

อิทธิพลของการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการชำระหนี้ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Intra-group Financing, Capital Structure and Debt Servicing Coverage on the Economic Value Added of Companies in the Real Estate Sector Listed on the Stock Exchange of Thailand

ปวริศา ชนกชนีกุล

นิสิตปริญญาโท หลักสูตรศิลปศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงินประยุกต์
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
ผู้นิพนธ์หลัก

Pawarisa Chanokchaneekul

Master's Degree Student, Master of Arts Program in Applied Finance
Faculty of Business Administration, Kasetsart University.

Corresponding Author.

E-mail: Pawarisa.chano@ku.th; Ph: 097-479-7474

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 10 พฤษภาคม 2568
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 17 กรกฎาคม 2568
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 20 กรกฎาคม 2568

ดร. พรพรรณ นันทแพศย์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำหลักสูตรศิลปศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงินประยุกต์
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Dr. Pornwan Nunthaphad

Assistant Professor of the Master of Arts Program in Applied Finance
Faculty of Business Administration, Kasetsart University.

E-mail: pornwan.n@ku.th; Ph: 085-149-9559

บทคัดย่อ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์และอิทธิพลของการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการชำระหนี้ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังเป็นรายไตรมาสจากบริษัทจำนวน 21 แห่ง ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี 2020 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2024 ลักษณะข้อมูลแบบ Panel จำนวนข้อมูลทั้งหมด 420 ข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์เชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน รวมถึงการทดสอบทางสถิติด้วยเทคนิค Panel Least Squares (PLS) ด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป EViews ผลการศึกษาพบว่า การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการในรูปแบบของเงินกู้จากกิจการที่เกี่ยวข้องกัน (LFRP) ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (ICR) และขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่ใช้ประโยชน์จากการระดมทุนจากกิจการที่เกี่ยวข้องอย่างมีประสิทธิภาพ มีแนวโน้มที่จะสร้างมูลค่าได้สูงกว่า อีกทั้งบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่ดีจะมีข้อได้เปรียบในการสร้างมูลค่าได้สูงกว่า ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าการก่อหนี้ที่สูงจะเป็นการลดทอนมูลค่าของบริษัท ในขณะที่การให้เงินกู้แก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน ไม่พบความสัมพันธ์กับ EVA Spread ผลการวิจัยนี้สามารถใช้เป็นแนวทางสำหรับ ภาครัฐกิจอสังหาริมทรัพย์ ในการจัดหาเงินทุน และการบริหารโครงสร้างทางการเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทอย่างยั่งยืน โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ การตัดสินใจทางการเงินไม่เพียงแต่สะท้อนต่อผลประกอบการ

แต่ยังส่งผลต่อมูลค่ากิจการในระยะยาวด้วย

คำสำคัญ: การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการชำระหนี้ ส่วนต่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

Abstract

This study aimed to analyze the relationship and influence of equity dependence on the group's capital structure, and debt repayment capability on the economic value added of real estate companies listed on the Stock Exchange of Thailand. Quarterly retrospective data were collected from 21 companies, from the first quarter of 2020 to the fourth quarter of 2024. The panel data was used, with a total of 420 records. Descriptive statistics were used for analysis, including minimum, maximum, mean, and standard deviation. The Panel Least Squares (PLS) technique was also used, using the EViews software package. The results revealed that equity dependence on the group's capital in the form of loans from related parties (LFRP), interest coverage ratio (ICR), and firm size (SIZE) were significantly correlated with EVA spread, indicating that companies that effectively utilize equity utilization from related parties tend to create higher value. Furthermore, companies with larger sizes and strong interest coverage have an advantage in value creation. Debt-to-equity ratio (DE) was significantly inversely related to EVA spread, indicating that high debt leverage reduces firm value. Furthermore, loans to related parties were not correlated with EVA spread. These findings can serve as guidelines for the real estate sector. Financing and managing financial structure are key factors affecting the company's ability to create sustainable added value, especially in the context of listed companies. Financial decisions not only reflect operating results but also impact on long-term enterprise value.

