

คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่ม SET100
CEO Characteristics and Stock Price of Companies listed on SET100 of the Stock Exchange of
Thailand (SET)

นิตติกร สุวรรณศิลป์¹ มัทนชัย สุทธิพันธุ์² กฤติกา โพธิ์แก้ว³ เข็มเพชร โชติวรรณ⁴
ประภัสสร คงเนียม⁵ และ อมรรัตน์ เขียวพิทยามา⁶

^{1,2}อาจารย์ ภาควิชาการบัญชี คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์
^{3,4,5,6}นักศึกษาระดับปริญญาโทการบัญชี คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

Received: August 27, 2019

Revised: November 25, 2019

Accepted: December 4, 2019

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อราคาหุ้น กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 59 บริษัท ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 ตลอดระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 รวมเป็น 295 ตัวอย่าง ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือการวิเคราะห์เชิงพรรณนาและการวิเคราะห์ความถดถอยพหุ ผลการศึกษาพบว่าคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่มีอิทธิพลทางลบต่อราคาหุ้นได้แก่ อายุของผู้บริหาร การที่ผู้บริหารเคยผ่านการเป็นผู้บริหารสูงสุดด้านการบัญชีและการเงินมาก่อน การควบตำแหน่งประธานกรรมการ และสัดส่วนการถือครองหุ้น นอกจากนี้พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีอิทธิพลทางลบต่อราคาหุ้น ในขณะที่อายุของกิจการและกำไรสุทธิมีอิทธิพลทางบวกต่อราคาหุ้น งานวิจัยนี้มีประโยชน์ต่อบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในกระบวนการพิจารณาคุณสมบัติของผู้บริหารสูงสุดเพื่อมาทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้นในการช่วยทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงสุด

คำสำคัญ: คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุด, ราคาหุ้น, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

This research's objective is to study the influence of CEO characteristics on stock price of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The sample is 59 companies in SET100 of the SET. 295 Annual Registration Statement (form 56-1) during 2013 to 2017 are used to collect data. Descriptive analysis and multiple regression are used to analyze the data in this study. As the results, CEO characteristics that have a negative influence on stock price are CEO's age, CEO's experience in finance and accounting, duality, and percentage of shareholding. Moreover, D/E ratio has a negative influence on stock price, while corporate age and profitability have a positive influence on it. This research is useful to companies listed on the stock exchange in the process of considering the qualifications of CEO in order to act on behalf of the shareholders to help maximize the company's stock price.

Keywords: CEO characteristics, Stock Price, the Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในการดำเนินธุรกิจนั้น เป้าหมายสูงสุดอย่างหนึ่งของธุรกิจคือการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นซึ่งความมั่งคั่งนี้สามารถวัดได้จากราคาหุ้นของธุรกิจนั้น ๆ ราคาหุ้นขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยทั้งจากผลประกอบการของบริษัทในแต่ละปีรวมไปถึงปริมาณและความต้องการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ในส่วนของผลประกอบการของบริษัทนั้น

บริษัทต้องมีกลยุทธ์ที่ดีเพื่อที่จะทำให้ยอดขายสินค้าหรือบริการของตนเองชนะคู่แข่ง เมื่อทำสำเร็จแล้วสิ่งที่จะตามมาคือผลการดำเนินงานที่ดี และจะสะท้อนไปยังราคาหุ้นของบริษัทได้ในระยะยาว (Berthelot, Francoeur, & Labelle, 2012) โดยบุคคลที่มีส่วนสำคัญอย่างยิ่งในการที่จะทำให้บริษัทบรรลุผลในเรื่องนี้คือผู้บริหารสูงสุดของบริษัทหรือที่เรียกกันว่า CEO รวมไปถึงทีมบริหาร ซึ่งตำแหน่ง CEO หรือ Chief Executive Officer นั้นหมายถึง ผู้บริหารที่มีอำนาจสูงสุดขององค์กรนั้น ๆ

ผู้บริหารสูงสุดของบริษัทมีส่วนอย่างมากในกระบวนการสร้างมูลค่าหุ้นของบริษัท เริ่มตั้งแต่เมื่อบริษัทขายหุ้นให้กับผู้ถือหุ้น บริษัทก็จะมีทุนสำหรับใช้ในการดำเนินงาน จากนั้นก็จะมีการเลือกคนขึ้นมาทำหน้าที่บริหารสูงสุด หลังจากนั้นผู้บริหารสูงสุดก็จะเลือกทีมบริหาร มีการนำเงินทุนไปลงทุนในสินทรัพย์ บริหารสินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้ คอยดูแลต้นทุนและค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ไม่ให้สูงจนเกินไป เพื่อทำให้บริษัทมีกำไรอย่างสม่ำเสมอและส่งผลดีต่อราคาหุ้นของบริษัท ผู้บริหารสูงสุดจึงเป็นบุคคลที่ผู้ถือหุ้นฝากความหวังไว้ มีงานวิจัยหลายงานที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างการมีผลการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ เช่น Berthelot et al. (2012), Al-Zwyalif (2013), และ Mulyono and Danang (2018) โดยแสดงให้เห็นว่า ถ้าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีผู้บริหารระดับสูงที่ดีก็จะส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการและราคาหุ้นได้

คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่ดีนั้นควรจะเป็นผู้ที่เข้าใจถึงหลักการสร้างมูลค่ากิจการเป็นอย่างดี เมื่อบริษัทได้ผู้บริหารสูงสุดที่มีคุณลักษณะที่ดีแล้วก็จะเป็นที่เชื่อกันว่าจะสามารถนำไปให้บริษัทประสบความสำเร็จและส่งผลดีต่อราคาหุ้นของบริษัทได้ ทั้งนี้ราคาหุ้นอาจจะไม่ได้ขึ้นอยู่กับตัวผู้บริหารสูงสุดเพียงอย่างเดียวแต่ก็ปฏิเสธไม่ได้ว่าคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นของบริษัท ดังที่เคยมีข่าวว่าบางบริษัทมีการปลดผู้บริหารสูงสุดหลังจากที่ราคาหุ้นของบริษัทร่วงลงอย่างต่อเนื่อง ในทางกลับกันถ้าราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นผู้บริหารสูงสุดก็จะได้รับการชื่นชมรวมทั้งได้รับผลประโยชน์ตอบแทนในรูปแบบเงินเพิ่มมากขึ้น จึงเป็นประเด็นคำถามที่น่าสนใจว่าคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดนั้นมีความสัมพันธ์อย่างไรและมากน้อยแค่ไหนต่อราคาหุ้นของบริษัท ดังนั้นวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้คือต้องการทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะต่าง ๆ ของผู้บริหารสูงสุดที่มีผลต่อราคาหุ้น

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) มาจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ที่เสนอว่า ผู้ถือหุ้นทุกคนไม่ได้มีความสามารถในการบริหารหรือนำพากิจการให้บรรลุเป้าหมายสูงสุดได้ จึงจำเป็นต้องหาตัวแทนมาทำหน้าที่บริหาร ดังนั้นจึงเกิดความสัมพันธ์ 2 ฝ่าย ระหว่างฝ่ายผู้ถือหุ้น (ตัวการ) และฝ่ายบุคคลที่ได้รับการมอบหมายให้ทำหน้าที่บริหาร (ตัวแทน) หากผู้บริหารทำงานอย่างเต็มความสามารถและได้ผลการดำเนินงานตรงตามความต้องการของผู้ถือหุ้น โดยไม่เอาผลประโยชน์ที่ควรจะเป็นของผู้ถือหุ้นมาเป็นของตนเองก็จะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับบริษัท ซึ่งเมื่อบริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้น มูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้นก็เพิ่มขึ้นเช่นกัน แต่ถ้าผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารมีความต้องการที่แตกต่างกัน เช่น ผู้ถือหุ้นต้องการให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ผู้บริหารต้องการผลตอบแทน เงินเดือน โบนัสสูง ๆ ผู้บริหารอาจต้องการนำกำไรของบริษัทส่วนหนึ่งไปซื้อกิจการของบริษัทคู่แข่ง เพื่อขยายธุรกิจและทำให้ตัวเองมีชื่อเสียงแทนที่จะส่งกำไรนั้นคืนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล เป็นต้น จากที่กล่าวมาจึงอาจทำให้เกิดความขัดแย้งกันเกี่ยวกับผลประโยชน์ (Conflict of interest) ซึ่งปัญหาตัวแทน (Agency Problem) นี้ส่วนใหญ่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นโดยเฉพาะในบริษัทจำกัดมหาชน ได้มีการนำทฤษฎีตัวแทนไปใช้อธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรการกำกับดูแลกิจการ ลักษณะผู้บริหาร ผลการดำเนินงาน และราคาหุ้น เช่น Mary (2005) ได้ใช้ทฤษฎีตัวแทนอธิบายว่า ผู้บริหารสูงสุดที่ควบตำแหน่งประธานกรรมการด้วยจะใช้อำนาจในการเลือกคณะกรรมการบริหารที่ตนเองควบคุมได้ ซึ่งอาจจะนำไปสู่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์และทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการแย่ง ส่วน พิรุณา เปียโลวัส และ รุติมา สิทธิพงษ์พานิช (2557) ได้นำทฤษฎีตัวแทนไปศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารกับมูลค่ากิจการ Morck, Shleifer, and Vishny (1988) และ นริสา ยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2558) ได้นำทฤษฎีตัวแทนไปศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารต่อผลตอบแทนจากหุ้น เป็นต้น

สมมติฐานการวิจัย

มีงานวิจัยหลายงานทั้งไทยและต่างประเทศที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี คุณลักษณะของผู้บริหารกับผลการดำเนินงาน ผลตอบแทนของหุ้นและราคาหุ้น เช่น Al-Haddad et al (2011) และ อนุวัฒน์ ภักดี (2561) โดยสรุปคือ การกำกับดูแลกิจการที่ดีนั้น จะส่งผลให้การดำเนินงาน ผลกำไรของกิจการ และ ราคาหุ้น เปลี่ยนไปในทิศทางที่ดี โดยคุณลักษณะของผู้บริหารที่ดีซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการนั้นจะ ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในทิศทางที่ดีเช่นกัน ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่กล่าวถึงคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่แตกต่างกันไป และมีข้อสรุปที่แตกต่างกัน ในงานวิจัยนี้คณะผู้วิจัยได้ทำการรวบรวมคุณลักษณะที่สำคัญของผู้บริหารสูงสุดที่อาจส่งผล ต่อราคาหุ้นดังนี้

