

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร



การศึกษาเฉพาะบุคคลเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
ปีการศึกษา 2552



© 2553

วราลี ทองพุ่มพุกษา
สงวนลิขสิทธิ์

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ
อนุมัติให้การศึกษาเฉพาะบุคคลนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร

ผู้วิจัย วราลี ทองพุ่มพุกษา

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษา

(ดร. ชุติมาวดี ทองจีน)

ผู้เชี่ยวชาญ

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ลักกณา วรศิลป์ชัย)

(ดร. สุदारัตน์ ดิษยวรรณนะ จันทราวินนากุล)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ 21 เดือน กรกฎาคม พ.ศ. 2553

วราลี ทองพุ่มพุกษา. ปรึญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, พฤษภาคม 2553, บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร (53 หน้า)

อาจารย์ที่ปรึกษา : ดร.ชุตินาถ ทองเงิน

บทคัดย่อ

โครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยพื้นฐานในการดำเนินธุรกิจ เนื่องจากเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อการบริหารงานหรือลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ถ้าบริษัทสามารถบริหารต้นทุนของเงินทุนรวมทั้งหมดให้อยู่ในระดับที่ต่ำที่สุด จะทำให้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์เพิ่มสูงขึ้น งานวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการนำข้อมูลไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการวิเคราะห์ประกอบการตัดสินใจลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยฉบับนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 รวมจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 55 ตัวอย่าง

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จะใช้หนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องมีเงินสดจำนวนมาก เพื่อให้มีความสามารถในการจ่ายเงินตามภาระผูกพันที่บริษัทมีต่อบุคคลอื่นได้ ไม่ว่าจะเป็นความต้องการสินเชื่อ หรือการถอนเงิน โดยบริษัทมีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น เนื่องจากจะทำให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำ ส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูง แต่การที่บริษัทมีหนี้สินที่มากส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ต่ำ อีกทั้งยังทำให้เงินปันผลต่ำ เนื่องจากมีภาระผูกพันในการจ่ายดอกเบี้ยจำนวนมาก สำหรับโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งราคาหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมนี้อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ก็ได้ เช่น ปัจจัยด้านการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยด้านการเมือง เป็นต้น สำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่สูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น ทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูง แต่มีราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น สำหรับโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล และสำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลของอุตสาหกรรมนี้ อาจเกิดจากปัจจัยอื่น เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผล
ของบริษัท หรืออื่น ๆ เป็นต้น



กิตติกรรมประกาศ

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.ชุตินาถ ทองเงิน อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัยฉบับนี้ที่ท่านได้กรุณาเป็นที่ปรึกษาและสละเวลาอันมีค่าให้คำแนะนำและข้อคิดเห็น ตลอดจนแก้ไขและตรวจทานงานวิจัยฉบับนี้ให้เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยดี รวมทั้งขอขอบพระคุณสถาบันการศึกษาและคณาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ให้แก่ผู้วิจัยตั้งแต่การศึกษาขั้นต้นจนถึงปัจจุบัน

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ที่ได้ให้การสนับสนุน ห่วงใย ดูแล และเป็นกำลังใจที่สำคัญเสมอมา จนทำให้ผู้วิจัยสามารถทำงานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี และขอขอบคุณเพื่อน ๆ ทุกคนที่คอยให้ความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำงานวิจัยฉบับนี้

ท้ายที่สุดนี้ คุณประโยชน์อันเกิดจากงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยขอบแต่ คุณพ่อ คุณแม่ ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่าน หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

วราลี ทองพุ่มพุกษา

พฤษภาคม 2553

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ง
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญตาราง	ฅ
สารบัญภาพ	ฉุ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	5
ขอบเขตของงานวิจัย	5
คำถามของงานวิจัย	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	7
คำนิยามศัพท์เฉพาะ	7
บทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	9
แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
● แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน	9
แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	10
แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล	16
การทบทวนวรรณกรรม	16
โครงสร้างเงินทุน	16
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	17
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์	18
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล	19
ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์	19
ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล	20
บทสรุปแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	21
สมมติฐาน	22
กรอบแนวคิดตามทฤษฎี	23

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3	
วิธีการดำเนินการวิจัย	25
กลุ่มประชากร และการสุ่มกลุ่มตัวอย่าง	26
ตัวแปรและการวัดค่า	28
วิธีการเก็บข้อมูล	29
วิธีการทางสถิติ	30
ผลจากการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	32
บทที่ 4	
บทวิเคราะห์ข้อมูล	35
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามสมมติฐาน	35
โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม	35
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	38
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กับราคาหลักทรัพย์	39
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กับการจ่ายเงินปันผล	41
บทที่ 5	
สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	44
สรุปผลการศึกษิตตามสมมติฐาน	44
อภิปรายผล	49
ข้อจำกัดของงานวิจัย	51
ข้อเสนอแนะเพื่อการนำไปใช้	52
ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัย	52

บรรณานุกรม

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1 สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital	15
ตารางที่ 3.1 รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) จำนวน 11 บริษัทที่ใช้ในการศึกษา	27
ตารางที่ 3.2 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	28
ตารางที่ 3.3 สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital	29
ตารางที่ 3.4 ผลการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	32
ตารางที่ 4.1 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ โครงสร้างเงินทุนมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 55 ตัวอย่าง	35
ตารางที่ 4.2 ตารางเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าและต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม	36
ตารางที่ 4.3 Simple Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	38
ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	38
ตารางที่ 4.5 Multiple Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์	39
ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์	40
ตารางที่ 4.7 Multiple Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล	41

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนและ
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

หน้า

42



สารบัญภาพ

		หน้า
ภาพที่ 1.1	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	3
ภาพที่ 1.2	ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	6
ภาพที่ 2.1	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	22
ภาพที่ 2.2	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์	22
ภาพที่ 2.3	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล	23
ภาพที่ 2.4	กรอบแนวคิดในการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปร	24
ภาพที่ 5.1	กรอบแนวคิดในการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปร	49
ภาพที่ 5.2	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์	49

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548) ได้กล่าวถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไว้ว่า ผู้บริหารจะต้องวางแผนและตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเพื่อหาสัดส่วนที่เหมาะสมต่อกิจการและสภาพธุรกิจ โดยการตัดสินใจอย่างมีเหตุผลและรอบคอบจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ ซึ่งผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนทั้งภายใน เช่น กำไรสะสม และค่าเสื่อมราคาสะสม เป็นต้น และแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ หลักทรัพย์แปลงสภาพ และหุ้นสามัญ เป็นต้น ในกรณีที่ผู้บริหารเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนระหว่างการก่อกำหนดหนี้ระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (โดยไม่รวมหนี้สินหมุนเวียน) ให้มีความเหมาะสม เพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการและผู้ถือหุ้น ซึ่งถือว่าเป็นเป้าหมายสูงสุดในการลงทุน ดังนั้นผู้บริหารจึงมีหน้าที่ในการสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Maximization of Shareholder Value) ด้วยราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นและกระแสเงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (Rappaport, 1986)

โดยลักษณะที่สำคัญของหนี้สิน คือ มีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้น (Prior Claim) มีอายุและมูลค่าที่ต้องคืนตามที่กำหนดไว้ และดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักฐานภาษีเงินได้นิติบุคคล สำหรับลักษณะของหุ้นสามัญ คือ สิทธิเรียกร้องภายหลัง (Residual Claim) ไม่มีกำหนดอายุการถือครอง มีอำนาจในการควบคุมฝ่ายบริหาร และเงินปันผลไม่สามารถนำไปเป็นรายจ่ายทางภาษีได้ (Philippatos, 1973) แสดงให้เห็นว่า การที่บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการในลักษณะที่แตกต่างกันตามไปด้วย โดยการที่บริษัทมีการก่อกำหนดหนี้สิน จะส่งผลให้บริษัทมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยให้กับเจ้าหนี้ แต่เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายนั้นบริษัทสามารถนำไปหักฐานภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ ซึ่งถือว่าเป็นประโยชน์ต่อบริษัท แต่การที่บริษัทมีหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้นจะทำให้บริษัทเกิดต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Cost) เนื่องจากภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งเกิดจากปัญหาตัวแทน เนื่องจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการ และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ซึ่งผู้บริหารจะต้องพิจารณาในปัจจัยหลายด้าน เพื่อให้โครงสร้างเงินทุนสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น (Riahi-Belkaoui, 1999)

การใช้เงินทุนจากผู้ถือหุ้น หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าเป็นการใช้เงินทุนจากเจ้าของกิจการนั่นเอง ซึ่งในความเป็นจริงก็ถือว่ามีต้นทุนของการใช้เงินทุนเช่นเดียวกับการใช้เงินทุนจากการกู้ยืมเงิน ซึ่งต้นทุนจากผู้ถือหุ้นแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ต้นทุนชัดเจน (Explicit Costs of Capital) และต้นทุนแอบแฝง (Implicit Costs of Capital) โดยต้นทุนชัดเจน คือ อัตราคิดลดมูลค่าปัจจุบัน เพื่อหาผลตอบแทนที่ต้องการขั้นต่ำจากโอกาสการลงทุนนั้น ส่วนต้นทุนแอบแฝงหรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Costs) ที่เกิดจากแนวคิดที่ว่าผู้ถือหุ้นมีทางเลือกในการลงทุน ถ้าผู้ถือหุ้นตัดสินใจเลือกลงทุนในกิจการย่อมหมายถึงตัดโอกาสการลงทุนในโครงการอื่น (Philippatos, 1973)

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น จึงเกิดแนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profits) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่ากำไรส่วนที่เหลือ (Residual Income: RI) ที่มีการพิจารณาถึงต้นทุนของเงินทุน (Costs of Capital) ที่ใช้ไปทั้งหมด โดยคำนวณได้จากการหาอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และนำต้นทุนดังกล่าวไปหักออกจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) การที่แนวคิดของกำไรทางเศรษฐศาสตร์ (Economic Profits) ได้คำนึงถึงกระแสเงินสดในอนาคต ต้นทุนและความเสี่ยงของการใช้เงินลงทุนทั้งหมด ซึ่งถือได้ว่าเป็นการลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยที่ผู้บริหารจะใช้จ่ายด้วยความรอบคอบมากขึ้น และส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ทำให้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เชื่อว่ากำไรส่วนที่เหลือนี้สามารถสะท้อนให้เห็นผลการปฏิบัติงานขององค์กรได้ดีกว่าตัววัดอื่นที่คำนวณมาจากตัวเลขในงบการเงิน เช่น อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment: ROI) (Wallace, 1997)

โดยแนวคิดกำไรทางเศรษฐศาสตร์ หรือแนวคิดกำไรส่วนที่เหลือ ถือว่าเป็นแนวคิดพื้นฐานที่นำไปสู่การพัฒนาแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA[®]) โดยที่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะต้องได้รับการปรับปรุงรายการในส่วนของกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษี (NOPAT) และเงินลงทุน (Invested Capital) เพื่อสะท้อนให้เห็นกำไรที่แท้จริงของกิจการ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าเป็นการปรับรายการที่เสมือนเป็นการบิดเบือนข้อมูลที่ใช้วัดผลประกอบการที่แท้จริงของกิจการในมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ เช่น ปรับปรุงรายการค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาให้เป็นสินทรัพย์ (Biddle, Bowen and Wallace, 1997)

แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ถือว่าเป็นเครื่องมือที่มีผู้ให้ความสนใจจำนวนมากในปัจจุบัน เนื่องจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ถือว่าเป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสอดคล้องกับวัตถุประสงค์หลักของการดำเนินธุรกิจในการสร้างความมั่งคั่งให้กับกิจการนั่นเอง (Biddle et al., 1997) โดยผู้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้กล่าวว่า เนื่องจากหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปมีแนวทางให้แต่ละบริษัทสามารถที่จะเลือกวิธีการทาง

การบัญชีได้ เช่น วิธีการคำนวณต้นทุนขายโดยวิธีเข้าก่อนออกก่อน (FIFO) และเข้าหลังออกก่อน (LIFO) (Rappaport, 1986) ดังนั้น การคำนวณอัตราส่วนจากกำไรทางบัญชี เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงาน จึงอาจจะไม่ได้สะท้อนให้เห็นมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคต เนื่องจากการนำเสนอข้อมูลในอดีต และไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนเสียโอกาสของผู้ถือหุ้นและความเสี่ยงของกำไรที่นำเสนอ (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2548) ผู้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงสรุปว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์น่าจะเป็นตัววัดที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงได้ชัดเจนกว่ากำไรทางบัญชี

ดังนั้นการที่บริษัทมีการเลือกใช้สัดส่วน โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ที่ต่างกัน ต้นทุนของเงินกู้ยืม (Costs of Debt) จะต่ำกว่าต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Costs of Equity) เนื่องจากเงินกู้ยืมมีสิทธิในการเรียกร้องก่อนหุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญ และดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักลดหย่อนฐานภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ ดังนั้น หากบริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินในสัดส่วนที่สูง จะส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยลดลง ในขณะที่เดียวกันก็ทำให้ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน และต้นทุนตัวแทนเพิ่มสูงขึ้น ในทางกลับกันถ้าบริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง จะส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยเพิ่มสูงขึ้น จากความแตกต่างของต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยดังที่ได้กล่าวมา จะส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างตามไปด้วย