Keywords: Intra-group Financing, Capital Structure, Debt Servicing Coverage, Economic Value-Added Spread, Property Development

บทนำ

ในโลกธุรกิจปัจจุบัน ความสัมพันธ์ระหว่างสถาบันการเงินและบริษัทที่มีการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการ (Intra-group Financing) มักก่อให้เกิดความขัดแย้งที่ซับซ้อน โดยเฉพาะเมื่อสถาบันการเงินแสดงความกังวลต่อธุรกรรมภายในกลุ่ม โดยผลกระทบของความขัดแย้งนี้ส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจในหลายด้าน นั่นคือ บริษัทที่พึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มมากเกินไปมักถูกจำกัดวงเงินสินเชื่อหรือต้องเผชิญกับเงื่อนไขการกู้ยืมที่เข้มงวดมากขึ้น ขณะเดียวกัน ต้นทุนทางการเงินก็มีแนวโน้มสูงขึ้นเนื่องจากการประเมินความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ธนาคารอาจคิดอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าปกติหรือเรียกร้องหลักประกันที่มากขึ้น นอกจากนี้ กระบวนการตรวจสอบและอนุมัติที่เข้มงวดยังทำให้เกิดความล่าช้าในการทำธุรกรรมทางการเงินซึ่งอาจส่งผลต่อความคล่องตัวในการดำเนินงานของบริษัท

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และ EVA Spread ถือเป็นตัวชี้วัดสำคัญในการประเมินประสิทธิภาพการสร้างมูลค่าของบริษัท (Young et al., 2000) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยส่วนใหญ่มุ่งเน้นเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนแบบดั้งเดิม แต่ยังขาดการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการ ซึ่งมีลักษณะเฉพาะคือมีโครงสร้างกลุ่มบริษัทที่ซับซ้อน Verschueren and Deloof (2006) พบว่าการระดมทุนภายในกลุ่มมีผลต่อโครงสร้างการเงินและความสามารถในการสร้างมูลค่าของบริษัท โดยสามารถลดต้นทุนเงินทุนและเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการ อีกทั้งในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ไทย การใช้เงินทุนจากกิจการที่เกี่ยวข้องเป็นรูปแบบการระดมทุนที่พบได้บ่อย แต่ยังไม่มีการศึกษาอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่ม

จากการสำรวจข้อมูลบริษัทในประเทศไทย พบว่าบริษัทอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มีลักษณะเป็นกลุ่มธุรกิจที่ประกอบด้วยบริษัทในเครือหลายแห่ง ซึ่งมีการถ่ายเทเงินทุนระหว่างกันอย่างสม่ำเสมอ การใช้เงินทุนจากกิจการที่เกี่ยวข้องจึงเป็นกลยุทธ์ทางการเงินที่สำคัญ ที่อาจส่งผลต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัท อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่มุ่งเน้นการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อ EVA ในมิติของโครงสร้างเงินทุนแบบดั้งเดิม ที่เกิดจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงินภายนอกหรือการออกหุ้นและหุ้นกู้ แต่ยังขาดการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับผลกระทบของ "การพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการ"

จากการทบทวนวรรณกรรม พบช่องว่างทางวิชาการที่สำคัญ ได้แก่ (1) งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ศึกษา EVA ในอุตสาหกรรมอื่น ยังไม่มีการศึกษาเฉพาะในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ไทย (2) งานวิจัยที่ศึกษาโครงสร้างเงินทุนมุ่งเน้นแหล่งเงินทุนภายนอก โดยไม่ได้คำนึงถึงลักษณะเฉพาะของการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการ และ (3) ยังไม่มีการศึกษาผลกระทบรวมของการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่ม โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการชำระหนี้ที่มีต่อ EVA Spread ในบริบทเฉพาะของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ไทย

ดังนั้น เพื่อเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการดังกล่าว การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการชำระหนี้ที่มีต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาอิทธิพลของตัวแปรเหล่านี้ต่อ EVA Spread ในช่วงปี 2020-2024 โดยผลการศึกษาจะช่วยให้นักลงทุนและผู้บริหารเข้าใจถึงปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย อันจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และการบริหารจัดการทางการเงินในอนาคต

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์และอิทธิพลของการการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการชำระหนี้ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตลาดทุนภายใน (Internal Capital Market Theory)

