวนทั้งหมด 52 คน คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 16.05 ผลการศึกษาทำให้ทราบว่า ผู้บริหารทางการเงินในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนมากจะจบการศึกษามาจากสาขาการบัญชี หรือการเงิน

**1.3 ประสบการณ์ทำงานด้านบัญชีหรือการเงินของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC)** (ตารางที่ 5) พบว่า ประสบการณ์ทำงานด้านบัญชีหรือการเงินของผู้บริหารทางการเงินมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1.000 และค่าสูงสุดอยู่ที่ 39.000 โดยค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.660 แสดงว่า ระยะเวลาที่ผู้บริหารทางการเงินได้ทำงานอยู่ในสายงานบัญชีหรือสายการเงินจะอยู่ในช่วง 1-39 ปี โดยค่าเฉลี่ยระยะเวลาที่ทำงานในสายงานบัญชีหรือสายการเงินอยู่ที่ 14.66 ปี

## 2. ด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงิน ที่วัดจาก

**2.1 เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน (POL)** (ตารางที่ 3) พบว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีเครือข่ายทางการเมืองมีจำนวนทั้งสิ้นเพียง 3 คน คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 0.93 แสดงว่า ผู้บริหารทางการเงินที่ไม่มีเครือข่ายทางการเมืองมีจำนวนทั้งหมดถึง 321 คน คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 99.07 ผลการศึกษาทำให้ทราบว่า ผู้บริหารทางการเงินส่วนใหญ่จะไม่มีเครือข่ายทางการเมือง หรือมีความสัมพันธ์กับบุคคลที่ทำงานทางการเมืองน้อยมาก

## 3. ด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงิน ที่วัดจาก

**3.1 ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN)** (ตารางที่ 5) พบว่า ผู้บริหารทางการเงินมีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1.000 มีค่าสูงสุดอยู่ที่ 25.000 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.562 แสดงว่า ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง

ของผู้บริหารทางการเงินระยะเวลาที่สั้นที่สุดคือ 1 ปี และอยู่ในตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินยาวที่สุดคือ 25 ปี โดยค่าเฉลี่ยแล้วผู้บริหารทางการเงินจะมีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งเท่ากับ 5.562 ปี

**3.2 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน (OWN)** (ตารางที่ 5) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 31.310 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.010 แสดงว่า ผู้บริหารทางการเงินมีสัดส่วนในการถือหุ้นในบริษัทอยู่ในช่วงร้อยละ 0 ถึง 31.31 สัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.01

**3.3 ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (FAM)** (ตาราง 3) พบว่า ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีทั้งหมด 127 คน คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 39.20 แสดงว่ามีผู้บริหารทางการเงินที่ไม่ได้เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีทั้งหมด 197 คน คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 60.80 ผลการศึกษาทำให้ทราบว่า ผู้บริหารทางการเงินส่วนมากจะไม่ได้มาจากครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือไม่มีความสัมพันธ์ทางสายเลือด หรือเครือญาติกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่

ในส่วนของต้นทุนของเงินทุน ซึ่งเป็นตัวแปรตาม มีข้อมูลทั้งหมดเป็นเชิงปริมาณ (ตารางที่ 5) พบว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุดอยู่ที่ 0.290 สูงสุดอยู่ที่ 4.166 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.875 แสดงให้เห็นว่า ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีต้นทุนของเงินทุนที่ไม่สูงมาก

และในส่วนของตัวแปรควบคุมที่เป็นเชิงปริมาณ (ตารางที่ 5) พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 6.189 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 10.618 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.007 ระดับการก่อหนี้ (LEV) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 1.591 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 102.459 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 38.535 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -41.420 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 48.060 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.687 มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -151.000 สูงสุดอยู่ที่ 30.333 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.401 และอัตราการเติบโต (GROWTH) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -81.589 สูงสุดอยู่ที่ 664.628 และมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 12.887 ส่วนตัวแปรควบคุมที่เป็นเชิงคุณภาพ (ตารางที่ 4) คือ กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่ใช้เป็นตัวอย่างในการศึกษารั้งนี้มีทั้งสิ้น 324 บริษัท ซึ่งบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) มีจำนวนทั้งหมด 20 บริษัท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 6.17 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONS) มีจำนวนทั้งหมด 29 บริษัท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 8.95 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (IND) มีจำนวนทั้งหมด 77 บริษัท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 23.77 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP) มีจำนวนทั้งหมด 51 บริษัท คิด

เป็นร้อยละเท่ากับ 15.74 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RES) มีจำนวนทั้งหมด 32 บริษัท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 9.88 บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SER) มีจำนวนทั้งหมด 92 บริษัท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 28.40 และบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) มีจำนวนทั้งหมด 23 บริษัท คิดเป็นร้อยละเท่ากับ 7.10 จากข้อมูลแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SER) ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (CONS) มีจำนวนน้อยที่สุด

## 2. การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis)

เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูล หรือตัวแปรตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไปว่ามีความสัมพันธ์กันในระดับใด และมีความสัมพันธ์ในทิศทางใด โดยตัวแปรที่จะนำมาวิเคราะห์ที่จะต้องเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ สำหรับค่าตัวแปรต่าง ๆ ของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 324 ตัวอย่าง ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ของ Pearson correlation มาอธิบายระดับความสัมพันธ์และทิศทางความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้ แสดงตามตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

