



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มี
ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ
หมวดธุรกิจพาณิชย์

โดย

นางสาววรนิษฐ์ พรพัฒน์วัฒน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2560
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มี
ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ
หมวดธุรกิจพาณิชย์

โดย

นางสาววรนิษฐ์ พรพัฒน์วัฒน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2560
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND
ECONOMIC VALUE ADDED THAT AFFECT ON STOCK
PRICE AND DIVIDEND YIELD RATIO OF LISTED
COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF
THAILAND: COMMERCE SECTOR IN
SERVICE INDUSTRY GROUP

BY

MISS WARANIT PHORNPATTANAWAT

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2017
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาววรนิษฐ์ พรพัฒนะวัฒน์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์
และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 29 เม.ย. 2561

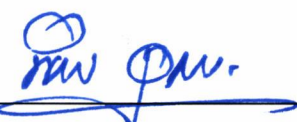
ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปัญญา อิศระวรวาณิช)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(อาจารย์ ดร. สุทธิกร กิ่งแก้ว)

คณบดี


(รองศาสตราจารย์ ดร. พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรม ธุรกิจบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์
ชื่อผู้เขียน	นางสาววรนิษฐ์ พรพัฒนะวัฒน์
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว
ปีการศึกษา	2560

บทคัดย่อ

การบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนเป็นหน้าที่สำคัญของผู้บริหาร เนื่องจากการวางแผนจัดสรรสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนอย่างเหมาะสมจะส่งผลไปถึงความมั่งคั่งของกิจการ ด้วยราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นและกระแสเงินปันผลที่กิจการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้นในการวิจัยนี้จึงเลือกศึกษาตัวแปรสำคัญที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนดังกล่าว คือ โครงสร้างเงินทุน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เพื่อนำไปใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับผู้บริหาร และเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการวิเคราะห์ความเสี่ยงเพื่อการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ เป็นต้น

กลุ่มตัวอย่างที่เลือกมาศึกษาในงานวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์ จำนวน 21 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ.2559 รวมจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 82 ตัวอย่าง

จากผลการศึกษาพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์ โดยเฉลี่ยจะใช้โครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเป็นบริษัทที่มีขนาดองค์กรใหญ่ ส่งผลทำให้มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงขึ้นและผลตอบแทนต่อหลักทรัพย์สูงขึ้นตามไปด้วย แต่อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนจะมีค่าต่ำกว่า เนื่องจากนักลงทุนคาดหวังกำไรจากการนำเงินไปลงทุนเพิ่ม เพื่อจะได้กำไรจากการซื้อขายหุ้น และเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าการได้รับเงินปันผล เป็นต้น สำหรับโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากกิจการที่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงย่อมหมายถึงบริษัทที่มีแนวโน้มการดำเนินงานที่ดี

ส่งผลให้นักลงทุนมองว่ากิจการมีอนาคตที่ดี น่าลงทุน และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย และสำหรับโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์พบว่าไม่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน แต่หากนำขนาดขององค์กรมาเป็นตัวแปรควบคุมจะพบว่า โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน และขนาดขององค์กรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์, อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน



Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND ECONOMIC VALUE ADDED THAT AFFECT ON STOCK PRICE AND DIVIDEND YIELD RATIO OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND: COMMERCE SECTOR IN SERVICE INDUSTRY GROUP
Author	Miss Waranit Phornphattanawat
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Suthikorn Kingkaew, Ph.D.
Academic Year	2017

ABSTRACT

Capital Structure Management is an important function that CEO should give priority. As an optimal capital structure would lead to the wealth of a business by maximizing firm stock price and dividend yield for investors. Therefore, this is the reason this research aims to study 2 factors; Capital Structure and Economic Value Added, and it results a firm stock price and dividend yield in order for CEO to utilize these pieces of information to manage an optimal capital structure and in return it would also be an advantage for the investors.

The independent study was conducted to study the listed companies in the Stock Exchange of Thailand: commerce sector in the service industry. Data was collected from 21 companies for 5 continuous years from 2012 to 2016.

The findings from descriptive statistics reveal that the capital structure of these companies in the service industry: commerce sector in average consists of more debt than equity, which is normally will be for big size companies. In result, EVA increased as well as the stock price but dividend yield ratio decreased. In addition, the findings from the multiple regression analysis reveal that Capital Structure and EVA have positive influence on stock price with statistical significance.

In contrast, only Capital Structure and EVA have the negative relationship with dividend yield. However, in the case of examining with the control variable, the company size and its dividend yield has an inverse relationship.

Keywords: Capital Structure, Economic Value Added, Divided Yield



กิตติกรรมประกาศ

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัยฉบับนี้ ที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษาและสละเวลาอันมีค่าให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่างๆ ทำให้งานวิจัยฉบับนี้ให้เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยดี รวมทั้งขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปัญญา อิศระวรวานิช ที่ได้กรุณามาเป็นกรรมการเข้าร่วมฟังการนำเสนอผลงานวิจัย และได้ให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์ต่องานวิจัยฉบับนี้ให้มีความถูกต้อง เหมาะสม และสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น รวมทั้งขอขอบพระคุณ สถาบันการศึกษาและคณาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ให้แก่ผู้วิจัยตั้งแต่การศึกษาระดับชั้นต้นจนถึงปัจจุบัน

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ที่คอยสนับสนุน ห่วงใย ดูแลและเป็นกำลังใจที่สำคัญเสมอมา จนทำให้ผู้วิจัยสามารถทำงานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี และขอขอบคุณพี่แพนดำ เพื่อนๆ ทุกคน ที่คอยให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำงานวิจัยฉบับนี้

ท้ายที่สุดนี้ คุณประโยชน์อันเกิดจากงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบแด่ คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่าน หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

นางสาววรนิษฐ์ พรพัฒนะวัฒน์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาไทย	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	5
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	5
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
1.5 คำศัพท์และคำนิยามที่เกี่ยวข้อง	7
บทที่ 2 วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
2.1 แนวคิดและทฤษฎีในการทำวิจัย	9
2.1.1 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน	9
2.1.1.1 ทฤษฎี M&M	9
2.1.1.2 ทฤษฎี Trade-Off	10
2.1.1.3 ทฤษฎี Signaling	11
2.1.1.4 ทฤษฎี Agency	11
2.1.1.5 ทฤษฎี Pecking Order	12
2.1.2 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	12

	(7)
2.1.2.1 การหาค่าเบต้า (β)	13
2.1.2.2 การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย (WACC)	13
2.1.2.3 การคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	14
2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล	17
2.1.3.1 ทฤษฎีว่านโยบายเงินปันผลมีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (Dividend Relevance Theory)	17
2.1.3.2 ทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (Dividend Irrelevance Theory)	17
2.1.3.3 ทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผล ที่ผู้ถือหุ้นพอใจรับเงินปันผลในปัจจุบัน มากกว่ารอรับในอนาคตที่อาจมีความไม่แน่นอน (Bird-In-The-Hand Theory)	18
2.1.3.4 ทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นพึงพอใจที่จะต้องเสียภาษี (Tax Preference Theory)	18
2.2 การทบทวนวรรณกรรม	19
2.2.1 โครงสร้างเงินทุน	19
2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์	19
2.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล	20
2.2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์	21
2.2.5 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล	21
2.3 สมมติฐานงานวิจัย	22
บทที่ 3 วิธีการดำเนินการวิจัย	24
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา	24
3.2 ตัวแปรและการวัดค่า	26
3.3 วิธีการเก็บข้อมูล	27
3.4 วิธีการทางสถิติ	28
บทที่ 4 การวิเคราะห์และอภิปรายผลการวิจัย	29
4.1 โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม	29

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ร่วมกับ จำนวนผู้ถือหุ้น และ มูลค่าตามราคาตลาด กับ ราคาหลักทรัพย์	33
4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ร่วมกับ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	34
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษางานวิจัย และข้อเสนอแนะ	37
5.1 สรุปผลจากการวิจัย	37
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	38
5.3 ข้อเสนอแนะ	39
รายการอ้างอิง	40
ภาคผนวก	44
ประวัติผู้เขียน	47

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital	17
3.1 แสดงรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษา	25
3.2 แสดงตัวแปรและการวัดค่า	26
3.3 สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital	27
4.1 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 82 ตัวอย่าง	29
4.2 เปรียบเทียบผลการดำเนินงาน ขนาดธุรกิจและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างที่มี โครงสร้างเงินทุนสูงกว่าและต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม	31
4.3 Multiple Linear Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด กับราคาหลักทรัพย์	33
4.4 Multiple Linear Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	35

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	3
1.2 ดัชนีราคาของหลักทรัพย์ หน่วยธุรกิจพาณิชย์ย้อนหลัง 6 ปี	4
1.3 มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) หน่วยธุรกิจพาณิชย์ย้อนหลัง 6 ปี	5
1.4 ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	6
2.1 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์	22
2.2 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์	23
2.3 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	23
2.4 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	23

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนเป็นหน้าที่สำคัญที่ผู้บริหารต้องทำการวางแผนและจัดสรรสัดส่วนให้มีความเหมาะสมต่อกิจการและสภาพธุรกิจ เนื่องจากการวางแผนจัดสรรสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนอย่างเหมาะสมจะส่งผลไปถึงความมั่งคั่งของกิจการ (Maximize a firm stock price) ด้วยราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นและกระแสเงินปันผลที่กิจการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (Brigham and Houston, 2001) กล่าวคือ ผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนทั้งภายใน (เช่น กำไรสะสม และค่าเสื่อมราคาสะสม) และแหล่งเงินทุนภายนอก (เช่น หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ หลักทรัพย์แปลงสภาพและหุ้นสามัญ) ในกรณีที่ผู้บริหารเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนระหว่างการก่อหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (โดยไม่รวมหนี้สินหมุนเวียน) ให้มีความเหมาะสม เพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการและผู้ถือหุ้น (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

ความแตกต่างกันระหว่างหนี้สินและหุ้นสามัญคือ 1.หนี้สิน จะมีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้น (Prior Claim) มีอายุและมูลค่าที่ต้องคืนตามที่กำหนดไว้ และดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักฐานภาษีเงินได้นิติบุคคล 2.หุ้นสามัญ จะมีสิทธิเรียกร้องภายหลัง (Residual Claim) ไม่มีกำหนดอายุการถือครอง มีอำนาจในการควบคุมฝ่ายบริหาร และเงินปันผลไม่สามารถนำไปเป็นรายจ่ายทางภาษีได้ (Philippatos, 1973) จากที่กล่าวมาจะเห็นได้ว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนหนี้สินและส่วนทุนแตกต่างกันจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการโดยตรง กล่าวคือ บริษัทที่มีการก่อหนี้สินจะมีการรับผิดชอบในการจ่ายผลตอบแทนให้กับเจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) แต่ดอกเบี้ยจ่ายนั้นสามารถนำไปหักฐานภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งถือว่าเป็นประโยชน์กับบริษัท แต่การที่มีหนี้สินเพิ่มมากขึ้นจะทำให้เกิดต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Cost) เนื่องจากมีการดอกเบี้ยเพิ่มมากขึ้นและต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งเกิดจากปัญหาตัวแทน เนื่องจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการ และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ซึ่งผู้บริหารจะต้องพิจารณาในปัจจัยหลายด้าน เพื่อให้โครงสร้างเงินทุนสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น (Riahi-Belkaoui, 1999)

จากที่กล่าวมา จึงเกิดแนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profits) หรือกำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income: RI) ที่มีการพิจารณาถึงต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ที่ใช้ไปทั้งหมด มีการคำนึงถึง กระแสเงินสดในอนาคต ต้นทุนและความเสี่ยงของการใช้เงินลงทุน

ทั้งหมด ซึ่งแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์ หรือแนวคิดกำไรส่วนที่เหลือ ถือว่าเป็นแนวคิดพื้นฐานที่นำไปสู่การพัฒนาแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA[®]) โดยที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะต้องได้รับการปรับปรุงรายการในส่วนของการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) และเงินลงทุน (Invested Capital) เพื่อสะท้อนให้เห็นกำไรที่แท้จริงของกิจการ ส่งผลทำให้ผู้บริหารมีการใช้จ่ายด้วยความรอบคอบมากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น และด้วยเหตุผลนี้เองจึงทำให้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เชื่อว่ากำไรส่วนที่เหลือนี้สามารถสะท้อนให้เห็นผลการปฏิบัติงานขององค์กรได้ดีกว่าตัววัดอื่นที่คำนวณมาจากตัวเลขในงบการเงิน (Wallace, 1997)

ในปัจจุบัน ถือว่าแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นเครื่องมือที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมากทั้งในประเทศและต่างประเทศ เนื่องจากเป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์หลักของการดำเนินธุรกิจ นั่นก็คือการสร้างความมั่งคั่งให้กับกิจการนั่นเอง (Biddle et al., 1997) นอกจากนี้ โดยทั่วไปจะมองว่าอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) จะมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม กำไรต่อหุ้นก็ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าทางการตลาดได้ (Market Value of Stocks) และผู้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ให้ข้อมูลเพิ่มเติมว่า เนื่องจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปมีทางเลือกให้แต่ละบริษัทสามารถเลือกใช้วิธีทางการบัญชีได้ เช่น วิธีการคำนวณต้นทุนขายโดยวิธีเข้าก่อนออกก่อน (FIFO) และเข้าหลังออกก่อน (LIFO) (Rappaport, 1986) ดังนั้นการใช้อัตราส่วนผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นตัววัดผล ซึ่งถือเป็นการคำนวณอัตราส่วนโดยใช้กำไรทางบัญชีจึงอาจไม่สามารถวัดการเปลี่ยนแปลงมูลค่าปัจจุบันของกิจการได้อย่างเหมาะสม และเนื่องจากการนำเสนอกำไรทางบัญชีเป็นการนำเสนอข้อมูลในอดีตและไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนเสียโอกาสของผู้ถือหุ้น และความเสี่ยงของกำไรที่นำเสนอ (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) แสดงให้เห็นว่า กำไรทางบัญชีไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคต จากที่กล่าวมาผู้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จึงได้สรุปว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์น่าจะเป็นตัววัดที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้ชัดเจนกว่าข้อมูลกำไรทางบัญชี