ภาพที่ 1.1: ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์



ที่มา: นริศรา นันทากิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

จากภาพที่ 1.1 สามารถสรุปความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้ว่า ผู้บริหารของแต่ละบริษัทมีการพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งต้นทุนของเงินทุนที่มาจากแหล่งที่แตกต่างกัน เพื่อประโยชน์สูงสุดต่อกิจการในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น โดยการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อให้บริษัทมีต้นทุนถ่วงเฉลี่ยทางการเงิน (WACC) ที่ต่ำที่สุด ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูงสุดตามไปด้วย โดยการใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นเครื่องมือในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น น่าจะเป็นตัววัดที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง เนื่องจากได้คำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ทั้งต้นทุนจากการกู้ยืมเงินและต้นทุนจากผู้ถือหุ้น จากความสัมพันธ์ที่ได้กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และได้มีการขยายขอบเขตการศึกษาไปสู่เป้าหมายสูงสุดของการลงทุน ซึ่งก็คือการสร้างความมั่งคั่งให้ผู้ถือหุ้น ด้วยราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นและกระแสเงินสดที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ผู้วิจัยจึงมีการศึกษาเพิ่มเติมว่าโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยการเชื่อมโยงในลักษณะนี้น่าจะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารและนักลงทุน เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการพิจารณาการลงทุน

งานวิจัยนี้ ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) เนื่องจากธนาคาร คือสถาบันการเงินทางธุรกิจที่ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการระดมเงินออม นำไปให้บุคคลหรือธุรกิจอื่นกู้ยืมและทำหน้าที่เกี่ยวกับการเงิน เช่น การรับรองเครดิตของผู้ขายหรือผู้ซื้อ การประกันการซื้อ - ขาย และหน้าที่อื่น ๆ ตามที่กฎหมายกำหนด ธุรกิจธนาคารเป็นสถาบันการเงินที่มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากปัจจุบัน การซื้อขายติดต่อกันระหว่างประเทศก้าวหน้าอย่างรวดเร็ว และกว้างขวาง ธนาคารเป็นธุรกิจที่ให้บริการเพื่ออำนวยความสะดวก ความรวดเร็ว และความมั่นคงปลอดภัยแก่ผู้ใช้บริการ ทำให้การดำเนินธุรกิจทุกประเภทเป็นไปได้ด้วยความคล่องตัว (อรทัย วานิชดี, 2545) โดยการดำเนินธุรกิจของธนาคารนั้น ถือว่ามีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ เนื่องจากต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้ อาทิ เช่น ตามพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 116 ธนาคารต้องจัดสรรกำไรสุทธิสำหรับปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของกำไรสุทธิสำหรับปีหักด้วยยอดขาดทุนสะสมยกมา (ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละสิบของทุนจดทะเบียน และตามบทบัญญัติแห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บริษัทย่อยต้องจัดสรรกำไรสุทธิอย่างน้อยร้อยละห้า เป็นสำรองตามกฎหมายทุกครั้งที่ประกาศจ่ายปันผล จนกว่าสำรองตามกฎหมายจะมีจำนวน

เท่ากับร้อยละสิบของทุนจดทะเบียน เงินสำรองนี้จะนำไปจ่ายปันผลไม่ได้ (ธนาคารกสิกรไทย
หมายเหตุประกอบงบการเงิน, 2552)

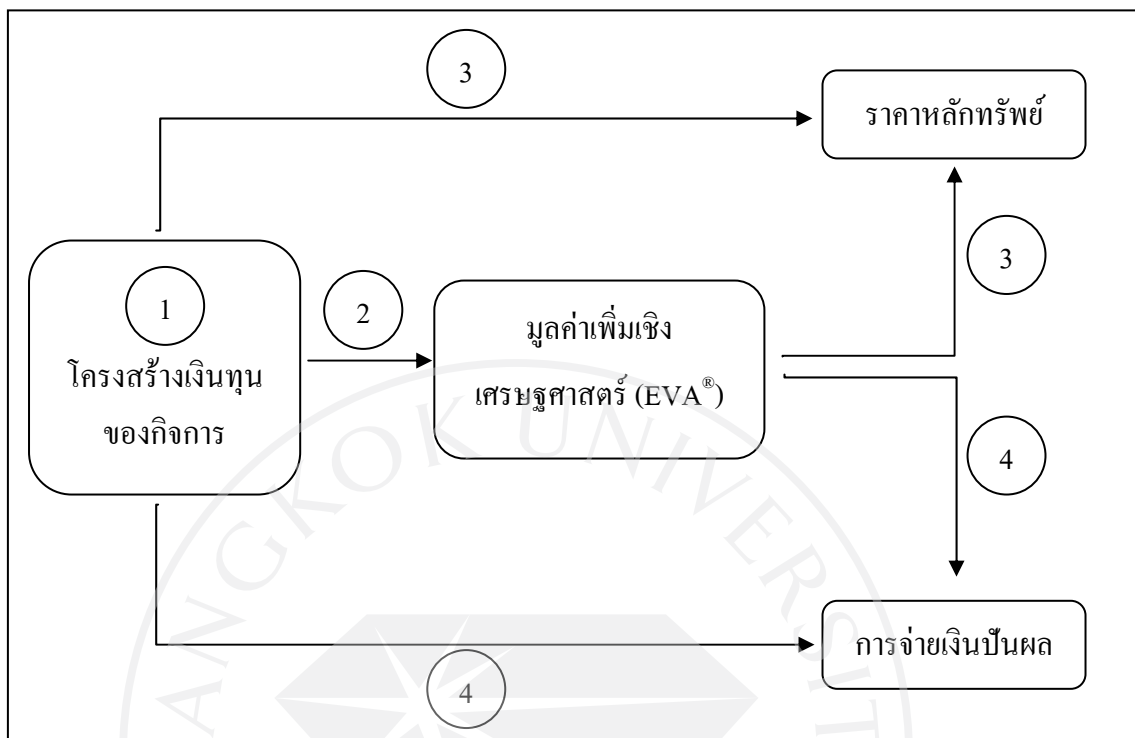
วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาถึงการใช้โครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) เพื่อเป็นแนวทางสำหรับผู้บริหารในการเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนของบริษัท
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์
4. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

ขอบเขตของงานวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งเน้นที่การหาความสัมพันธ์และผลกระทบระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ได้แก่ โครงสร้างเงินทุนของกิจการ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) ช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 ซึ่งสามารถกำหนดขอบเขตการวิจัยที่สัมพันธ์กับวัตถุประสงค์การวิจัย ดังภาพที่ 1.2 ซึ่งตัวเลขในแผนภาพสะท้อนถึงวัตถุประสงค์ของการวิจัย

ภาพที่ 1.2: ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา



ที่มา: นริศรา นันทากิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

คำถามของงานวิจัย

1. กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) มีโครงสร้างเงินทุนเป็นไปอย่างไร
2. โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์หรือไม่
3. โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล) หรือไม่

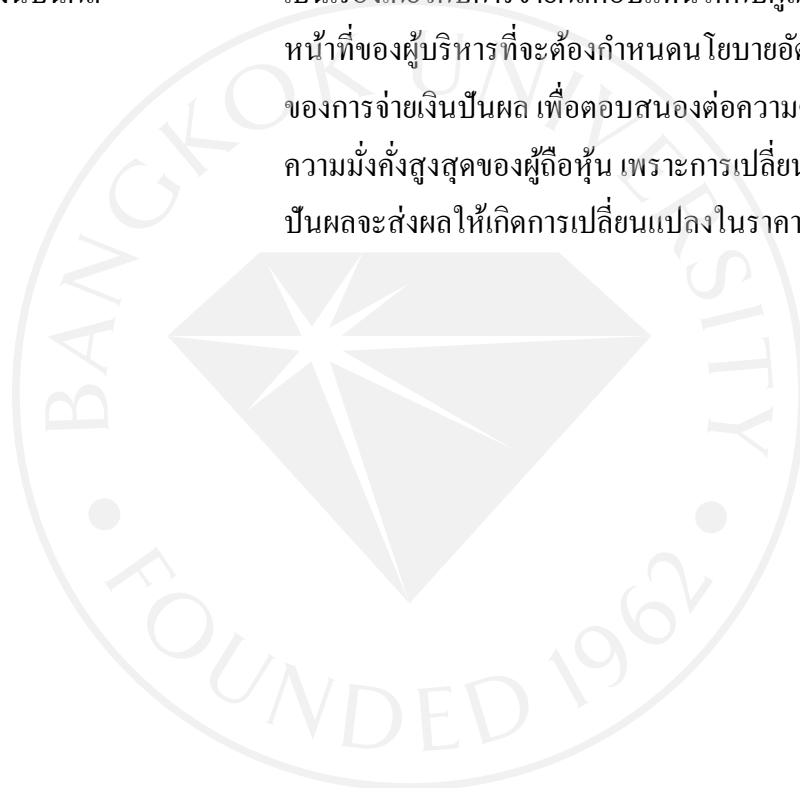
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ผู้บริหารทราบถึงโครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) เพื่อนำไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจและวางนโยบาย กลยุทธ์การบริหารทางการเงิน เพื่อการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น
2. เพื่อประโยชน์สำหรับนักลงทุนในการใช้ข้อมูลการดำเนินงานของบริษัทเป็นเครื่องมือในการประกอบการตัดสินใจการลงทุน เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดจากการลงทุน
3. เพื่อประโยชน์สำหรับนักศึกษาและบุคคลทั่วไปในการศึกษาและทำความเข้าใจโครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ (ราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล) ว่ามีความสัมพันธ์และผลกระทบในลักษณะและทิศทางใด ซึ่งอาจจะนำผลที่ได้จากงานวิจัยนี้ไปทำการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

คำนิยามศัพท์เฉพาะ

ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Cost)	เป็นต้นทุนที่เกิดจากความเสี่ยง ในกรณีที่กิจการมีหนี้สินเพิ่ม แต่รายได้ลดลงไม่เพียงพอในการชำระหนี้ ซึ่งอาจส่งผลไปสู่การล้มละลาย (Brigham & Ehrhardt, 2005)
ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost)	เป็นต้นทุนที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ ได้แก่ ระหว่างผู้ถือหุ้น (Shareholders) กับ เจ้าหนี้ (Bondholders) และระหว่างผู้ถือหุ้น (Shareholders) กับผู้บริหาร (Managers) เนื่องจากการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของ กิจการจะเป็นการเอื้อประโยชน์ให้ฝ่ายหนึ่ง แต่ในขณะเดียวกันอีกฝ่ายหนึ่งก็จะสูญเสียผลประโยชน์จากการตัดสินใจนั้น (Smith, 1990) ซึ่งท้ายที่สุดจะส่งผลเสียต่อบริษัท
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA [®])	เครื่องมือที่ใช้วัดผลการดำเนินงานที่คิดค้นขึ้น โดย Stern Stewart & Co. โดยพิจารณาถึงต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในกิจการทั้งหมด (Capital Employed) ซึ่งคำนวณได้จากกำไรจากการดำเนินงานหัก ต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ในการก่อให้เกิดกำไรนั้น (Stewart, 1991)

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)	เงินทุนระยะยาวของธุรกิจ ซึ่งอาจมาจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัท (กำไรสะสมและค่าเสื่อมราคาสะสม) หรือแหล่งเงินทุนภายนอกบริษัทที่ได้มาจากการก่อหนี้สินระยะยาว (การออกหุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิ) หรือมาจากการระดมเงินทุนจากการออกจำหน่ายหุ้นเพิ่ม โดยบริษัทมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินทุนมาขยายกิจการหรือใช้ในการดำเนินงาน (สถาบันพัฒนาความรู้ ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)
การจ่ายเงินปันผล	เป็นเรื่องเกี่ยวกับการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่จะต้องกำหนดนโยบายอัตราและประเภทของการจ่ายเงินปันผล เพื่อตอบสนองต่อความต้องการและเพื่อความมั่งคั่งสูงสุดของผู้ถือหุ้น เพราะการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้น (Myers, 1984)