1. เพศของผู้บริหารสูงสุด

จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า การมีผู้บริหารสูงสุดเป็นเพศหญิงทำให้บริษัทที่มีกลยุทธ์มุ่งเน้นไปที่นวัตกรรมมี ผลการดำเนินงานที่ดี (Dezso & Ross, 2012) อีกรงานวิจัยพบว่า ผู้หญิงมักมีความเข้าใจเกี่ยวกับตลาดมากกว่าผู้ชาย ผู้หญิงจะสร้างภาพลักษณ์ขององค์กรให้ดีขึ้นและส่งผลดีต่อมูลค่าของธุรกิจ (Nhan & Quy, 2016) และยังพบว่า คณะกรรมการเพศหญิงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน เนื่องจากเพศหญิงมีการตัดสินใจอย่างละเอียด รอบคอบ (Nielsen & Huse, 2010) แต่ในด้านจิตวิทยาพบว่าเพศของผู้บริหารมีความแตกต่างกัน เช่น ในรูปแบบของ ความเป็นผู้นำที่มีประสิทธิภาพ ทักษะการสื่อสาร ความเป็นนักอนุรักษ์นิยม ความสามารถในการรับความเสี่ยงและการ ตัดสินใจ มีการให้เหตุผลว่า ทำไมเพศหญิงจึงไม่ประสบความสำเร็จในขณะที่มีสถานภาพและอาชีพเดียวกันกับเพศชาย เพราะว่าผู้หญิงเมื่ออยู่ในตำแหน่งภาวะผู้นำจะรับรู้ความสามารถและประสิทธิภาพของตนเองต่ำ (Sitthipongpanich & Polsiri, 2012) ดังนั้นผู้บริหารสูงสุดที่เป็นเพศหญิงอาจขาดความกล้าที่จะตัดสินใจในบางเรื่อง และการบริหารงาน อาจไม่เด็ดขาด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน นอกจากนี้สภาพแวดล้อมของการทำงานในกลุ่มอุตสาหกรรม ที่ดำเนินงานอยู่อาจจะไม่สอดคล้องกับบริบทในการทำงานของเพศหญิง ทำให้ไม่มีความคล่องตัวในการทำงานเหมือน ผู้บริหารที่เป็นเพศชาย ซึ่งจะส่งผลต่อการดำเนินงานและราคาหุ้นได้ (Laible, 2013) ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H1: ผู้บริหารสูงสุดเพศชายมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น

2. ระดับการศึกษาของผู้บริหารสูงสุด

มีงานวิจัยที่เกี่ยวข้องหลายงานที่พบว่าผู้บริหารสูงสุดที่มีระดับการศึกษาสูงจะมีความสามารถที่ส่งผลต่อ ความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น Olsen, Sisodiya, and Swisher (2016) ได้ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับผลตอบแทนของหุ้น พบว่า ผู้บริหารสูงสุดที่จบการศึกษาใน ระดับปริญญาโทช่วยให้ผลตอบแทนในหุ้นของบริษัทดีขึ้นมากกว่าผู้บริหารสูงสุดที่จบการศึกษาในระดับปริญญาตรี การศึกษาของผู้บริหารสูงสุดถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกำหนดนโยบายขององค์กรและยังทำให้ผู้บริหารสูงสุดมี ความสามารถในการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลมากขึ้น (Smith et al., 2006) โดยส่วนใหญ่พบว่าผู้บริหารที่มี ระดับการศึกษาสูงมักจะสามารถในการทำงานและสร้างผลการดำเนินงานได้ดีและส่งผลในทางบวกต่อราคาหุ้น ของบริษัท ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H2: ผู้บริหารสูงสุดที่มีระดับการศึกษาระดับปริญญาโทขึ้นไปมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น

3. อายุของผู้บริหารสูงสุด

งานวิจัยบางงานพบว่าอายุส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในทิศทางเดียวกัน ยิ่งถ้าผู้บริหารมีอายุมากกว่า การบริหารงานจะมีคุณภาพมากขึ้นเนื่องจากมีความเชี่ยวชาญในการบริหารงาน อย่างไรก็ตามผู้บริหารที่มีอายุมากอาจจะ ไม่ค่อยมีแนวคิดใหม่ ๆ เพราะรู้สึกว่ามันคงพอแล้ว (Diks, 2016) ผู้บริหารที่มีอายุมากจะขาดแรงจูงใจในการ ทำงานที่สร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น (พิรุณา เบ็ญโล้วส และ จิตติมา สิทธิพงษ์พานิช, 2557) ผู้บริหารสูงสุดที่มีอายุมาก มีแนวโน้มที่จะตัดสินใจได้ช้ากว่าผู้บริหารสูงสุดที่มีอายุน้อย เนื่องจากประสบการณ์การทำงานที่มาก ทำให้ผู้บริหารมี

ความระมัดระวังและใช้เวลาในการพิจารณาในเรื่องต่าง ๆ มากขึ้น และระดับอายุก็มีส่วนสำคัญที่ทำให้การทำความเข้าใจหรือเรียนรู้อะไรใหม่ๆ ลดน้อยลง ดังนั้นผู้บริหารสูงสุดที่มีอายุมากอาจเป็นปัจจัยที่นำไปสู่ข้อเสียเปรียบในการแข่งขันเมื่อเทียบกับคู่แข่งที่เป็นผู้บริหารที่มีอายุน้อยกว่า จึงมีแนวโน้มว่าความสัมพันธ์ระหว่างอายุของผู้บริหารสูงสุดอาจมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานและอาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H3: อายุของผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้น

4. ประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับผู้บริหารสูงสุดด้านบัญชีและการเงินของบริษัท (CFO)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่า ประสบการณ์การทำงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องในด้านนี้มีอิทธิพลต่อลักษณะส่วนบุคคลและพฤติกรรม ส่งผลต่อการเลือกกลยุทธ์ในการทำงาน (Gunz & Jalland, 1996) ผู้บริหารที่มีความเชี่ยวชาญด้านบัญชีและการเงินส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นเนื่องจากธุรกิจต้องมีผู้มีความรู้ความสามารถมาบริหารงาน โดยเฉพาะในธุรกิจที่มีความซับซ้อน อีกรงานวิจัยพบว่าผู้บริหารสูงสุดที่มีความเชี่ยวชาญทางการเงินหรือทางธุรกิจมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจเลือกใช้กลยุทธ์ได้เป็นอย่างดีและส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย (พิรุณา เปียโลว์ส และ จูตีมา สิทธิพงษ์พานิช, 2557) ผู้บริหารสูงสุดที่เคยดำรงตำแหน่งเป็นผู้บริหารสูงสุดด้านบัญชีและการเงินมาก่อนจะมีความรู้ความสามารถในการบริหารกิจการเป็นพิเศษ ส่งผลให้เกิดความน่าเชื่อถือต่อนักลงทุน และส่งผลดีต่อราคาหุ้นได้ ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H4: ผู้บริหารสูงสุดที่เคยดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดด้านบัญชีและการเงินมาก่อนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น

5. การเป็นผู้บริหารสูงสุดควบตำแหน่งประธานกรรมการ

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตพบว่า การควบตำแหน่งของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (จิตอุษา ชันทอง และ กัลยกิตติ์ กิรติอังกูร, 2560) แต่งานวิจัยบางงานพบว่า บริษัทที่มีผู้บริหารสูงสุดควบสองตำแหน่งนั้น จะส่งผลเชิงลบต่อการดำเนินงาน เนื่องจากไม่มีระบบคานอำนาจในการบริหาร (Chugh, Meador, & Kumar, 2011) เมื่อผู้บริหารสูงสุดและคณะกรรมการบริษัทแยกการดำเนินงานกันชัดเจน บทบาทของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดก็จะแตกต่างกัน ซึ่งในกรณีนี้จะช่วยควบคุมอำนาจโดยรวมของผู้บริหารสูงสุดได้ (อาจารย์ ประจวบเหมาะ, ประยงค์ มีใจชื่อ, ชาคริต สกลอิสริยาภรณ์, และ ศุภสิทธิ์ จารุพัฒน์หิรัญ, 2561) นอกจากนี้ Fama and Jensen (1983) ได้สรุปว่า การควบตำแหน่งส่งผลให้ต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินการ (Agency cost) เพิ่มขึ้น ซึ่งต้นทุนนี้ประกอบด้วยต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543) ถ้าประธานกรรมการบริษัทกับผู้บริหารสูงสุดไม่ใช่คนเดียวกันจะมีความเป็นอิสระในการบริหารงานมากกว่า (พิชญ์ณัฐ เส็งี่ยมกลาง และ ชูติมา นาคประสิทธิ์, 2559) และยังพบว่าการแยกตำแหน่งประธานกรรมการบริษัทกับผู้บริหารสูงสุดเป็นสิ่งที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่ให้บริการทางการเงินขนาดใหญ่ ที่การตรวจสอบเป็นเรื่องยากถ้าประธานกรรมการบริษัทกับผู้บริหารสูงสุดเป็นคนเดียวกัน (Duke & Kankpang, 2011) นอกจากนี้ตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดไม่ควรเป็นบุคคลคนเดียวกัน เนื่องจากประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดมีหน้าที่ความรับผิดชอบต่างกัน กิจการควรกำหนดอำนาจหน้าที่ของประธานกรรมการบริษัทและผู้บริหารสูงสุดให้ชัดเจน ซึ่งการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น (จิราภรณ์ พงศ์พันธุ์พัฒนา, 2558) ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H5: การควบตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดและประธานกรรมการมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้น

6. สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุด

ผู้บริหารสูงสุดที่มีสัดส่วนการถือครองหุ้นที่สูงจะมีความอ่อนไหวต่อนโยบายการลงทุนต่าง ๆ ของบริษัทค่อนข้างสูง เพราะจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นที่ตัวเองถืออยู่ (Malmendier & Tate, 2005) โดยสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้บริหารสูงสุดถือเป็นแรงจูงใจในการทำงานและจะช่วยให้ผู้บริหารสูงสุดสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมาก



ขึ้น (Chung & Pruitt, 1996) ความเป็นเจ้าของของผู้บริหารสูงสุดจะช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพทางธุรกิจ การเพิ่มสัดส่วนการถือครองหุ้นโดยผู้บริหารสูงสุดมีแนวโน้มที่จะช่วยเพิ่มมูลค่าองค์กร เนื่องจากจะมีการบริหารกิจกรรมทางธุรกิจมากขึ้นอย่างเหมาะสม ดังนั้นหากผู้บริหารสูงสุดถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง ผลการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้น (Nhan & Quy, 2016) ถึงแม้จะมีงานวิจัยแย้งว่าผู้บริหารที่ถือครองหุ้นในสัดส่วนที่มากนั้นมักไม่ต้องการเปลี่ยนแปลงอะไรมาก เพราะถือว่าตนเองมั่นคงอยู่แล้ว (Miller, 1991) อย่างไรก็ตามก็ยังคงเป็นที่เชื่อว่าผู้บริหารที่ถือครองหุ้นในสัดส่วนที่สูงย่อมมีแรงจูงใจในการที่จะทำงานเพื่อให้ผลประโยชน์เกิดขึ้นและส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในอนาคต จึงตั้งสมมติฐานได้ว่า