นอกจากนั้น จะพบว่าสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่ต่างกันจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital) ที่แตกต่างกันไปด้วย กล่าวคือ โดยทั่วไปแล้วต้นทุนของเงินกู้ยืม (Costs of Debt) จะต่ำกว่าต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Costs of Equity) เนื่องจากเจ้าหนี้มีสิทธิในการเรียกร้องเป็นลำดับแรก ก่อนผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิและผู้ถือหุ้นสามัญ และดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักลดหย่อนฐานภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ ดังนั้นหากบริษัทใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมในสัดส่วนที่สูง จะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุนลดลงได้ แต่ขณะเดียวกันจะทำให้ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและต้นทุนตัวแทนสูงขึ้นเช่นกัน ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทใช้แหล่งเงินทุนจากสัดส่วนต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่า จะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุนเพิ่มมากขึ้นนั่นเอง

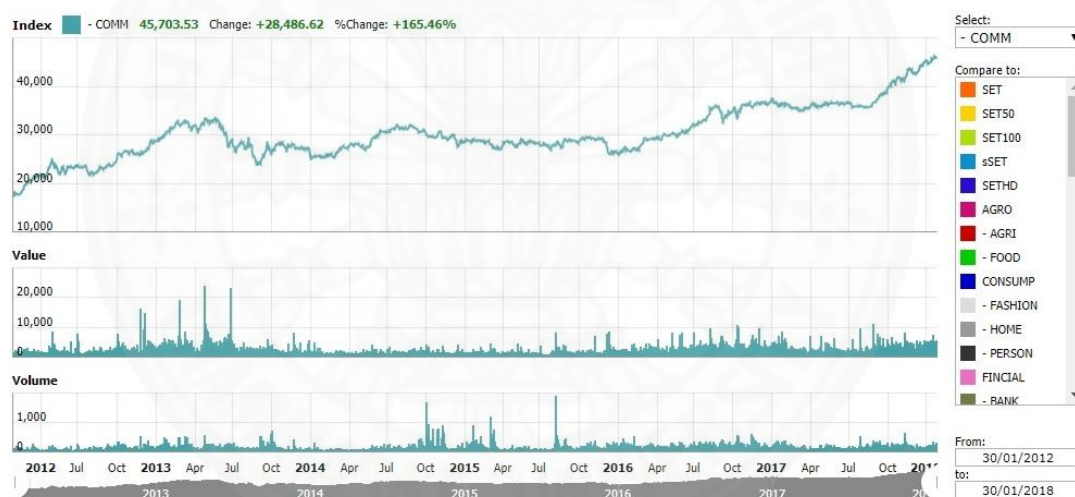
จากความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถส่งผลไปถึงมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในที่สุด ดังจะเห็นได้จากภาพที่ 1.1 และจากความสัมพันธ์ดังกล่าวทำให้ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษา หาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้ น่าจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการบริหารโครงสร้างเงินทุนและนักลงทุน เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการพิจารณาการลงทุนต่อไป



ภาพที่ 1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

งานวิจัยนี้ เป็นการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) เนื่องจากธุรกิจค้าปลีกสมัยใหม่ (Modern Trade) ถือเป็นส่วนหนึ่งของกิจกรรมค้าปลีกค้าส่งที่มีมูลค่าสูงถึง 2.2 ล้านล้านบาทในปี 2559ที่ผ่านมา (คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 15% ของ GDP ซึ่งมีมูลค่าเป็นอันดับสองรองจากอุตสาหกรรมการผลิตที่มีสัดส่วน 27.4%) ซึ่งถือว่าเป็นอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ที่มีผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทย และจากการศึกษาวิจัยแนวโน้มธุรกิจ/อุตสาหกรรม ปี 2560-2562 ของสถาบันวิจัยกรุงศรี (2560) คาดว่า ธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ในระยะ 1-3 ปีข้างหน้าจะมีอัตราการเติบโตต่อเนื่อง เนื่องจากผลจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยที่ถูกขับเคลื่อนโดยภาคท่องเที่ยวและโครงการลงทุน รวมถึงมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายจากภาครัฐ เป็นสัญญาณบวกหนุนกำลังซื้อให้ขยายตัว ประกอบกับหนี้ภาครัฐที่คลี่คลายและราคาสินค้าเกษตรที่กลับมาเป็นขาขึ้น ทำให้การใช้จ่ายในประเทศกลับมาฟื้นตัว นอกจากนั้น ผู้ประกอบการมีแผนขยายการลงทุนเพื่อขยายกลุ่มลูกค้าทั้งในกรุงเทพฯ และเมืองหลักต่างๆ โดยจะมีสาขาเปิดใหม่ใน

หลากหลายรูปแบบ ทั้งที่เป็นผลจากการร่วมทุนกับต่างชาติ การซื้อหรือควบรวมกิจการทั้งในและต่างประเทศ รวมถึงการทยอยเพิ่มช่องทางการค้าออนไลน์ในรูปแบบร้านค้าเสมือนจริง (Virtual online shop) เพื่อเพิ่มสัดส่วนรายได้จากกิจการพาณิชย์อิเล็กทรอนิกส์ (e-Commerce) ทำให้การแข่งขันมีแนวโน้มรุนแรงขึ้น ซึ่งอาจกระทบต่อต้นทุนและมาร์จิ้นของธุรกิจ (พูลสุข นิลกิจศรานนท์ และ ปิยะนุช สถาพงศ์ภักดี, 2560) และจากข้อมูลดัชนีราคา (Price Index) และ มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) หมวดธุรกิจพาณิชย์ย้อนหลัง 6 ปี พบว่า มีมูลค่าสูงมากเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของ SET 100 และมีลักษณะเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังภาพที่ 1.2 และ 1.3 ซึ่งข้อมูลที่ได้กล่าวมานี้ทำให้เห็นได้ว่าอุตสาหกรรมนี้มีแนวโน้มที่จะเติบโตไปในอนาคต ส่งผลถึงกำไรที่เพิ่มมากยิ่งขึ้น และดึงดูดให้นักลงทุนเข้าไปลงทุนมากยิ่งขึ้น จึงเป็นที่น่าสนใจในการศึกษาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ว่าจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลอย่างไรต่อไป



ภาพที่ 1.2 ดัชนีราคาของหลักทรัพย์ หมวดธุรกิจพาณิชย์ย้อนหลัง 6 ปี
ที่มา: ฐานข้อมูล SETSMART (<http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>)



ภาพที่ 1.3 มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Market Capitalization) หมวดธุรกิจพาณิชย์ย้อนหลัง 6 ปี

ที่มา: ฐานข้อมูล SETSMART (<http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>)

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงการใช้โครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector)
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน
4. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการมุ่งเน้นศึกษาเนื้อหาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ว่ามีผลกระทบอย่างไรต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน โดยผู้วิจัยได้เลือกศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) ช่วงปี พ.ศ.2555-2559 จำนวน 21 บริษัท 82 ตัวอย่างข้อมูล (ข้อมูลจาก www.set.or.th ณ วันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2561)

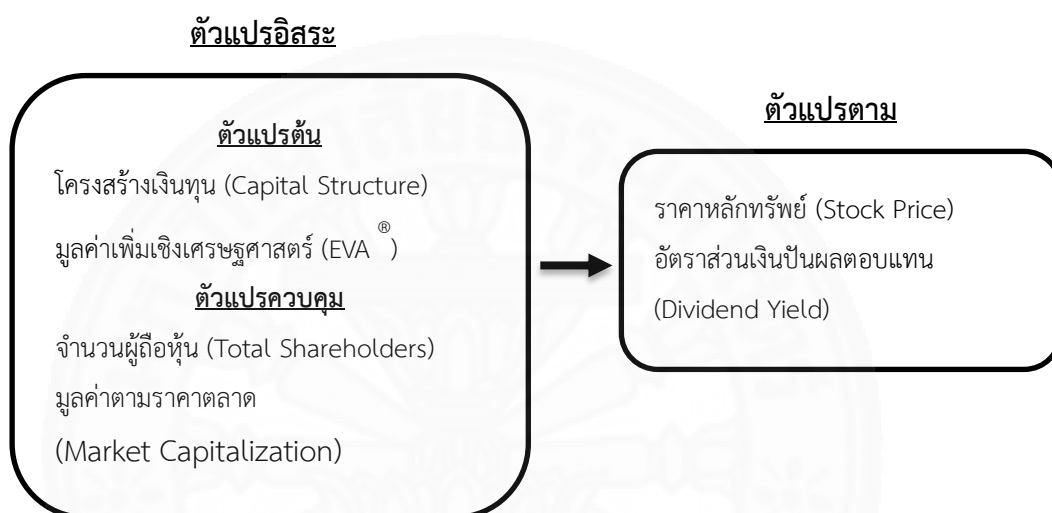
ตัวแปรอิสระ:

1. ตัวแปรต้น = โครงสร้างเงินทุน, มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
2. ตัวแปรควบคุม = จำนวนผู้ถือหุ้น, มูลค่าตามราคาตลาด

ตัวแปรตาม:

ราคาหลักทรัพย์, อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

สามารถแสดงขอบเขตการวิจัยให้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัยดังภาพที่ 1.4 ต่อไปนี้



ภาพที่ 1.4 ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ผู้บริหารทราบถึงโครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) เพื่อใช้เป็นแนวทางในการบริหาร และวางแผนกลยุทธ์ด้านการเงิน เพื่อนำไปสู่การสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น
2. เพื่อให้ประโยชน์สำหรับนักลงทุนที่ต้องการศึกษาข้อมูลการดำเนินงานของบริษัทในอุตสาหกรรมนี้ และใช้เป็นเครื่องมือในการประกอบการตัดสินใจการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุน
3. เพื่อให้ประโยชน์สำหรับนักศึกษาและบุคคลทั่วไปในการศึกษา และทำความเข้าใจโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์ และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน) ว่ามีความสัมพันธ์และผลกระทบในลักษณะและทิศทางใด ซึ่งอาจจะนำผลที่ได้จากงานวิจัยนี้ไปทำการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

1.5 คำศัพท์และคำนิยามที่เกี่ยวข้อง

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง ส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการที่จัดหามาใช้เพื่อการดำเนินงาน หรือขยายกิจการ โดยอาจมีแหล่งที่มาจากทั้งแหล่งเงินทุนภายใน และแหล่งเงินทุนภายนอก

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added : EVA[®]) หมายถึง เครื่องมือวิเคราะห์ทางการเงินที่ใช้เป็นดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงาน แสดงให้เห็นถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของกิจการ หรือที่เรียกว่ามูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน โดยคำนวณได้จากกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการก่อการใดดังกล่าว (Steward, 1991)

สินทรัพย์ (Assets) หมายถึง สิ่งที่มีตัวตนหรือไม่มีตัวตนอันมีมูลค่า ซึ่งบุคคลหรือกิจการเป็นเจ้าของหรือสามารถถือเอาประโยชน์ได้จากกรรมสิทธิ์ในสังหาริมทรัพย์ อสังหาริมทรัพย์ สิทธิเรียกร้อง มูลค่าที่ได้มา รายจ่ายที่ก่อให้เกิดสิทธิ และรายจ่ายของงวดบัญชีถัดไป ดังนั้น สินทรัพย์ (Assets) ในทางบัญชีจึงหมายถึง เงิน หรือสิ่งของที่มีมูลค่าเป็นตัวเงิน ทั้งที่มีตัวตนและไม่มีตัวตน ที่บุคคลธรรมดาหรือร้านค้า เป็นเจ้าของ เพื่อนำมาลงทุนในการดำเนินธุรกิจ

มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) หมายถึง ราคาหุ้นบริษัทคูณกับจำนวนหุ้น ณ วันสิ้นปี หน่วยเป็นล้านบาท

อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบระหว่างเงินปันผลต่อหุ้นกับราคาของหุ้น ณ วันที่คำนวณ เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงว่า หากซื้อหุ้น ณ ราคาปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผลเป็นอัตราร้อยละเท่าไรของราคาหุ้น

ต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้น (Costs of Equity) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องจ่ายให้ผู้ถือหุ้นซึ่งถือเป็นต้นทุนของแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เช่น กรณีการออกหุ้นสามัญ กิจการต้องจ่ายอัตราผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญในรูปของเงินปันผลหรือกำไรต่อหุ้น เป็นต้น

ต้นทุนของหนี้สิน (Costs of Debt) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่อยู่ในรูปของอัตราดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ จากการกู้ยืมเงินระยะยาว หรือการออกหุ้นกู้ ซึ่งถือเป็นต้นทุนของแหล่งเงินทุนจากส่วนหนี้สิน

ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) หมายถึง ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของเงินทุน สามารถใช้ในการตัดสินใจว่าควรลงทุนหรือไม่ควรลงทุนในโครงการใดบ้างของบริษัท และยังสามารถใช้ในการคำนวณหามูลค่าของกิจการ (Enterprise Value) และมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น (Intrinsic Value of Stock) ได้ โดยต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของเงินทุนประกอบไปด้วย ต้นทุนของหนี้สิน และต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้น

ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Cost) หมายถึง ต้นทุนที่เกิดจากความเสี่ยงในกรณีที่กิจการมีหนี้สินมากขึ้น แต่รายได้้น้อยลง ทำให้ไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ได้ ส่งผลไปสู่การล้มละลายในที่สุด

ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) หมายถึง ต้นทุนที่เกิดขึ้นเพื่อขจัดความขัดแย้ง ระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ เช่น ระหว่างผู้ถือหุ้น (Shareholders) กับ เจ้าหนี้ (Bondholders) และระหว่างผู้ถือหุ้น (Shareholders) กับผู้บริหาร (Managers) เนื่องจากการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการนั้นเป็นการเอื้อประโยชน์ให้กับฝ่ายหนึ่ง แต่ในขณะเดียวกัน อีกฝ่ายหนึ่งก็จะสูญเสียผลประโยชน์จากการตัดสินใจนั้น (Smith, 1990) ซึ่งท้ายที่สุดจะส่งผลเสียต่อบริษัท



บทที่ 2

วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีในการทำวิจัย

2.1.1 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง เงินทุนระยะยาวของธุรกิจที่นำมาใช้ในการลงทุน ขยายกิจการ หรือใช้ในการดำเนินงานของกิจการ โดยอาจหาได้จากแหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ซึ่งได้แก่ กำไรสะสม ค่าเสื่อมราคาสะสม หรือแหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) ซึ่งได้แก่ การกู้ยืมเงินระยะสั้น ระยะยาวจากสถาบันการเงิน การออกหุ้นกู้ ฯลฯ หรือมาจากการระดมเงินทุนโดยการออกหลักทรัพย์ที่เป็นส่วนของเจ้าของ และเนื่องจากแหล่งเงินทุนแต่ละแหล่งมีต้นทุนที่แตกต่างกัน การเลือกใช้แหล่งเงินทุนจึงมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนและผลดำเนินงานของบริษัท (รัตนชัย พูนพัฒนสุข, 2547) กล่าวคือ การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก จะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าการระดมเงินทุนโดยการออกหลักทรัพย์ที่เป็นส่วนของเจ้าของ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการลดหย่อนภาษีได้ ผู้ถือหุ้นยังมีสัดส่วนถือหุ้นตามเดิม แต่อาจได้รับความเสี่ยงที่จะล้มละลายเพิ่มสูงขึ้นหากไม่สามารถชำระหนี้ได้ ในส่วนของการระดมเงินทุนโดยการออกหลักทรัพย์ที่เป็นส่วนของเจ้าของจะทำให้ความเสี่ยงที่จะล้มละลายลดลง และหากบริษัทขาดทุนก็ไม่มีผลจำเป็นต้องจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น ในกรณีจ่ายเงินปันผล บริษัทจะไม่สามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้ (บวรวิช สายชลพิทักษ์, 2553)