บทที่ 2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการและผู้ถือหุ้นนั้นเป็นเรื่องที่ทำได้ยาก เนื่องจากลักษณะของอุตสาหกรรมอาจมีความแตกต่างกันได้ เช่น โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจค้าปลีก จะมีความแตกต่างจากโครงสร้างเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ หรือแม้แต่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน โครงสร้างเงินทุนอาจมีความแตกต่างกัน จึงเป็นความยากลำบากของฝ่ายบริหารที่จะต้องวิเคราะห์เพื่อหาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต่อบริษัท (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) จึงมีผู้เสนอทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ถือว่าเป็นทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่มีบทบาทสำคัญทฤษฎีหนึ่ง ซึ่งนำเสนอโดย Myers (1984) ที่ให้ความสำคัญกับการจัดหาแหล่งเงินทุนของกิจการต่าง ๆ ภายใต้อิทธิพลของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) และต้นทุนตัวแทน โดยมีสมมติฐานความเป็นไปได้ 2 ประการ คือ ประการที่ 1 ผู้บริหารรู้เกี่ยวกับรายได้และโอกาสการลงทุนของกิจการมากกว่านักลงทุนภายนอก และประการที่ 2 ผู้บริหารจะต้องรักษาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นปัจจุบัน (บุครินทร์ บุรณศักดิ์, 2545) โดยทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นนั้นมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาพฤติกรรมการจัดหาเงินทุน โดยมีการเรียงลำดับขั้นการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยเริ่มจากการใช้แหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งก็คือกระแสเงินสดในส่วนของกำไรสะสม เป็นต้น แต่หากกิจการมีเงินทุนภายในไม่เพียงพอสำหรับการลงทุนและดำเนินงาน กิจการจะดำเนินการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก โดยเริ่มจากการกู้ยืมเงิน การออกหุ้นบุริมสิทธิ และการออกหุ้นทุน ตามลำดับ ทั้งนี้ก็เพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการในการประหยัดต้นทุนของเงินทุน เนื่องจากเมื่อพิจารณาในแง่ของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) พบว่า ผู้ถือหุ้นมีความคาดหวังในผลตอบแทนที่มากกว่าเจ้าหนี้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่สูงกว่าเจ้าหนี้จากการที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนหรือเงินต้นคืน เพราะเจ้าหนี้มีสิทธิในการเรียกร้องสินทรัพย์และกระแสเงินสดของกิจการก่อนผู้ถือหุ้นนั่นเอง

บุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) กล่าวว่า แม้ว่าทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาพฤติกรรมการจัดหาเงินทุน เพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ แต่ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ไม่ได้กล่าวถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

ชนาวุธ แสงกาสนีย์ (2541) กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์จะลดลง ถ้ากิจการระดมทุนด้วย หลักทรัพย์หรือตราสารทุน ซึ่งมีความเสี่ยงกว่าการระดมทุนด้วยตราสารหนี้ และการก่อหนี้สิน ดังนั้น ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นอาจจะสามารถอธิบายความสัมพันธ์และผลกระทบที่มี ต่อราคาหลักทรัพย์ได้

1.2 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

แนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ นำเสนอ โดย Stern Stewart & Co. ซึ่งเป็นแนวคิดที่ พัฒนามาจากแนวคิดกำไรส่วนที่เหลือ (Singer และ Millar, 2003 อ้างใน นริศรา นันตาภิวัฒน์, 2550, หน้า 2-5) โดยมีวัตถุประสงค์ในการหาเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อจ่าย ผลตอบแทนให้กับผู้บริหาร โดยผู้สนับสนุนแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ถือว่ามูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์เป็นตัววัดผลการดำเนินงานที่ได้มีการพิจารณาต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดแล้ว ทั้ง ต้นทุนจากการก่อหนี้ และต้นทุนจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแตกต่างจากเครื่องมือวัดผลทางบัญชี ที่พิจารณาเพียงต้นทุนจากการก่อหนี้เท่านั้น แต่มิได้คำนึงถึงต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และอาจให้ ข้อมูลที่บิดเบือนไป ดังนั้น ถ้าไรทางบัญชีจึงมีค่าที่สูงกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงอาจกล่าว ได้ว่าแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และช่วยให้ผู้บริหารตระหนักถึงความสำคัญในการใช้สินทรัพย์ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อ กิจการ เนื่องจากทำให้ผู้บริหารเปลี่ยนความคิดทางด้านการจัดหาเงินและการลงทุน โดยผู้บริหาร จะต้องพยายามพัฒนามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ให้สูงสุดภายใต้การจัดสรรเงินทุนให้มีความ เหมาะสม (จรรยาบรรณ จิตวรพันธ์, 2546)

Biddle, Bowen, และ Wallace (1997) ได้ศึกษาแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของ Stern Stewart & Co. และได้ทำการคิดค้นสูตรการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังต่อไปนี้ การคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

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

โดยที่	EVA^{\circledR}	คือ	มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
	NOPAT	คือ	กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี เป็นส่วนที่ต้องจัดสรรให้แก่เจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น
	$AcctAdj_{op}$	คือ	รายการปรับปรุงกำไรจากการดำเนินงาน
	WACC	คือ	ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงิน (Weighted Average Cost of Capital) ซึ่งคำนวณได้จากการถัวเฉลี่ยระหว่าง ต้นทุนของหนี้สิน (Costs of Debt) และต้นทุนของ ผู้ถือหุ้น (Costs of Equity)

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

การคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงิน

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

โดยที่ WACC คือ ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงิน (Weighted Average Cost of Capital)

W_d สัดส่วนของเงินทุนจากหนี้สินต่อเงินทุนรวมทั้งหมด

K_d อัตราต้นทุนของหนี้สิน หรือเท่ากับอัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืม

t อัตราภาษีเงินได้

W_e สัดส่วนของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นต่อเงินทุนรวมทั้งหมด

K_e อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น

การคำนวณหาอัตราต้นทุนของหนี้สิน (K_d)

อัตราต้นทุนของหนี้สิน (K_d) สำหรับงานวิจัยครั้งนี้ จะใช้อัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำสำหรับเงินให้สินเชื่อลูกค้ารายใหญ่ขั้นต่ำ (MLR: Minimum Loan Rate) ในการคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงิน

การคำนวณหาต้นทุนของผู้ถือหุ้น (K_e)

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

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

โดยที่	K_e	อัตราต้นทุนของผู้ถือหุ้น
	R_f	คือ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความ เสี่ยง (Risk Free Rate) โดยเก็บข้อมูลจากอัตรา ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Long-term Government Bonds) พ.ศ. 2545 – 2549 ในธนาคารแห่ง ประเทศไทย
	R_m	คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate) โดย คำนวณจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) โดยมี ข้อสมมติฐานว่าตลาดหลักทรัพย์ (Market Portfolio) เป็นกลุ่มหลักทรัพย์ลงทุนของหุ้นสามัญทุกตัวในตลาด โดยคำนวณจากการนำหุ้นสามัญที่มีจำหน่ายทั้งหมดมา ถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าตลาด อย่างไรก็ตาม ถ้าไม่สามารถ หามูลค่าตลาดรวมของหุ้นทั้งหมดได้ สำหรับประเทศ ไทยอาจใช้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) แทน (ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย)
	MRP	คือ อัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium) หรืออัตราผลตอบแทนจาก การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนที่ เกินจากอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจาก ความเสี่ยง (Risk Free Rate)
	β	คือ ค่า Beta เป็นตัววัดความผันผวนของราคาหุ้น
	ค่า Beta (β)	ค่า Beta คือ ตัววัดความผันผวนของราคาหุ้นบริษัทเมื่อเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ โดยรวม ซึ่งถือได้ว่าเป็นตัวสะท้อนความเสี่ยงของกิจการหรือเรียกว่าค่าชดเชยความเสี่ยงของบริษัท (Company Risk Premium) (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2548) โดยหากค่า Beta สูง (มากกว่า 1) หมายถึง ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวนมากกว่าตลาดหุ้นโดยรวม ส่วนถ้าค่า Beta ต่ำ

(น้อยกว่า 1) หมายถึง ราคาหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีความผันผวนน้อยกว่าตลาดหุ้นโดยรวม การหาค่า Beta สามารถคำนวณได้จากการวาดกราฟเพื่อหาเส้นแนวโน้ม จากสมการดังต่อไปนี้

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

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

การปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

เนื่องจากวิธีการปรับปรุงตาม Stern Stewart นั้น มีความยุ่งยากและซับซ้อน อีกทั้งไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน (Biddle et al., 1997) ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะนำรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีจากงานวิจัยของจรรยาพรณ จิตวรพันธ์ (2546) ซึ่งเป็นวิธีการปรับปรุงที่เหมือนกับงานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) มาใช้ในการปรับปรุงรายการทางบัญชี เพื่อคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยได้ทำการสรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชี ทั้งในส่วนของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีและเงินทุนทั้งหมดที่ใช้ เฉพาะรายการปรับปรุงหลักที่ใช้กันโดยส่วนใหญ่ในประเทศไทย เพื่อให้ตัวเลขที่คำนวณได้สะท้อนให้เห็นถึงกำไรและเงินลงทุนในความหมายทางเศรษฐศาสตร์ โดยสามารถสรุปรายการปรับปรุงได้ 5 รายการ ดังต่อไปนี้

1. ค่าเผื่อการประกันสินค้าและค่าเผื่อนี้สูญ (Provision for Warranty and Provision for Bad Debt)

การจัดทำงบการเงินตามหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปซึ่งใช้เกณฑ์คงค้าง (Accrual Basis) นั้น บริษัทจะต้องตั้งสำรองหรือตั้งค่าเผื่อสำหรับค่าใช้จ่ายที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต เพื่อเป็นการปรับมูลค่าทางการบัญชีให้คงเหลือมูลค่าที่คาดว่าจะเก็บได้สำหรับลูกหนี้การค้า และภาระหนี้สินที่เกี่ยวกับการประกันสินค้าที่คาดว่าจะเกิดขึ้น ตามแนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ถือว่าค่าเผื่อเหล่านี้เป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด ดังนั้น เพื่อจำกัดความสามารถของ

ฝ่ายบริหารจากการใช้เป็นช่องทางในการปรับแต่งตัวเลขในงบการเงิน จึงมีการปรับปรุงค่าเพื่อที่
เกิดขึ้นของบริษัทในลักษณะเกณฑ์เงินสด เพื่อให้รับรู้ถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริง

โดยถ้าค่าเพื่อเพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน จะต้องไปบวกกลับ (หักออก) ที่กำไรหลัง
ภาษีด้วยค่าเพื่อที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน เนื่องจากค่าเพื่อที่นำมาปรับปรุงไม่ได้คิดภาษีเงินได้และ
ส่วนของเงินทุนทั้งหมดของกิจการจะถูกรวบรวมกลับด้วยค่าเพื่อที่เกิดขึ้นในปีนั้น

2. ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (Deferred Tax)

ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีเป็นผลแตกต่างชั่วคราวระหว่างกำไรตามบัญชีที่รับรองทั่วไป
กับกำไรที่คำนวณตามประมวลรัษฎากร ผลแตกต่างที่เกิดขึ้นเป็นการรับรู้รายได้หรือค่าใช้จ่ายที่ไม่
เป็นการถาวร เช่น การตัดค่าเสื่อมราคาโดยใช้วิธีอัตราเร่ง จะทำให้เกิดผลต่างทางด้านเวลาเกิดขึ้น
ซึ่งทำให้ภาษีเงินได้นิติบุคคลของบริษัทที่คำนวณออกมานั้น ไม่ได้เป็นสัดส่วนเดียวกันกับรายได้
ทางบัญชี หรือทำให้เกิดภาษีเงินได้รอตัดบัญชี ซึ่งการปรับปรุงสินทรัพย์หรือหนี้สินภาษีเงินได้
รอตัดบัญชีนั่น ถือเป็น การปรับปรุงตัวเลขในงบการเงินให้ใกล้เคียงกับกระแสเงินสดให้มากที่สุด
โดยถือว่ารายการหนี้สินหรือภาษีเงินได้รอตัดบัญชีนั่นเป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด

ถ้าสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีเพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน จะต้องหักออก (บวก
กลับ) ที่กำไรหลังภาษี และถ้าหนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชีที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากปีก่อน ให้นำไป
บวกกลับ (หักออก) ที่กำไรหลังภาษี ส่วนถ้ายอดภาษีเงินได้รอตัดบัญชีดุล (Balance) ที่หนี้สิน
(สินทรัพย์) ให้นำบวกกลับ (หักออก) ที่เงินลงทุน

3. มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงานระหว่างก่อสร้าง (Book Value of Marketable Securities and Book Value of Construction in Progress)

แนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ถือว่ามูลค่าทางบัญชีทั้งสองไม่ใช่กิจกรรมจาก
การดำเนินงานที่เกิดขึ้นในปีนั้น ดังนั้นควรหักมูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของ
ตลาด และมูลค่าตามบัญชีของงานระหว่างก่อสร้างออกจากเงินลงทุน

4. กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ (Non-Recurring Gains and Losses)

กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นจากการดำเนินงานปกติของบริษัท เช่น กำไร
(ขาดทุน) ที่เกิดจากการปรับโครงสร้าง และกำไร (ขาดทุน) จากการขายส่วนงาน ให้ปรับปรุงโดย
บวกกลับ (หักออก) ที่กำไรหลังภาษีด้วยผลขาดทุน (กำไร) ที่เกิดขึ้น และปรับปรุงที่เงินลงทุนโดยบวก
กลับ (หักออก) ด้วยผลขาดทุน (กำไร) ที่เกิดขึ้น โดยที่ผลขาดทุนและกำไรที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติ
ของกิจการที่นำมาปรับปรุงที่กำไรหลังภาษีและเงินลงทุนให้คิดจากยอดหลังหักภาษี

5. ค่าความนิยม (Goodwill)

