

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน การจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทน
ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ที่เป็นสมาชิกกลุ่ม ดัชนี DJSI

The Relationship Between Capital Structure Dividend
and Return On Equity In the DJSI Listed Company of Thailand

บุญญานูช ชีวเกียรติยิ่งยง¹ และ อัสวเทพ อากาศวิภาต²

Boonyanuch Cheewakiatyingyong and Ausawatap Akartwipat

Received: 7 July 2020; Revised: 20 July 2020; Accepted: 2 August 2020

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุน การจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่ม ดัชนี DJSI ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประกาศเป็นกิจการในกลุ่มดัชนี DJSI ในช่วงปี 2555-2562 จำนวน 20 บริษัท โดยข้อมูลของตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ รวบรวมจากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยแหล่งที่มาของข้อมูลเก็บรวบรวมจากระบบ SET SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) วิเคราะห์ข้อมูลด้วยการหาค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทางลบกับความสามารถในการดำเนินงาน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือโครงสร้างเงินทุน มีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับความสามารถในดำเนินงานแต่โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับนโยบายจ่ายเงินปันผล

คำสำคัญ โครงสร้างเงินทุน เงินปันผล อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น DJSI

¹ อาจารย์ประจำสาขาวิชาการจัดการธุรกิจ คณะวิทยาการจัดการและสารสนเทศศาสตร์ มหาวิทยาลัยพะเยา

Email : boonyanuchc@yahoo.com

² อาจารย์ประจำสาขาวิชาการเงินและการธนาคาร คณะวิทยาการจัดการและสารสนเทศศาสตร์ มหาวิทยาลัยพะเยา

Email : aj_palm@hotmail.com



ABSTRACT

The objective of this research is to study the relationship of capital structure, dividend policy and return on equity of the companies listed on the Stock Exchange of Thailand that are members of the DJSI group of indices evaluating the sustainability performance companies. Population is a company that has been announced as a company in the DJSI group during the year 2012-2019. The data were collected from the SET SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) system. Analyzing the results by Pearson's product moment correlation coefficient focus on the study of relationships between variables. The result shows that the capital structure has a negative relationship with the operational capability. In other words, capital structure has an inverse relationship with operational capabilities, but the capital structure does not correlate with the dividend payment.

Keywords: capital structure, dividend, return on equity, DJSI

บทนำ

ผู้ที่มีเงินออมและประสงค์จะบริหารเงินออมของตนให้เกิดประโยชน์นั้น นอกเหนือจากการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์หรือสถาบันการเงินต่างๆ เพื่อรับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยเงินฝากแล้ว ยังมีทางเลือกอื่นๆ สำหรับการบริหารเงินออมและการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพได้อีกหลายวิธีการลงทุนซื้อตราสารทางการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็นับเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่น่าสนใจ ซึ่งผู้ที่มีเงินออมมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ในอัตราที่สูงกว่าและหลากหลายรูปแบบกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับฝากเงินในธนาคาร โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในสถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากลดต่ำลงอย่างมากอย่างในปัจจุบัน จึงไม่เป็นเรื่องน่าสนใจในการฝากเงิน สำหรับผู้ที่มีเงินออมนั้นการถือครองเงินไว้โดยไม่บริหารจัดการคงไม่เหมาะสมนัก เพราะเมื่อเวลาผ่านไปเงินที่ถือครองจะอำนาจการซื้อหรือมีมูลค่าที่ลดลงอันเนื่องมาจากอัตราเงินเฟ้อในแต่ละปี ดังนั้นผู้ที่มีเงินออมจึงควรพิจารณาหาช่องทางการลงทุนอื่นๆ เพื่อสร้างผลตอบแทนจากเงินออมของตนจึงนับว่าเป็นทางเลือกที่ดีกว่า ดังนั้นการลงทุนในตลาดตราสารทางการเงินแห่งประเทศไทย จึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่เหมาะสมอย่างยิ่งสำหรับผู้ที่มีเงินออม โดยเฉพาะผู้ที่ต้องการความหลากหลายในการลงทุน ทั้งประเภทของสินค้าและอุตสาหกรรมที่ผู้ที่มีเงินออมต้องการจะลงทุน ผลตอบแทนจากการลงทุน เพราะในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีสินค้าหรือตราสารการลงทุนหลายประเภท ซึ่งออกโดย บริษัทที่ประกอบธุรกิจในหลายประเภทอุตสาหกรรม สำหรับให้เลือกลงทุนได้ตามความต้องการของตน ทั้งนี้