H6: สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น

ระเบียบวิธีการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลา 5 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560 ใช้วิธีการสุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) เลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นหุ้น 100 ตัวแรกที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูง การซื้อขายมีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยผ่านเกณฑ์ที่กำหนด จากกลุ่มตัวอย่างที่ได้จึงเป็นการยืนยันว่าผู้วิจัยได้เลือกวิเคราะห์บริษัทที่คาดว่าข้อมูลของบริษัทเหล่านี้จะมีบทบาทสำคัญต่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ในการประเมินราคา และเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้มีการพิจารณาปรับรายการหลักทรัพย์ที่ใช้ในการคำนวณ SET100 Index ทุกๆ 6 เดือน ทั้งนี้เพื่อความเหมาะสมและสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นกับภาวะการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงทำให้ในบางปีมีบางบริษัทหลุดจาก SET100 ดังนั้นในการเลือกตัวอย่างในครั้งนี้จะพิจารณาเฉพาะบริษัทใน SET100 ที่ถูกรวมในการคำนวณดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในช่วงครึ่งหลังของปีติดต่อกันห้าปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560 ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างออกมาปีละ 59 บริษัท รวม 295 กลุ่มตัวอย่าง และใช้การเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ระหว่างปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560

ตัวแปรอิสระในการศึกษาคั้งนี้ได้แก่ คุณลักษณะต่าง ๆ ของผู้บริหารสูงสุดขององค์กร 6 ประการ ส่วนตัวแปรตามในการศึกษาคั้งนี้คือ ราคาปิดของหุ้น ณ วันสิ้นปีของแต่ละบริษัท โดยจะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลราคาหุ้นโดยใช้ฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีตัวแปรควบคุมที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและราคาหุ้นของบริษัท 3 ตัว คืออายุของกิจการ กำไรสุทธิ และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ได้มีการสรุปผลการวัดค่าของตัวแปรไว้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การวัดค่าตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	คำย่อ	การวัดค่า
ตัวแปรตาม		
1. ราคาหุ้น	Y	ราคาปิดของหุ้น ณ วันสิ้นปี 2556-2560
ตัวแปรอิสระ		
1. เพศของ CEO	X1	1= เพศชาย, 0 = เพศหญิง
2. ระดับการศึกษาของ CEO	X2	1= จบปริญญาโทขึ้นไป, 0 = ต่ำกว่า
3. อายุของ CEO	X3	อายุจริงของ CEO
4. ประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องกับ CFO	X4	1= เคยเป็น CFO มาก่อน, 0 = ไม่เคย
5. การควมตำแหน่งประธานกรรมการ	X5	1= ควบสองตำแหน่ง, 0 = ไม่ควบ
6. สัดส่วนการถือครองหุ้น	X6	เปอร์เซ็นต์การถือครองหุ้นในบริษัท
ตัวแปรควบคุม		
1. อายุของกิจการ	X7	จำนวนปีที่ก่อตั้งบริษัท
2. กำไรสุทธิ	X8	กำไรสุทธิประจำปีของบริษัท
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	X9	หนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวม

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาจะใช้การวิเคราะห์เชิงพรรณนาในการวิเคราะห์ความถี่ และค่าเฉลี่ยของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดของกลุ่มตัวอย่าง และใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุวิธี Pooled OLS regression (มนตรีพิริยะกุล, 2556) ในการวิเคราะห์ข้อมูลที่เป็นแบบ Panel โดยเลือกวิธี Enter ในการทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะต่างๆ ของผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อราคาหุ้น ซึ่งถือเป็นวัตถุประสงค์ในการวิจัยในครั้งนี้ โดย Model ที่ใช้ในการศึกษาคือ

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \epsilon$$

ผลการศึกษาและการอภิปรายผล

จากข้อมูลคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดพบว่าในจำนวน 295 ตัวอย่าง ผู้บริหารส่วนใหญ่เป็นเพศชายร้อยละ 94.58 โดยจบการศึกษาในระดับปริญญาโทขึ้นไปร้อยละ 72.88 และพบว่าผู้บริหารสูงสุดส่วนใหญ่มีอายุอยู่ในช่วง 51-60 ปี คิดเป็นร้อยละ 36.27 โดยผู้บริหารเพศชายมีอายุเฉลี่ย 60.98 ปี และ 51.88 ปี สำหรับผู้บริหารที่เป็นเพศหญิงและโดยรวมมีอายุเฉลี่ย 60.48 ปี และพบว่าผู้บริหารส่วนใหญ่ร้อยละ 96.61 ไม่เคยดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดด้านบัญชีและการเงินของบริษัทมาก่อน นอกจากนี้พบว่าผู้บริหารสูงสุดส่วนใหญ่ร้อยละ 66.10 ดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดเพียงตำแหน่งเดียว ในขณะที่ร้อยละ 33.90 ของผู้บริหารสูงสุดควบตำแหน่งประธานกรรมการด้วย และเมื่อดูสัดส่วนความเป็นเจ้าของพบว่าผู้บริหารร้อยละ 36.27 ที่ไม่ถือครองหุ้นเลย และร้อยละ 63.73 ของผู้บริหารสูงสุดถือครองหุ้นในบริษัท โดยส่วนใหญ่กว่าร้อยละ 42.37 ถือครองหุ้นในบริษัทไม่เกิน 10 เปอร์เซ็นต์ และมีผู้บริหารที่ถือครองหุ้นเกิน 50% เพียงร้อยละ 1.69 โดยเฉลี่ยพบว่าผู้บริหารเพศชายถือครองหุ้น 5.71% และผู้บริหารเพศหญิงถือครองหุ้น 2.10% และโดยรวมแล้วผู้บริหารสูงสุดถือครองหุ้นเฉลี่ย 5.51%