ค่าความนิยมจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อมีการซื้อกิจการ โดยราคาที่สูงกว่าทุนของกิจการ (สินทรัพย์ – หนี้สิน) ตามแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ให้ตัดจ่ายค่าความนิยมเนื่องจากถือว่าเป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด โดยตัดจ่ายค่าความนิยมที่เกิดขึ้นและให้นำไปรวมกับเงินลงทุน ดังนั้น การปรับปรุงจะบวกกลับที่กำไรหลังภาษี (NOPAT) ด้วยค่าความนิยมที่ตัดจ่ายในปีนั้น และบวกกลับที่เงินลงทุนด้วยค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสม

จากรายการปรับปรุงที่กล่าวมาในข้างต้น สามารถสรุปได้ดังนี้

ตารางที่ 2.1: สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital

NOPAT		Invested Capital	
+ (-)	รายการปรับปรุง	+ (-)	รายการปรับปรุง
+ (-)	ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญที่เพิ่มขึ้น (ลดลง)	+	ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ
+ (-)	สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี ลดลง (เพิ่มขึ้น)	+ (-)	ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีฝั่งหนี้สิน (สินทรัพย์)
+ (-)	หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี เพิ่มขึ้น (ลดลง)	-	มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ใน ความต้องการของตลาด หรืองาน ระหว่างก่อสร้าง
+ (-)	ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้น ประจำ	+ (-)	ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ
+	ค่าความนิยมตัดจำหน่าย	+	ค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสม
=	NOPAT + AcctAdj _{op}	=	Invested Capital + AcctAdj _c

ที่มา: นริศร นันตาภิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

1.3 แนวคิดและทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

ผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงจำนวนเงินปันผลจ่ายและแนวโน้มในอนาคตว่าจะมีลักษณะการจ่ายเงินปันผลแบบใด เช่น อัตราคงที่ตลอดไป หรือมีอัตราการเติบโต หรือไม่มี การจ่ายเงินปันผลเลย ซึ่งจะต้องพิจารณาควบคู่ไปกับอัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจด้วย เนื่องจากการจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น ไม่ว่าจะเป็นการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน จะส่งผลให้เงินสดที่สำรองไว้ของกิจการลดลง และอาจส่งผลให้ขาดโอกาสในการลงทุนจนทำให้บริษัทต้องชะลอการเจริญเติบโตได้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

ดังนั้น ผู้บริหารควรพิจารณาปัจจัยหลาย ๆ ด้านในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท เพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการและผู้ถือหุ้น

แนวคิดของ Signaling Theory กล่าวว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลถือว่าเป็นการส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้น ดังต่อไปนี้

1. ถ้าบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น นักลงทุนอาจมองในแง่ดีว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะทำกำไรได้สูงขึ้นในอนาคต หรืออาจมองในแง่ลบได้ว่า บริษัทไม่มีโครงการลงทุนที่น่าสนใจ จึงทำให้มีเงินสดส่วนเกินเหลือและนำมาจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นได้
2. ถ้าบริษัทประกาศลดเงินปันผล โดยส่วนใหญ่ นักลงทุนจะมองในแง่ลบว่า โอกาสในการทำให้กำไรในอนาคตลดลง ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทตกลง

การทบทวนวรรณกรรม

1.1 โครงสร้างเงินทุน

จากแนวคิดทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น ที่มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาพฤติกรรมของการจัดหาเงินทุน โดยมีการเรียงลำดับชั้นการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยเริ่มจากการใช้แหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งก็คือกระแสเงินสดในส่วนของกำไรสะสม เป็นต้น แต่หากกิจการมีเงินทุนภายในไม่เพียงพอสำหรับการลงทุนและดำเนินงาน กิจการจะดำเนินการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก โดยเริ่มจากการกู้ยืมเงิน การออกหุ้นบุริมสิทธิ และการออกหุ้นทุน ตามลำดับ ทั้งนี้ก็เพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการในการประหยัดต้นทุนของเงินทุน พบว่ามีผลงานวิจัยที่ทดสอบทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น ดังนี้

งานวิจัยของบุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ศึกษาการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาของประเทศไทย ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 275 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2544 โดยการศึกษา

แบ่งออกเป็น การทดสอบเชิงประจักษ์ โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนจากข้อมูลงบการเงิน และการสำรวจโดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือในการสอบถามผู้บริหารเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งจากการศึกษาเชิงประจักษ์ พบว่ากิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุน ตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน เมื่อกิจการต้องการเงินลงทุน กิจการเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนจากกำไรสะสม และถ้ามีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก กิจการจะมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น มากกว่าการออกหุ้นทุน โดยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้นอย่างชัดเจน ในกิจการที่เผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม และจากผลสำรวจจากแบบสอบถามพบว่า ลักษณะของกิจการในประเทศไทยและทัศนคติของผู้บริหารนั้น มีแนวทางเดียวกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน คือมีการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุน จากแหล่งเงินทุนภายใน หนี้สินจากการกู้ยืมจากธนาคาร หนี้สินกู้ยืมระยะยาว และการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ จากศึกษาโดยรวมพบว่า ผลการศึกษาจากวิธีการศึกษาที่แตกต่างกันนั้น ให้ผลที่สอดคล้องกัน คือ ประเทศไทยมีการจัดหาเงินทุนแบบเดียวกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ซึ่งเรียงลำดับแหล่งเงินทุนดังนี้ เงินทุนภายใน หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น

1.2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ โครงสร้างเงินทุน พบว่า ต้นทุนจากการกู้ยืมจะต่ำกว่าต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจาก

1. เจ้าหนี้มีสิทธิในการเรียกร้องกระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้น ดังนั้นเจ้าหนี้จึงมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าผู้ถือหุ้น จึงทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำกว่าผู้ถือหุ้น ส่วนผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่สูงกว่าเจ้าหนี้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนรวมถึงเงินต้นคืนจากบริษัท จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้ผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นสูงกว่าเจ้าหนี้

2. ดอกเบี้ยจ่ายที่บริษัทจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ บริษัทสามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ จึงทำให้บริษัทเสียภาษีน้อยลง

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น แสดงให้เห็นว่าการที่บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันย่อมส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยมีความแตกต่างกัน อีกทั้งยังทำให้กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีมีความแตกต่างตามไปด้วย ซึ่งทั้งต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ย และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีจะถูกนำไปใช้ในการคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนั้นจึงส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างตามไปด้วย

จากงานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่าย

เงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างเงินทุนสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ไม่มากนัก

เนื่องจากยังไม่ค่อยมีผู้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงยังไม่สามารถสรุปได้ว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่

1.3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน พบว่า โครงสร้างเงินทุนอาจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยถ้าบริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น จะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงมากขึ้น เนื่องจากบริษัทจะต้องนำเงินสดไปจ่ายดอกเบี้ยก่อน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อไปยังราคาหลักทรัพย์ของบริษัทให้ลดลงได้

จากงานวิจัยของ อธิกา แรมวิโรจน์ (2549) ที่ได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทในหมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2549 โดยศึกษาเป็นรายไตรมาส ผลจากการศึกษาพบว่า อัตราส่วน ROA ROE และ D/E Ratio มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ดีที่สุด ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวมีการตั้งข้อสังเกตเกี่ยวกับสาเหตุที่ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ได้อย่างมีนัยสำคัญว่าเกิดจากลักษณะของธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่ต้องใช้เงินทุนในการพัฒนาเทคโนโลยีเป็นจำนวนมาก โดยแหล่งเงินทุนที่สำคัญของบริษัทมาจากการกู้ยืมเงินเป็นจำนวนมาก ทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินต่ำลง เนื่องจากต้นทุนจากการก่อหนี้จะต่ำกว่าต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น จึงส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

งานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ

ราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอาจกล่าวได้ว่า การที่บริษัทมีการใช้หนี้สินในสัดส่วนที่น้อยกว่าส่วนของ ผู้ถือหุ้น จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น

จากงานวิจัยที่ได้กล่าวมาข้างต้นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับ ราคาหลักทรัพย์ พบว่า ผลการศึกษา มีความขัดแย้งกัน โดยผู้วิจัยตั้งข้อสังเกตว่า ผลการศึกษาที่มีความขัดแย้งกันอาจเกิดจากความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งมีลักษณะ การดำเนินธุรกิจที่แตกต่างกัน รวมถึงมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันด้วย ดังนั้นจึงไม่สามารถสรุปได้ว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หรือไม่

1.4 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล พบว่า โครงสร้างเงินทุนของ บริษัทจะส่งผลกระทบต่อ การจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น โดยถ้าบริษัทมีการจัดหาเงินทุนจาก ส่วนของผู้ถือหุ้นจำนวนมาก จะทำให้บริษัทต้องจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นจำนวนมากขึ้นด้วย เช่นกัน ดังนั้นถือได้ว่า โครงสร้างเงินทุนน่าจะมี ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลโดยตรง

จากงานวิจัยของ นริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้าง เงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่าย เงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็น รายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนจะมีความสัมพันธ์ในทิศทาง ตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล

1.5 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ พบว่า Stern Stewart & Co. ผู้นำเสนอแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ได้กล่าวไว้ว่า สัม EPS ROE และ ROI ไปได้เลย มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถนำมาใช้ในการวัดราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่า จึงมีผู้ให้ ความสนใจและพิสูจน์ค่ากล่าวของ Stern Stewart & Co. เป็นจำนวนมาก ดังต่อไปนี้

งานวิจัยของ จรรยาพรณ จิตวรพันธ์ (2546) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ ระหว่าง ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อ สินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2544 พบว่า ใน ภาพรวมอัตราส่วนทางบัญชีสามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้มากกว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ และมูลค่าตลาดเพิ่ม แต่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณได้จากกลุ่มพลังงาน และกลุ่มพาณิชย์ และมูลค่าตลาดเพิ่มจากกลุ่มก่อสร้างและพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สามารถอธิบายผลตอบแทนหุ้นได้ มากกว่าอัตราส่วนทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ

งานวิจัยของ ปิยวรรณ เอี่ยมมงคลกุล (2549) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ กำไร (ขาดทุน) ก่อนจ่ายดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่อยู่ใน SET 100 จำนวน 10 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2548 โดยศึกษาเป็นรายไตรมาส พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และกำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย แต่กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินกับราคาหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ

รวมถึงงานวิจัยของ นริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

จากหลากหลายงานวิจัยดังที่ได้กล่าวมาข้างต้นเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า แต่ละงานวิจัยให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกัน จึงไม่สามารถสรุปได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์หรือไม่ รวมถึงไม่สามารถสรุปได้ว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่าตัววัดผลทางบัญชีหรือไม่ ซึ่งผู้วิจัยมีข้อสังเกตว่า จากผลการศึกษาที่มีความแตกต่างกัน อาจมีสาเหตุมาจากการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความยุ่งยาก ซับซ้อน อีกทั้งยังไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน โดยงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยได้คำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ตามงานวิจัยของจรรยาพรณ จิตวรพันธ์ (2546) ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณเดียวกับงานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) ซึ่งมีการใช้รายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเฉพาะรายการปรับปรุงหลักที่ใช้กันโดยทั่วไปในประเทศไทย

1.6 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

จากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวว่า การใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) จะมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ดังนั้นบริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลตามนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยเงินกำไรส่วนที่เหลือจะถูกกักเอาไว้เป็นกำไรสะสม เพื่อใช้ในการลงทุนในอนาคต ซึ่งแสดงให้เห็นว่า

กำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ หรือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ไม่น่าจะมีผลกระทบต่อ การจ่ายเงินปันผลมากนัก เนื่องจากบริษัทต้องกันเงินกำไรไว้เพื่อมีโอกาสในการลงทุนใน โครงการใหม่ ๆ ในอนาคต

จากงานวิจัยของนริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง เงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่าย เงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็น รายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทาง เดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล

บทสรุปแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า ต้นทุนจากการกู้ยืม จะต่ำกว่าต้นทุนจากผู้ถือหุ้น เพราะเจ้าหนี้มีความเสี่ยงต่ำกว่า เนื่องจากเจ้าหนี้อาจเรียกร้อง กระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้น อีกทั้งดอกเบี้ยที่บริษัทจ่ายให้กับเจ้าหนี้ นั้น บริษัทสามารถนำไปใช้ในการลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคลได้

การที่บริษัทมีหนี้สินจำนวนมาก ๆ แม้ว่าจะส่งผลดีให้บริษัทมีต้นทุนถัวเฉลี่ยทาง การเงินที่ต่ำลง แต่ก็ยังส่งผลกระทบต่อให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มมากขึ้นด้วย จากการที่ บริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มมากขึ้นนั่นเอง อีกทั้งยังส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทนจากปัญหา ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการ และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ดังนั้นผู้บริหารควรมีการกำหนดให้บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อให้ ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินต่ำที่สุด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อให้มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์สูงสุด ดังนั้นผู้วิจัยจึงคาดว่าโครงสร้างเงินทุนน่าจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ จึงได้ ตั้งคำถามงานวิจัยว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่ และ เมื่อพิจารณาถึงเป้าหมายการลงทุนของนักลงทุน พบว่า นักลงทุนต้องการความมั่งคั่งสูงสุด ดังนั้น ผู้บริหารจึงมีหน้าที่ในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นด้วยราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้น และกระแสเงินสดที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นนั่นเอง ผู้วิจัยจึงเกิดคำถามเพิ่มเติมว่าโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยหากผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคา หลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลตามที่ผู้วิจัยคาดหวัง ผลการวิจัยดังกล่าวจะเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอาจจะ ใช้ในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ และกระแสเงินสดที่บริษัทจะจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งหาก มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และกระแสเงินสดที่จ่ายให้กับ