การเข้ามาลงทุนและถือหุ้นในกิจการใดๆก็ตามในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเกิดผลประโยชน์หลายประการ ทั้งต่อตนเอง และต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม เพราะผู้ลงทุนจะได้มีโอกาสเข้าไปมีส่วนร่วมในฐานะเป็นเจ้าของกิจการต่างๆ ที่มีศักยภาพหรือธุรกิจที่มีแนวโน้มการเติบโตที่ดี และมีโอกาสได้รับผลตอบแทนทางการเงินจากการลงทุนในรูปแบบต่างๆ เช่น ได้รับเงินปันผล สิทธิในการจองซื้อหุ้นออกใหม่ หรือ กำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น นอกจากนี้การลงทุนในตลาดหุ้นยังถือได้ว่ามีบทบาทในการร่วมเป็นส่วนหนึ่งที่จะสนับสนุนการพัฒนาตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศอีกด้วย แต่อย่างไรก็ตาม การลงทุนย่อมมีความเสี่ยงตามมาด้วยเสมอ ดังนั้นผู้ลงทุนจึงควรศึกษาข้อมูลและวิเคราะห์ต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนอย่างละเอียด จะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถบริหารความเสี่ยงจากการลงทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม และสามารถได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับที่น่าพึงพอใจตามที่คาดหวังได้

ตลาดหุ้น หรือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ตลาดซึ่งเป็นแหล่งรวมของบริษัทหลายๆ บริษัท ที่เข้ามาทำการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ที่มีเงินเหลือเก็บ ซึ่งเราเรียกว่า "นักลงทุน" เข้ามาร่วมลงทุน และนักลงทุนเหล่านั้นก็จะเป็นหนึ่งในผู้ร่วมถือหุ้นของบริษัท หรือร่วมเป็นเจ้าของในบริษัทนั้นๆ ตลาดหลักทรัพย์จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อ ขาย หลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์ และเพื่อการระดมเงินทุนในประเทศ โดยได้เปิดให้มีการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการในวันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 โดยชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้นคือ "Securities Exchange of Thailand" และได้มีการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษเป็น "The Stock Exchange of Thailand (SET)" เมื่อวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534 เป็นต้นมา

ในปี 2542 ได้มีการเปิดตัว DJSI ดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ Dow Jones Sustainability Indices หรือ DJSI ซึ่ง เป็นดัชนีจัดอันดับผลการปฏิบัติงานด้านความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลก โดยมี RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment ผู้ให้คำปรึกษาด้านการลงทุน เป็นผู้ประเมินและจัดอันดับ โดยมีเกณฑ์กำหนดว่า บริษัทที่จะเข้ารับการประเมินได้จะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียน และมี Free Float Market Capitalization ใน Dow Jones Total Stock Market Index สูงสุด 2500 บริษัทแรก และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มกำลังพัฒนา (Emerging Markets) สูงสุด 800 บริษัทแรก รวมทั้งสิ้น 3,395 บริษัททั่วโลก ทั้งนี้ RobecoSAM จะส่งแบบสอบถามตามประเภทอุตสาหกรรมไปให้บริษัทที่มีศักยภาพ เพื่อตอบคำถามเชิงลึกเกี่ยวกับแผนงานและกลยุทธ์ วิธีการบริหารจัดการ เป้าหมาย ขั้นตอนการปฏิบัติงาน ตลอดจนผลการปฏิบัติงาน ที่ครอบคลุมทั้ง 3 ด้าน คือ เศรษฐกิจ สิ่งแวดล้อม และสังคม โดยจะมีการทบทวนและประกาศรายชื่อสมาชิกในกลุ่มดัชนี DJSI ในช่วงเดือนกันยายนทุกปี ปี 2562 ประเทศไทย มี บริษัทที่ได้รับการเชิญให้เข้าร่วมตอบแบบประเมินดังกล่าว จำนวน 36 บริษัท