จากแนวคิดที่ได้กล่าวมานั้นทำให้ผู้บริหารมีความจำเป็นต้องวิเคราะห์หาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) เพื่อให้มูลค่าของกิจการอยู่ในระดับสูงสุด และได้มีการศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีเพื่อใช้อธิบายสาเหตุและสิ่งจูงใจในการกำหนดวิธีหาแหล่งเงินทุนและวิธีการระดมทุนของกิจการ ซึ่งมี 5 ทฤษฎีที่ผู้ศึกษานำมาอธิบายในงานวิจัยนี้ คือ

2.1.1.1 ทฤษฎี M&M

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสมัยใหม่เริ่มใน ค.ศ. 1958 โดยศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller (M&M) ได้พัฒนาทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ข้อมูลสมมติบางประการว่า มูลค่าของกิจการ (A firm's value) จะไม่ถูกกระทบโดยโครงสร้างเงินทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสำคัญนั่นเอง อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ M&M มีข้อสมมติที่ไม่เป็นจริงบางประการ ดังต่อไปนี้ :

- ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ (No Brokerage Costs)
- ไม่มีภาษี (No Taxes)

- ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย (No Bankruptcy Costs)
- ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้อัตราเดียวกันกับบริษัท
- นักลงทุนมีข้อมูลเหมือนกับผู้บริหาร เกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต
- กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ไม่ถูกกระทบโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน

อย่างไรก็ตาม ในปี ค.ศ. 1963 M&M ได้ปรับแก้สมมติฐานในทฤษฎีเดิมที่กล่าวมาข้างต้น โดยกำหนดให้โลกนี้มีอัตราภาษีเข้ามาเกี่ยวข้อง จากการที่กำหนดให้ธุรกิจต้องเสียภาษีนิติบุคคล (Corporate Tax) จึงมีผลทำให้ธุรกิจพิจารณาจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ เนื่องจากจะทำให้ธุรกิจได้ประโยชน์จากการประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่ายของหนี้สิน โดย M&M ได้แสดงว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของธุรกิจ คือการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืม 100% ดังนั้นมูลค่าของกิจการที่มีการก่อหนี้ จะมีค่าสูงกว่ามูลค่าของกิจการที่ไม่มีการก่อหนี้ เท่ากับผลประโยชน์จากการประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย เป็นต้น (Brigham and Houston, 2001)

2.1.1.2 ทฤษฎี Trade-Off

หลังจากที่ได้ปรับแก้สมมติฐานในทฤษฎีเดิมที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้เกิดการพัฒนาแนวความคิดใหม่ที่เรียกว่า “The trade-off theory of leverage” ขึ้นมา ซึ่งบริษัทจะต้องเลือก (trade-off) ระหว่างประโยชน์ของหนี้สิน (ประโยชน์จากภาษี) กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและต้นทุนของการล้มละลาย โดยสรุปดังนี้

ดอกเบี้ยสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อนำมาหักภาษีได้ ทำให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของและหุ้นบุริมสิทธิ หรือจะมองอีกด้านก็คือ หนี้สินทำให้ได้รับผลประโยชน์ในแง่ที่เป็นเกราะป้องกันภาษี (Tax Shelter Benefits) ซึ่งผลจากการใช้เงินทุนจากหนี้สิน จะทำให้กำไรจากการดำเนินงาน (หรือ EBIT) เพิ่มขึ้น และเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ดังนั้นถ้าบริษัทใช้เงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าของบริษัทและราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นด้วยภายใต้สมมติฐานของ Merton Miller จึงสรุปได้ว่า ราคาหุ้นสามัญของบริษัทจะสูงสุด ถ้าบริษัทจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน 100 เปอร์เซ็นต์

ข้อสมมติฐานของ Merton Miller ไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติคือ (1) อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้น ถ้าบริษัทใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินมากขึ้น (2) EBIT จะลดลงเมื่อมีการใช้ leverage สูงๆ และ (3) เมื่อบริษัทมีหนี้สินในระดับสูงมากๆ ต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Costs) จะสูงขึ้น ดังนั้น ในทางปฏิบัติ บริษัทมักจะไม่ใช่แหล่งเงินทุนจากหนี้สิน 100 เปอร์เซ็นต์ จากความจริงที่ว่าอัตราภาษีของกำไรซื้อขายหุ้น (Capital Gains Tax) จะต่ำกว่า ที่สำคัญยิ่งกว่าก็คือ บริษัทจะจำกัดการใช้หนี้สินเพื่อให้ต้นทุนต่างๆ ที่เกี่ยวกับการล้มละลายลดลง

เมื่อบริษัทเริ่มมีหนี้สินเข้ามาในโครงสร้างเงินทุน บริษัทจะได้รับประโยชน์จากหนี้สิน ซึ่งมีต้นทุนต่ำกว่าอย่างเต็มที่ จนถึงจุดๆ หนึ่ง ค่าใช้จ่ายต่างๆ ที่มีความเกี่ยวข้องกับการล้มละลาย(Bankruptcy Related Costs) จะเริ่มเข้ามามีความสำคัญ (เพราะเริ่มมีหนี้สินเข้ามาในโครงสร้างเงินทุนมากขึ้น) จึงทำให้ประโยชน์ที่ได้รับจากหนี้สินเริ่มน้อยลง อย่างไรก็ตามเนื่องจากดอกเบี้ยสามารถนำไปหักภาษีได้ ประโยชน์จากหนี้สินก็ยังคงมากกว่าต้นทุนของการล้มละลาย ราคาหุ้นสามัญจึงยังคงเพิ่มขึ้น (แต่ในอัตราที่ลดลง) แต่ถ้าบริษัทยังคงเพิ่มหนี้สินเข้ามาในโครงสร้างเงินทุนอีก จะมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญลดลง ดังนั้นจะต้องควบคุมระดับของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure)

ในขณะที่ทั้งแนวคิดจากทฤษฎีและจากการศึกษาสนับสนุนแนวความคิดนี้ แต่ก็ยังเป็นเพียงการคาดคะเนอย่างคร่าวๆ เท่านั้น ซึ่งในทางปฏิบัติ เราไม่อาจจะยืนยันตัวเลขได้แน่นอน ข้อมูลต่างๆ ที่ใช้จึงเป็นเพียงข้อมูลคร่าวๆ จากวิจารณ์ของของผู้บริหารเท่านั้น จากการศึกษา(ในประเทศสหรัฐอเมริกา) พบว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่ประสบความสำเร็จ มักจะมีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนน้อยกว่าที่ควรจะเป็นตามทฤษฎี ซึ่งจากข้อเท็จจริงนี้ ทำให้เกิดการพัฒนานแนวความคิดในทฤษฎีใหม่ คือ Signaling Theory ขึ้นมา (Brigham and Houston, 2001)

2.1.1.3 ทฤษฎี Signaling

Merton Miller ได้สมมติว่าผู้ลงทุนภายนอกและผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการเหมือนกัน แต่ในความเป็นจริง ผู้บริหารมักมีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการมากกว่า ซึ่งมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนหรือการจัดการเงินทุนได้ กล่าวคือ เมื่อผู้บริหารของบริษัทที่รุ่งเรืองคาดการณ์ว่าโครงการลงทุนใหม่จะก่อประโยชน์และทำกำไรให้บริษัทเพิ่มขึ้น ผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นเดิมจะไม่ต้องการแบ่งประโยชน์หรือกำไรที่คาดว่าจะให้ผู้ถือหุ้นสามัญออกใหม่ จึงตัดสินใจระดมทุนด้วยการกู้ยืมเงินแทนที่จะออกหุ้นสามัญใหม่ กลับกัน ผู้บริหารของบริษัทที่ย่ำแย่คาดการณ์ว่าผลประโยชน์จากการโครงการลงทุนใหม่จะมีผลทางด้านลบแก่บริษัท ดังนั้นการออกหุ้นสามัญใหม่ จะมีผลทำให้มีผู้ลงทุนภายนอกรายใหม่มาแบ่งส่วนขาดทุนด้วย ดังนั้นนักลงทุนภายนอกจึงเห็นว่าการออกหุ้นสามัญใหม่ของธุรกิจเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ผู้บริหารคาดการณ์ถึงอนาคตของธุรกิจในทางลบ จึงอธิบายได้ว่า หากแนวโน้มของธุรกิจในอนาคตมีทิศทางบวก ผู้บริหารจะทำการระดมทุนโดยการกู้ยืมมากกว่าการออกหุ้นสามัญใหม่ แม้ว่าการก่อหนี้จะทำให้อัตราส่วนของหนี้สินธุรกิจเกินกว่าระดับหนี้สินตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายก็ตาม (เช็มเพอร์ เจริญรัตน์ และคณะ, 2557)

2.1.1.4 ทฤษฎี Agency

Agency Theory หรือ ทฤษฎีตัวแทน ได้อธิบายว่า การที่ผู้บริหารเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและมีหน้าที่บริหารบริษัทเพื่อความมั่งคั่งสูงสุดของผู้ถือหุ้น แต่ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น หรือระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมกิจการและ

ผู้ถือหุ้นรายย่อยอาจเกิดขึ้น และความขัดแย้งทางผลประโยชน์อาจเพิ่มมากขึ้นถ้าธุรกิจมีกระแสเงินสด (Free Cash Flow) เหลืออยู่มาก เนื่องจากผู้บริหารนำเงินเหล่านั้นไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว มากกว่าการนำไปใช้เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งหมด เช่น การลงทุนในโครงการที่ตนสนใจ เพื่อให้ได้รับประโยชน์ส่วนตัว การซื้อทรัพย์สินตำแหน่งหรูหรา เป็นต้น ดังนั้นการก่อกำหนดจึงเป็นวิธีควบคุมผู้บริหาร เนื่องจากเป็นการเพิ่มภาระผูกพันให้ธุรกิจในการชำระคืนเงินกู้ และส่งผลทำให้ผู้บริหารมีวินัยในการใช้กระแสเงินสดมากยิ่งขึ้น เพราะถ้ากิจการไม่สามารถชำระหนี้ได้ ก็จะส่งผลให้ธุรกิจล้มละลายและทำให้ผู้บริหารต้องออกจากงานได้ในที่สุด (เข้มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ, 2557)

2.1.1.5 ทฤษฎี Pecking Order

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) เป็นทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ถูกนำเสนอโดย Myers and Majluf (1984) มีความสำคัญ คือ แหล่งเงินทุนในส่วนที่เหมาะสมของอัตราหนี้สินไม่มีอยู่จริง ซึ่งต่างจากทฤษฎี Trade-off โดยให้เหตุผลว่า ผู้ลงทุน ผู้ถือหุ้นเก่า และผู้บริหารมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ซึ่งผู้บริหารจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอกเนื่องจากรู้และเข้าใจเกี่ยวกับธุรกิจ ความเสี่ยงต่างๆของบริษัท ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสำหรับผู้ถือหุ้นเก่าและผู้ลงทุน ทำให้เห็นว่าบริษัทควรใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน ซึ่งก็คือ กระแสเงินสดในส่วนของการชำระหนี้ เนื่องจากมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนถูกที่สุด แต่หากกิจการมีแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจะใช้แหล่งเงินทุนภายนอก คือ การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน การออกหุ้นบุริมสิทธิ และการออกหุ้นใหม่ตามลำดับ เนื่องจากต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินจะต่ำกว่าการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นใหม่ และหากว่าในอนาคตบริษัทมีแนวโน้มทำกำไร บริษัทไม่ควรระดมทุนโดยการออกหุ้นใหม่เพิ่ม แต่ควรระดมทุนจากส่วนของหนี้สินเนื่องจากจะทำให้ราคาหุ้นสูงมากกว่า เนื่องจากไม่ได้ทำให้จำนวนหุ้นเปลี่ยนแปลง (บวรวิษายชลพิทักษ์, 2553) นอกจากนั้นแม้ว่าทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นจะมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาพฤติกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ แต่ก็ไม่ได้มีการระบุถึงสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแต่อย่างใด (บุศรินทร์ บุณศักดิ์, 2545)

2.1.2 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA®) เครื่องมือวิเคราะห์ทางการเงินที่ใช้เป็นดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงาน แสดงให้เห็นถึงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของกิจการ หรือที่เรียกว่ามูลค่าเชิงเศรษฐกิจที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน โดยคำนวณได้จากกำไรจากการดำเนินงานหักด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการก่อการดังกล่าว (Steward, 1991) ซึ่งมีความแตกต่างจากกำไรทางบัญชี กล่าวคือ กำไรทางบัญชีจะคำนวณโดยการนำรายได้มาหักด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และหักด้วยต้นทุนเงินทุนจากการก่อกำหนดเท่านั้น ไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น แต่แนวคิดของการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

นั้น ก็กิจการจะเกิดผลกำไรขึ้นได้ก็ต่อเมื่อมีการชำระหักออกของอัตราผลตอบแทนของผู้ให้เงินทุนทั้งหมดแล้วเท่านั้นซึ่งรวมถึงผู้ถือหุ้นด้วย (Drucker, 1998)

จากการศึกษาแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของ Stern Stewart & Co. ได้มีการกำหนดสูตรการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์โดยมีองค์ประกอบดังต่อไปนี้

2.1.2.1 การหาค่าเบต้า (β)

ค่าเบต้า หมายถึง ตัววัดความผันผวนของราคาหุ้นบริษัทเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์โดยรวม ซึ่งถือได้ว่าเป็นตัวสะท้อนความเสี่ยงของกิจการหรือเรียกว่าค่าชดเชยความเสี่ยงของบริษัท (Company Risk Premium) (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) ซึ่งเมื่อค่าเบต้า สูง (มากกว่า 1) จะหมายถึง ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวนมากกว่าตลาดหุ้นโดยรวม แต่หากค่าเบต้า ต่ำ (น้อยกว่า 1) จะหมายถึงราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวนน้อยกว่าตลาดหุ้นโดยรวม การหาค่าเบต้า สามารถคำนวณได้จากการวาดกราฟเพื่อหาเส้นแนวโน้ม จากสมการดังต่อไปนี้

$$Y = \alpha + \beta X$$

- โดยที่ Y คือ ตัวแปรตาม ในกรณีนี้คือผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัท
- X คือ ตัวแปรอิสระ ในกรณีนี้คือผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
- β คือ สัมประสิทธิ์ความลาดเอียง (Slope Coefficient) เป็นตัวกำหนดความสัมพันธ์ระหว่าง X กับ Y ซึ่งหมายถึง ความผันผวนของการลงทุนในบริษัทเมื่อเทียบกับผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวม
- α คือ จุดตัดแกน Y