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับราคาหุ้น จากผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้น ส่วนอายุของกิจการและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น และพบความสัมพันธ์ระหว่างกันของตัว

แปรคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดบางตัว โดยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ส่วนใหญ่มีค่าอยู่ระหว่างบวกลบ 0 ถึง 0.5 ซึ่งในทางสถิติถือว่ามีความสัมพันธ์กันในระดับต่ำ (Hinkle et al., 1998) ได้มีการตรวจสอบความสัมพันธ์โดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) อีกครั้งพบว่า ค่า VIF สูงสุดคือ 1.358 (มีค่าน้อยกว่า 10) ดังนั้น คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดทั้ง 6 ตัวและตัวแปรควบคุมอีก 3 ตัว ไม่มีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่เกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดของบริษัทกับราคาหุ้น

ตัวแปร	Model		
	B	t	P-Value
(Constant)	60.792	2.269	0.024
เพศของ CEO	12.480	0.820	0.113
ระดับการศึกษาของ CEO	-10.297	-1.317	0.189
อายุของ CEO	-0.919	-2.219	0.027**
เคยเป็น CFO มาก่อนหรือไม่	-33.088	-1.752	0.081*
ควบตำแหน่ง CEO และประธาน	-17.861	-2.418	0.016**
สัดส่วนการถือครองหุ้นของ CEO	-0.784	-2.349	0.020**
อายุของกิจการ	1.248	6.890	0.000***
กำไรสุทธิ	0.003	13.986	0.000***
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	-3.906	-3.863	0.000***

R = 0.748 , R Square = 0.560 , Adjust R Square = 0.546 , F = 40.298 , P-Value = 0.000***

***นัยสำคัญที่ 0.01, **นัยสำคัญที่ 0.05, *นัยสำคัญที่ 0.1

จากตารางที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุเพื่อพยากรณ์หาอิทธิพลของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดต่อราคาหุ้น พบว่าคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดของบริษัทสามารถพยากรณ์ราคาหุ้นของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-square) มีค่าเท่ากับ 0.546 หมายความว่า ตัวแปรต่าง ๆ สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้ร้อยละ 54.6 ส่วนที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณา ผลการวิจัยปฏิเสธสมมติฐานข้อที่ 1, 2, 4 และ 6 หมายความว่า เพศ ระดับการศึกษา ประสบการณ์ด้านบัญชีการเงิน และสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุด ไม่ได้มีอิทธิพลทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น แต่กลับพบว่าประสบการณ์ด้านบัญชีการเงิน และสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้น และยอมรับสมมติฐานข้อที่ 3 และ 5 หมายความว่า ยิ่งอายุของผู้บริหารสูงสุดมากขึ้นจะมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้น และการควบตำแหน่งของผู้บริหารสูงสุดส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง

เมื่อพิจารณาเป็นรายตัวแปรพบว่าอายุของผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (B = -0.919) ตรงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งอธิบายได้ว่า กิจการที่มีผู้บริหารสูงสุดที่มีอายุน้อยส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น สอดคล้องกับ พิรุณา เปียโลวิส และ จิตติมา สิทธิพงษ์พานิช (2557), Diks (2016) และ Olsen et al. (2016) แสดงว่าผู้บริหารสูงสุดที่มีอายุน้อยมีแนวคิดที่ดีในการบริหารที่ช่วยทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นได้ และพบว่าผู้บริหารสูงสุดที่เคยดำรงตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดด้านบัญชีและการเงินของบริษัทมาก่อนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 (B = -33.088) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ตั้งไว้ หมายความว่าผู้บริหารสูงสุดที่เคยดำรงตำแหน่งนี้มาก่อนไม่ได้มีผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ซึ่งแย้งกับ พิรุณา เปียโลวิส และ จิตติมา สิทธิพงษ์พานิช (2557) ที่พบว่าผู้บริหารที่มีความรู้ด้านนี้จะมีความสามารถในการตัดสินใจนำพาธุรกิจและทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น ในกรณีนี้เป็นไปได้ว่าผู้บริหารสูงสุดที่มีความรู้ด้านบัญชีการเงินอาจจะจะมีลักษณะของความเป็นนักอนุรักษ์นิยมสูงและใช้นโยบายที่ไม่กล้าเสี่ยงมากนักในการดำเนินธุรกิจซึ่งอาจส่งผลต่อราคาหุ้นได้ นอกจากนี้ยังพบว่าผู้บริหารที่ควบสองตำแหน่งมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (B = -17.861) ตรงตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีผู้บริหารสูงสุดควบสองตำแหน่งส่งผลให้ราคาหุ้นต่ำลง โดยผู้บริหารที่ควบสองตำแหน่งอาจทำให้โครงสร้างการกำกับดูแลกิจการของบริษัทอ่อนแอลงจนส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงได้ (Jensen, 1993) ซึ่งตามทฤษฎี