ตัวแปร	WACC	AGE	FUNC	TEN	OWN	SIZE	LEV	ROA	MVBV	GROWTH
WACC	1.000									
AGE	-0.002	1.000								
FUNC	-0.005	0.438**	1.000							
TEN	0.051	0.278**	0.262**	1.000						
OWN	-0.011	0.006	0.111*	0.224**	1.000					
SIZE	0.238**	0.057	-0.068	-0.131*	-0.053	1.000				
LEV	0.232**	0.078	-0.056	0.051	-0.025	0.125*	1.000			
ROA	-0.017	-0.043	0.168**	0.080	0.068	0.065	-0.388**	1.000		
MVBV	-0.052	0.108	0.112*	0.033	0.002	-0.027	-0.117*	0.166**	1.000	
GROWTH	0.092	-0.004	-0.059	-0.067	0.021	0.158**	0.037	0.217**	0.036	1.000

หมายเหตุ N = 324

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.01, \*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.05

เมื่อพิจารณาจากตารางที่ 6 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ (SIZE) ( $r=0.238$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า ขนาดของกิจการยังมีมูลค่ามากขึ้น ก็จะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น และยังพบว่าต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ (LEV) ( $r=0.232$ )

ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า มูลค่าหนี้สินของกิจการยิ่งมาก ก็จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น

นอกจากนั้นยังพบว่าอายุของผู้บริหารทางการเงิน (AGE) มีความสัมพันธ์กับประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC) ( $r=0.438$ ) และระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) ( $r=0.278$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก แสดงว่า ยิ่งผู้บริหารทางการเงินมีอายุมากขึ้น ประสบการณ์ในการทำงานในสายงานบัญชีหรือการเงินก็จะมากขึ้น และยิ่งผู้บริหารทางการเงินมีอายุมากขึ้นระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินก็จะยาวขึ้น และยังพบว่าประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC) มีความสัมพันธ์กับระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) ( $r=0.262$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีประสบการณ์ในการทำงานในสายงานบัญชีหรือการเงินที่สูงขึ้นจะสามารถดำรงตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินได้นานขึ้น ผลการวิเคราะห์นี้ทำให้เห็นว่า เมื่อผู้บริหารทางการเงินมีอายุที่มากขึ้น ก็จะทำให้มีประสบการณ์ในการทำงานในสายงานบัญชีและการเงินที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งทำให้สามารถที่จะดำรงตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินได้ยาวนานขึ้น

และยังพบว่าประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน (OWN) ( $r=0.111$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ( $r=0.168$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) ( $r=112$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยทั้งสามความสัมพันธ์เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินในสายงานบัญชีหรือการเงินยิ่งสูง จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินมีแนวโน้มที่จะถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่สูงขึ้น ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินในสายงานบัญชีหรือการเงินยิ่งสูง อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ก็จะมากขึ้น และประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินในสายงานบัญชีหรือการเงินยิ่งสูง มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีก็จะมีมูลค่าที่มากขึ้น ผลการวิเคราะห์นี้ทำให้เห็นว่า หากผู้บริหารทางการเงินมีประสบการณ์ทำงานที่สูงขึ้น จะสามารถบริหารจัดการให้บริษัทมีอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น และมีมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีที่เพิ่มขึ้นได้ ผู้บริหารทางการเงินจึงมีแนวโน้มที่จะถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่าระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน (OWN) ( $r=0.224$ ) ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก และระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) มีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ (SIZE) ( $r=-0.131$ ) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่ายิ่งผู้บริหารทางการเงินอยู่ในตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินเป็นระยะเวลานาน จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินมีแนวโน้มที่จะถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่มากขึ้น ในทางกลับกัน ยิ่งผู้บริหารทางการเงินอยู่ในตำแหน่งผู้บริหารทางการเงินเป็น

ระยะเวลานาน จะทำให้ขนาดของกิจการมีมูลค่าที่ลดลง สะท้อนให้เห็นว่าผู้บริหารทางการเงินที่ดำรงตำแหน่งในระยะเวลาที่นาน และมีสัดส่วนในการถือหุ้นในบริษัทมากขึ้น อาจมีแรงจูงใจที่จะบริหารจัดการด้านบัญชีและการเงินของบริษัทให้มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีให้สูงขึ้นได้ เนื่องจาก ยิ่งบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่สูงขึ้น จะทำให้ผู้บริหารทางการเงินได้รับค่าตอบแทนที่มากขึ้นด้วย แต่ในขณะเดียวกัน การที่ผู้บริหารดำรงตำแหน่งในระยะเวลาที่ยาวนานเกินไป อาจทำให้ขนาดของกิจการ (ที่วัดจาก สินทรัพย์รวมของบริษัท) มีมูลค่าที่ลดลงได้ ซึ่งเป็นข้อที่ควรพึงระวัง

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์กับ ระดับการก่อหนี้ (LEV) ( $r=0.125$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก และขนาดของกิจการ (SIZES) มีความสัมพันธ์กับอัตราการเติบโต (GROWTH) ( $r=0.158$ ) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า ยิ่งขนาดของกิจการมีมูลค่าที่มากขึ้น กิจการก็จะมีภาระหนี้เพิ่มมากขึ้น แต่ในขณะเดียวกันขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น อัตราการเติบโตของรายได้ก็สูงขึ้นด้วยเช่นกัน ในส่วนของระดับการก่อหนี้ (LEV) พบว่ามีความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ( $r=-0.166$ ) ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) ( $r=-0.117$ ) ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งทั้งสองมีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงให้เห็นว่า หากกิจการมีมูลค่าหนี้สินหรือมีการกู้ยืมเงินมากขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชีลดลง และในส่วนของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์และมูลค่าทางบัญชี (MVBV) ( $r=0.166$ ) และอัตราการเติบโต (GROWTH) ( $r=0.217$ ) โดยทั้งสองมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงขึ้น มูลค่าตลาดหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี และอัตราการเติบโตสูงขึ้นตาม