2.1.2.2 การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย (WACC)

$$WACC = [W_d \times K_d(1-t)] + (W_e \times K_e)$$

- โดยที่ W_d คือ สัดส่วนของเงินทุนจากหนี้สินต่อเงินทุนรวมทั้งหมด
- K_d คือ อัตราต้นทุนของหนี้สิน หรือเท่ากับอัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืม
- t คือ อัตราภาษีเงินได้
- W_e คือ สัดส่วนของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นต่อเงินทุนรวมทั้งหมด
- K_e คือ อัตราต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง

การคำนวณหาอัตราต้นทุนของหนี้สิน (K_d)

สำหรับงานวิจัยในครั้งนี้จะใช้อัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำสำหรับการให้สินเชื่อลูกค้ารายใหญ่ขึ้นดี (MLR: Minimum Loan Rate) แทนอัตราต้นทุนของหนี้สินในการคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย

การคำนวณหาต้นทุนของผู้ถือหุ้น (K_e)

$$K_e = R_f + (\beta \times MRP) \text{ หรือ}$$

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

โดยที่ R_f คือ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) โดยเก็บข้อมูลจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Long-term Government Bonds) พ.ศ. 2545 – 2549 ในธนาคารแห่งประเทศไทย

R_m คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate) โดยคำนวณจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) โดยมีข้อสมมติฐานว่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Portfolio) เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนของหุ้นสามัญทุกตัวในตลาดโดยคำนวณจากการนำหุ้นสามัญที่มีจำหน่ายทั้งหมดมาถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด อย่างไรก็ตามหากไม่สามารถหามูลค่าตลาดรวมของหุ้นทั้งหมดได้ สำหรับประเทศไทยอาจใช้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) แทน (ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

MRP คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) หรืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนที่เกินจากอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate)

β คือ ค่า Beta เป็นตัววัดความผันผวนของราคาหุ้น

2.1.2.3 การคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

$$EVA^{\circ} = NOPAT + AcctAdj_{op} - [WACC \times (Invested Capital + AcctAdj_c)]$$

โดยที่ NOPAT คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีเงินได้ที่ผ่าน การปรับปรุงรายการบัญชีแล้ว และเป็นส่วนที่ต้อง จัดสรรให้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น

$AcctAdj_{op}$ คือ รายการปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงาน

WACC คือ ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ย

Invested Capital คือ เงินทุนทั้งหมดของกิจการ ซึ่งมีวิธีคิด 2 แบบ คือ

1) สินทรัพย์รวม – หนี้สินระยะสั้นที่ไม่มีดอกเบี้ย (non-interest-bearing liabilities) หรือ 2) ส่วนของผู้ถือหุ้น + หนี้สินทั้งหมดที่มีดอกเบี้ย (ได้แก่ หนี้สินระยะสั้น + หนี้สินระยะยาว + หนี้สินระยะยาวอื่น)

$AcctAdj_c$ คือ รายการปรับปรุงเงินทุน

การปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์

เนื่องจากข้อมูลกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีและเงินทุนที่ใช้ในการคำนวณหามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจศาสตร์อาจจะต้องมีการปรับปรุงรายการทางบัญชี (Accounting Adjustments) ที่จัดทำภายใต้หลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles หรือ GAAP) เพื่อเป็นการลดความบิดเบือนที่อาจเกิดขึ้น จากความตั้งใจในการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีของผู้บริหาร ซึ่งวิธีการปรับปรุงทางบัญชีของ Stern Stewart นั้นค่อนข้างมีความซับซ้อนยุ่งยาก และไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน (Biddle et al., 1997) ผู้วิจัยจึงเลือกใช้รายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชี จากงานวิจัยของจรรยาบรรณ จิตวรพันธ์ (2546) และเป็นวิธีการปรับปรุงที่เหมือนกับงานวิจัยของนริศรา นันทาภิวัฒน์ (2550) มาใช้ในการปรับปรุงรายการทางบัญชีในครั้งนี้ ซึ่งสามารถสรุปรายการปรับปรุงทางบัญชีได้ 5 รายการ ดังต่อไปนี้ คือ

(1) ค่าเผื่อการประกันสินค้าและค่าเผื่อหนี้สูญ (Provision for Warranty and Provision for Bad Debt)

เป็นการจัดทำงบการเงินตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป ซึ่งใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) นั้น บริษัทจะต้องตั้งสำรองหรือตั้งค่าเผื่อ สำหรับค่าใช้จ่ายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคตเพื่อเป็นการปรับมูลค่าทางการบัญชีให้คงเหลือมูลค่าที่คาดว่าจะเก็บได้สำหรับลูกหนี้การค้า และภาระหนี้สินที่เกี่ยวกับการประกันสินค้าที่คาดว่าจะเกิดขึ้น ตามแนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ถือว่าค่าเผื่อเหล่านี้เป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด ดังนั้น เพื่อจำกัดความสามารถของฝ่ายบริหารจากการใช้เป็นช่องทางในการปรับแต่งตัวเลขในงบการเงิน จึงมีการปรับปรุงค่าเผื่อที่เกิดขึ้นของบริษัทในลักษณะเกณฑ์เงินสด เพื่อให้รับรู้ถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง

โดยถ้าค่าเผื่อ เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน จะต้องไปบวกกลับ (หักออก) ที่กำไรหลังภาษีด้วยค่าเผื่อ ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน เนื่องจากค่าเผื่อ ที่นำมาปรับปรุงไม่ได้คิดภาษีเงินได้และส่วนของเงินทุนทั้งหมดของกิจการจะถูกบวกกลับด้วยค่าเผื่อที่เกิดขึ้นในปีนั้น

(2) ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (Deferred Tax)

ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีเป็นผลแตกต่างชั่วคราวระหว่างกำไรตามบัญชีที่รับรองทั่วไปกับกำไรที่คำนวณตามประมวลรัษฎากร ผลแตกต่างที่เกิดขึ้นเป็นการรับรู้รายได้หรือค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นการถาวร เช่น การตัดค่าเสื่อมราคาโดยใช้วิธีอัตราเร่ง จะทำให้เกิดผลต่างทางด้านเวลาเกิดขึ้นซึ่งทำให้ภาษีเงินได้นิติบุคคลของบริษัทที่คำนวณออกมานั้น ไม่ได้เป็นสัดส่วนเดียวกันกับรายได้ทางบัญชี หรือทำให้เกิดภาษีเงินได้รอตัดบัญชี ซึ่งการปรับปรุงสินทรัพย์หรือหนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชีนั่น ถือเป็นการปรับปรุงตัวเลขในงบการเงินให้ใกล้เคียงกับกระแสเงินสดให้มากที่สุดโดยถือว่ารายการหนี้สินหรือภาษีเงินได้รอตัดบัญชีนั่นเป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสดถ้าสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัด

บัญชีเพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน จะต้องหักออก (บวกกลับ) ที่กำไรหลังภาษี และถ้าหนี้สินภาษีเงินได้ รอดตัดบัญชีที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน ให้นำไปบวกกลับ (หักออก) ที่กำไรหลังภาษี ส่วนถ้ายอดภาษี เงินได้รอดตัดบัญชีดุล (Balance) ที่หนี้สิน(สินทรัพย์) ให้บวกกลับ (หักออก) ที่เงินลงทุน

(3) มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงาน ระหว่างก่อสร้าง (Book Value of Marketable Securities and Book Value of Construction in Progress)

ตามแนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ถือว่ามูลค่าทางบัญชีทั้งสองไม่ใช่กิจกรรมจากการดำเนินงานที่เกิดขึ้นในปีนั้น เพราะฉะนั้น ควรหักมูลค่าตามบัญชีของ หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด และมูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้างออกจากเงินลงทุน

(4) กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ (Non-Recurring Gains and Losses)

กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นจากการดำเนินงานปกติของบริษัท เช่น กำไร (ขาดทุน) ที่เกิดจากการปรับโครงสร้าง และกำไร (ขาดทุน) จากการขายส่วนงาน ให้ ปรับปรุงโดยบวกกลับ (หักออก) ที่กำไรหลังภาษีด้วยผลขาดทุน (กำไร) ที่เกิดขึ้น และปรับปรุงที่ เงินทุนโดยบวกกลับ (หักออก) ด้วยผลขาดทุน (กำไร) ที่เกิดขึ้น โดยที่ผลขาดทุนและกำไรที่ไม่ได้ เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการที่นำมาปรับปรุงที่กำไรหลังภาษีและเงินลงทุนให้คิดจากยอดหลังหักภาษี

(5) ค่าความนิยม (Goodwill)

ค่าความนิยมจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการซื้อกิจการ โดยราคาที่สูงกว่าทุนของกิจการ (สินทรัพย์ – หนี้สิน) ตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ให้ตัดจ่ายค่าความ นิยมเนื่องจากถือว่าเป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด โดยตัดจ่ายค่าความนิยมที่เกิดขึ้นและให้นำไปรวมกับ เงินลงทุน ดังนั้นการปรับปรุงจะบวกกลับที่กำไรหลังภาษี (NOPAT) ด้วยค่าความนิยมที่ตัดจ่ายในปี นั้น และบวกกลับที่เงินลงทุนด้วยค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสม

จากรายการปรับปรุงที่กล่าวมาในข้างต้น สามารถสรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 2.1

สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital

NOPAT	Invested Capital
<u>+ (-) รายการปรับปรุง</u>	<u>+ (-) รายการปรับปรุง</u>
+ (-) ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ เพิ่มขึ้น (ลดลง)	+ ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ
+ (-) สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีลดลง (เพิ่มขึ้น)	+ (-) ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีฝั่งหนี้สิน (สินทรัพย์)
+ (-) หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี เพิ่มขึ้น (ลดลง)	- มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการ ของตลาด หรืองานระหว่างก่อสร้าง
+ (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ	+ (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ
+ ค่าความนิยมติดจำหน่าย	+ ค่าความนิยมติดจำหน่ายสะสม
= NOPAT + AcctAdj _{op}	= Invested Capital + AcctAdj _c

2.1.3 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

ในการพิจารณาและตัดสินใจการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล คณะกรรมการบริษัทหรือผู้บริหารของบริษัท จะต้องมึหลักการและเหตุผลต่างๆ เพื่อนำมาประกอบการพิจารณาตัดสินใจเลือกวิธีการที่เหมาะสมและดีที่สุดสำหรับบริษัท โดยอาจนำแนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับเงินปันผลมาวิเคราะห์ทั้งทางด้านเชิงปริมาณเชิงคุณภาพ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล ซึ่งทฤษฎีเงินปันผลประเภทต่างๆ มีดังนี้

2.1.3.1 ทฤษฎีว่านโยบายเงินปันผลมีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ

(Dividend Relevance Theory)

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า นโยบายเงินปันผลที่เหมาะสมที่สุด คือ การทำให้ราคาตลาดหุ้นสามัญมีค่าสูงที่สุด กล่าวคือ เมื่อจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงลดลง ซึ่งมีผลทำให้ราคาตลาดหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้น

2.1.3.2 ทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ

(Dividend Irrelevance Theory)

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า มูลค่าของกิจการถูกกำหนดโดย ความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงของกิจการ ดังนั้นทฤษฎีนี้จะเชื่อว่า นโยบายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญ

หากผู้ถือหุ้นต้องการเงินปันผล ผู้ถือหุ้นจะสามารถทำได้โดยการขายหุ้นของเขาออกไป ขณะเดียวกัน ถ้าผู้ถือหุ้นไม่ต้องการเงินปันผล ผู้ถือหุ้นสามารถนำเงินปันผลส่วนที่เกินความต้องการไปซื้อหุ้นเพิ่ม ซึ่งผู้ถือหุ้นสามารถซื้อหรือขายหุ้น และสร้างนโยบายเงินปันผลได้โดยปราศจากต้นทุน ดังนั้นจะเห็นว่านโยบายเงินปันผลไม่มีผลต่อความมั่นคงของผู้ถือหุ้น เพราะถึงแม้ว่าบริษัทจะไม่จ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นก็ยังได้รับผลตอบแทนในรูปกำไรส่วนเกินจากการขายหุ้น (Capital gain) ดังนั้นตามทฤษฎีนี้ นโยบายเงินปันผลจึงไม่มีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ

2.1.3.3 ทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผล ที่ผู้ถือหุ้นพอใจรับเงินปันผลในปัจจุบัน มากกว่ารอรับในอนาคตที่อาจมีความไม่แน่นอน (Bird-In-The-Hand Theory)

จากทฤษฎี Dividend Irrelevance Theory มีข้อโต้แย้งกันว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญจะลดลง เมื่อบริษัทนำกำไรไปลงทุนต่อ ผู้ถือหุ้นอาจไม่มั่นใจว่าในอนาคต บริษัทจะได้รับผลสำเร็จในการลงทุนหรือไม่ ซึ่งมีความเสี่ยงต่อการลงทุน ดังนั้นตามทฤษฎีนี้ ผู้ถือหุ้นจะพอใจมากกว่าที่จะได้รับเงินปันผลในปัจจุบัน เพราะมีความแน่นอนกว่ารอรับเงินปันผลในอนาคตที่ได้จากการลงทุนต่อ

2.1.3.4 ทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นพึงพอใจที่จะต้องเสียภาษี (Tax Preference Theory)

ทฤษฎีนี้กล่าวถึงผู้ถือหุ้น (ผู้ลงทุน) ไว้ 3 เหตุผลในการที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ ดังนี้

(1) ผู้ถือหุ้นยินดีที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลน้อยๆ เพื่อที่จะนำเงินส่วนที่เหลือไปลงทุนต่อ โดยหวังกำไรจากการลงทุนเพิ่ม ซึ่งส่งผลให้ราคาตลาดหุ้นสามัญสูงขึ้นตามไปด้วย ผู้ถือหุ้นจะได้กำไรจากการซื้อขายหุ้น และเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าการได้รับเงินปันผล