นายเดวิด บลิทเซอร์ กรรมการผู้จัดการและประธานคณะกรรมการด้านตัวชี้วัดความยั่งยืน กล่าวว่า การประเมินผลด้านความยั่งยืนของธุรกิจต่างๆ นี่เป็นส่วนสำคัญที่จะมีส่วนในการยกย่องหรือให้ความสำคัญกับความยั่งยืน เป็นการกำหนดนโยบาย รวมถึงเป็นการทำให้ธุรกิจต่างๆ มุ่งเน้นในการสนับสนุนความยั่งยืน ซึ่งจะเป็นประโยชน์และก่อให้เกิดคุณค่าสำหรับสิ่งแวดล้อมทั่วโลก รวมถึงธุรกิจที่อยู่ในระดับแนวหน้า โดย DJSI ก็มีบทบาทในการเป็นเครื่องมือที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถวางแผนการลงทุนที่ยั่งยืนได้ต่อไป

ทั้งนี้ นอกจากองค์กรที่ได้รับการจัดอันดับ DJSI จะได้รับการยอมรับในระดับสากลว่าเป็นองค์กรที่ยั่งยืน สร้างความน่าเชื่อถือแก่ผู้ลงทุนแล้ว ยังสร้างความเชื่อมั่นให้ผู้บริโภคได้ว่าสินค้าหรือบริการจากองค์กรที่ได้รับการคัดเลือกเหล่านี้มีกระบวนการบริหารจัดการที่ให้ความสำคัญต่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อม ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของความพยายามในการร่วมกันยกระดับคุณภาพชีวิตของประชากรโลกไปสู่ความยั่งยืนอย่างแท้จริง

บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเป็นสมาชิกกลุ่มดัชนี DJSI นับจากปี 2555 กิจกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถผ่านเกณฑ์การประเมินประจำปี มี 2 บริษัท คือ บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย และ บมจ. ปี 2556 มี บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผ่านเกณฑ์การประเมินดังกล่าวจำนวน 4 บริษัท โดยมีบริษัทที่เพิ่มเข้ามาอีก 2 บริษัท คือ บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล และ บมจ. ไทยออยล์ ในปี พ.ศ.2557 มีบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การประเมินประจำปี มี 10 บริษัท ประกอบด้วย บมจ. บ้านปู (BANPU), บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา (CPN), บมจ. ไออาร์พีซี (IRPC), บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT), บมจ. ปตท. (PTT), บมจ. ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP), บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC), บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย (SCC), บมจ. ไทยออยล์ (TOP) และ บมจ. ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่นโปรดักส์ (TUF)

ในปี 2558 มี บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การประเมิน 13 บริษัท โดย บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเพิ่มเข้ามาอีก 3 บริษัท คือ 1) บมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT) 2. บมจ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF) 3. บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (advance) และในปี 2559 บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การประเมิน 14 บริษัท โดย บริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเพิ่มเข้ามาอีก 1 บริษัท คือ บมจ. ธนาคารกสิกรไทย ส่วนในปี 2560 มี บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การประเมิน 17 บริษัท โดยมีบริษัทใหม่ที่ได้รับการคัดเลือกเพิ่มเข้ามาอีก 4 บริษัท คือ 1. บมจ. โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ (HMPRO) 2. บมจ. ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE) 3. บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL) 4. บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL) โดยในปี 2560 นี้ บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (advance) ไม่ได้รับการคัดเลือก ในปี 2561 มี บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การประเมิน 19 บริษัท โดยบริษัทที่ได้รับการคัดเลือกเพิ่มเข้ามาอีก 2 บริษัทคือ 1. บมจ. ธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB) 2. บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS)