และเมื่อพิจารณาจากการตารางที่ 6 พบว่า ค่าประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระระหว่าง อายุของผู้บริหารทางการเงิน (AGE) กับ ประสบการณ์ทำงานด้านบัญชีหรือการเงินของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC) ที่มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.438 โดยมีความสัมพันธ์กัน ในระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่เกิน  $\pm 0.8$  แสดงว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันแต่ไม่ถึงขั้นก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Stevens, 2012)

### 3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis)

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ในการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อทดสอบตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ในบทที่ 2 ก่อนการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ขั้นต้นแล้ว โดยการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร พบว่า ตัวแปรทุกตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน ซึ่งรายละเอียดในการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปรอยู่ในส่วนของภาคผนวก ก

ตารางที่ 7 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณโดยแสดงแต่ละคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และตัวแปรควบคุม ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน

ตัวแปร	ตัวแปรตาม: ต้นทุนของเงินทุน (WACC)		
	Coeff.	t-statistic	p-value
Constant	-0.044	-0.075	0.941
<b>ตัวแปรอิสระ</b>			
<b>ด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงิน</b>			
อายุของผู้บริหารทางการเงิน	-0.007	-1.838	0.067
การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน	-0.045	-0.588	0.557
ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงิน	0.005	1.263	0.207
<b>ด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงิน</b>			
เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน	0.313	1.230	0.220
<b>ด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงิน</b>			
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน	0.005	0.878	0.381
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน	0.013*	1.982	0.048
ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่	-0.690**	-13.457	0.000
R	0.679	Durbin-Watson	1.920
Adjusted R Square	0.429	F-statistic	14.489

หมายเหตุ N = 324

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.01, \*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.05

ตารางที่ 7 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณโดยแสดงแต่ละคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน และตัวแปรควบคุม ที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวแปรตาม: ต้นทุนของเงินทุน (WACC)		
	Coeff.	t-statistic	p-value
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
ขนาดของกิจการ	0.246**	3.609	0.000
ระดับการก่อหนี้	0.005**	3.218	0.001
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	0.001	0.248	0.805
มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี	-0.003	-1.132	0.258
อัตราการเติบโต	0.000	0.338	0.735
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	-0.047	-0.341	0.734
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.013	0.105	0.917
สินค้าอุตสาหกรรม	-0.037	-0.348	0.728
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.145	1.310	0.191
ทรัพยากร	0.091	0.717	0.474
บริการ	-0.019	-0.183	0.855
R	0.679	Durbin-Watson	1.920
Adjusted R Square	0.429	F-statistic	14.489

หมายเหตุ N = 324

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.01, \*ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ 0.05

จากตารางที่ 7 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) มีค่าเท่ากับ 0.429 หมายความว่า ตัวแปรต่าง ๆ คือ อายุของผู้บริหารทางการเงิน (AGE) การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน (EDU) ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงิน (FUNC) เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน (POL) ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงิน (TEN) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงิน (OWN) ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (FAM) ขนาดของกิจการ (SIZE) ระดับการก่อหนี้ (LEV) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ต่อมูลค่าทางบัญชี (MVBV) อัตราการเติบโต (GROWTH) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) สินค้าอุปโภคบริโภค (CONS) สินค้า

อุตสาหกรรม (IND) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP) ทรัพยากร (RES) และบริการ (SER) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนของเงินทุน (WACC) ได้ร้อยละ 42.90 ส่วนร้อยละที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณา โดยสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ในแต่ละสมมติฐานได้ดังนี้

## 1. ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน

### 1.1 อายุของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของอายุของผู้บริหารทางการเงินมีค่าเท่ากับ -0.007 แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.067$ ) แสดงว่าอายุของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1.1

### 1.2 การศึกษาของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของการศึกษาของผู้บริหารทางการเงินมีค่าเท่ากับ -0.045 แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.557$ ) แสดงว่า การศึกษาของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1.2

### 1.3 ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินมีค่าเท่ากับ 0.005 แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.207$ ) แสดงว่า ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1.3

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า คุณลักษณะด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1

## 2. ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน

### 2.1 เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของเครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงินมีค่าเท่ากับ 0.313 แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.220$ ) แสดงว่า เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2.1

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า คุณลักษณะด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับ ต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2

### 3. ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน

#### 3.1 ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินมีค่าเท่ากับ 0.005 แต่ไม่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.381$ ) แสดงว่า ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับ ต้นทุนของเงินทุน จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3.1

#### 3.2 สัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินกับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีค่าเท่ากับ 0.013 ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.048$ ) แสดงว่า สัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน แต่เป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3.2

#### 3.3 ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับต้นทุนของเงินทุน

จากตารางเมื่อพิจารณาจากค่า Coefficient พบว่า ค่า Coefficient ของผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีค่าเท่ากับ  $-0.690$  ซึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $p\text{-value}=0.000$ ) แสดงว่า ผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน และเป็นความสัมพันธ์ในเชิงลบ จึงเป็นไปตามสมมติฐานที่ 3.3

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า คุณลักษณะด้านแรงจูงใจมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงิน โดยคุณลักษณะด้านแรงจูงใจที่วัดจากสัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ ต้นทุนของเงินทุน และผู้บริหารที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน

นอกจากสมมติฐานเกี่ยวกับคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินที่ได้กล่าวไว้แล้ว ผู้วิจัยพบว่า ในส่วนของตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value}=0.000$ ) มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.246 และระดับการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ( $P\text{-value}=0.001$ ) มีค่า Coefficient เท่ากับ 0.005 โดยทั้ง 2 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนในเชิงบวก ซึ่งไม่เป็นไปตามที่ผู้วิจัยคาดหวังไว้



## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถสรุปผล อภิปรายผล รวมทั้งข้อจำกัดของงานวิจัย และข้อเสนอแนะของงานวิจัย ได้ดังต่อไปนี้

#### 1. สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปี งบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 - ปี พ.ศ. 2561 เป็นระยะเวลาทั้งหมด 3 ปี จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้มีทั้งสิ้น 324 ตัวอย่าง ซึ่งการศึกษาคั้งนี้จะไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน รวมไปถึงไม่รวมบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน และบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน

ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อสร้างสมการที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของเงินทุน ซึ่งตัวแปรที่ใช้แทนคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงิน จะแบ่งเป็น 3 ด้าน ได้แก่ ด้านชีวประวัติของผู้บริหารทางการเงินตัวชี้วัดคือ อายุ การศึกษา และประสบการณ์ในการทำงานของผู้บริหารทางการเงิน ด้านเครือข่ายของผู้บริหารทางการเงินตัวชี้วัดคือ เครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน และด้านแรงจูงใจของผู้บริหารทางการเงินตัวชี้วัดคือ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่ง สัดส่วนการถือหุ้น และการเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของผู้บริหารทางการเงิน และใช้ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เป็นตัวชี้วัดของต้นทุนของเงินทุน

จากผลการวิจัยในบทที่ 4 (ตารางที่ 7) สามารถสรุปผลการศึกษาได้ว่า คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านชีวประวัติ และด้านเครือข่ายไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน นั่นหมายความว่า อายุของผู้บริหารทางการเงิน การศึกษาของผู้บริหารทางการเงิน ประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงิน และเครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงิน ไม่มีอิทธิพล หรือไม่ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนเกิดการเปลี่ยนแปลงได้ แต่ในขณะเดียวกันพบว่า คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินในด้านแรงจูงใจจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน โดยตัวชี้วัดที่วัดจาก สัดส่วนในการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่เป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้ตั้งไว้ นั่นหมายความว่า ผู้บริหารที่มีสัดส่วน

ในการถือหุ้นของบริษัทที่มาก จะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าสูงขึ้น หรือทำให้ค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนเพิ่มขึ้น และพบว่าตัวชี้วัดที่วัดจากผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งตรงกับสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้ตั้งไว้ หมายความว่า หากผู้บริหารทางการเงินมาจากตระกูลเดียวกันกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือมีความสัมพันธ์ทางเครือญาติกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าลดลง หรือทำให้ค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนนั้นลดลงได้

นอกจากนี้ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการและระดับการก่อหนี้ยังพบว่ามี ความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ แต่ทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ ต้นทุนของเงินทุน ซึ่งตรงกันข้ามกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แสดงให้เห็นว่า ขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น และ การก่อหนี้ที่มากขึ้น ไม่ได้ทำให้ต้นทุนของเงินทุนลดลง กลับยังทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น

## 2. อภิปรายผลการศึกษา

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินและต้นทุนของ เงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น สามารถอภิปราย ผลการศึกษา ได้ดังนี้

**2.1 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านชีวประวัติที่วัดด้วยอายุของ ผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้ คาดไว้ ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ลูตีมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555), Carlsson and Karlsson (1970) และ Yim (2013) ที่ผู้วิจัยได้อ้างอิงไว้ แสดงว่า อายุของผู้บริหารทางการเงินไม่ ว่า จะอายุน้อยกว่า หรืออายุมากกว่า ก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน โดยสาเหตุที่ทำให้อายุ ของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงิน อาจเนื่องมาจาก อายุของผู้บริหารทาง การเงินไม่แตกต่างกันมาก หรืออยู่ในช่วงอายุที่ใกล้เคียงกัน ทำให้ไม่พบความแตกต่างทางอายุที่ทำให้ เกิดนัยสำคัญ ดังนั้นอายุของผู้บริหารทางการเงินจึงไม่มีผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน

**2.2 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านชีวประวัติที่วัดด้วยการศึกษาของ ผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้ คาดไว้ ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ลูตีมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555), Channon (1979) และ Stanworh and Giddens (1974) ที่ผู้วิจัยได้อ้างอิงไว้ แสดงว่า ไม่ว่าผู้บริหารทางการเงิน จะจบการศึกษาที่ไม่ใช่สาขาการบัญชี หรือการเงิน ก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน แต่ อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยนี้สาเหตุที่การศึกษาของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของ เงินทุนอาจมาจากการที่ผู้บริหารทางการเงินจบการศึกษามาจากสาขาการบัญชี หรือการเงินเป็น

ส่วนมาก เพื่อที่จะได้รับโอกาสเข้ามาดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารทางการเงินได้โดยง่าย เพราะจะมีความรู้ในด้านการบริหารด้านการเงินมากกว่าการที่จบมาจากสาขาอื่น ๆ ที่ไม่ใช่สาขาการบัญชี หรือการเงิน จึงทำให้ไม่พบความแตกต่างที่จะทำให้เกิดนัยสำคัญขึ้นได้ ทั้งนี้ในงานวิจัยของ Pfeffer (1981) ได้อธิบายว่า ในเรื่องของการศึกษานั้นในระยะยาวจะไม่มีผลต่อการบริหารงานในบริษัท เนื่องจาก การศึกษาเป็นปัจจัยในการคัดเลือกบุคลากรที่จะเข้ามาทำงานในบริษัทเท่านั้น ดังนั้น อาจทำให้การศึกษาของผู้บริหารทางการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน

**2.3 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านชีวิตประวัติที่วัดด้วยประสบการณ์ทำงานของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dear and Simon (1985) และ Hambrick and Mason (1984) ที่ผู้วิจัยได้อ้างอิงไว้ แสดงว่า ไม่ว่าผู้บริหารทางการเงินจะเคยมีประสบการณ์ในการทำงานในด้านการบัญชี หรือการเงินมาก่อนที่จะมาดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารทางการเงินในบริษัทหรือไม่ ก็ไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยครั้งนี้สาเหตุที่ประสบการณ์ในการทำงานของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุนอาจมาจาก ผู้บริหารทางการเงินมีประสบการณ์ในการทำงานในด้านการบัญชี หรือการเงินที่ใกล้เคียงกัน หรือไม่แตกต่างกัน จึงทำให้ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ

**2.4 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านเครือข่ายที่วัดด้วยเครือข่ายทางการเมืองของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555) และ Siegel (2007) ที่ผู้วิจัยได้อ้างอิงไว้ แสดงว่า ผู้บริหารทางการเงินที่มีเครือข่ายหรือมีความสัมพันธ์กับบุคคลที่ทำงานด้านการเมืองจะไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยครั้งนี้พบว่า จำนวนผู้บริหารทางการเงินที่ไม่มีเครือข่ายหรือความสัมพันธ์กับบุคคลที่ทำงานด้านการเมืองมีเป็นจำนวนมาก ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์ได้ไม่มีความแตกต่างกัน ทำให้ความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญไม่เกิดขึ้น

**2.5 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านแรงจูงใจที่วัดด้วยระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ แสดงว่า ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของผู้บริหารทางการเงินจะไม่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของจูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555) และ Hermalin and Weisbach (1991) ที่ผู้วิจัยได้อ้างอิงไว้ อาจเนื่องมาจาก

ระยะเวลาที่ผู้บริหารทางการเงินดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารทางการเงินนั้นมีระยะเวลาโดยรวมที่ใกล้เคียงกัน จึงทำให้ความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญไม่เกิดขึ้น

**2.6 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านแรงจูงใจที่วัดด้วยสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งไม่เป็นตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ กล่าวคือ ผู้บริหารที่มีสัดส่วนในการถือหุ้นของบริษัทที่มากขึ้น ไม่สามารถลดต้นทุนของเงินทุนได้ และยังส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนมีค่าที่สูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยในครั้งนี้นี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ จูติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโลวัส (2555) ที่พบว่า สัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้บริหารมีผลในทิศทางเดียวกันกับค่าใช้จ่ายในการลงทุนและจัดหาเงินทุน ซึ่งได้อธิบายว่าการถือหุ้นของผู้บริหารจะเพิ่มแรงจูงใจในการสร้างมูลค่าความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสูงสุด เป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน ซึ่งอาจหมายความว่า เมื่อผู้บริหารทางการเงินมีสัดส่วนในการถือหุ้นในกิจการที่มากขึ้น จึงมีแรงจูงใจที่จะสร้างมูลค่าให้กิจการ ทำให้มีการตัดสินใจในการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น โดยไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนที่จะเพิ่มมากขึ้น แต่สนใจที่จะสร้างมูลค่ากิจการมากกว่า (Tobin's Q) จึงส่งผลต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนให้กับกิจการซึ่งท้ายที่สุดแล้วก็ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน ทำให้ต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น

**2.7 คุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินด้านแรงจูงใจที่วัดด้วยการเป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของผู้บริหารทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุน** ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยได้คาดไว้ กล่าวคือ การมีผู้บริหารทางการเงินที่มาจากครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะสามารถทำให้ต้นทุนของเงินทุนของกิจการลดลงได้ และสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย คือ การที่มีผู้บริหารที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะส่งผลทำให้มีการบริหารจัดการในเรื่องการจัดหาเงินทุนที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนน้อยที่สุด และถึงแม้ว่าผู้บริหารทางการเงินจะมีการก่อหนี้ที่มาก และทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนในส่วนของหนี้สินที่สูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ต้นทุนของเงินทุนที่เกิดขึ้นนั้นยังได้รับผลประโยชน์ในทางภาษีอยู่ ทำให้ต้นทุนของเงินทุนที่ควรจะมีค่าเพิ่มขึ้นมีค่าลดลงได้ และหากมองไปถึงยังเรื่องการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของยังพบว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2562) ที่พบว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของมีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งกับต้นทุนของส่วนหนี้สินและต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งได้อธิบายว่า การกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของจะสามารถลดต้นทุนของส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นได้

### 3. ข้อจำกัดของงานวิจัย

การศึกษาครั้งนี้ยังมีข้อจำกัดอยู่หลายประการ ดังนั้น การนำผลการศึกษานี้ไปใช้อ้างอิงควรเป็นไปด้วยความระมัดระวัง และรอบครอบ ภายใต้ข้อจำกัดต่อไปนี้