(2) ภาษีของกำไรจากการซื้อขายหุ้นจะจ่ายต่อเมื่อมีการซื้อขายจริง (ในอนาคต) แต่การได้รับเงินปันผลปัจจุบันต้องเสียภาษีทันที ดังนั้นถ้าคำนึงถึงเรื่องของมูลค่าของเงินตามเวลา ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์มากกว่าถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลในราคาต่ำ

(3) ถ้าผู้ถือหุ้น ถือหุ้นสามัญไว้จนเสียชีวิต ก็ไม่ต้องจ่ายภาษีจากกำไรในการซื้อขายหุ้น ผู้รับผลประโยชน์จะถือราคาหุ้นสามัญ ณ วันที่ผู้ถือหุ้นเสียชีวิตเป็นราคาต้นทุน

สำหรับประเทศไทย เงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับจะต้องเสียภาษี แต่กำไรจากการซื้อขายหุ้นสามัญไม่ต้องเสีย (No Capital Gains Taxes) ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่มักต้องการให้บริษัทเก็บกำไรไว้ลงทุนต่อ และผู้ลงทุนพอใจที่จะจ่ายซื้อหุ้นสามัญที่จ่ายเงินปันผลต่ำมากกว่า (เชม เพชร เจริญรัตน์ และคณะ, 2557)

2.2 การทบทวนวรรณกรรม

2.2.1 โครงสร้างเงินทุน

จากงานวิจัยของรุจิรา ชินสุข (2553) ที่ได้ศึกษาการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 29 บริษัท ตั้งแต่ปี 2539 ถึงปี 2552 พบว่าสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์มีการใช้นี้สินในการจัดหาเงินทุนในบริษัทขนาดใหญ่มีมากกว่าบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีกในปี 2549 – 2552 ซึ่งปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ และขนาดของกิจการ โดยมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สิน นอกจากนี้ยังมีความสัมพันธ์กับผลการวิจัยของนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและอสังหาริมทรัพย์ พบว่าบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ และยิ่งบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่น้อยลงยิ่งส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้นและทำให้มูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของบริษัทมีค่าสูงขึ้น ซึ่งทั้งสองการศึกษานี้มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นที่มีการศึกษาถึงพฤติกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุน คือ การเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน แล้วจึงเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอก คือการกู้ยืมเงินและการออกหุ้นเพิ่มตามลำดับต้นทุนของเงินทุนที่ถูกที่สุดไปหาแพงที่สุด นอกจากนี้ยังมีการใช้ประโยชน์จากการประหยัดภาษีที่สอดคล้องกับทฤษฎี Trade-Off ด้วยเช่นกัน

2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์

จากงานวิจัยของวิวัฒน์ ไม้วัฒนา (2553) ที่ได้ศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเงินลงทุนและหลักทรัพย์ โดยศึกษาจากราคาซื้อขายหุ้นจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2548-2553 พบว่า อัตราส่วนทั้งสาม (ROA ROE และ D/E Ratio) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจเป็นเพราะลักษณะธุรกิจของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและหลักทรัพย์ที่ต้องอาศัยหนี้สินในการดำเนินกิจการ แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งเดียว และระยะเวลาในการเก็บข้อมูลอาจไม่เพียงพอจึงทำให้ข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่ได้ไม่สามารถนำไปใช้เป็นตัวแทนของประชากรได้ และจากงานวิจัยของวรวิภา ทองพุ่มพุกษา (2553) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคา

หลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 รวมจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 55 ตัวอย่าง ผลการวิจัยพบว่ามีความสอดคล้องกับงานวิจัยของวิมลพร ไหมวัฒนา (2553) ที่ได้ศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน คือโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งคาดว่าปัจจัยที่มีผลกับราคาหลักทรัพย์อาจจะมาจากสิ่งอื่น เช่น ปัจจัยด้านการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยด้านการเมือง เป็นต้น

โดยทั้งสองงานวิจัยนี้มีความขัดแย้งกับงานวิจัยของ อธิกา แรมวิโรจน์ (2549) ที่ได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทในหมวดเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2549 ที่พบว่าอัตราส่วนทั้งสาม (ROA ROE และ D/E Ratio) มีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) นั้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุดอย่างมีนัยสำคัญ ความหมายคืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด ซึ่งสาเหตุอาจจะเนื่องมาจากลักษณะของธุรกิจที่จะต้องใช้เงินลงทุนในการพัฒนาเทคโนโลยีเป็นจำนวนมาก และแหล่งเงินทุนส่วนใหญ่มาจากการกู้ยืม จึงทำให้ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยน้อยลง และส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

2.2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล

จากงานวิจัยของ วราลี ทองพุ่มพุกษา (2552) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่ม เชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 พบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทนั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เหตุผลน่าจะมาจากการจ่ายปันผลของอุตสาหกรรมนี้อาจเกิดจากปัจจัยอื่น เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท เป็นต้น และจากงานวิจัยของ นริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในแบบทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล และไม่สามารถนำมาอธิบายได้ดีเท่าที่ควร ซึ่งสาเหตุน่าจะมาจากการพิจารณากำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายด้านประกอบกัน

2.2.4 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์

จากงานวิจัยของพิชามญช์ อุตราภรณ์ (2553) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตามราคาตลาดของกิจการ จำนวน 742 ตัวอย่าง ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2550 ถึง ปีพ.ศ. 2552 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพียงตัวเดียวไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการเลย ซึ่งมูลค่าของกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ แต่หากมีการใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกำไรก่อนรายการพิเศษเป็นตัวแปรควบคุม มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กลับมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าสาเหตุเกิดจากการที่นักลงทุน และตลาดอาจตีความงบการเงินขัดแย้งกับหลักการของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งสอดคล้องกับ พชรมน อ่อนละมัย และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร (2551) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์กลุ่มธุรกิจพลังงานในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2545 – 2550 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถบอกได้ว่า ความสัมพันธ์ที่มีเป็นความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปทิศทางเดียวกันหรือมีความสัมพันธ์ผกผันกัน นั่นคือ เมื่อค่าของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ราคาของหลักทรัพย์ก็กลับลดลง

อย่างไรก็ตาม จากงานวิจัยของจรรยาวรรณ จิตวรพันธ์ (2546) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นสามัญกับมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย และศึกษาการเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ภายใต้แนวคิดของมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดเพิ่มเปรียบเทียบกับกลยุทธ์เพื่อการเติบโต กลยุทธ์สร้างมูลค่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่แบ่งตามอัตราการจ่ายเงินปันผล ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2542 ถึงปีพ.ศ. 2544 พบว่า มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์จะเปลี่ยนแปลงตามกลุ่มของธุรกิจ โดยเฉพาะในกลุ่มพลังงานและพาณิชย์ และมูลค่าตลาดเพิ่มจากกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ แต่ในภาพรวมธุรกิจกลับพบว่าอัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่ามูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์จะเห็นได้ชัดว่า นักลงทุนในประเทศไทยอาจจะไม่ได้ให้ความสนใจกับมาตรวัดที่นำความมั่งคั่งไปสู่ผู้ถือหุ้น ซึ่งได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และมูลค่าตลาดเพิ่มมากไปกว่าอัตราส่วนทางบัญชี

2.2.5 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

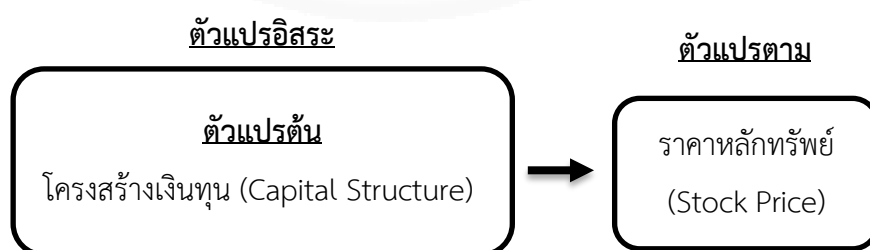
จากงานวิจัยของจันวิมล ตีรบรรเจิด (2550) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล โดยเก็บข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค จำนวน 16 บริษัท ตั้งแต่ปี 2545 ถึงปี 2549 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้เลย เนื่องจากว่า ประเทศไทยใน

ปัจจุบันมีการส่งเสริมการลงทุนในตลาดทุนโดยการให้สิทธิพิเศษทางด้านภาษี โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนิติบุคคล ซึ่งสามารถได้รับสิทธิพิเศษจากเงินปันผล คือได้รับการยกเว้นในการนำมาคำนวณเป็นรายได้กึ่งหนึ่งหรือทั้งหมดตามมาตรา 65 ทวิแห่งประมวลรัษฎากร ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ว่าการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะถูกพิจารณาจากความต้องการและผลประโยชน์ของนักลงทุนเป็นหลัก

นอกจากนั้นยังมีความสัมพันธ์กันกับผลการวิจัยของวรालี ทองพุ่มพุกษา (2552) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2552 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลของอุตสาหกรรมประเภทนี้ อาจเป็นเพราะปัจจัยอื่นๆ เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท แต่จากการศึกษาของนริศรา นันตาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายปันผล บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 28 บริษัท ระหว่างปีพ.ศ. 2545 ถึงปี พ.ศ. 2549 กลับพบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์แบบทิศทางเดียวกัน เนื่องจากว่า หากมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น เจ้าหนี้จะสามารถเรียกร้องดอกเบี้ยสูงขึ้น ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง กิจการจึงเหลือกระแสเงินสดเพื่อจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นน้อยลง เป็นต้น

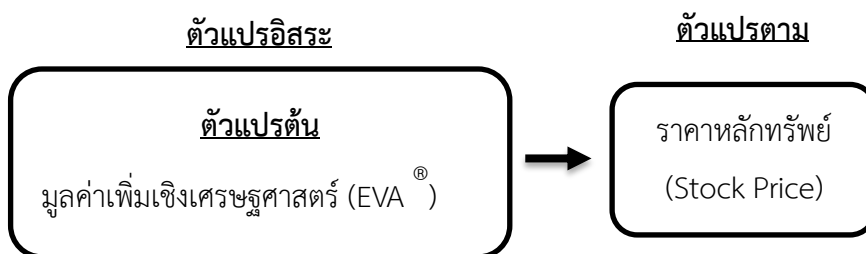
2.3 สมมติฐานงานวิจัย

สมมติฐานที่ 1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์



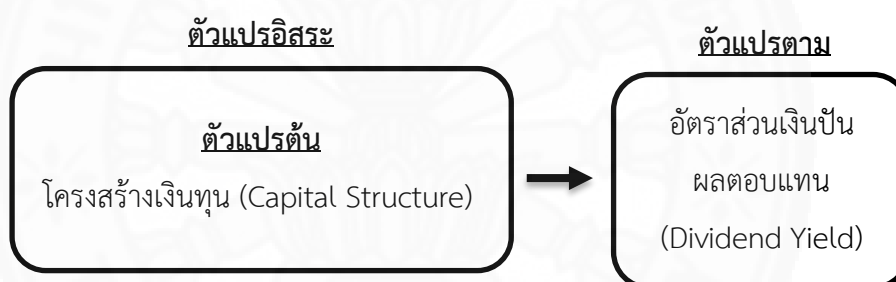
ภาพที่ 2.1 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์



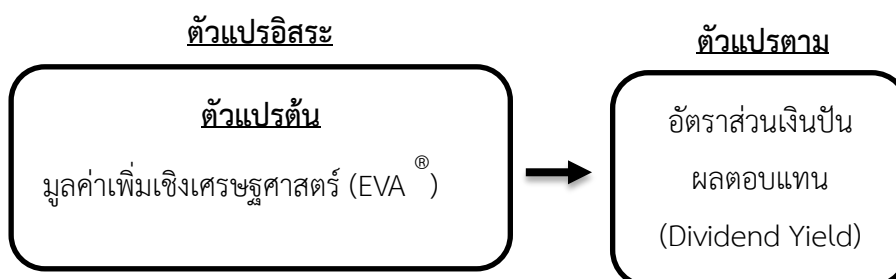
ภาพที่ 2.2 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน



ภาพที่ 2.3 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 4: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน



ภาพที่ 2.4 มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

บทที่ 3

วิธีการดำเนินการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา

การวิจัยในครั้งนี้ได้เลือกทำการศึกษารายชื่อบริษัทกลุ่มที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) (ข้อมูล ณ วันที่ 8 กุมภาพันธ์ 2561) โดยทำการศึกษาเป็นรายปี ช่วงระยะเวลาทั้งหมด 5 ปี คือตั้งแต่ปี 2555-2559 เนื่องจากการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้นจะเป็นแผนระยะยาว และลักษณะธุรกิจประเภทนี้จะมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมระยะสั้นมาก เพื่อใช้เป็นสินทรัพย์ระยะสั้นสำหรับการดำเนินงานประจำวัน (วรรณพี บานชื่นวิจิตร, 2557) ทำให้โครงสร้างเงินทุนมีลักษณะที่แตกต่างออกไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น นอกจากนั้น ยังมีปัจจัยอื่นๆอีกมากมายที่เข้ามาเกี่ยวข้องกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและนโยบายการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นการเลือกใช้ข้อมูลแบบรายปีมาวิเคราะห์น่าจะให้ประโยชน์และสามารถสะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆได้อย่างชัดเจน

สำหรับข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยเลือกใช้ฐานข้อมูลของ SETSMART โดยใช้ราคาปิด ณ วันสิ้นปี หาค่าด้วยราคาตามใบหุ้น (Par Value) เพื่อเป็นการปรับข้อมูลของราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มที่ทำการศึกษาให้สามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้ โดยกลุ่มที่ศึกษามีจำนวนทั้งหมด 21 บริษัท ตามรายชื่อที่ปรากฏในตารางที่ 3.1 ซึ่งไม่รวมบริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทจดทะเบียนที่ไม่สามารถรวบรวมข้อมูลงบการเงิน และข้อมูลด้านการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องภายในระยะเวลา 5 ปีติดต่อกัน คือระหว่างปีพ.ศ. 2555-2559 จากงบแสดงฐานะทางการเงิน งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด แบบฟอร์มการเปิดเผยข้อมูล 56-1 และรายงานประจำปีของบริษัท
2. บริษัทจดทะเบียนที่ไม่สามารถรวบรวมราคาปิดของหลักทรัพย์ภายในช่วง 5 ปี คือระหว่างปีพ.ศ. 2555-2559
3. บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล ภายในช่วง 5 ปี คือระหว่างปีพ.ศ. 2555-2559