และในปี 2562 มีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ผ่านเกณฑ์การประเมินดังกล่าว จำนวน 20 บริษัท โดยที่ บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส ได้รับการคัดเลือกเข้ามาในปีนี้อีกครั้งหนึ่งหลังจากที่ไม่ได้รับการคัดเลือกในปี 2560 และ ปี 2561



ภาพที่ 1 ภาพประกาศ 20 บมจ. ของไทยที่ผ่านการคัดเลือกเข้าดัชนี DJSI ปี 2562

ผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลงบการเงิน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการเผยแพร่บนเว็บไซต์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นไปตามกฎระเบียบของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กำหนดให้บริษัทที่จดทะเบียนต้องดำเนินการเผยแพร่ทางการเงินสู่ สาธารณชน และข้อมูลด้านความน่าเชื่อถือในการบริหารจัดการ แม้จะยังไม่ได้ถึงช่วงเวลาที่มีการ ประกาศผลการประเมินเป็นกิจการในกลุ่มดัชนี DJSI จะเห็นได้ว่าในบางปีมีบริษัทที่เคยได้รับการ ประเมินให้เป็นสมาชิกในกลุ่มดัชนีแห่งความยั่งยืนแต่ในต่อไปก็ไม่ได้ผ่านการประเมิน เช่น บมจ. แอด วานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส ที่ได้รับการประเมินในปี 2558 และ ปี 2559 แต่ในปี 2560 และ ปี 2561 บริษัทไม่ได้รับการประเมิน พอมาถึงปี 2562 บริษัทกลับมาได้รับการประเมินอีกครั้ง ก่อนการลงทุนผู้ ลงทุนมีการนำข้อมูลต่างๆที่ได้รับนั้นไปพิจารณา กิจการที่ได้รับการประเมินเป็นกิจการในกลุ่มดัชนี DJSI เป็นที่ที่ได้รับการยอมรับในระดับสากลว่าเป็นองค์กรที่ยั่งยืน สร้างความน่าเชื่อถือแก่ผู้ลงทุน มี

คุณค่าเนื้อหาของรายงานการเงินสอดคล้องกับการกำกับดูแลองค์กรที่ได้รับการประเมินด้านธุรกิจ และอาจสะท้อนให้เห็นได้ในผลการดำเนินงาน จึงทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุน การจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่ม ดัชนี DJSI

เป้าหมายสูงสุดในการดำเนินงานของบริษัท คือการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximization of Shareholder Value) หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือการเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (An Increase in the Wealth of Shareholders) ด้วยราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นและกระแสเงินปันผลที่กิจการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (Rappaport, 1986) ทั้งนี้เป็นหน้าที่และความรับผิดชอบหลักของผู้บริหารในการบริหารจัดการองค์กรเพื่อให้เกิดมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด ซึ่งกล่าวได้ว่าหน้าที่หลักของผู้บริหารทางการเงินมี 3 อย่างคือ 1) ด้านการลงทุนและจำนวนเงินที่ต้องใช้ในการลงทุน 2) การจ่ายเงินปันผล และ 3) การวางแผนการจัดหาแหล่งเงินทุนและจำนวนเงินทุน (Porterfield, 1965) ซึ่งการวางแผนการด้านการจัดหาเงินนั้นเป็นเรื่องของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและเป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินงานของบริษัท เพราะเป็นเรื่องของการจัดหาและบริหารต้นทุนของเงินทุนเพื่อการได้มาของสินทรัพย์และการดำเนินธุรกิจ รวมถึงการลงทุนในโครงการใหม่ (Philippatos, 1973)