3.1 การเก็บรวบรวมข้อมูลในครั้งนี้เป็นข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เก็บรวบรวมในช่วงปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2561 เป็นช่วงเวลาที่สภาพแวดล้อม และเศรษฐกิจในประเทศไทยค่อนข้างผันผวน หรือมีการเปลี่ยนแปลง คือ ในปี พ.ศ. 2557 เกิดเหตุการณ์รัฐประหารในประเทศไทย โดยคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ทำให้ประเทศไทยไม่ได้อยู่ในระบอบการปกครองแบบปกติ (ระบอบประชาธิปไตย) โดยเหตุการณ์นี้ลากยาวมาจนถึงปี พ.ศ. 2561 ซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจด้วย เช่น การลงทุนภาคเอกชนของนักลงทุนภายในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในประเทศไทยเหลือเพียงแสนกว่าล้านบาท หรือเหลือเพียง 10% จากในภาวะปกติการลงทุนภาคเอกชนของนักลงทุนภายในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในประเทศไทยจะมีประมาณปีละ 2 ล้านล้านบาท และในครึ่งปีแรกของปี 2559 การลงทุนจากต่างประเทศเหลือเพียงหนึ่งหมื่นสองพันล้านบาทเท่านั้น หรือหายไปเกือบ 100% (พิชัย นริพทะพันธุ์, 2559) เป็นต้น ทำให้ดัชนีราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์ MAI มีค่าต่ำกว่าปกติ บริษัทบางส่วนมีรายได้ลดลง แต่ยังมีภาระหนี้สินที่ต้องชำระในอัตราดอกเบี้ยที่ยังค่อนข้างสูง ดังนั้น อาจทำให้ผลการศึกษาที่วิเคราะห์ได้ไม่สามารถนำมาเปรียบเทียบได้กับข้อมูลที่ศึกษาในช่วงเวลาที่ปกติได้อย่างชัดเจน

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ เป็นข้อมูลรายงานประจำปี แบบ 56-1 และงบการเงินที่มีการเผยแพร่ต่อสาธารณะเท่านั้น หากมีการเปลี่ยนแปลงข้อมูลภายในบริษัท หรือปรับปรุงงบการเงินเพิ่มเติมอาจทำให้ผลการศึกษาอาจคลาดเคลื่อนได้

### 4. ข้อเสนอแนะ

#### 4.1 ข้อเสนอแนะในการนำงานวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลการวิจัยนี้สามารถนำไปใช้ประโยชน์ในเชิงประยุกต์ได้ จากงานวิจัยนี้ทำให้ทราบว่าผู้บริหารทางการเงินที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้น มีผลทำให้ต้นทุนของเงินทุนลดลงได้ นักลงทุนจึงอาจสามารถนำไปใช้ในการประกอบการพิจารณาการตัดสินใจในการลงทุนเพิ่มเติมได้ โดยสามารถดูจากคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินว่า ผู้บริหารทางการเงินนั้นเป็นคนในครอบครัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือไม่ เพื่อให้ความเสี่ยงในการลงทุนนั้นลดลง ในทางตรงกันข้ามนักลงทุนอาจพิจารณาได้จากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารทางการเงินได้ เนื่องจากหากผู้บริหารทางการเงินมีสัดส่วนในการถือหุ้นในบริษัทที่มาก จะทำให้ต้นทุนของเงินทุนสูงขึ้น โอกาสที่จะได้ผลตอบแทนกลับมาอาจน้อยลงหรือไม่เป็นไปตามที่คาดหวังไว้

## 4.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

4.2.1 การวิจัยในครั้งนี้เป็นการศึกษาคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ซึ่งคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินนั้นถือเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน อย่างไรก็ตามยังมีอีกหลายปัจจัยที่เข้ามาส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนได้ ดังนั้น จะต้องทำการศึกษาต่อไปอีกว่ามีปัจจัยใดอีกบ้างที่ยังสามารถส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนได้

4.2.2 การวิจัยครั้งนี้ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ดังนั้น การศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาในบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพื่อที่จะได้เห็นภาพรวมได้ชัดเจนว่าคุณลักษณะของผู้บริหารทางการเงินใดที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน

4.2.3 ขยายเวลาในการศึกษากลุ่มตัวอย่างให้กว้างขึ้น เพื่อให้เห็นความเปลี่ยนแปลงของต้นทุนของเงินทุนที่เปลี่ยนแปลงไปตามสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศ เพื่อให้เกิดภาพกว้างที่ชัดเจนขึ้นว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ยังส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน

## บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา. 2550. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับบริหารและการวิจัย. พิมพ์ครั้งที่ 10. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กานต์แก้ว กุลวานิช. 2550. ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น. สาขาวิชาการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. แหล่งที่มา [https://doi.nrct.go.th/ListDoi/listDetail?Resolve\\_DOI=10.14457/CU.the.2007.1158](https://doi.nrct.go.th/ListDoi/listDetail?Resolve_DOI=10.14457/CU.the.2007.1158)
- จิราวัฒน์ แสงเป่า. 2559. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโล่วัส. 2555. ผลกระทบของคุณลักษณะผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อพฤติกรรมการลงทุนและการจัดหาเงินทุนของบริษัท (รายงานผลการวิจัย). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- ฐิติมา สิทธิพงษ์พานิช และพิรุณา ไบโล่วัส. 2557. คุณลักษณะผู้บริหารสูงสุดและมูลค่ากิจการ. วารสารพัฒนบริหารศาสตร์, 54(4), 57-90.
- ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์. 2562. การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน: การศึกษาเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารสภาวิชาชีพบัญชี, 1(1), 68-86.
- ดวงนภา สุขะหุต, รวี ลงกานี, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย และจอมใจ แซมเพชร. 2561. ผลกระทบจาก ธรรมชาติของบริษัทต่อความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร และต้นทุนเงินทุนส่วนเจ้าหนี้. BU ACADEMIC REVIEW, 17(2), 104-120.
- ปริญดา สุขเจริญ. 2561. การตัดสินใจทางการเงินธุรกิจเพื่อการสร้างมูลค่ากิจการ. กรุงเทพฯ: คณะพัฒนาเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์.
- พรพิสิษฐ์ ลำพาพงศ์ และมนตรี ไสค์ติยานุรักษ์. 2561. ผลของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อต้นทุนทางการเงินและผลประกอบการ. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ, 7(2), 30-48.
- พิชัย นริพทะพันธุ์. 2559. (12 ธันวาคม). รัฐประหารกับความเสียหายทางเศรษฐกิจ. มติชนออนไลน์. แหล่งที่มา [https://www.matichon.co.th/columnists/news\\_390176](https://www.matichon.co.th/columnists/news_390176)
- พีรดา ผดุงศิลป์. 2560. การศึกษาความสัมพันธ์ของผู้บริหารสูงสุดและปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในอุตสาหกรรมสายการบินขนส่งผู้โดยสารทั่วโลก. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโท. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- ไพ คุสุวรรณ. 2556. การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารระดับสูงกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโท. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภิญญาดาพัชฎ์ ชัยจรัสเจริญลาภ. 2558. คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดและผลการดำเนินงานของบริษัท : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100). การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโท. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- แม่ลูกจันทร์. 2560. (2 มกราคม). 5 สิ่งที่ทำให้ "เศรษฐกิจไทย 2559" ยังไปไม่ถึงฝัน. ไทยรัฐออนไลน์. แหล่งที่มา <https://www.thairath.co.th/content/825870>
- รังสรรค์ ม่วงโสรัส และพิชญวัฒน์ ทวีวัฒน์. 2560. การเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และความคาดหวังของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม. วารสารเศรษฐศาสตร์และบริหารธุรกิจปริทัศน์, 13(1), 60-71.
- วรรณรัตน์ ปณิธานธรรม และดลกนิศ เต็งอำนาจ. 2559. ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์, 10(13), 27-39.
- ศิริประภา ศรีวิโรจน์. 2561. "โครงสร้างเงินทุน" หนึ่งในองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ. วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเชีย, 8(2), 91-102.
- ศิลปพร ศรีจันทเพชร. 2551. ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. วารสารบริหารธุรกิจ, 31(120), 1-4.
- สมหมาย ภาษี. 2562. (14 สิงหาคม). เศรษฐกิจตกต่ำมาแน่ (ภาคสอง). มติชนออนไลน์. แหล่งที่มา [https://www.matichon.co.th/article/news\\_1622979](https://www.matichon.co.th/article/news_1622979)
- สันดีสุภา ลักคณาภิเศกษุ. 2559. ความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนที่ไม่เป็นตัวเงินของผู้บริหารกับความสามารถในการทำกำไร. การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโท. มหาวิทยาลัยขอนแก่น.
- สำนักงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ม.ป.ป. ทำไมต้องมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ขึ้นมาใหม่ แยกต่างหากจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. [ระบบออนไลน์]. แหล่งที่มา [www.set.or.th](http://www.set.or.th) (24 ธันวาคม 2562)
- สำนักงานตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ม.ป.ป. หลักการบริหารการเงินฉบับย่อสำหรับการลงทุนในบริษัทจดทะเบียน. [ระบบออนไลน์]. แหล่งที่มา <https://www.set.or.th/set/financialplanning/knowledgedetail.do?contentId=576&type=article> (24 ธันวาคม 2562)
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒนกุล. 2560. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น, 1(3), 1-17.

- สุมาลี จิระมิตร. 2546. การบริหารการเงิน เล่ม 1. พิมพ์ครั้งที่ 5. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- โสธรญา เนื่องกุ่มพร และปิติมา ดิศกุลเนติวิทย์. 2562. ความสัมพันธ์ระหว่างการเปิดเผยความรับผิดชอบต่อสังคมกับต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี, 6(16), 18-31.
- อนุวัฒน์ ภัคดี. 2561. ผลกระทบของลักษณะคณะกรรมการต่อการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิจัยและพัฒนา วไลยอลงกรณ์ ในพระบรมราชูปถัมภ์, 13(1), 164-175.
- Ausubel, D. 1963. The psychology of meaningful Verbal learning. New York: Grune & stratton.
- Bangmek Ratchaneeya, Yodbutr Arunee & Thanjunpong Sathaya. 2020. Cost of equity and disclosure of management's responsibility for financial reports of firms in Thailand. Kasetsart Journal of Social Sciences, 41(2), 415-421.
- Carlsson, G. & Karlsson, K. 1970. Age, Cohorts and the Generation of Generations. American Sociological Review, 35(4), 710-718.
- Channon, D. 1979. Leadership and corporate performance in the service industries. Journal of Management studies, 16(2), 185-201.
- Child, J. 1974. Managerial and organizational factors associated with company performance. Journal of Management studies, 11(3), 175-189.
- Collin, R. 1971. functional and conflict theories of educational stratification. American Sociological Review, 36(6), 1002-1019.
- Dearborn, D. C. & Simon, H. A. 1985. Selective Perception: A Note on the Departmental Identifications of Executives. Sociometry, 21(2), 140-144.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J. & Anderson, R. E. 2010. Multivariate Data Analysis (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall
- Hambrick, D.C. & Mason, P.A. 1984. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. The Academy of Management Review, 9(2), 193-206.
- Hart, P. & Mellors, J. 1970. Management youth and company growth: a correlation?. Management Decision, 4(1), 50-53.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. Financial Management, 20(4), 101-112.