ตัวแทนสนับสนุนให้แยกตำแหน่งทั้งสองให้ชัดเจนเพื่อประสิทธิภาพในการควบคุม อีกทั้งยังพบว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุดมีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($B = -0.784$) จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ตั้งไว้ หมายความว่า การที่ผู้บริหารถือครองหุ้นในสัดส่วนที่มากนั้นมีผลทำให้ราคาหุ้นต่ำลง ซึ่งแย้งกับ Diks (2016) และ Olsen et al (2016) ที่พบว่าผู้บริหารที่มีสัดส่วนความเป็นเจ้าของที่สูงนั้นส่งผลให้มูลค่าตลาดของกิจการและผลตอบแทนในหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายผลของการวิจัยในครั้งนี้ได้ว่าสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงสุดจะมีความเกี่ยวข้องกับอำนาจในการควบคุมการบริหารงานของกิจการ โดยอาจมีการใช้อำนาจในการแทรกแซงนโยบายการดำเนินงานจนเกิดความขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นบางรายหรือกับคณะกรรมการบริหารได้ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทออกมาไม่ดีเท่าที่ควร ทำให้ส่งผลเชิงลบต่อราคาหุ้นซึ่งสอดคล้องกับ Morck et al. (1988) และ นริสา เยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันทเพชร (2558) ที่พบว่าผู้บริหารที่มีสัดส่วนการถือหุ้นจำนวนมาก อาจทำให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่ไม่สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการได้ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาไม่พบอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญของตัวแปรเพศ และระดับการศึกษาของผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อราคาหุ้น ในส่วนของตัวแปรควบคุมนั้นพบว่าอายุของกิจการและกำไรสุทธิมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงให้เห็นว่ากิจการที่ก่อตั้งมานานมีผลทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงกว่ากิจการที่ก่อตั้งทีหลัง และผลการดำเนินงานของกิจการส่งผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ตรงตามผลการวิจัยในอดีตที่พบว่าผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น (Berthelot et al., 2012; Sayumwe & Amroune, 2017) ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนนั้นพบว่าไม่มีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 หมายความว่า กิจการที่มีหนี้สินมากส่งผลให้ราคาหุ้นต่ำลงซึ่งสอดคล้องกับ Diks (2016)

สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อทดสอบอิทธิพลของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 โดยคุณสมบัติของผู้บริหารสูงสุดถูกวัดค่าโดยตัวแปรต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง 6 ประการคือ เพศ ระดับการศึกษา อายุ ประสบการณ์ด้านบัญชีการเงิน การควบคุมตำแหน่ง และสัดส่วนการถือครองหุ้น ตัวแปรตามคือราคาปิดของหุ้นในกลุ่ม SET100 ณ วันสิ้นปี พ.ศ. 2556-2560 ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่า คุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดที่มีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้นได้แก่ อายุของผู้บริหาร ประสบการณ์ด้านบัญชีและการเงิน การควบคุมตำแหน่ง และสัดส่วนการถือครองหุ้น นอกจากนี้พบว่า ตัวแปรควบคุมที่มีอิทธิพลเชิงลบต่อราคาหุ้น คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในขณะที่อายุของกิจการและกำไรสุทธิมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น ผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยส่วนใหญ่ในอดีตที่พบความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดกับราคาหุ้นหรือตัวแปรมูลค่ากิจการที่ใช้ราคาหุ้นเป็นตัววัด อย่างไรก็ตามการศึกษาคั้งนี้ไม่พบอิทธิพลของเพศและระดับการศึกษาของผู้บริหารสูงสุดที่มีต่อราคาหุ้น

ประโยชน์ที่ได้รับ ข้อจำกัดการศึกษาและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้มีประโยชน์ต่อบริษัทต่าง ๆ โดยเฉพาะบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ในกระบวนการคัดเลือกผู้บริหารสูงสุดมาทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้นของบริษัทเพื่อช่วยทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงสุด ซึ่งบริษัทควรเลือกผู้บริหารสูงสุดที่เป็นคนรุ่นใหม่ที่มีอายุไม่สูงมาก และไม่จำเป็นที่ผู้บริหารสูงสุดคนนั้นจะต้องผ่านการเป็นผู้บริหารสูงสุดด้านการบัญชีและการเงินมาก่อน และผู้บริหารสูงสุดไม่ควรควบคุมตำแหน่งประธานกรรมการเนื่องจากจะเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ นอกจากนี้ผู้บริหารสูงสุดไม่ควรถือครองหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่มากเกินไป คุณสมบัติของผู้บริหารสูงสุดเหล่านี้จะช่วยทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นได้ นอกจากนี้งานวิจัยชิ้นนี้ยังมีประโยชน์ในการสนับสนุนงานวิจัยในอดีตที่ใช้ทฤษฎีตัวแทนศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของผู้บริหาร ผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการหรือราคาหุ้นของบริษัท

อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้มีข้อจำกัดบางประการ เช่น การเลือกตัวแปรคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดเพียงแค่บางส่วน ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรศึกษาคุณลักษณะอื่น ๆ ของผู้บริหารสูงสุดเพิ่มมากขึ้น เช่น ผลตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับ ผู้บริหารเป็นผู้ก่อตั้งบริษัทหรือไม่ ภูมิหลังของผู้บริหารในส่วนที่เกี่ยวข้องกับด้านอื่น ๆ นอกเหนือจากด้านบัญชีการเงิน หรือแม้กระทั่งในปัจจุบันในการช่วยให้อุรกิจสอดคล้องกับยุคสมัยที่เปลี่ยนไปอย่างรวดเร็ว บริษัทควรมี

การเปลี่ยนแปลงโดยนำเทคโนโลยีเข้ามามีส่วนร่วม (Digital Transformation) ให้มากขึ้น ซึ่งผู้บริหารสูงสุดขององค์กรควรมีคุณสมบัติที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการก้าวทันการเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ด้วย ทั้งนี้เพื่อเติมเต็มการศึกษาวิจัยในประเด็นที่เกี่ยวกับอิทธิพลของคุณลักษณะของผู้บริหารสูงสุดต่อราคาหุ้น