การตัดสินใจจัดหาเงินทุนมาใช้ในกิจการเพื่อดำเนินธุรกิจให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการอย่างมีประสิทธิภาพเป็นหน้าที่และความรับผิดชอบหลักของผู้บริหารด้านการเงิน การจัดการการเงินจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในยุคปัจจุบัน ผู้บริหารด้านการเงินจำเป็นต้องมีความรู้ ความสามารถและประสบการณ์ที่ช่วยให้กิจการสามารถสร้างขีดความสามารถในการบริหารจัดการ (Capabilities) ให้บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้ การตัดสินใจด้านการเงินที่ประสบความสำเร็จจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้องค์กรธุรกิจดำเนินงานและสร้างความได้เป็นเปรียบทางการแข่งขัน (Competitive Advantage) ที่สามารถนำไปสู่เป้าหมายที่วางไว้ได้ (Wheelen and Hunger, 2006) โดยการตัดสินใจในทางเลือกของการจัดหาเงินทุนเป็นการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญที่สุดสำหรับกิจการที่จะช่วยให้กิจการมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลง ส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น (Brealey, Myers and Allen, 2008) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจัดโครงสร้างเงินทุนมีความสำคัญและมีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

ผู้บริหารจะต้องวางแผนตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเพื่อหาสัดส่วนที่เหมาะสมต่อกิจการและสภาพธุรกิจ โดยการตัดสินใจอย่างมีเหตุผลและรอบคอบจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ ซึ่งผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนทั้งภายใน เช่น กำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ หลักทรัพย์แปลงสภาพและหุ้นสามัญ ในกรณีที่ผู้บริหารเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนระหว่างการก่อหนี้สินระยะยาวและส่วนผู้ถือหุ้น (โดยไม่รวมหนี้สินหมุนเวียน) (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) เพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการลักษณะที่สำคัญของหนี้สิน (เจ้าหนี้) คือ มีสิทธิเรียกร้องใน

กระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้น (Prior Claim) มีอายุและมูลค่าที่ต้องคืนตามที่กำหนดไว้ และดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักฐานภาษีเงินได้นิติบุคคล สำหรับลักษณะของหุ้นสามัญคือ สิทธิเรียกร้องภายหลัง (Residual Claim) ไม่มีกำหนดอายุการถือครอง มีอำนาจในการควบคุมฝ่ายบริหารและเงินปันผลไม่สามารถนำไปเป็นรายจ่ายทางภาษีได้ (Philippatos, 1973) จากที่กล่าวมานั้น ความแตกต่างที่สำคัญระหว่างหนี้สินและส่วนทุนที่มีผลกระทบหลักโดยตรงต่อผลการดำเนินงานของกิจการคือผลตอบแทนที่จ่ายให้เจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) ซึ่งกิจการสามารถใช้ประโยชน์ทางภาษีได้แต่ในขณะเดียวกัน การก่อหนี้สินเพิ่มขึ้นทำให้กิจการเกิดต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Cost) เนื่องจากภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งเกิดจากปัญหาตัวแทนเนื่องจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการ และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ซึ่งผู้บริหารจะต้องพิจารณาในปัจจัยหลายด้านเพื่อให้โครงสร้างเงินทุนสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น (Ahmed Riahi-Belkaoui, 1999)

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาหลายปัจจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ อีกทั้งโครงสร้างเงินทุนเป็นข้อมูลพื้นฐานในการประเมินความสามารถในการดำเนินกิจการด้วย จึงเป็นสาเหตุที่ทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุน กับ นโยบายการจ่ายเงินปันผลและการวัดผลการดำเนินงาน ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่อย่างไร การนำโครงสร้างเงินทุนซึ่งเป็นปัจจัยพื้นฐานในการดำเนินธุรกิจมาศึกษาหาความสัมพันธ์ที่มีต่อการวัดผลการดำเนินงานและนโยบายการจ่ายเงินปันผล จะเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการเป็นแนวทางให้ได้มุมมองที่กว้างขึ้นจากผลงานวิจัยในอดีตที่พิจารณาแต่การบริหารโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้ได้ต้นทุนที่ต่ำที่สุดเท่านั้น นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนทั่วไป เพื่อนำไปเป็นแนวทางในการพิจารณาลงทุนอีกด้วย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุน การจ่ายเงินปันผลและ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นสมาชิกกลุ่ม ดัชนี DJSI