ตารางที่ 3.1

แสดงรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษา

รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector)		
ลำดับ	ชื่อย่อ	บริษัท
1	BEAUTY	บริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน)
2	BJC	บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
3	COL	บริษัท ซีโอแอล จำกัด (มหาชน)
4	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
5	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์ จำกัด (มหาชน)
6	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
7	IT	บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน)
8	KAMART	บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน)
9	LOXLEY	บริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน)
10	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
11	MIDA	บริษัท ไมต้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)
12	ROBINS	บริษัท โรบินสัน จำกัด (มหาชน)
13	SINGER	บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
14	SPC	บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)
15	SPI	บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
16	BIGC	บริษัท บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
17	CSS	บริษัท คอมมิวนิเคชั่น แอนด์ ซิสเต็มส์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
18	MC	บริษัท แม็คกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
19	MEGA	บริษัท เมก้า ไลฟ์ไชนเอนซ์ จำกัด (มหาชน)
20	COM7	บริษัท คอมเซเว่น จำกัด (มหาชน)
21	BIG	บริษัท บิ๊ก คาเมร่า คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 ตัวแปรและการวัดค่า

ตารางที่ 3.2

แสดงตัวแปรและการวัดค่า

สมมติฐานงานวิจัย	ตัวแปร	การวัดค่า	หน่วยการวัด
โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์	ตัวแปรต้น : โครงสร้างเงินทุน	D/E Ratio ณ วันสิ้นปี = Interest-Bearing Liabilities / Total Equity	หน่วย
	ตัวแปรตาม : ราคาหลักทรัพย์	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี / Par Value	หน่วย
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์	ตัวแปรต้น : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA®)	ค่า (EVA®) ณ วันสิ้นปี	บาท
	ตัวแปรตาม : ราคาหลักทรัพย์	ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ สิ้นปี / Par Value	หน่วย
โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	ตัวแปรต้น : โครงสร้างเงินทุน	D/E Ratio ณ วันสิ้นปี	หน่วย
	ตัวแปรตาม : อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	Dividend Yield Ratio ในปีนั้น = DPS / Market Price per Share	หน่วย
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	ตัวแปรต้น : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA®)	ค่า (EVA®) ณ วันสิ้นปี	บาท
	ตัวแปรตาม : อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	Dividend Yield Ratio ในปีนั้น = DPS / Market Price per Share	หน่วย

ตารางที่ 3.3

สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital

NOPAT	Invested Capital
<u>+ (-) รายการปรับปรุง</u> + (-) ค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ เพิ่มขึ้น (ลดลง) + (-) สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีลดลง (เพิ่มขึ้น) + (-) หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี เพิ่มขึ้น (ลดลง) + (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ + ค่าความนิยมตัดจำหน่าย = NOPAT + AcctAdj _{op}	<u>+ (-) รายการปรับปรุง</u> + ค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ + (-) ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีฝั่งหนี้สิน (สินทรัพย์) - มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความ ต้องการของตลาด หรืองานระหว่างก่อสร้าง + (-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ + ค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสม = Invested Capital + AcctAdj _c

3.3 วิธีการเก็บข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งหมายถึง การศึกษา เก็บรวบรวมข้อมูลจากเอกสาร (Document Research) โดยจะเป็นข้อมูลข่าวสารที่ได้รวบรวมไว้แล้วในรูปแบบของวารสาร ตำรา เอกสารชุดวิชา เอกสารอ้างอิง และข้อมูลในคอมพิวเตอร์ โดยทั่วไปข้อมูลทุติยภูมิจะเป็นการนำข้อมูลปฐมภูมิที่มีผู้อื่นรวบรวมไว้ให้แล้วนำมาศึกษา โดยที่ผู้ใช้ข้อมูลทุติยภูมินั้นไม่จำเป็นต้องไปสำรวจเอง บางครั้งอาจจะมีการประมวลผลเพื่อเป็นสารสนเทศโดยการวิเคราะห์หรือสังเคราะห์แล้วจัดทำเป็นเอกสารสิ่งพิมพ์ไว้ ข้อมูลทุติยภูมิอาจเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าข้อมูลที่มีอยู่แล้วดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 ที่บริษัทในกลุ่มที่ทำการศึกษานำส่งต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2555-2559 (<http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>)

2. ข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการคำนวณหาต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก มีดังนี้

2.1 อัตราต้นทุนของหนี้สิน (Costs of Debt) โดยใช้ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

สำหรับลูกค้ารายใหญ่ขึ้นดี (MLR) จากธนาคารแห่งประเทศไทย (<http://www.bot.or.th>)

2.2 อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate) โดยคำนวณจากข้อมูลสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในรอบ 40 ปี คือช่วงปี พ.ศ. 2518-2559 (<http://www.set.or.th>)

2.3 อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Long-Term Government Bonds) ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 จาก สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (<http://www.thaibma.or.th>)

2.4 ค่าเบต้า (β) โดยใช้ข้อมูลจากหนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ

จากนั้นนำข้อมูลที่รวบรวมได้ทั้งหมดมาคำนวณหาต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของแต่ละบริษัท และนำไปคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อไป

3. ข้อมูลราคาหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิด ณ วันสิ้นปี จากฐานข้อมูลของ SETSMART (<http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>)

4. ข้อมูลจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด ณ สิ้นปี ย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 โดยการวิจัยในครั้งนี้จะใช้ลอการิทึมฐานธรรมชาติของจำนวนผู้ถือหุ้น เพื่อขจัดปัญหาด้าน Scale Effect ออกไป (<http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>)

5. ข้อมูลมูลค่าตามราคาตลาด ณ สิ้นปี ย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 โดยการวิจัยในครั้งนี้จะใช้ลอการิทึมฐานธรรมชาติของมูลค่าตามราคาตลาด เพื่อขจัดปัญหาด้าน Scale Effect ออกไป (<http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>)

6. บทความ เอกสารทางวิชาการ ข้อมูลจากอินเทอร์เน็ต และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องต่างๆ

3.4 วิธีการทางสถิติ

การศึกษาในครั้งนี้สามารถแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลได้เป็น 2 ประเภท คือ

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นการอธิบายลักษณะข้อมูลที่ได้เก็บรวบรวมมา เพื่อศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Industry Norm) ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หน่วยธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) ว่าส่วนใหญ่มีลักษณะอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนทุนเป็นอย่างไร เพื่อหามาตรฐานการใช้โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม

2. การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งเป็นวิธีการวิเคราะห์ทางสถิติเพื่อสร้างสมการทำนาย และกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Independent Variable) และตัวแปรตาม (Dependent Variable) ซึ่งการวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) มาเป็นวิธีหลักในการทดลองตัวแปรอิสระหลายตัวแปร

บทที่ 4

การวิเคราะห์และอภิปรายผลการวิจัย

สำหรับเนื้อหาบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ รวมทั้งผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) ช่วงปี พ.ศ.2555-2559 จำนวน 21 บริษัท และจากการประมวลข้อมูล วิเคราะห์หาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ตามขั้นตอนที่ได้กล่าวมาแล้วในบทที่ 3 ซึ่งได้ผลการวิจัยดังต่อไปนี้

4.1 โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม

จากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ซึ่งเป็นการอธิบายลักษณะข้อมูลที่ได้เก็บรวบรวมมา เพื่อศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Industry Norm) ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) ว่าส่วนใหญ่มีลักษณะอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนทุนเป็นอย่างไร เพื่อหามาตรฐานการใช้โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม ได้ผลการวิเคราะห์ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1

ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 82 ตัวอย่าง

ตัวแปร (Variable)	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Deviation)
ตัวแปรอิสระ				
โครงสร้างเงินทุน	0.11	8.31	1.19	1.40
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	-1,690,345.17	8,788,765.75	699,128.63	1,705,843.80
จำนวนผู้ถือหุ้น	816	55,292	8,211.50	0.99
มูลค่าตามราคาตลาด	950,364,896.48	413,222,662,008.00	60,259,794,262.00	0.09
ตัวแปรตาม				
ราคาหลักทรัพย์	1.86	117.00	26.74	21.37
อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	0.08	10.94	2.06	1.82

จากตารางที่ 4.1 พบว่าโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษามีค่าต่ำสุดคือ 0.11 ซึ่งเป็นของ บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2555 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการใช้หนี้สินน้อยกว่าทุน คือ 0.11:1 และโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าสูงสุดคือ 8.31 ซึ่งเป็นของ บริษัทซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2557 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการใช้หนี้สินมากกว่าทุน คือ 8.31:1 ในส่วนของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีค่าต่ำสุดคือ -1,690,345.17 เป็นของ บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2557 และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีค่าสูงสุดคือ 8,788,765.75 เป็นของ บริษัทซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2555 ในส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นที่ต่ำที่สุดคือ 816 คน เป็นของ บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2555 และจำนวนผู้ถือหุ้นที่มีมากที่สุดคือ 55,292 คน เป็นของบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2556 ในส่วนขนาดขององค์กร สามารถวิเคราะห์ได้จาก มูลค่าตามราคาตลาด ซึ่งบริษัทที่มีขนาดเล็กที่สุดในหน่วยธุรกิจนี้คือ บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2556 อยู่ที่ 950,364,896.48 บาท และบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดมีมูลค่าตามราคาตลาด เท่ากับ 413,222,662,008 บาท เป็นของบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2555 นอกจากนั้นราคาหลักทรัพย์ต่อราคาพาร์ที่มีค่าต่ำสุดคือ 1.86 ซึ่งเป็นของ บริษัทไมด้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2558 และราคาหลักทรัพย์ต่อราคาพาร์ที่มีค่าสูงสุดคือ 117 เป็นของบริษัท บิวตี้ คอมมูนิตี้ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2559 ในส่วนของอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่มีค่าต่ำสุดคือ 0.08 เป็นของบริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2555 และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่มีค่าสูงสุดคือ 10.94 ซึ่งเป็นของบริษัทไอที ซิตี จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2555

ผลจากการใช้สถิติเชิงพรรณนาตามตารางที่ 4.1 พบว่า ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หน่วยธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) คือ 1.19 ซึ่งหมายถึง มีการใช้หนี้สินที่มีดอกเบี้ย 1.19 หน่วย ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 1 หน่วย และมีค่าเฉลี่ยของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อยู่ที่ 699,128.63บาท จำนวนผู้ถือหุ้นเฉลี่ยอยู่ที่ 8,211 คน มูลค่าตามราคาตลาดเฉลี่ยอยู่ที่ 60,259,794,262 บาท ส่วนราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 26.74 บาท และ 2.06 หน่วยตามลำดับ

นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นสองกลุ่ม ซึ่งใช้ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรม (1.19 หน่วย) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งเพื่อวิเคราะห์ผลการดำเนินงานลักษณะหน่วยธุรกิจ และผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าหรือต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เพื่อนำมาพิจารณาเปรียบเทียบว่าบริษัทส่วนใหญ่ที่ใช้โครงสร้างเงินทุนสูงกว่าหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม มีผลการดำเนินงาน ลักษณะขนาดธุรกิจ และให้ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างไร ดังแสดงในตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.2

เปรียบเทียบผลการดำเนินงาน ขนาดธุรกิจและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างที่มี
โครงสร้างเงินทุนสูงกว่าและต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

ตัวแปร (Variable)	ค่าเฉลี่ยของ อุตสาหกรรม (Mean)	ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ มีโครงสร้างเงินทุน สูงกว่าอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ มีโครงสร้างเงินทุน ต่ำกว่าอุตสาหกรรม
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	82	27	55
โครงสร้างเงินทุน	1.19	2.38	0.61
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	699,128.63	1,842,011.54	138,077.02
จำนวนผู้ถือหุ้น	8,211.50	16,488.15	4,148.42
มูลค่าตามราคาตลาด	60,259,794,262.00	133,309,172,824.59	24,399,190,240.36
ราคาหลักทรัพย์	26.74	30.77	24.77
อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน	2.06	1.81	2.18

จากตารางที่ 4.2 จากกลุ่มตัวอย่างซึ่งมีจำนวนทั้งหมด 82 ตัวอย่าง และเมื่อใช้เกณฑ์
โครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรมในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มี
มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมมีจำนวน 27 ตัวอย่าง และกลุ่มตัวอย่างที่มี
โครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมมีจำนวน 55 ตัวอย่าง ซึ่งจะเห็นว่าในภาพรวมของ
บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมจะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูงกว่า
ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ 1,842,011.54 บาท แต่บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย
ของอุตสาหกรรม จะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ
138,077.02 บาท นอกจากนี้ บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของ
อุตสาหกรรม จะมีจำนวนผู้ถือหุ้นมากกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม คือ 16,488 คน บริษัทที่มี
โครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีจำนวนผู้ถือหุ้นต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม
นั่นคือ 4,148 คน และมูลค่าตามราคาตลาดเฉลี่ยของ บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของ
อุตสาหกรรมจะมีมูลค่าสูงตามไปด้วย คือ 133,309,172,824.59 บาท ส่วน บริษัทที่มีโครงสร้าง
เงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมจะมีมูลค่าตามราคาตลาด เท่ากับ 24,399,190,240.36 บาท
ในส่วนของราคาหลักทรัพย์ต่อราคาพาร์ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และอัตราส่วนเงินปัน
ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ 30.77 และ 1.81 ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่มี
โครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีราคาหลักทรัพย์ต่อราคาพาร์ที่ต่ำ

กว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั้นคือ 24.77 และ 2.18 ตามลำดับ

หากพิจารณาเกี่ยวกับลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดพาณิชย์จะพบว่า บริษัทเหล่านี้มีความจำเป็นต้องใช้แหล่งเงินทุนเป็นจำนวนมากเพื่อรองรับการดำเนินงาน เช่นการซื้อมาขายไป การผลิตสินค้าเพื่อจัดจำหน่าย และใช้ในการเพิ่มช่องทางการจัดจำหน่าย เป็นต้น ซึ่งในการจัดหาแหล่งเงินทุนมีการใช้สัดส่วนของหนี้สินมากกว่าส่วนของเจ้าของ จากการศึกษาในข้างต้น สรุปได้ว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรมจะส่งผลทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีในสัดส่วนที่เหมาะสม และทำให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนที่ถูกกว่า ส่งผลให้มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงกว่า ซึ่งเป็นบริษัทที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นมากกว่า และขนาดองค์กรที่ใหญ่กว่า ให้ผลตอบแทนต่อหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม หรือกล่าวได้อีกนัยหนึ่ง คือ การที่บริษัทใช้หนี้สินในสัดส่วนที่สูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นจะส่งผลดีต่อการดำเนินงานของบริษัท แต่กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงกว่าค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมจะมีค่าอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่ต่ำกว่า เนื่องจากบริษัทมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยที่มากขึ้นจากการที่มีหนี้สินจำนวนมากจึงส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นน้อยลงเป็นต้น