- Herrmann, P. & Datta, D. K. 2002. CEO Successor Characteristics and the Choice of Foreign Market Entry Mode: An Empirical Study. *Journal of International Business Studies*, 33(3), 551–569.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kim, H. & Lim, C. 2010. Diversity, outside directors and firm valuation: Korean evidence. *Journal of Business Research*, 63(3), 284-291.
- Kimberly, J. R. & Evanisko, M. J. 1981. Organizational Innovation: The Influence of Individual Organizational, and Contextual Factors on Hospital Adoption of Technological and Administrative Innovations. *Academy of Management Journal*, 24(4), 689-713.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. 1973. A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Malmendier, U. & Tate, G. 2005. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.
- Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Perkins. 1991. Technology Meets Constructivism: Do They Make a Marriage?. *Educational Technology*, 31(5), 18-23.
- Pfeffer, J. 1981. Some Consequences of Organizational Demography: Potential Impacts of an Aging Work Force on Formal Organizations. Graduate School of Business. Stanford University.
- Pfeffer, J. & Salancik, G.R. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Siegel, J. 2007. Contingent Political Capital and International Alliances: Evidence from South Korea. *Administrative Science Quarterly*, 52(4), 621-666.
- Stanworth, P. & Giddens, A. 1974. *An economic elite: A demographic profile of company chairmen*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Taylor, R. N. 1975. Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance. *Academy of Management*

Journal, 18(1), 74-81.

Von Glaserfeld, E. 1991. Radical Constructivism in Mathematics Education. The Netherlands: Kluwer Academic.

Vygotsky, L. S. 1978. Mind in Society: The Development of Higher psychological Processes. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Yim, S. 2013. The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. Journal of Financial Economics, 108(1), 250-273.



## ภาคผนวก ก

### การตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร

#### 1. ตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร (Autocorrelation)

ผู้วิจัยได้ใช้สถิติทดสอบ Durbin-Watson ในการทดสอบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ภายในกันเองหรือไม่ โดยพิจารณาจากเกณฑ์ในการวัดค่า Durbin-Watson (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2550) ดังต่อไปนี้

มีค่าอยู่ในช่วง 0 – 1.4 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก

มีค่าอยู่ในช่วง 1.5 – 2.5 แสดงว่ามีความเป็นอิสระต่อกัน

มีค่าอยู่ในช่วง 2.6 – 4.0 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กันในทิศทางลบ

ตารางที่ 8 ตารางแสดงการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร (Model Summary<sup>b</sup>)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of The Estimate	Durbin-Watson
1	0.679 <sup>a</sup>	0.461	0.429	0.42961037	1.920

a. Predictors: (Constant), RESOURC, FUNC, POL, FAM, GROWTH, MVBV, CONSUMP, EDU, LEV, AGRO, PROPCON, TEN, OWN, SIZE, ROA, INDUS, AGE, SERVICE

b. Dependent Variable: WACC

จากตารางที่ 8 พบว่า ค่า Durbin-Watson มีค่าเท่ากับ 1.920 ซึ่งจากที่กล่าวไว้ข้างต้น หากมีค่าอยู่ในช่วง 1.5 – 2.5 ถือได้ว่ามีความเป็นอิสระต่อกัน หรือไม่เกิด Autocorrelation ดังนั้นจึงหมายความว่า ตัวแปรที่นำมาใช้ในการทดสอบในครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์ภายในกันเอง

#### 2. ตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร (Multicollinearity)

คือ ตัวแปรอิสระแต่ละตัวจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งหากตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันมากเกินไป จะทำให้เกิดปัญหาที่ตัวแปรเกิดความสัมพันธ์กันเองขึ้นได้ หรือที่เรียกว่า ปัญหา Multicollinearity ในการศึกษาครั้งนี้จึงได้ทดสอบว่าเกิดปัญหาดังกล่าวหรือไม่ โดยใช้ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่ง Tolerance ควรีค่ามากกว่า 0.2 และ Variance Inflation Factor (VIF) ควรีค่าไม่เกิน 10 (Hair et al, 2010) ซึ่งจะแสดงให้เห็นว่าตัว

แปรอิสระและตัวแปรควบคุมไม่มีความสัมพันธ์กันเอง จนเกิดปัญหา Multicollinearity และผลของการทดสอบตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม แสดงในตารางที่ 9

ตารางที่ 9 ตารางแสดงการตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปร จากค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF)

ตัวแปร	Collinearity Statistics		ตัวแปร	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF		Tolerance	VIF
(Constant)			(Constant)		
AGE	0.652	1.534	ROA	0.669	1.494
EDU	0.733	1.365	MVBV	0.919	1.088
FUNC	0.687	1.457	GROWTH	0.883	1.133
POL	0.959	1.043	AGRO	0.520	1.924
TEN	0.754	1.326	CONSUMP	0.435	2.300
OWN	0.818	1.223	INDUS	0.272	3.673
FAM	0.910	1.099	PROPCON	0.350	2.855
SIZE	0.689	1.452	RESOURC	0.401	2.495
LEV	0.739	1.352	SERVICE	0.259	3.854

จากตารางที่ 9 การทดสอบโดยใช้ค่า Tolerance และค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่า ค่า Tolerance ของตัวแปรแต่ละตัวมีค่ามากกว่า 0.2 และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรแต่ละตัวมีค่าไม่เกิน 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมไม่มีความสัมพันธ์กันเอง หรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

## ประวัติผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล นางสาวจันทร์จิรา ตันอินตะ  
เกิดเมื่อ 14 สิงหาคม พ.ศ. 2538  
ประวัติการศึกษา พ.ศ. 2560 ปริญญาตรี บัญชีบัณฑิต (บชบ.)  
สาขา การบัญชี คณะบัญชี การเงินและการธนาคาร  
ประวัติการทำงาน -