สมมติฐานการวิจัย

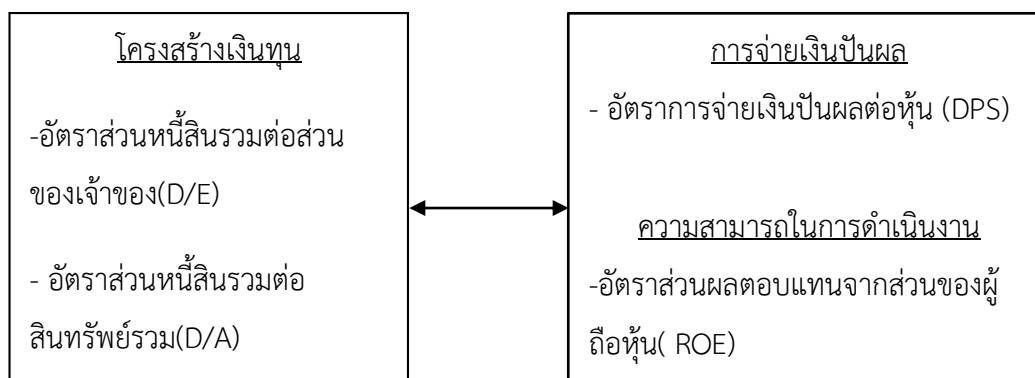
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(D/E)มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(D/E)มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม(D/A)มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม(D/A)มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล

กรอบแนวคิดในการวิจัย



วิธีการดำเนินการวิจัย

ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ได้แก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประกาศเป็นกิจการในกลุ่มดัชนี DSJI ในช่วงปี 2555-2562 จำนวน 20 บริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลที่ใช้และการเก็บรวบรวมข้อมูล การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary data) โดยลักษณะของการเก็บรวบรวมข้อมูลจะเป็น Balance panel data คือ มีจำนวนข้อมูลครบถ้วนทุกตัวแปรในระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งมีระยะเวลา 8 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2555-2562 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลของตัวแปรทั้งหมดรวบรวมจากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยแหล่งที่มาของข้อมูลจะเก็บรวบรวมจากระบบ SET SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นระบบข้อมูลออนไลน์ จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมุติฐานทั้ง 4 ใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน การจ่ายเงินปันผลและ อัตราผลตอบแทน ส่วนของผู้ถือหุ้น

	Mean	SD	D/E	D/A	DPS	ROE
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วน ของเจ้าของ(D/E)	2.74	2.75	1			
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อ สินทรัพย์รวม(D/A)	.59	.15	.895**	1		
อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อ หุ้น DPS	3.04	1.55	-.192	-.300	1	
อัตราส่วนผลตอบแทนจาก ส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)	19.23	16.36	-.541**	-.498**	-.209	1

ระดับนัยสำคัญ * 0.05

จากตารางที่ 1 สรุปผลได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีความสัมพันธ์กันระดับปานกลางเชิงลบ (-.541) กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 และโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทางลบ จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 2

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/A) มีความสัมพันธ์ระดับปานกลางเชิงลบ (-.498) กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 แต่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/A) ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 4

สรุปได้ว่า บริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการประกาศเป็นกิจการในกลุ่มดัชนี มีโครงสร้างเงินทุนสัมพันธ์ทางลบกับความสามารถในการดำเนินงาน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือโครงสร้างเงินทุน มีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับความสามารถในการดำเนินงานแต่โครงสร้างเงินทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับ นโยบายจ่ายเงินปันผล



อภิปรายผล

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(D/E)มีความสัมพันธ์กันระดับปานกลางเชิงลบ(-.541) กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE)ที่ระดับนัยสำคัญ .05 เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 สอดคล้องกับงานวิจัยของ นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร(2015) แต่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(D/E) ไม่มีความสัมพันธ์กับนโยบายจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับงานของ ฐิติษฐ์ สวโรจน์กิจเตโช (2558) และ Lily, Venkatesh & Sukserm (2009) ที่พบว่าอัตราส่วนปริมาณหนี้สิน ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานของ นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2551) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทางลบ จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่2