งานวิจัยครั้งนี้แสดงให้เห็นว่ามีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของบุศรินทร์ บุรณศักดิ์ ที่มีการศึกษาการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 275 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2544 ที่พบว่าลักษณะกิจการในประเทศไทยและทัศนคติของผู้บริหารจะมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ซึ่งก็คือมีการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุน จากแหล่งเงินทุนภายใน คือ หนี้สินจากการกู้ยืมเงินจากธนาคาร หนี้สินกู้ยืมระยะยาว และการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ สรุปได้ว่าการใช้แหล่งเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมมีความเหมาะสมกับลักษณะธุรกิจประเภทนี้มากกว่าการใช้แหล่งเงินทุนสัดส่วนหนี้สินต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรม

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ร่วมกับจำนวนผู้ถือหุ้น และ มูลค่าตามราคาตลาด กับ ราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

จากผลจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) สำหรับสมมติฐานที่ 1 และสมมติฐานที่ 2 เพื่อทดสอบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และโครงสร้างเงินทุน ร่วมกับ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด เพื่อหาสมการทำนาย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาดเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) และราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) นั้น ได้ผลลัพธ์ดังนี้

ตารางที่ 4.3

Multiple Linear Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด กับราคาหลักทรัพย์

Model 1			
$SP = \beta_0 + \beta_1(D/E) + \beta_2(EVA) + \beta_3(Shares) + \beta_4(MktSh)$			
	St. Coefficients Beta	t	Sig
(Constant)		1.428	.157
D/E Ratio	.342	2.300	.024
EVA	.290	2.528	.014
Ln Shares	-.469	-3.745	.000
Ln Market Cap	-.029	-.235	.815
F-Value	6.821		
P-Value	.000 ^b		
R ²	.262		
Adjusted R ²	.223		

* P < 0.05

จากตารางที่ 4.3 การทดสอบความสัมพันธ์ใน Model ที่ 1 ของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้โครงสร้างเงินทุน และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ผ่านตัวแปรควบคุม คือ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่าค่า Adjusted R^2 มีค่าเท่ากับ 0.223 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด สามารถนำมาอธิบายความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ได้ 22.3 % และผลการทดสอบพบว่าค่า F มีค่าเท่ากับ 6.821 และ P-value เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับข้อสมมติฐานที่ 1 และ 2 โดยจะเห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีระดับความสำคัญอยู่ที่ 0.024 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีระดับความสำคัญอยู่ที่ 0.014 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุน และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ร่วมกับ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับคำกล่าวของ Stern Stewart & Co. ที่ว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัววัดผลทางการเงินที่สะท้อนให้เห็นราคาหลักทรัพย์ได้เป็นอย่างดี (Biddle et al., 1997) และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ นริศร นันทาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสรุปได้ว่า กิจกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงย่อมหมายถึงบริษัทที่มีแนวโน้มการดำเนินงานที่ดี ส่งผลให้นักลงทุนมองว่ากิจการมีอนาคตที่ดี นำลงทุน และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ยังพบว่า จำนวนผู้ถือหุ้น มีค่า Beta เท่ากับ -0.469 จึงแสดงให้เห็นว่า จำนวนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ในขณะที่ มูลค่าตามราคาตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ร่วมกับจำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 3: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

สมมติฐานที่ 4: มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

จากผลจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) สำหรับสมมติฐานที่ 3 และสมมติฐานที่ 4 เพื่อทดสอบความสามารถในการอธิบายอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และโครงสร้างเงินทุน ร่วมกับ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด เพื่อหาสมการทำนาย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด เป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variable) และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนเป็นตัวแปรตาม (Dependent Variable) นั้น ได้ผลลัพธ์ดังนี้

ตารางที่ 4.4

Multiple Linear Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

Model 2			
$DY = \beta_0 + \beta_1(D/E) + \beta_2(EVA) + \beta_3(Shares) + \beta_4(MktSh)$			
	St. Coefficients Beta	t	Sig
(Constant)		1.428	.000
D/E Ratio	.189	2.300	.229
EVA	.119	2.528	.324
Ln Shares	.059	-3.745	.653
Ln Market Cap	-.549	-.235	.000
F-Value	4.634		
P-Value	.002 ^b		
R ²	.194		
Adjusted R ²	.152		

* P < 0.05

จากตารางที่ 4.4 การทดสอบความสัมพันธ์ใน Model ที่ 2 ของอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน โดยการใช้โครงสร้างเงินทุน และ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ผ่านตัวแปรควบคุม คือ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่าค่า Adjusted R² มีค่าเท่ากับมีค่าเท่ากับ .152 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด สามารถนำมาอธิบายความแปรปรวนของราคาหลักทรัพย์ได้ 15.2 % และผลการทดสอบ

พบว่าค่า F มีค่าเท่ากับ 4.634 และ P-value เท่ากับ 0.002 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับข้อสมมติฐานที่ 3 และ 4 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ร่วมกับจำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แต่หากวิเคราะห์ทีละตัวแปรอิสระจะพบว่า โครงสร้างเงินทุนมีระดับความสำคัญอยู่ที่ 0.229 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีระดับความสำคัญอยู่ที่ 0.324 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.05 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เฉพาะตัวแปรอิสระโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของวรวิไล ทองพุ่มพุกษา (2553) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสาเหตุอาจเนื่องมาจากการจ่ายปันผลของอุตสาหกรรมนี้เกิดจากปัจจัยอื่น เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ราคาหลักทรัพย์ และขนาดขององค์กร เป็นต้น และจากการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้จำนวนผู้ถือหุ้น และมูลค่าตามราคาตลาดมาใช้เป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมยังพบว่า มูลค่าตามราคาตลาด มีค่าระดับความสำคัญอยู่ที่ 0.000 และมี Beta เท่ากับ -.549 จึงแสดงให้เห็นว่า มูลค่าตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ส่วนโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) และจำนวนผู้ถือหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

จากการศึกษาดังกล่าว สอดคล้องกับงานวิจัยของ อรทิชา อินทาปัจ (2559) ที่พบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยเดียวที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล และงานวิจัยของ รุสสิษฐ์ สวโรจน์กิจเตโช (2558) ที่พบว่า มีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญมีจำนวน 2 ตัว ได้แก่ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และ ขนาดองค์กร ทั้งนี้ปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน ได้แก่ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และ ขนาดองค์กร ซึ่งสาเหตุอาจเนื่องมาจากนโยบายเงินปันของผู้บริหารและความต้องการของนักลงทุนของบริษัทที่มีองค์กรที่มีขนาดใหญ่ โดยจากผลการศึกษาข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาที่พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดขององค์กรเล็กกว่า ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นพึงพอใจที่จะต้องเสียภาษี (Tax Preference Theory) คือ ผู้ถือหุ้นยินดีที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลน้อยๆ เพื่อที่จะนำเงินส่วนที่เหลือไปลงทุนต่อ โดยหวังกำไรจากการลงทุนเพิ่ม ผู้ถือหุ้นจะได้กำไรจากการซื้อขายหุ้น (Capital Gain) และเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าการได้รับเงินปันผล

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษางานวิจัย และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลจากการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ (Services Industry) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (Commerce Sector) ช่วงปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2559 จำนวนทั้งหมด 21 บริษัท 82 ประชากร ตัวอย่าง สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

1. บริษัทในอุตสาหกรรมนี้มีลักษณะโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินมากกว่า สัดส่วนของผู้ถือหุ้น จะส่งผลทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีในสัดส่วนที่เหมาะสม และทำให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่า ส่งผลให้มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูงกว่า ซึ่งเป็นบริษัทที่มีจำนวนผู้ถือหุ้นมากกว่า และขนาดองค์กรที่ใหญ่กว่า ให้ผลตอบแทนต่อหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม หรือกล่าวได้อีกนัยหนึ่ง คือ การที่บริษัทใช้หนี้สินในสัดส่วนที่สูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นจะส่งผลดีต่อการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นผู้บริหารสามารถนำข้อมูลที่ได้จากผลการศึกษาในครั้งนี้ไปช่วยประกอบการตัดสินใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับกิจการเพื่อให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินต่ำที่สุด และเป็นการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น

2. การใช้ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาใช้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุนนั้นจะสามารถนำมาใช้อธิบาย และทำนายราคาหลักทรัพย์ได้ แต่หากมีการนำปัจจัยอื่นๆ เช่น ขนาดองค์กรโดยวัดค่าจากจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด เพิ่มเข้ามาเป็นตัวแปรควบคุมใช้เพื่อทำนายราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว จะทำให้การทำนายมีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น เนื่องจากจำนวนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งข้อมูลนี้ถือเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนที่ต้องการศึกษา ทำนายราคาหลักทรัพย์ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนต่อไป

3. การใช้ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพื่อนำมาใช้ในการทำนายอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน เพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุนนั้นไม่สามารถทำได้ เนื่องจากไม่พบความสัมพันธ์กันของตัวแปรเหล่านี้ แต่หากมีการนำขนาดองค์กรโดยวัดค่าจากมูลค่าตามราคาตลาด เข้ามาเป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มในสมการจะทำให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ทำนาย อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนได้ โดยจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ บริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง หรือบริษัทที่มีขนาดองค์กรใหญ่ จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงขึ้นไปด้วย ทำให้

บริษัทลักษณะนี้มีอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนที่ต่ำกว่า เนื่องจากนักลงทุนคาดหวังกำไรจากการนำเงินไปลงทุนเพิ่ม ผู้ถือหุ้นจะได้กำไรจากการซื้อขายหุ้น และเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่าการได้รับเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่านโยบายเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นพึงพอใจที่จะต้องเสียภาษี (Tax Preference Theory) เป็นต้น

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อจำกัดที่พบจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ประเด็นดังต่อไปนี้

1. วัฏจักรของธุรกิจ

การเปลี่ยนแปลงในการดำเนินธุรกิจที่มีการหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปตามวัฏจักรของธุรกิจ แบ่งออกเป็น 4 ช่วง นั่นคือ ช่วงเข้าสู่ตลาด ช่วงเติบโต ช่วงอิ่มตัว และช่วงภาวะถดถอย ซึ่งอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มนั้น จะได้รับผลกระทบจากวัฏจักรของธุรกิจในแต่ละช่วงแตกต่างกันออกไป ยิ่งไปกว่านั้นระยะเวลาช่วงวัฏจักรของแต่ละธุรกิจก็ไม่เท่ากันด้วย ดังนั้นการที่งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี จึงไม่สามารถจัดผลกระทบของวัฏจักรทางธุรกิจที่ส่งผลกระทบต่อการเงินของกิจการได้

2. การเลือกใช้นโยบายการบัญชี

เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปได้กำหนดวิธีการทางบัญชีให้สามารถเลือกปฏิบัติได้หลากหลายวิธี ซึ่งการที่แต่ละบริษัทเลือกใช้นโยบายบัญชีที่แตกต่างกัน ย่อมส่งผลกระทบต่อตัวเลขในงบการเงินที่แตกต่างกันด้วย โดยจะส่งผลกระทบต่อทางด้านการวิเคราะห์ข้อมูล ถึงแม้จะมีการปรับปรุงตัวเลขเพื่อจัดข้อจำกัดดังกล่าวในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจแล้วก็ตาม แต่ก็ยังมีนโยบายการบัญชีบางส่วนที่ไม่ได้นำมาปรับปรุงในการคำนวณ

3. รายการปรับปรุงเพื่อคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ

การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจในงานวิจัยนี้ มีรายการปรับปรุงกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีและเงินทุนทั้งหมดที่ใช้ เป็นจำนวนทั้งสิ้น 5 รายการ ซึ่งเป็นรายการปรับปรุงหลักที่ใช้กันโดยส่วนมากในประเทศไทย ได้แก่ ค่าเพื่อการประกันสินค้าและค่าเพื่อหนี้สูญ ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงานระหว่างก่อสร้าง กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ และค่าความนิยม หากแต่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่คำนวณมาได้นั้นอาจจะยังไม่สมบูรณ์เนื่องจากไม่ได้ใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยในงบการเงินเท่านั้น

4. ต้นทุนของการก่อหนี้สิน (Costs of Debt)

การคำนวณต้นทุนของการก่อหนี้เพื่อนำมาคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินในงานวิจัยครั้งนี้ ได้คำนวณจากอัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดี (MLR: Minimum Loan Rate) ถัวเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ โดยอ้างอิงข้อมูลที่มาจากธนาคารแห่งประเทศไทย เนื่องจากว่าข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินมีไม่ครบถ้วน อาจทำให้การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ใช้ในงานวิจัยนี้ไม่ถูกต้อง

5.3 ข้อเสนอแนะ

เพื่อเป็นการขยายขอบเขตการศึกษาได้ต่อไปในอนาคตเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาเพิ่มเติมดังต่อไปนี้

1. งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดพาณิชย์ และได้ทำการศึกษาภายในช่วงระยะเวลา 5 ปี การศึกษาครั้งต่อไปอาจจะขยายขอบเขตการศึกษากออกไป เช่น ขยายช่วงระยะเวลาเป็น 10 ปี เนื่องจากว่าอาจทำให้ลดข้อจำกัดด้านวัฏจักรของธุรกิจที่อาจมีความแตกต่างกันระหว่างธุรกิจที่เพิ่งก่อตั้งกับธุรกิจที่ได้ก่อตั้งมานานแล้วได้มากขึ้น กล่าวคือ ช่วยทำให้ผลของการศึกษาอาจมีความชัดเจนมากขึ้น

2. งานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดพาณิชย์ อย่างไรก็ตามบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้น มีกลุ่มอุตสาหกรรมอยู่หลายกลุ่ม ฉะนั้นการศึกษาครั้งต่อไปอาจขยายขอบเขตของการศึกษาโดยศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมกลุ่มอื่น ๆ หรืออาจแยกศึกษาออกเป็นรายอุตสาหกรรม แล้วนำข้อมูลที่ได้นี้มาเปรียบเทียบ เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม

3. งานวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรอิสระอยู่ 4 ตัว คือ โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมูลค่าตามราคาตลาด ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจเพิ่มตัวแปรอิสระอื่น ๆ เข้าไปในการศึกษา หรือเปลี่ยนเป็นตัวแปรอื่นๆ ซึ่งจะทำให้สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลได้เพิ่มมากขึ้นกว่าเดิมหรือไม่ และเป็นไปในทิศทางใด

รายการอ้างอิง

หนังสือ

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2550). *การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล*. (พิมพ์ครั้งที่ 10). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2554). *สถิติสำหรับงานวิจัย*. (พิมพ์ครั้งที่ 6). กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- เข็มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ. (2557). *การเงินธุรกิจ*. (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (2548). *มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ: มิติใหม่ของการสร้างมูลค่ากิจการและการสร้างระบบ ผลตอบแทนพนักงาน*. กรุงเทพฯ: ธรรมนิติ เพรส.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

บทความวารสาร

- วรรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2557). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*, 9 (2).