เอกสารอ้างอิง

- จิตอุษา ชันทอง และ กัลยกิตต์ กิรติอังกูร. (2560). การกำกับดูแลกิจการและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ*, 8(2), 42-50.
- จิราภรณ์ พงศ์พันธุ์พัฒนา. (2558). Mechanism of Good Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Evidence from Thai-Listed Firms. *วารสารวิทยาการจัดการสมัยใหม่*, 8(1), 67-77.
- นริสา ยาวลักษณ์ และ ศิลปพร ศรีจันเพชร (2558). การถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุนสถาบันต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์. *วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ:สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย*, 4(2), 18-31.
- พิชญ์ณัฐ เสี่ยมกลาง และ ชุตินา นาคประสิทธิ์. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับการเลือกผู้สอบบัญชี:กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสาร ชุมชนวิจัย*, 10(3), 75-85.
- พิรุณา เปี้ยโล้วส และ รุติมา สิทธิพงษ์พานิช. (2557). คุณลักษณะผู้บริหารสูงสุดและมูลค่ากิจการ. *วารสารพัฒนบริหารศาสตร์*, 54(4), 57-90.
- มนตรี พิริยะกุล (2556). Panel data analysis. *วารสารรามคำแหง สาขาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี*, 30(2), 41-54.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2543). *คุณรู้จัก Creative accountingและคุณภาพกำไร แล้วหรือยัง?*. กรุงเทพฯ :ไอออนิค อินเทอร์เน็ต รีซอสเซส.
- อนุวัฒน์ ภัคดี. (2561). ผลกระทบของคุณลักษณะคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยและพัฒนาวิจัยของกรมส่งเสริมการค้าระหว่างประเทศ*, 13(1), 164-175.
- อาจารย์ ประจวบเหมาะ, ประยงค์ มีใจชื่อ, ชาคริต สกลุสิริยาภรณ์ และ ศุภสิทธิ์ จารุพัฒน์หิรัญ. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Kasem Bundit Journal*, 19 (Special Edition), 124-141.
- Al-Haddad, W., Alzurqan, S. T., & Al-Sufy, F. J. (2011). The Effect of Corporate Governance on the Performance of Joudanian Industriak Companies: An Emperical Study on Amman Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(4), 55-69.
- Al-Zwyalif, I. M. (2013). IT Governance and its Impact on the Usefulness of Accounting Information Reported in Financial Statements. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), 83-94.
- Berthelot, S., Francoeur, C., & Labelle, R. (2012). Corporate governance mechanisms, accounting results and stock valuation in Canada. *International Journal of Managerial Finance*, 8(4), 332- 343.
- Chugh, L. C., Meador, J. W., & Kumar, A. S. (2011). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from India. *Journal of Finance and Accountancy*, 7, 1-10.
- Chung, K. H. & Pruitt, S.W. (1996). Executive Ownership, Corporate Value and Executive Compensation: A Unifying Framework. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1135-1159.

- Dezso, C. L., & Ross, D. G. (2012). Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation. *Strategic Management Journal*, 33(9), 1072-1089.
- Diks, J. (2016). *The impact of CEO characteristics on firm value*. Master thesis, Tilburg school of Economics & Management, 1-31.
- Duke, J.II, & Kankpang, K. (2011). Linking Corporate Governance with Organizational Performance: New Insights and Evidence from Nigeria. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(12), 47-58.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301- 325.
- Gunz, H. P., & Jalland, R. M. (1996). Managerial careers and business strategies. *Academy of Management Review*, 21(3), 718-756.
- Hinkle, D. E., William, W., & Stephen, G. J. (1998). *Applied Statistics for the Behavior Sciences*. 4th ed. New York: Houghton Mifflin.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831–880.
- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Laible, M. (2013). *Gender Diversity in Top Management and Firm Performance: An analysis with the job-establishment panel* (CAED Conference paper).
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60, 2661–2700.
- Mary, A. C. (2005). *The Relationship between Chief Executive Officer Duality and Subsequent Corporate Financial Performance*. Working Paper, Cappella University.
- Miller, D. (1991). Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match between Organization and Environment. *Management Science*, 37(1), 34-52.
- Morck, R. Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Mulyono, M., Adi, T. S., & Danang, P. (2018). The Effect of Corporate Governance and Firm Performance on Stock Price: An Empirical Study on Indonesia Stock Exchange. *Binus Business Review*, 9(1), 79-85.
- Nhan, D.T., & Quy, V.T. (2016). The Impact of Director Board’s Characteristics on Firm Value: A Study on HOSE. *International Journal of Science and Research (IJSR)*, 5(2), 646-650.
- Nielson, S., & Huse, M. (2010). The Contribution of woman on Boards of Director: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- Olsen, B. C., Sisodiya, S. R., & Swisher, J. (2016). A note on assessing the relation between CEO characteristics and stock performance: Alpha above Replacement. *Accounting and Finance*, 56, 787-802.
- Sayumwe, M. & Amroune, B. (2017). Directors’ characteristics and stock market performance in Canada. *Journal of Economic & Financial Studies*, 5(1), 1-15.

- Sitthipongpanich, T., & Polsiri, P. (2012). CEO Characteristics and Corporate Financing in Thailand. *International Research Journal of Finance and Economics*, 102, 56-69.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55, 569-593.