ผู้ถือหุ้นได้มากกว่าโครงสร้างเงินทุน ก็ถือว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นอีกหนึ่งตัวแปรที่มีศักยภาพและถือว่าเป็นตัวแปรใหม่ที่มีความน่าสนใจในการศึกษาต่อเพิ่มเติมว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ยังมีประโยชน์ในการอธิบายอะไรได้อีกบ้าง

สมมติฐาน

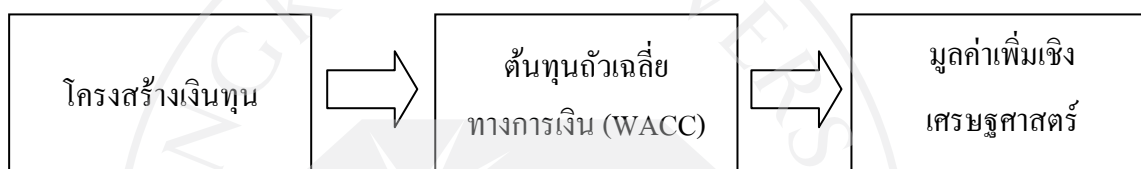
1. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานที่ 1:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ภาพที่ 2.1: ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์



2. โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

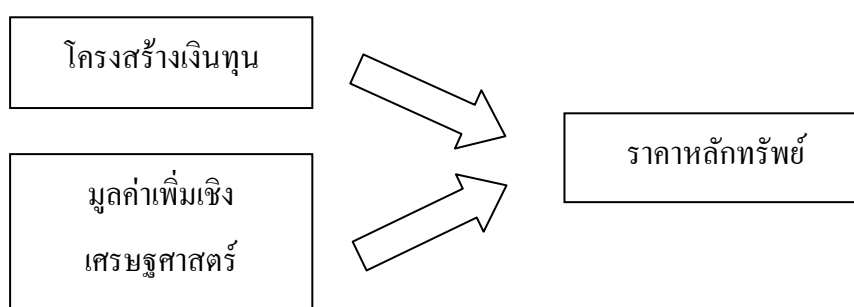
H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3:

H_0 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ภาพที่ 2.2: ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์



3. โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 4:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

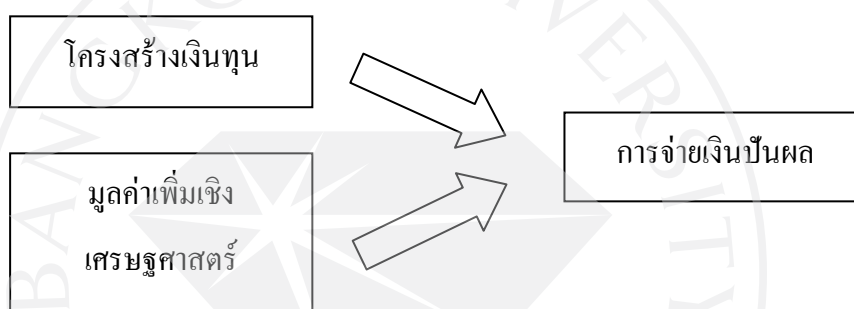
H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 5:

H_0 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

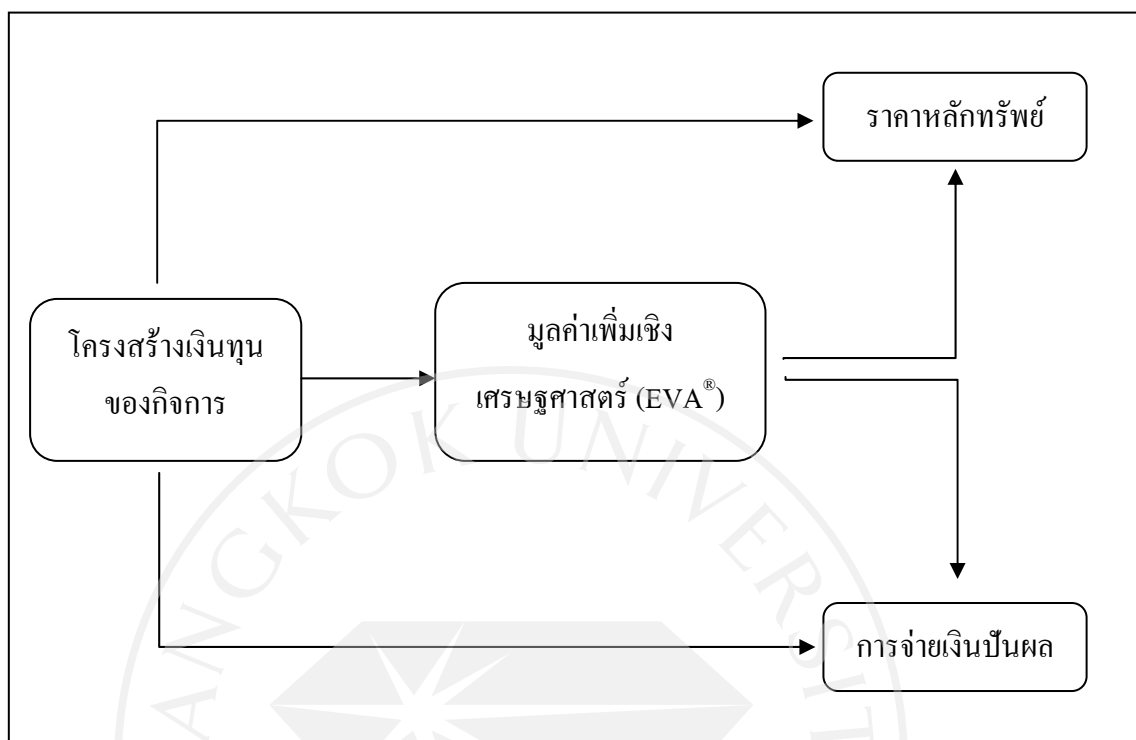
ภาพที่ 2.3: ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล



กรอบแนวคิดตามทฤษฎี

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 โดยแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรดังภาพที่ 2.4

ภาพที่ 2.4: กรอบแนวคิดในการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปร



ที่มา: นริศร นันทากิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

บทที่ 3

วิธีการดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ซึ่งวิธีการดำเนินการวิจัยประกอบไปด้วยขั้นตอนดังต่อไปนี้

1. เก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง 2552 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ได้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงาน ราคาเฉลี่ยของแต่ละปีของหลักทรัพย์ การจ่ายเงินปันผล และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง
2. ปรับปรุงข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยนี้ ได้แก่ การนำข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทมาปรับปรุงรายการเพื่อคำนวณหากำไรทางเศรษฐศาสตร์
3. เก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องในการคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ย ดังต่อไปนี้
 - 3.1. อัตราต้นทุนของการก่อหนี้ (Cost of Debt) โดยใช้ข้อมูล MLR จากธนาคารแห่งประเทศไทย
 - 3.2. อัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) โดยเก็บข้อมูลจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Long-term Government Bonds) พ.ศ. 2548 ถึง 2552 ในเว็บไซต์ธนาคารแห่งประเทศไทย
 - 3.3. ค่าเบต้า (β) โดยใช้ข้อมูลเบต้าของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) จากกลุ่มบริษัททีรียู
 - 3.4. อัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Rate) โดยเก็บข้อมูลสถิติสำคัญในรอบ 32 ปี ช่วงปี พ.ศ. 2518 ถึง 2550 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
 เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลทั้งหมดได้แล้ว ก็นำมาคำนวณหาต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยของแต่ละบริษัท และนำมาหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
4. คำนวณหาอัตราส่วนต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้ในการวัดค่าของตัวแปร และนำข้อมูลทั้งหมดมาใช้ในการวิจัยโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ
5. ทำการวิเคราะห์และสรุปข้อมูล โดยอาศัยผลลัพธ์ที่ได้จากขั้นตอนข้างต้น

กลุ่มประชากร และการสุ่มกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมด ผู้วิจัยใช้ข้อมูลจากงบการเงินและข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) จากรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 12 เมษายน 2553) ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี 2548 ถึง 2552 โดยทำการศึกษาเป็นรายปี

สำหรับราคาหลักทรัพย์ ผู้วิจัยเลือกใช้ราคาเฉลี่ยของแต่ละปี หาดด้วยราคาตามใบหุ้น (Par Value) เพื่อเป็นการปรับข้อมูลราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่างให้สามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้ ทั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ราคาเฉลี่ยของแต่ละปี เนื่องจากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์จะเป็นดัชนีที่มีความเคลื่อนไหวสูง ซึ่งเป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานของตลาด (มฤตยชัย เชื้อปัญญา และเสาวณิต กมลบริสุทธ์, 2545)

กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษามีจำนวน 11 บริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) โดยจะไม่รวมบริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่ไม่สามารถรวบรวมข้อมูลงบการเงินและข้อมูลด้านการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องภายในช่วง 5 ปีติดต่อกัน ระหว่าง พ.ศ. 2548 – 2552 จากงบการเงิน แบบฟอร์มการเปิดเผยข้อมูล 56-1 และรายงานประจำปีของบริษัท
2. บริษัทที่ไม่สามารถรวบรวมราคาเฉลี่ยในแต่ละปีของหลักทรัพย์ภายในช่วง 5 ปีติดต่อกัน ระหว่างปี พ.ศ. 2548 -2552

ตารางที่ 3.1: รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) จำนวน 11 บริษัทที่ใช้ในการศึกษา

ลำดับ	ชื่อย่อ	บริษัท
1	ACL	ธนาคารสินเอเชีย จำกัด (มหาชน)
2	BAY	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
3	BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
4	CIMBT	ธนาคารซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)
5	KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
6	KK	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)
7	KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
8	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)
9	SCIB	ธนาคารนครหลวงไทย จำกัด (มหาชน)
10	TCAP	บริษัททุนธนชาติ จำกัด (มหาชน)
11	TMB	ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน)

ตัวแปรและการวัดค่า

ตารางที่ 3.2: ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	การวัดค่า	หน่วยในการวัดค่า
โครงสร้างเงินทุน	$\frac{\text{Debt-to-Equity Ratio ณ วันสิ้นปี}}{\text{เท่ากับ}} \frac{\text{Interest-Bearing Liabilities}}{\text{Total Equity}}$	หน่วย
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	$\frac{\text{ค่า EVA}^{\text{®}} \text{ ณ วันสิ้นปี}}{\text{เท่ากับ}} \text{NOPAT} + \text{AcctAdj}_{\text{op}} - [\text{WACC} \times (\text{Invested Capital} + \text{AcctAdj}_c)]$	บาท
ราคาหลักทรัพย์	$\frac{\text{ราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในปีนั้น}}{\text{Par Value}}$	หน่วย
การจ่ายเงินปันผล	$\frac{\text{Dividend Yield Ratio ในปีนั้น}}{\text{เท่ากับ}} \frac{\text{Annual Dividends per Share}}{\text{Market Price per Share}}$	หน่วย

ที่มา: นริศรา นันทากิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ตารางที่ 3.3: สรุปรายการปรับปรุงตัวเลขทางบัญชีเพื่อคำนวณหา NOPAT และ Invested Capital

NOPAT		Invested Capital	
+	(-) รายการปรับปรุง	+	(-) รายการปรับปรุง
+	(-) ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญที่เพิ่มขึ้น (ลดลง)	+	ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ
+	(-) สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี ลดลง (เพิ่มขึ้น)	+	(-) ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีฝั่งหนี้สิน (สินทรัพย์)
+	(-) หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี เพิ่มขึ้น (ลดลง)	-	มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ใน ความต้องการของตลาด หรืองาน ระหว่างก่อสร้าง
+	(-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้น ประจำ	+	(-) ขาดทุน (กำไร) ที่ไม่ได้เกิดขึ้นประจำ
+	ค่าความนิยมตัดจำหน่าย	+	ค่าความนิยมตัดจำหน่ายสะสม
=	NOPAT + AcctAdj _{op}	=	Invested Capital + AcctAdj _c

ที่มา: นริศรา นันทาภิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วิธีการเก็บข้อมูล

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยจากเอกสาร (Document Research) ซึ่งการเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ในการวิจัย จะเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลข่าวสารที่ได้รวบรวมไว้แล้วในรูปแบบของวารสาร ตำรา เอกสารชุดวิชา เอกสารอ้างอิง และข้อมูลในคอมพิวเตอร์ โดยทั่วไปข้อมูลทุติยภูมิจะเป็นการนำข้อมูลปฐมภูมิที่มีผู้อื่นรวบรวมไว้ให้แล้ว โดยที่ผู้ใช้ข้อมูลทุติยภูมินั้น ไม่จำเป็นต้องไปสำรวจเอง ซึ่งบางครั้งอาจจะมีผลกระทบเพื่อเป็นสารสนเทศโดยการวิเคราะห์หรือสังเคราะห์แล้วจัดทำเป็นเอกสารสิ่งพิมพ์ไว้ ข้อมูลทุติยภูมิอาจเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าข้อมูลที่มีอยู่แล้ว