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/A) มีความสัมพันธ์ระดับปานกลางเชิงลบ (-.498) กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 สอดคล้องกับงานของ Mahfuzah Salim , Dr.Raj Yadav (2012) และเป็นไปในแนวทางเดียวกับงานของ Joshua Abor (2005) แต่อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (D/A) ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องกับ อรทิษฐา อินทาบัจ (2559) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราเงินปันผลตอบแทน จึงไม่สนับสนุนสมมติฐานที่ 4

ข้อจำกัดในการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ผลการวิจัยเป็นเพียงการหาความสัมพันธ์เท่านั้น ไม่ได้แสดงการพยากรณ์ค่าอิทธิพลของตัวแปร อีกทั้งขนาดกลุ่มประชากรมีน้อยจึงอาจได้ข้อสรุปที่ไม่แม่นยำ เนื่องจากกลุ่มประชากรมีจำนวนน้อยจึงไม่เข้าเกณฑ์ที่จะวิเคราะห์ข้อมูลด้วยการสร้างสมการพยากรณ์ได้ จึงเสนอแนะให้มีการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อการพยากรณ์ในการวิจัยครั้งต่อไป ควรมีการใช้กลุ่มตัวอย่างนอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อศึกษาเปรียบเทียบแนวทางการบริหารกิจการ ในประเด็นเกี่ยวกับการโครงสร้างเงินทุน

เอกสารอ้างอิง

ฐิติษฐ์ สวโรจน์กิจเตโช. (2558). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทใน SET High Dividend ของประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต. สาขาการเงิน บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

- นริศรา นันทาภิวัฒน์. (2551). **ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต. สาขาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.**
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. (2558). **การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาตรมหาบัณฑิต. สาขาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.**
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2546). **หลักสูตรความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน. กรุงเทพฯ: สุขุมวิท มีเดีย.**
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2548). **การเงินธุรกิจ. พิมพ์ครั้งที่ 5. กรุงเทพฯ. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.**
- Abor, J. (2005). **The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana.** Journal of Risk Finance. 6(5), 438-445.
- Adan, F. A. & Omagwa, J. (2018). **Relationship Between Firm Financials And Dividend Policy Of Firms Listed At Nairobi Securities Exchange, Kenya.** International Journal of Scientific and Education Research. 2(5), 13-30.
- Ahmed, R. (1999). **Productivity, Profitability, and Firm Value.** Journal of International Financial Management and Accounting. 10(3), 188-201.
- Arnold, G. (2008). **Corporate Financial Management.** (2rd ed) : Pearson Education Limited.
- Brealey, A. R., Myers, C. S. and Allen, F. (2008). **Principles of Corporate Finance.** (9th ed) : McGraw-Hill.
- Emamgholipour, M. et al. (2013). **A study on relationship between institutional investors and earnings management: Evidence from the Tehran Stock Exchange.** Management Science Letters. 2013(3), 1105-1112.
- Lily, J., Venkatesh, S. and Sukserm, T. (2009). **Determinants of Dividend Payout in Thailand.** Journal of Ubon Ratchathani University. 11(3), 73-81.



- Philippatos, G. C. (1973). **Financial management: Theory and techniques**. California : HoldenDay.
- Porterfield, J. T. (1965). **Investment Decisions and Capital Costs**. New Jersey : Prentice-Hall.
- Pratheepkanth, P. (2011). **Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Business Companies in Colombo Stock Exchange, Sri-lanka**. Researchers World Journal of Arts Science and Commerce, 2(2), 171-180.
- Rappaport, A. (1986). **Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance**. New York : Simer and Schuster Publishing Group.
- Salim, M. & Yadav, R. (2012). **Capital Structure and Firm Performance : Evidence from Malaysian List Companies**. Social and Behavioral Sciences. 65, 156-166.
- Wheelen, T. L. & Hunger, J. D. (2006). **Strategic Management and Business Policy**. (10rd ed) : New Jersey. Pearson.