วิทยานิพนธ์/งานวิจัย/การค้นคว้าอิสระ.

- จรรยวรรณ จิตวรพันธ์. (2546). *มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชีและผลตอบแทนของหุ้นสามัญ: การศึกษาจากประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- จันวิมล ติรบรรเจิด. (2550). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา: บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค*. (งานวิจัยปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

- ฐิติษฐ์ สวโรจน์กิจเตโช. (2558). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทใน SET High Dividend ของประเทศไทย. (งานวิจัยปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- นริศรา นันทาภักดิ์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลกรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. (งานวิจัยปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. (2558). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (งานวิจัยปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). สาขาวิชาการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- บวรวิซ สายชลพิทักษ์. (2553). การทดสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิด Pecking Order ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (งานวิจัยปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาวิชาการบริหารการเงิน.
- บุศรินทร์ บุรณศักดิ์. (2545). การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, สาขาวิชาการเงิน.
- พิชามญช์ อุตราภรณ์. (2553). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับมูลค่าของกิจการ. (งานวิจัยปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาวิชาการบริหารการเงิน
- รัตนชัย พูนพัฒนสุข. (2547). การทดสอบโครงสร้างเงินลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โครงการงานบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, สาขาบริหารธุรกิจ.
- รุจิรา ชินสุข. (2553). การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, แขนงวิชาบริหารธุรกิจ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ.
- วราลี ทองพุ่มพฤษ. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร. (การศึกษาเฉพาะบุคคลปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

- วัฒน์พร ไหมวัฒนา. (2553). *ศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเงินลงทุนและหลักทรัพย์*. (งานวิจัยปริญญาบัตรชั้นมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- อธิกา แรมวิโรจน์. (2549). *การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทในหมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร*. (งานวิจัยปริญญาบัตรชั้นมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- อรทิชา อินทาบัจ. (2559). *ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ*. (งานวิจัยปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, สาขาวิชาการเงิน.
- อังคณา บุญคิด. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2548-2552*. (การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

- พูลสุข นิลกิจสรานนท์ และ ปิยะนุช สถาพงศ์ภักดี. (พฤษภาคม 2560). *ธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่*. สืบค้นเมื่อ วันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2561, จาก https://www.krungsri.com/bank/getmedia/f1e844b6-74af-44df-9ba4-23dc9d0f7427/IO_Modern_Trade_2017_TH.aspx
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (มีนาคม 2561). *ราคาหลักทรัพย์และราคาพาร์*. สืบค้นเมื่อวันที่ 5 มีนาคม 2561, จาก <https://www.set.or.th/set/mainpage.do?language=th&country=TH>
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (มีนาคม 2561). *อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว พ.ศ. 2555-2559*. สืบค้นเมื่อวันที่ 7 มีนาคม 2561, จาก <http://www.thaibma.or.th>

SETSMART. (กุมภาพันธ์ 2561). มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ (*Market Capitalization*). สืบค้นเมื่อวันที่ 27 กุมภาพันธ์ 2561, จาก <http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>

SETSMART. (กุมภาพันธ์ 2561). ดัชนีราคาของหลักทรัพย์ หน่วยธุรกิจพาณิชย์. สืบค้นเมื่อวันที่ 27 กุมภาพันธ์ 2561, จาก <http://setsmart.bus.tu.ac.th:8080>

Books

Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. (2001). *Fundamental of Financial Management. Ninth Edition*. Orlando, Florida: Harcourt College Publisher.

Philippatos, G. C. (1973). *Financial management: Theory and techniques*. California: Holden-Day

Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: The Free Press

Riahi-Belkaoui, A. (1999). *Capital structure: Determination, evaluation, and accounting Connecticut*. Quorum Books.

Smith, C. W., Jr. (1990). *The modern theory of corporate finance* (2nd ed.). New York: McGraw-Hill

Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: A guide for senior managers*. Harper Business.

Articles

Biddle, G. C., Bowen, R. M. & Wallace, J. S. (1997). Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 301-336.

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39 (3), 575-593.

Wallace, J. S. (1997). Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?. *Journal of Accounting and Economics* 24, 275-300.

ภาคผนวก

ตารางแสดงข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ผล

No.	กลุ่มตัวอย่าง	D/E Ratio	EVA	Shares	Mkt Cap	SP/Par	DY Ratio
1	BEAUTY 56-13	0.13	84,016.91	2,539.00	6,060,000,000.00	20.20	1.73
2	BEAUTY 57-14	0.18	165,268.92	2,260.00	10,125,000,000.00	33.80	1.93
3	BEAUTY 58-15	0.30	264,657.65	5,179.00	17,250,000,000.00	57.50	1.72
4	BEAUTY 59-16	0.33	499,392.73	8,672.00	35,100,000,000.00	117.00	1.14
5	BJC 55-12	1.35	-136,786.21	3,750.00	98,066,718,750.00	56.25	1.18
6	BJC 56-13	1.51	-383,779.85	10,652.00	76,738,787,900.00	43.95	1.74
7	BJC 57-14	1.47	-1,234,692.87	9,947.00	65,679,116,250.00	37.58	2.03
8	BJC 58-15	1.15	-113,828.98	9,280.00	55,727,735,000.00	31.88	1.71
9	COL 55-12	0.50	-167,963.21	1,061.00	18,720,000,000.00	58.50	0.11
10	COL 56-13	0.52	-85,870.94	2,454.00	9,440,000,000.00	29.50	1.02
11	COL 57-14	0.52	-88,570.66	2,770.00	15,520,000,000.00	48.50	1.03
12	COL 58-15	0.56	-152,136.44	2,041.00	12,800,000,000.00	40.00	1.38
13	COL 59-16	0.58	-172,173.85	1,903.00	10,240,000,000.00	32.00	1.72
14	CPALL 55-12	1.66	8,788,765.75	18,248.00	413,222,662,008.00	46.00	1.36
15	CPALL 56-13	7.75	-1,228,838.42	55,292.00	377,290,256,616.00	42.00	2.14
16	CPALL 57-14	8.31	3,074,814.58	44,694.00	381,781,807,290.00	42.50	2.12
17	CPALL 58-15	6.90	7,641,309.01	46,416.00	352,586,727,909.00	39.25	2.04
18	GLOBAL 55-12	0.30	-632,439.87	2,724.00	38,299,757,755.20	9.96	0.08
19	GLOBAL 56-13	0.56	-882,894.23	5,735.00	41,288,833,719.20	10.32	0.1
20	GLOBAL 57-14	0.50	-1,690,345.17	7,540.00	33,231,376,308.00	8.31	0.15
21	GLOBAL 58-15	0.54	-1,684,509.30	8,445.00	32,926,455,506.70	8.23	0.15
22	GLOBAL 59-16	0.72	-1,422,704.98	7,936.00	66,218,707,390.10	16.55	0.24
23	HMPRO 55-12	1.62	1,438,402.37	16,809.00	88,722,018,226.80	6.75	1.08
24	HMPRO 56-13	1.83	1,373,205.13	30,168.00	89,662,301,737.80	6.82	0.29
25	HMPRO 57-14	1.82	1,190,333.77	41,983.00	101,716,852,429.50	7.73	0.3
26	HMPRO 58-15	1.78	1,285,142.37	45,887.00	89,428,146,570.00	6.80	1.18
27	HMPRO 59-16	1.96	1,718,561.94	35,675.00	134,142,219,855.00	10.20	2.45
28	IT 55-12	0.58	13,132.39	3,516.00	1,746,994,295.00	5.00	10.94
29	IT 56-13	0.47	-82,783.62	3,808.00	950,364,896.48	2.76	7.72
30	IT 59-16	0.74	-53,104.79	2,560.00	1,090,124,440.08	3.12	1.6

No.	กลุ่มตัวอย่าง	D/E Ratio	EVA	Shares	Mkt Cap	SP/Par	DY Ratio
31	KAMART 56-13	0.46	75,909.08	4,838.00	3,092,721,120.64	6.20	4.07
32	KAMART 57-14	0.45	391.34	4,004.00	3,957,412,854.00	7.50	3.74
33	KAMART 58-15	0.40	106,043.47	4,008.00	4,452,089,460.75	8.43	3.56
34	KAMART 59-16	0.55	143,879.69	4,243.00	8,112,696,350.70	15.38	2.03
35	LOXLEY 55-12	1.78	-154,871.75	8,886.00	10,100,000,000.00	4.81	1.49
36	LOXLEY 56-13	1.47	-47,430.83	10,711.00	7,559,837,172.00	3.60	2.65
37	LOXLEY 57-14	1.15	-425,191.58	15,508.00	9,648,707,320.20	4.26	2.07
38	LOXLEY 58-15	1.17	-731,740.15	16,061.00	5,254,695,066.40	2.32	4.31
39	LOXLEY 59-16	1.37	-677,128.28	14,675.00	7,066,658,882.40	3.12	1.6
40	MAKRO 55-12	2.01	2,758,150.49	3,286.00	107,040,000,000.00	44.60	2.35
41	MAKRO 56-13	2.28	3,431,025.73	2,613.00	139,200,000,000.00	58.00	2.16
42	MAKRO 57-14	2.41	3,849,721.19	2,986.00	174,000,000,000.00	72.50	2.21
43	MAKRO 58-15	2.37	4,247,667.17	2,843.00	170,400,000,000.00	71.00	2.17
44	MAKRO 59-16	2.36	4,189,502.78	3,098.00	168,000,000,000.00	70.00	2.43
45	MIDA 57-14	0.79	-444,008.07	2,924.00	3,050,444,835.80	2.44	0.38
46	MIDA 58-15	0.90	-507,269.65	6,186.00	2,328,807,077.76	1.86	0.54
47	ROBINS 55-12	0.60	1,104,355.42	2,231.00	73,858,965,344.50	18.73	0.98
48	ROBINS 56-13	0.57	848,790.72	2,984.00	53,311,734,384.00	13.52	1.88
49	ROBINS 57-14	0.77	489,501.11	3,295.00	49,979,750,985.00	12.68	2
50	ROBINS 58-15	0.80	475,427.91	5,175.00	48,313,759,285.50	12.25	2.07
51	ROBINS 59-16	0.67	906,088.03	5,355.00	70,526,981,945.50	17.89	1.57
52	SINGER 55-12	1.27	103,383.78	2,810.00	4,887,000,000.00	18.10	1.1
53	SINGER 56-13	1.27	154,720.13	3,815.00	4,968,000,000.00	18.40	1.63
54	SINGER 57-14	1.13	69,947.87	4,087.00	3,429,000,000.00	12.70	3.54
55	SINGER 58-15	1.12	-32,977.00	6,031.00	2,389,500,000.00	8.85	5.99
56	SINGER 59-16	0.93	-56,197.59	5,127.00	3,105,000,000.00	11.50	2.61
57	SPC 55-12	0.68	508,427.25	957.00	17,831,626,568.00	56.00	1.61
58	SPC 56-13	0.68	646,437.27	1,078.00	14,228,711,332.00	44.00	2.24
59	SPC 57-14	0.65	806,046.95	1,334.00	14,093,903,729.00	43.00	2.29
60	SPC 58-15	0.66	991,747.01	1,403.00	12,292,500,000.00	37.25	2.68
61	SPC 59-16	0.68	927,237.05	1,497.00	14,685,000,000.00	44.50	2.47
62	SPI 55-12	0.11	548,372.49	816.00	14,697,520,425.00	29.75	0.77

No.	กลุ่มตัวอย่าง	D/E Ratio	EVA	Shares	Mkt Cap	SP/Par	DY Ratio
63	SPI 56-13	0.14	593,136.36	1,038.00	11,362,788,900.00	23.00	1
64	SPI 57-14	0.13	416,304.87	1,098.00	12,103,840,350.00	24.50	0.94
65	SPI 58-15	0.13	613,436.97	1,020.00	11,955,630,060.00	24.20	0.95
66	SPI 59-16	0.12	910,468.38	967.00	16,303,131,900.00	33.00	0.7
67	BIGC 55-12	1.95	2,280,899.43	4,214.00	170,775,000,000.00	20.70	0.92
68	BIGC 55-13	1.62	2,536,249.88	3,931.00	151,800,000,000.00	18.40	1.2
69	BIGC 55-14	1.44	3,410,274.34	4,526.00	195,525,000,000.00	23.70	1.08
70	BIGC 55-15	1.03	1,940,718.37	3,269.00	166,650,000,000.00	20.20	1.3
71	BIGC 55-16	0.86	398,924.02	2,714.00	173,250,000,000.00	21.00	1.25
72	CSS 55-14	1.17	108,201.48	3,372.00	4,585,000,000.00	13.10	2.14
73	CSS 55-15	1.04	71,039.82	9,988.00	5,097,880,697.64	9.56	1.01
74	CSS 55-16	1.22	-14,707.10	11,919.00	3,268,554,667.42	5.56	6.83
75	MC 55-14	0.24	191,021.03	3,455.00	10,400,000,000.00	26.00	5.62
76	MC 55-15	0.25	183,985.49	4,168.00	9,600,000,000.00	24.00	6.67
77	MC 55-16	0.21	251,028.83	4,046.00	12,080,000,000.00	30.20	4.97
78	MEGA 55-14	0.69	215,173.15	3,342.00	14,363,126,892.80	33.20	1.09
79	MEGA 55-15	0.76	328,941.69	2,779.00	14,276,602,032.00	33.00	2.12
80	MEGA 55-16	0.70	415,676.13	3,006.00	21,847,527,352.00	50.50	1.58
81	COM7 57-16	1.43	140,417.12	5,346.00	15,720,000,000.00	52.40	1.15
82	BIG 57-16	0.91	707,818.38	4,336.00	18,703,057,640.00	53.00	1.13

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาววรนิษฐ์ พรพัฒน์วัฒน์
วันเดือนปีเกิด	25 ธันวาคม 2529
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2552: ศิลปศาสตรบัณฑิต (ภาษาญี่ปุ่น) มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
ตำแหน่ง	Chief Representative Secretary & Interpreter North Pacific Bank, Ltd.
ประสบการณ์ทำงาน	2557-ปัจจุบัน: Chief Representative Secretary & Interpreter North Pacific Bank, Ltd. 2555-2557: Administrative Interpreter Toshima (Thailand) Co., Ltd. 2554-2555: Japanese Interpreter Celco (Thailand) Co., Ltd.