วิธีการทางสถิติ

ในการศึกษาครั้งนี้ แบ่งการวิเคราะห์ได้เป็น 2 ประเภท ดังต่อไปนี้

1. ใช้วิธีการสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อศึกษาถึงการใช้โครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) ว่าส่วนใหญ่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเป็นอย่างไร เพื่อหามาตรฐานการใช้โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม

2. ใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งเป็นเทคนิคการวิเคราะห์ทางสถิติ เพื่อสร้างสมการทำนาย และเพื่อกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent Variable) ซึ่งการใช้การวิเคราะห์เชิงถดถอยไม่สามารถทำการวิเคราะห์เพียงครั้งเดียวได้ โดยจะต้องแบ่งออกเป็น 2 ส่วน เพื่อให้สามารถวิเคราะห์ข้อมูลทั้งหมดได้ดังนี้

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ความถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression Analysis)

สมมติฐานที่ 1:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

$$EVA = a + b (Cap)$$

โดยที่ EVA คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Cap คือ โครงสร้างเงินทุน

a คือ ค่าคงที่ หรือค่าตัดแกน Y

b คือ ค่าความชัน หรือค่าการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เมื่อโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

สมมติฐานที่ 2:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3:

H_0 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

$$P = a + b_1 (\text{Cap}) + b_2 (\text{EVA})$$

โดยที่ P คือ ราคาหลักทรัพย์
 Cap คือ โครงสร้างเงินทุน
 EVA คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
 a คือ ค่าคงที่ หรือค่าตัดแกน Y
 b คือ ค่าความชัน หรือค่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์
 เมื่อ โครงสร้างเงินทุน หรือมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
 เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

สมมติฐานที่ 4:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 5:

H_0 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

$$D = a + b_1 (\text{Cap}) + b_2 (\text{EVA})$$

โดยที่ D คือ การจ่ายเงินปันผล
 Cap คือ โครงสร้างเงินทุน
 EVA คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
 a คือ ค่าคงที่ หรือค่าตัดแกน Y
 b คือ ค่าความชัน หรือค่าการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปัน
 ผล เมื่อ โครงสร้างเงินทุน หรือมูลค่าเพิ่มเชิง
 เศรษฐศาสตร์เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

ผลจากการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 3.4: ผลการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

No.	กลุ่มตัวอย่าง	D/E Ratio	EVA [®] per share	Average Stock Price per Par Value	Dividend Yield Ratio
1	ACL 48	2.09	- 639.59	0.70	-
2	ACL 49	2.44	- 478.89	0.48	-
3	ACL 50	3.98	- 549.97	0.56	-
4	ACL 51	4.63	- 607.24	0.27	-
5	ACL 52	4.03	- 355.54	0.64	-
6	BAY 48	15.04	- 1,384.67	1.29	0.06
7	BAY 49	13.13	- 1,693.17	1.80	0.01
8	BAY 50	7.36	- 976.90	2.36	-
9	BAY 51	7.73	- 1,028.35	1.61	0.02
10	BAY 52	7.43	- 1,024.52	1.48	0.02
11	BBL 48	9.01	- 5,698.91	10.32	0.02
12	BBL 49	9.03	- 6,813.92	11.16	0.02
13	BBL 50	8.56	- 7,223.64	11.51	0.03
14	BBL 51	8.55	- 7,512.10	10.42	0.03
15	BBL 52	7.97	- 7,556.95	9.99	0.04
16	CIMBT 48	30.50	- 975.22	0.64	-
17	CIMBT 49	49.80	- 836.67	0.73	-
18	CIMBT 50	288.30	- 480.13	0.85	-
19	CIMBT 51	40.36	- 169.49	0.43	-
20	CIMBT 52	16.67	- 488.85	0.63	-

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 3.4 (ต่อ): ผลการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

No.	กลุ่มตัวอย่าง	D/E Ratio	EVA [®] per share	Average Stock Price per Par Value	Dividend Yield Ratio
21	KBANK 48	9.72	- 2,595.75	5.81	0.02
22	KBANK 49	9.60	- 3,275.07	6.58	0.03
23	KBANK 50	8.95	- 3,457.44	7.32	0.03
24	KBANK 51	10.47	- 4,258.14	6.85	0.03
25	KBANK 52	9.30	- 4,269.04	6.42	0.04
26	KK 48	3.20	- 1,641.12	3.20	0.07
27	KK 49	3.39	- 1,839.93	3.20	0.07
28	KK 50	3.77	- 1,936.33	2.99	0.08
29	KK 51	5.68	- 2,109.74	2.08	0.08
30	KK 52	6.10	- 2,145.01	1.99	0.10
31	KTB 48	13.04	- 667.10	1.91	0.05
32	KTB 49	11.99	- 814.02	2.29	0.04
33	KTB 50	11.68	- 805.76	2.24	0.03
34	KTB 51	11.84	- 874.82	1.40	0.06
35	KTB 52	12.72	- 908.56	1.43	0.05
36	SCB 48	7.27	- 3,799.46	4.95	0.06
37	SCB 49	9.26	- 4,579.51	6.06	0.03
38	SCB 50	9.42	- 4,996.79	7.27	0.03
39	SCB 51	8.71	- 4,036.19	7.29	0.03
40	SCB 52	8.13	- 2,974.77	6.94	0.04
41	SCIB 48	11.75	- 1,409.83	2.55	0.05

(ตารางมีต่อ)

ตารางที่ 3.4 (ต่อ): ผลการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

No.	กลุ่มตัวอย่าง	D/E Ratio	EVA [®] per share	Average Stock Price per Par Value	Dividend Yield Ratio
42	SCIB 49	10.26	- 1,532.56	2.17	0.04
43	SCIB 50	10.31	- 1,507.67	1.81	-
44	SCIB 51	9.18	- 1,595.31	1.34	0.05
45	SCIB 52	8.80	- 1,517.29	1.96	-
46	TCAP 48	8.75	- 1,246.51	1.38	0.06
47	TCAP 49	10.96	- 1,650.86	1.53	0.05
48	TCAP 50	8.96	- 1,952.03	1.48	0.06
49	TCAP 51	11.18	- 2,224.05	1.18	0.08
50	TCAP 52	8.70	- 2,624.83	1.77	0.05
51	TMB 48	12.99	- 295.96	0.41	-
52	TMB 49	14.62	- 269.59	0.40	-
53	TMB 50	12.97	- 44.61	0.20	-
54	TMB 51	12.36	- 40.49	0.11	-
55	TMB 52	10.50	- 27.43	0.10	-

บทที่ 4

บทวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะนำเสนอผลการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ รวมทั้งผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 จากการประมวลและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ตามขั้นตอนที่กล่าวมาแล้วในบทที่ 3 ดังต่อไปนี้

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามสมมติฐาน

1. โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม

ผลจากการใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อศึกษาถึงการใช้โครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (Financials Industry) หมวดธนาคาร (Banking Sector) ว่าส่วนใหญ่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเป็นอย่างไร เพื่อหามาตรฐานการใช้โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ได้ผลลัพธ์ดังนี้

ตารางที่ 4.1: ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ โครงสร้างเงินทุน มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 55 ตัวอย่าง

ตัวแปร (Variable)	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation)
โครงสร้างเงินทุน	2.09	288.30	15.8753	38.26548
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อหุ้น	-7,556.95	-27.43	-2,116.6962	1,993.97628
ราคาหลักทรัพย์ต่อราคาพาร์	0.10	11.51	3.1724	3.21647
การจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น	0.00	0.10	0.0302	0.02725

จากตารางที่ 4.1 พบว่า โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าต่ำสุด 2.09 เป็นของธนาคารสินเอเชีย จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2548 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการใช้หนี้สินมากกว่าทุนคือ 2.09:1 และ โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าสูงสุด 288.30 เป็นของธนาคารซีไอเอ็มบีไทย จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2550 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีการใช้หนี้สินมากกว่าทุนคือ 288.30:1 ส่วนมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีค่าต่ำสุด -7,556.95 เป็นของธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)

สำหรับปี 2552 และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีค่าสูงสุด -27.43 เป็นของธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2552 ส่วนราคาหลักทรัพย์ที่มีค่าต่ำสุด 0.10 เป็นของธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2552 และราคาหลักทรัพย์ที่มีค่าสูงสุด 11.51 เป็นของธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2550 ส่วนการจ่ายเงินปันผลที่มีค่าต่ำสุด 0 หมายถึงบริษัทไม่มีการจ่ายเงินปันผลนั่นเอง ซึ่งมีหลายบริษัทที่ไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลที่มีค่าสูงสุด 0.10 เป็นของธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน) สำหรับปี 2552

ผลจากการใช้สถิติเชิงพรรณนาตามตารางที่ 4.1 พบว่า ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร คือ 15.8753 หมายถึง มีการใช้หนี้สินที่มีดอกเบี้ย 15.8753 หน่วย ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 1 หน่วย และมีค่าเฉลี่ยของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์อยู่ที่ -2,116.6962 บาท ส่วนราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.1724 และ 0.0302 หน่วยตามลำดับ

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็นสองกลุ่ม ซึ่งใช้ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรม (15.8753 หน่วย) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งเพื่อวิเคราะห์ผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าหรือต่ำกว่า โครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เพื่อนำมาพิจารณาเปรียบเทียบว่าบริษัทส่วนใหญ่ที่ใช้โครงสร้างเงินทุนสูงกว่าหรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม มีผลการดำเนินงานและให้ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์เป็นไปอย่างไร ดังแสดงในตารางดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.2: ตารางเปรียบเทียบผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของกลุ่มตัวอย่าง ที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าและต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม

ตัวแปร (Variable)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าเฉลี่ยของบริษัท ที่มีโครงสร้าง เงินทุนสูงกว่า อุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ยของบริษัท ที่มีโครงสร้าง เงินทุนต่ำกว่า อุตสาหกรรม
จำนวนกลุ่มตัวอย่าง	55	5	50
โครงสร้างเงินทุน	15.8753	85.1260	8.9502
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่อหุ้น	-2,116.6962	-590.0720	-2,269.3586
ราคาหลักทรัพย์ต่อราคาพาร์	3.1724	0.6560	3.4240
การจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น	0.0302	0.0000	0.3320

จากตารางที่ 4.2 กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดซึ่งมีจำนวน 55 ตัวอย่าง เมื่อใช้เกณฑ์โครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรมในการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมมีจำนวน 5 ตัวอย่าง และกลุ่มตัวอย่างที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมมีจำนวน 50 ตัวอย่าง ซึ่งจะเห็นว่าในภาพรวมของบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ -590.0720 บาทต่อหุ้น แต่บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ -2,269.3586 บาทต่อหุ้น นอกจากนี้ บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ 0.6560 และ 0 ตามลำดับ ส่วนบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม นั่นคือ 3.4240 และ 0.3320 ตามลำดับ

จากการศึกษาในข้างต้น สรุปได้ว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม จะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ดีกว่า และให้ผลตอบแทนต่อหลักทรัพย์ต่ำกว่าบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรม หรือกล่าวได้อีกนัยหนึ่ง คือ การที่บริษัทใช้นี้สินในสัดส่วนที่สูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นจำนวนมาก จะส่งผลเสียต่อการดำเนินงานของบริษัท ทำให้ผลตอบแทนจากการลงทุนต่ำลง

2. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

สมมติฐานที่ 1:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยสำหรับสมมติฐานที่ 1 เพื่อทดสอบความสามารถในการอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของโครงสร้างเงินทุนและเพื่อหาสมการทำนาย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรอิสระ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวแปรตามนั้น ได้ผลลัพธ์ดังนี้

ตารางที่ 4.3: Simple Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	4992271.019	1	4992271.019	1.262	.266
Residual	2.097E8	53	3956765.394		
Total	2.147E8	54			

ตารางที่ 4.4: ผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (B)	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยปรับมาตรฐาน (Beta)	t	Sig.
ค่าคงที่	-2242.840		-7.713	.000*
โครงสร้างเงินทุน	7.946	.152	1.123	.266

หมายเหตุ * $p < 0.05$
 R = 0.152
 R^2 = 0.023
 SE = 1,989.16198

จากตารางที่ 4.3 พบว่า มีค่า F เท่ากับ 0.266 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.266 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) และปฏิเสธสมมติฐานรอง (H_1) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ในตารางที่

4.4 ที่พบว่า มีค่า t เท่ากับ 1.123 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.266 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H_0) และปฏิเสธสมมติฐานรอง (H_1) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

การที่โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อาจเป็นผลเนื่องมาจากการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งนอกจากจะต้องคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของเงินทุนแล้ว ยังต้องทำการปรับปรุงกำไรทางบัญชีและเงินทุน เพื่อให้เป็นไปตามการคำนวณหากำไรและเงินลงทุนทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีความยุ่งยากและซับซ้อน อีกทั้งไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน จึงเป็นสาเหตุให้โครงสร้างเงินทุนไม่สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้

3. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 2:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

สมมติฐานที่ 3:

H_0 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยสำหรับสมมติฐานที่ 2 และสมมติฐานที่ 3 เพื่อทดสอบความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของโครงสร้างเงินทุนและเพื่อหาสมการทำนาย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวแปรอิสระ และราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตามนั้น ได้ผลลัพธ์ดังนี้

ตารางที่ 4.5: Multiple Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	507.526	2	253.763	258.021	.000*
Residual	51.142	52	.983		
Total	558.668	54			

หมายเหตุ * $p < 0.05$

ตารางที่ 4.6: ผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
กับราคาหลักทรัพย์

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (B)	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยปรับมาตรฐาน (Beta)	t	Sig.
ค่าคงที่	-.091		-.432	.668
โครงสร้างเงินทุน	.000	.005	.117	.907
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	-.002	-.954	-22.468	.000*

หมายเหตุ * p < 0.05
R = 0.953
R² = 0.908
SE = 0.99171

จากการวิเคราะห์ผลในตารางที่ 4.5 พบว่า มีค่า F เท่ากับ 258.021 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H₀) และยอมรับสมมติฐานรอง (H₁) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และจากค่า R² เท่ากับ 0.908 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ สามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ 90.8 เปอร์เซ็นต์ ส่วนที่เหลืออีก 9.20 เปอร์เซ็นต์เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ใดก็ตาม เมื่อพิจารณาผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์ ในตารางที่ 4.6 พบว่า ค่า Sig ของโครงสร้างเงินทุน เท่ากับ 0.907 ซึ่งมากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H₀) และปฏิเสธสมมติฐานรอง (H₁) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% อาจเกิดจากการที่ราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินหมวดธนาคาร อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่นอกเหนือจากโครงสร้างเงินทุนก็ได้ อาทิเช่น ปัจจัยด้านการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยด้านการเมือง เป็นต้น จึงทำให้โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ส่วนค่า Sig ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เท่ากับ 0.000 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H₀) และยอมรับสมมติฐานรอง (H₁) แสดงให้เห็นว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และจากค่า Beta ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เท่ากับ 0.954 ซึ่งมีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิง

เศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในระดับที่มีนัยสำคัญ และการที่ค่า B ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เท่ากับ -0.002 แสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ กล่าวโดยสรุปคือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการใช้สถิติเชิงพรรณนา ที่พบว่า การที่บริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น จะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูง แต่จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีค่าที่ต่ำ เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินต้นคืนมากขึ้น จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นต่ำลง

4. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 4:

H_0 : โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

H_1 : โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 5:

H_0 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

H_1 : มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

ผลจากการวิเคราะห์การถดถอยสำหรับสมมติฐานที่ 4 และสมมติฐานที่ 5 เพื่อทดสอบความสามารถในการอธิบายการจ่ายเงินปันผลของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และของโครงสร้างเงินทุนและเพื่อหาสมการทำนาย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นตัวแปรอิสระ และการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรตามนั้น ได้ผลลัพธ์ดังนี้

ตารางที่ 4.7: Multiple Regression Model ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.003	2	.002	2.464	.095
Residual	.037	52	.001		
Total	.040	54			

ตารางที่ 4.8: ผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย (B)	ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยปรับมาตรฐาน (Beta)	t	Sig.
ค่าคงที่	.026		4.619	.000*
โครงสร้างเงินทุน	.000	-.177	-1.318	.193
มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์	-2.868E-6	-.210	-1.565	.124

หมายเหตุ * p < 0.05
R = 0.294
R² = 0.087
SE = 0.02654

จากการวิเคราะห์ผลในตารางที่ 4.7 พบว่า มีค่า F เท่ากับ 2.464 และมีค่า Sig เท่ากับ 0.095 ซึ่งมากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H₀) และปฏิเสธสมมติฐานรอง (H₁) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล ในตารางที่ 4.8 พบว่า ค่า Sig ของโครงสร้างเงินทุน เท่ากับ 0.193 ซึ่งมากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H₀) และปฏิเสธสมมติฐานรอง (H₁) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ต้องพยายามรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้มีแนวโน้มที่โตขึ้นเรื่อย ๆ เพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของ นักลงทุน จึงทำให้โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล แต่ผลการใช้สถิติเชิงพรรณนา พบว่า การที่บริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้อถือหุ้น จะทำให้บริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้บริษัทต้องนำเงินไปใช้ในการจ่ายชำระดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้ก่อน

ส่วนค่า Sig ของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เท่ากับ 0.124 ซึ่งมากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานหลัก (H₀) และปฏิเสธสมมติฐานรอง (H₁) แสดงให้เห็นว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลที่ระดับความเชื่อมั่น 95% อาจเป็นผลเนื่องมาจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ต้องพยายามรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้มี

แนวโน้มที่โตขึ้นเรื่อย ๆ เพื่อให้เป็นไปตามความคาดหวังของนักลงทุน จึงทำให้โครงสร้างเงินทุน
ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล แต่ผลการใช้สถิติเชิงพรรณนา พบว่า การที่บริษัทมีหนี้สิน
ในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น จะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูง แต่จะทำให้
บริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้บริษัทต้องนำเงินไปใช้
ในการจ่ายชำระดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้ก่อน



บทที่ 5

สรุปผล อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษาตามสมมติฐาน

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

1. โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม

จากการศึกษามาตรฐานโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จำนวน 11 บริษัท โดยใช้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) เป็นตัววัดค่า พบว่า โดยเฉลี่ยบริษัทจะใช้หนี้สินเป็นสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน และเมื่อศึกษาเพิ่มเติมโดยการแบ่งตัวอย่างออกเป็นสองกลุ่ม ซึ่งใช้โครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเป็นตัวแบ่งเพื่อศึกษาว่า ผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของทั้งสองกลุ่มตัวอย่างมีผลแตกต่างกันอย่างไร นั้น พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุนเป็นสัดส่วนที่น้อยกว่า ค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมนั้น มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ต่ำกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุนเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม แต่มีราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ใช้หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุนเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม หรืออาจกล่าวได้ว่า การที่บริษัทมีการใช้หนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนจะมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่สูง เนื่องจากคุณลักษณะของหนี้สินจะมีต้นทุนที่ถูกกว่าต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แต่การที่บริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น จะส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นต่ำลง อีกทั้งการที่บริษัทมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยที่มากขึ้นจากการที่มีหนี้สินจำนวนมากส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นน้อยลงตามไปด้วย

เมื่อพิจารณาถึงลักษณะการดำเนินธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร จะพบว่าบริษัทเหล่านี้จำเป็นต้องมีสภาพคล่องจำนวนมาก เพื่อให้มีความสามารถในการจ่ายตามภาระผูกพันที่บริษัทมีต่อบุคคลอื่นได้ ไม่ว่าจะเป็นความต้องการสินเชื่อ หรือการถอนเงิน ดังนั้นบริษัทจึงจำเป็นต้องสามารถจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อรองรับความต้องการส่วนนี้ให้เพียงพอและทันการณ์ ซึ่งแหล่งเงินทุนของบริษัทเหล่านี้ก็มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น และเงินฝากของลูกค้าซึ่งก็คือหนี้สินของบริษัทที่บริษัทมี

ภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ย เมื่อมองในแง่ของผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) จะพบว่า ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง หรือต้นทุนส่วนผู้ถือหุ้นจะสูงที่สุด เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงมากกว่าเจ้าหนี้ในการที่จะไม่ได้รับผลตอบแทนหรือเงินต้นคืน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในครั้งนี้ ที่พบว่า โดยเฉลี่ยบริษัทจะใช้หนี้สินเป็นสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน แสดงให้เห็นว่างานวิจัยครั้งนี้มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

จากผลการศึกษาที่พบว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร มีการใช้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของบุศรีรินทร์ บุรณศักดิ์ ที่มีการศึกษาการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 275 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2544 ที่พบว่า ลักษณะกิจการในประเทศไทยและทัศนคติของผู้บริหารจะมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ซึ่งก็คือมีการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุน จากแหล่งเงินทุนภายใน หนี้สินจากการกู้ยืมเงินจากธนาคาร หนี้สินกู้ยืมระยะยาว และการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ

2. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ นริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ อย่างไรก็ดี โครงสร้างเงินทุนสามารถใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ไม่มากนัก

โดยจากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีความแตกต่างกัน อาจเป็นผลเนื่องมาจากการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งนอกจากจะต้องคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของเงินทุนแล้ว ยังต้องทำการปรับปรุงกำไรทางบัญชีและเงินทุน เพื่อให้เป็นไปตามการคำนวณหากำไรและเงินลงทุนทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งมีความยุ่งยากและซับซ้อน อีกทั้งไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน จึงเป็นสาเหตุให้โครงสร้างเงินทุนไม่สามารถอธิบายมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ อีกทั้งงานวิจัยทั้งสองมีกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาที่แตกต่างกัน คืองานวิจัยฉบับนี้ ศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร ในขณะที่

งานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) ศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งลักษณะการดำเนินธุรกิจของทั้งสองธุรกิจมีความแตกต่างกัน อีกทั้งยังมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันด้วย โดยงานวิจัยฉบับนี้ พบว่า โดยเฉลี่ยบริษัทจะใช้หนี้สินเป็นสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน แต่งานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) พบว่า โดยเฉลี่ยบริษัทจะใช้หนี้สินเป็นสัดส่วนที่น้อยกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน จึงอาจเป็นสาเหตุให้ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างกัน

3. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์ พบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์

อีกทั้งยังไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของอริกา แรมวิโรจน์ (2549) ที่ได้ทำการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาบริษัทในหมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ข้อมูลที่ศึกษาอยู่ระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2549 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

โดยการศึกษาวิจัยต่าง ๆ มีความไม่สอดคล้องกัน อาจมีสาเหตุมาจากความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างก็ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความแตกต่างกัน จึงทำให้ผลของงานวิจัยมีความแตกต่างกัน โดยที่งานวิจัยฉบับนี้มีกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร ซึ่งโดยเฉลี่ยบริษัทจะใช้หนี้สินเป็นสัดส่วนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน แต่งานวิจัยของนริศรา นันตาทิวัฒน์ มีกลุ่มตัวอย่างศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งโดยเฉลี่ยบริษัทจะใช้หนี้สินเป็นสัดส่วนที่น้อยกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งอาจเกิดจากการที่ราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่นอกเหนือจากโครงสร้าง

เงินทุนก็ได้ อาทิเช่น ปัจจัยด้านการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ปัจจัยด้านการเมือง เป็นต้น

4. ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์ พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการใช้สถิติเชิงพรรณนา ที่พบว่า การที่บริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่า ส่วนของผู้ถือหุ้น จะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีค่าสูง แต่จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีค่าที่ต่ำ เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินต้นคืนมากขึ้น จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นต่ำลง ซึ่งจากผลการศึกษานี้ พบว่า มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของปิยวรรณ เอี่ยมมงคลกุล ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างจำนวน 10 บริษัท ใช้ข้อมูลจาก SET100 โดยศึกษาเป็นรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง 2548 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ถึงแม้ว่างานวิจัยฉบับนี้จะสอดคล้องกับงานวิจัยของปิยวรรณ เอี่ยมมงคลกุล แต่ก็ยังขัดแย้งกับงานวิจัยอื่น ๆ อีกมากมาย เช่น การศึกษาของนริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

โดยผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันนั้น อาจมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดในการปรับปรุงรายการทางบัญชี ซึ่งวิธีการปรับปรุงตาม Stern Stewart & Co. นั้นมีความยุ่งยากและซับซ้อน และไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน จึงทำให้ผลที่ได้จากแต่ละงานวิจัยขัดแย้งกัน อีกทั้งความขัดแย้งของแต่ละงานวิจัยอาจมีสาเหตุมาจากความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างก็ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความแตกต่างกัน และยังส่งผลให้การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างกันตามไปด้วย จึงส่งผลให้แต่ละงานวิจัยมีความขัดแย้งกัน

5. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล พบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของนริศรานันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า โครงสร้างเงินทุนจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งความไม่สอดคล้องของผลงานวิจัย อาจมีสาเหตุมาจากความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างก็ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความแตกต่างกัน จึงทำให้ผลของงานวิจัยมีความแตกต่างกัน

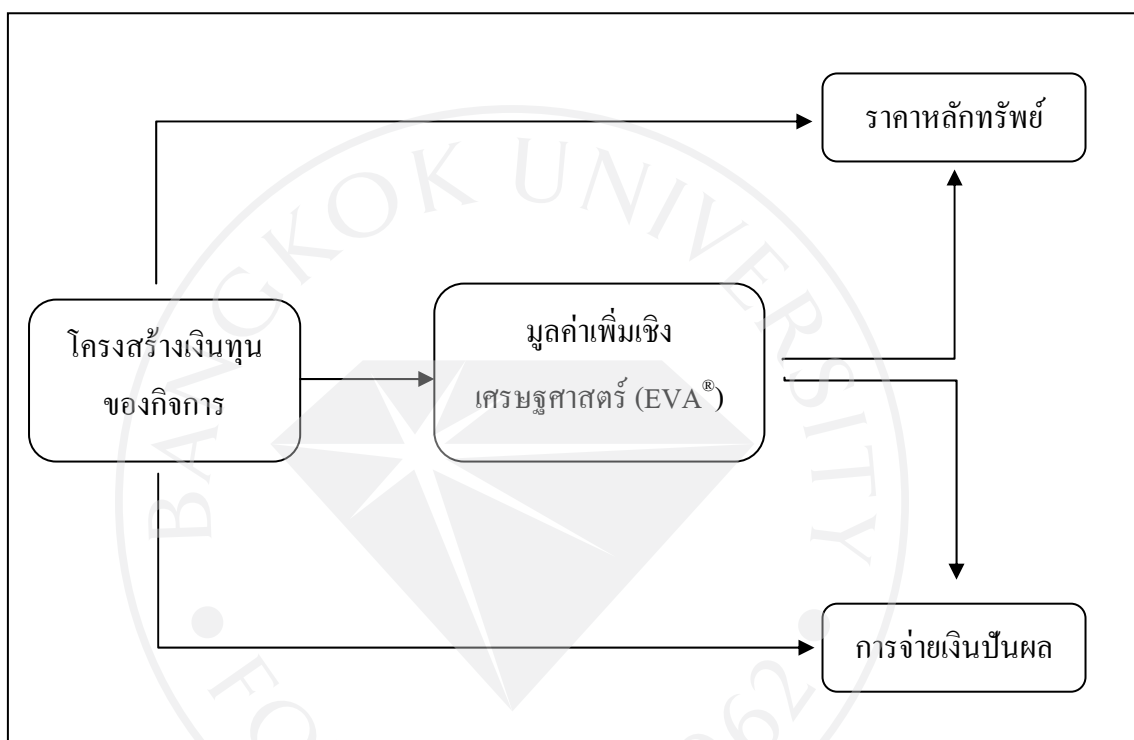
6. ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของนริศรานันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งความไม่สอดคล้องของแต่ละงานวิจัยอาจมีสาเหตุมาจากความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างก็ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความแตกต่างกัน และยังส่งผลให้การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแตกต่างกันตามไปด้วย จึงส่งผลให้แต่ละงานวิจัยมีความขัดแย้งกัน

อภิปรายผล

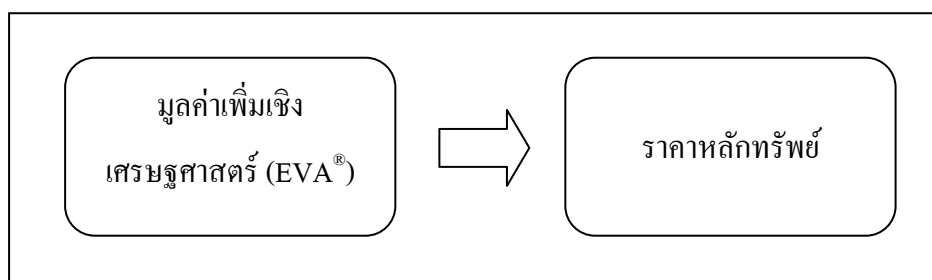
จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมาดธนาคาร ในช่วงปี พ.ศ. 2548 ถึง พ.ศ. 2552 ตามกรอบแนวคิด ดังภาพที่ 5.1

ภาพที่ 5.1: กรอบแนวคิดในการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปร



ที่มา: นริศร นันตาทิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ภาพที่ 5.2: ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับราคาหลักทรัพย์



ผลจากการศึกษาตามกรอบแนวคิดดังที่กล่าวมาข้างต้น พบว่า มีเพียงมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญ ดังภาพที่ 5.2 ซึ่งสอดคล้องกับผลการใช้สถิติเชิงพรรณนา ที่พบว่า การที่บริษัทมีหนี้สินในสัดส่วนที่มากกว่า ส่วนของผู้ถือหุ้น จะทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีค่าสูง แต่จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีค่าที่ต่ำ เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินต้นคืนมากขึ้น จึงส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์นั้นต่ำลง ซึ่งจากผลการศึกษานี้ พบว่า มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของปิยวรรณ เอี่ยมมงคลกุล ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างจำนวน 10 บริษัท ใช้ข้อมูลจาก SET100 โดยศึกษาเป็นรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง 2548 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

ถึงแม้ว่างานวิจัยฉบับนี้จะสอดคล้องกับงานวิจัยของปิยวรรณ เอี่ยมมงคลกุล แต่ก็ยังขัดแย้งกับงานวิจัยอื่น ๆ อีกมากมาย เช่น การศึกษาของนริศรา นันดาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 81 บริษัท โดยศึกษาเป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2549 พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งผลการศึกษาที่แตกต่างกันนั้น อาจมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดในการปรับปรุงรายการทางบัญชี ซึ่งวิธีการปรับปรุงตาม Stern Stewart & Co. นั้นมีความยุ่งยากและซับซ้อน และไม่ได้รับการเปิดเผยอย่างชัดเจน จึงทำให้ผลที่ได้จากแต่ละงานวิจัยขัดแย้งกัน อีกทั้งความขัดแย้งของแต่ละงานวิจัยอาจมีสาเหตุมาจากความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งความแตกต่างของกลุ่มตัวอย่างก็ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความแตกต่างกัน และยังส่งผลให้การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความแตกต่างกันตามไปด้วย จึงส่งผลให้แต่ละงานวิจัยมีความขัดแย้งกัน และสาเหตุสุดท้ายที่อาจจะทำให้ผลการศึกษาคือแตกต่างจากงานวิจัยอื่น ๆ ก็คือ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้ ดังนั้นการดำเนินธุรกิจของธนาคาร จึงมีข้อจำกัดในการดำเนินธุรกิจมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ จึงอาจจะทำให้ผลการศึกษามีความแตกต่างจากงานวิจัยอื่น ๆ ที่มีการศึกษากลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมอื่นนั่นเอง

จากผลที่ได้จากการศึกษาที่พบว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์ อาจจะมีประโยชน์กับนักลงทุนในการนำผลที่ได้จากงานวิจัยฉบับนี้ไปใช้ในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน สำหรับนักลงทุนที่ลงทุนใน

หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ในการศึกษาต่อเพิ่มเติมว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ หรือไม่ ซึ่งหากมีการศึกษาครบทุกอุตสาหกรรม ก็จะเป็นประโยชน์ในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ของนักลงทุนได้ เพื่อลดความเสี่ยงในจากการลงทุนของนักลงทุน

ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อจำกัดที่พบจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ประเด็นดังต่อไปนี้

1. วัฏจักรของธุรกิจ

การเปลี่ยนแปลงในการดำเนินธุรกิจที่จะมีการหมุนเวียนเปลี่ยนแปลงไปตามวัฏจักรของธุรกิจ แบ่งออกเป็น 4 ช่วง คือ ช่วงเข้าสู่ตลาด ช่วงเติบโต ช่วงอิ่มตัว และช่วงภาวะถดถอย ซึ่งอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มจะได้รับผลกระทบจากวัฏจักรของธุรกิจในแต่ละช่วงที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้ระยะเวลาของแต่ละช่วงวัฏจักรของแต่ละธุรกิจก็ไม่เท่ากัน ดังนั้นการที่งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี จึงไม่สามารถจัดผลกระทบของวัฏจักรทางธุรกิจที่ส่งผลต่อการเงินของกิจการได้

2. การเลือกใช้นโยบายการบัญชี

เนื่องจากมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปได้กำหนดวิธีการทางบัญชีให้เลือกปฏิบัติได้หลายวิธี ซึ่งการที่บริษัทเลือกใช้นโยบายบัญชีที่ต่างกันย่อมส่งผลกระทบต่อตัวเลขในงบการเงินที่แตกต่างกัน โดยจะส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ข้อมูล แม้ว่าจะมีการปรับปรุงตัวเลขเพื่อจัดข้อจำกัดดังกล่าวในการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์แล้วก็ตาม

3. รายการปรับปรุงเพื่อการคำนวณหามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในงานวิจัยนี้ มีรายการปรับปรุงกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษีและเงินทุนทั้งหมดที่ใช้ จำนวน 5 รายการ ซึ่งเป็นรายการปรับปรุงหลักที่ใช้กันโดยส่วนใหญ่ในประเทศไทย ได้แก่ ค่าเพื่อการประกันสินค้าและค่าเพื่อหนี้สูญ ภาษีเงินได้รอดักบัญชี มูลค่าตามบัญชีของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดและงานระหว่างก่อสร้าง กำไรหรือขาดทุนที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการ และค่าความนิยม แต่มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่คำนวณได้นั้นอาจยังไม่สมบูรณ์เนื่องจากการใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยในงบการเงินเท่านั้น

4. ต้นทุนของการก่อหนี้สิน (Costs of Debt)

การคำนวณต้นทุนของการก่อหนี้เพื่อนำมาคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินในงานวิจัยครั้งนี้ได้ใช้อัตราดอกเบี้ยสำหรับลูกค้าชั้นดี (MLR: Minimum Loan Rate) ถัวเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ โดยอ้างอิงข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย เนื่องจากข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินนั้นไม่ครบถ้วน ซึ่งอาจทำให้การคำนวณมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ใช้ในงานวิจัยนี้ไม่ถูกต้องสมบูรณ์

ข้อเสนอแนะเพื่อนำไปใช้

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร ที่พบว่า มีเพียงมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งจากผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาก็จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำไปใช้คาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร เพื่อลดความเสี่ยงจากการลงทุนของนักลงทุน ซึ่งก็คือว่ามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนในการคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์

ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาเพิ่มเติม ดังต่อไปนี้

1. งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร ในช่วงระยะเวลา 5 ปี การศึกษาครั้งต่อไปอาจขยายขอบเขตการศึกษาออกไป เช่น ขยายช่วงเวลาการศึกษาเป็น 10 ปี เนื่องจากการขยายช่วงเวลาการศึกษาอาจจะสามารถลดข้อจำกัดด้านวัฏจักรของธุรกิจที่อาจมีความแตกต่างกันระหว่างธุรกิจที่เพิ่งก่อตั้งในระยะเริ่มแรก และธุรกิจที่ได้ก่อตั้งมานานแล้วได้มากขึ้น ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษามีความชัดเจนขึ้น
2. งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร อย่างไรก็ตามบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีกลุ่มอุตสาหกรรมหลายกลุ่ม ดังนั้นการศึกษารายครั้งต่อไปอาจขยายขอบเขตของการศึกษาโดยการศึกษาจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ หรืออาจแยกศึกษา

เป็นรายอุตสาหกรรมแล้วนำข้อมูลที่ได้มาเปรียบเทียบกัน เพื่อดูความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม

3. งานวิจัยในครั้งนี้มีตัวแปรอิสระ 2 ตัว คือ โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ในครั้งต่อไปอาจเพิ่มตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ เข้าไปในการศึกษาว่าจะสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลได้เพิ่มมากขึ้นหรือไม่ และเป็นไปในทิศทางใด



บรรณานุกรม

ภาษาไทย

หนังสือ

วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2548). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ: มิติใหม่ของการสร้างมูลค่ากิจการและการสร้างระบบ ผลตอบแทนพนักงาน (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร: ชรรมนิติ เพรส.
สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). การเงินธุรกิจ (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
อรทัย วานิชดี. (2545). ธุรกิจทั่วไป. กรุงเทพฯ: ประสานมิตร.

วิทยานิพนธ์และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จรรवरณ จิตวรินทร์. (2546). มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าตลาดเพิ่ม อัตราส่วนทางบัญชี และผลตอบแทนของหุ้นสามัญ: การศึกษาจากประเทศไทย. วิทยานิพนธ์หลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน จุฬาลงกรณ์
มหาวิทยาลัย.
ชนาวุธ แสงกาสนีย์. (2541). การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานอันเกิดจากการระดมทุนเพิ่ม
ของกิจการในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชา
การเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
นริศรา นันทาวิวัฒน์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิง
เศรษฐศาสตร์ (EVA[®]) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล
กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตรโครงการ
ปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
บุศรินทร์ บุรณศักดิ์. (2545). การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้าง
เงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
ปิยวรรณ เขี่ยมมงคลกุล. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างแนวคิดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA[®])
กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (EBITDA) กำไรสุทธิจาก
การดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ (NOPAT) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน
(Free Cash Flow) กับราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัย
หลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

มณฑุทัย เชื้อปัญญา และเสาวณิต กมลบริสุทธิ. (2545). ปัจจัยที่มีผลต่อจำนวนหุ้นที่มีไว้เพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. รายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระ หลักสูตรปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล.

อริกา แรมวิโรจน์. (2549). การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทในหมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร. งานวิจัยหลักสูตรโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ธนาคารกสิกรไทย (2552). หมายเหตุประกอบงบการเงิน สำหรับปี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2552 และ 2551 สืบค้นวันที่ 21 กรกฎาคม 2553 จาก <http://www.kasikornbank.com>

ภาษาอังกฤษ

หนังสือ

Brigham, E. F. & Ehrhardt, M. C. (2005). Financial management: Theory and practice. China: Thomson.

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.

Journal

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.