ทฤษฎีตลาดทุนภายใน (Internal Capital Market Theory) เป็นแนวคิดทางการเงินที่อธิบายการจัดสรรทุนภายในองค์กรขนาดใหญ่ที่มีหลายหน่วยงาน ทฤษฎีนี้เสนอว่าบริษัทใหญ่สามารถสร้างตลาดทุนภายในเพื่อจัดสรรทรัพยากรการเงินระหว่างหน่วยงานต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยไม่ต้องพึ่งพาตลาดทุนภายนอกเสมอไป (O'Brien, 1976) แนวคิดหลักอยู่ที่ความได้เปรียบด้านข้อมูลที่ผู้บริหารระดับสูงมีเหนือนักลงทุนภายนอก ผู้บริหารภายในมีข้อมูลที่ละเอียดเกี่ยวกับโอกาสการลงทุนและศักยภาพของแต่ละหน่วยงาน ทำให้สามารถตัดสินใจจัดสรรทุนได้เหมาะสมกว่า ตลาดทุนภายในช่วยให้องค์กรจัดสรรเงินทุนจากหน่วยงานที่มีกระแสเงินสดมากไปยังหน่วยงานที่มีโอกาสการลงทุนดีได้อย่างรวดเร็ว (Lamont, 1997) อย่างไรก็ตาม ตลาดทุนภายในมีข้อควรระวัง โดย Stein (1997) ชี้ให้เห็นปัญหาการแสวงหาผลประโยชน์ของหน่วยงาน และการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ เนื่องจากหน่วยงานต่างๆ อาจแข่งขันกันเพื่อได้รับการจัดสรรทุน โดยไม่คำนึงถึงประสิทธิภาพโดยรวม

ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ถือเป็นหนึ่งในแนวคิดสำคัญด้านโครงสร้างเงินทุนที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในวงการการเงิน Myers and Majluf (1984) ซึ่งเสนอว่า บริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนตามลำดับขั้นที่ชัดเจน เพื่อลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างบุคคลภายในองค์กร (เช่น ผู้บริหาร) และบุคคลภายนอก (เช่น นักลงทุน) โดยลำดับความชอบในการจัดหาเงินทุนของบริษัท คือ 1. กำไรสะสม (Retained Earnings) 2. การก่อหนี้ (Debt Financing) 3. การออกหุ้นใหม่ (Equity Issuance) กล่าวคือ บริษัทจะใช้เงินทุนภายในก่อน หากไม่เพียงพอจึงจะกู้ยืม และเลือกออกหุ้นเป็นทางเลือกสุดท้าย เนื่องจากการออกหุ้นอาจส่งสัญญาณลบต่อตลาดเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท (Ahmadimousaab et al., 2013) ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ที่ต้องการตรวจสอบว่าการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการทั้งในแง่ของการกู้ยืมเงินและการให้กู้ยืมเงินมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในรูปแบบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่

ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเป็นแนวคิดพื้นฐานที่สำคัญในการบริหารการเงิน โดยเฉพาะในด้านการจัดหาเงินทุนของบริษัท ทฤษฎีคลาสสิกที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายคือ ทฤษฎี Modigliani and Miller (1958) ซึ่งเสนอว่า ภายใต้สมมติฐานของตลาดที่สมบูรณ์แบบ (Perfect Capital Market) เช่น ไม่มีภาษี ค่าธรรมเนียมธุรกรรม หรือปัญหาตัวแทน โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ารวมของกิจการ ไม่ว่าบริษัทจะจัดหาเงินทุนด้วยทุน (Equity) หรือหนี้สิน (Debt) ก็ตาม ซึ่งเรียกว่าทฤษฎี “ความไม่เกี่ยวข้อง” (Irrelevance Theory) ต่อมา Modigliani and Miller (1963) ได้ปรับปรุงทฤษฎีของตนโดยนำประเด็นเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคลเข้ามาพิจารณา ซึ่งนำไปสู่ข้อสรุปว่าดอกเบี้ยที่บริษัทจ่ายจากการกู้ยืมสามารถหักลดหย่อน

ภาษีได้ (Interest Tax Shield) ส่งผลให้การใช้หนี้สินช่วยเพิ่มมูลค่าบริษัทในเชิงภาษี กล่าวคือ บริษัทที่มีหนี้สินจะมีมูลค่าสูงกว่าบริษัทที่ไม่มีหนี้ เพราะได้รับประโยชน์ทางภาษี อย่างไรก็ตาม แม้ในเชิงทฤษฎีจะเสนอว่าการใช้หนี้ทั้งหมด (100%) จะให้ประโยชน์ทางภาษีสูงสุด แต่ในทางปฏิบัติ บริษัทมักจะรักษาสสมดุลระหว่างทุนและหนี้ เพื่อควบคุมความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ และต้นทุนทางการเงินโดยรวม ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ที่ต้องการตรวจสอบว่าโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในรูปแบบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่

ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนความล้มละลาย (Trade-off Theory)

Trade-off Theory เป็นหนึ่งในทฤษฎีหลักที่อธิบายการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งทฤษฎีนี้ได้รับความสนใจอย่างแพร่หลาย โดยเป็นการต่อยอดจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1963) จุดกำเนิดของทฤษฎีนี้เกิดขึ้นเมื่อนักวิชาการเริ่มพิจารณาถึงความไม่สมบูรณ์ของตลาดในโลกแห่งความเป็นจริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลกระทบของภาษีเงินได้นิติบุคคล เมื่อนำปัจจัยนี้มาพิจารณาจึงเกิดความเข้าใจว่าการก่อหนี้มีประโยชน์ทางภาษี เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายซึ่งช่วยให้กิจการประหยัดภาษีและเพิ่มกระแสเงินสดหลังหักภาษีได้ อย่างไรก็ตาม การก่อหนี้ที่มากเกินไปก็นำมาซึ่งความเสี่ยงและต้นทุนที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้นเมื่อบริษัทมีภาระหนี้สินที่สูงเกินไป และหลักการสำคัญของทฤษฎีนี้ คือ การรักษาสมดุลระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนของการก่อหนี้ บริษัทที่ดำเนินการตามทฤษฎีนี้จะพยายามค้นหาระดับหนี้สินที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Point) ซึ่งจะช่วยให้มูลค่าของบริษัทที่สูงที่สุด โดยจุดที่เหมาะสมที่สุดนี้เกิดขึ้นเมื่อประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของหนี้สินอีก 1 หน่วยพอดีกับต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการก่อหนี้เพิ่มเติม (Ahmadimousaab et al., 2013) โดยสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ที่ต้องการตรวจสอบว่าโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในรูปแบบของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และ EVA Spread

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) เป็นเครื่องมือวัดผลการดำเนินงานที่พัฒนาโดยบริษัท Stern Stewart & Co. ในช่วงปี 1980 โดยมีเป้าหมายเพื่อประเมินความสามารถของกิจการในการสร้างมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์อย่างแท้จริง โดยพิจารณาต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด (Total Cost of Capital) ซึ่งรวมถึงต้นทุนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity) ที่ถือเป็นต้นทุนเชิงโอกาส (Opportunity Cost) แม้จะไม่ได้แสดงในงบการเงิน

EVA สามารถใช้ประเมินได้ว่า กิจการสร้างผลตอบแทนได้สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนหรือไม่ หาก EVA มีค่ามากกว่า 0 แสดงว่า กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ (Stewart, 1991; Young et al., 2000) ในขณะที่ EVA Spread เป็นค่าที่วัดความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนจากการดำเนินงาน (Return on Capital) กับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ซึ่งสะท้อนประสิทธิภาพในการใช้ ทุนที่แท้จริง หาก EVA Spread เป็นบวก แสดงว่า กิจการสามารถสร้างผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนของทุนที่ใช้ มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$EVA = NOPAT - (Invested Capital \times WACC)$$

โดยที่	NOPAT	คือ	กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี
	Invested Capital	คือ	เงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน
	WACC	คือ	ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก

EVA ที่เป็นบวกสะท้อนว่า กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ ในทางตรงกันข้าม EVA ที่เป็นลบ แสดงถึงการลดทอนมูลค่าของผู้ถือหุ้น หรือแสดงว่าผลตอบแทนจากการดำเนินงานต่ำกว่าต้นทุนของเงินทุนที่ใช้ EVA ประกอบด้วยองค์ประกอบสำคัญ 3 ส่วน ได้แก่

1) กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) เป็นกำไรที่เกิดจากการดำเนินงานหลักของกิจการ โดยไม่รวมรายการพิเศษและดอกเบี้ยจ่าย ที่สะท้อนความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานที่แท้จริง สูตรการคำนวณ มี 2 วิธี ดังนี้

วิธีที่ 1 $NOPAT = (\text{รายได้} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}) \times (1 - \text{อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล})$

วิธีที่ 2 $NOPAT = (\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} + \text{ภาษี}) \times (1 - \text{อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล})$

2) เงินลงทุน (Invested Capital) คือ การลงทุนที่มาจากทั้งผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ของบริษัท โดยเป็นแหล่งเงินทุนที่บริษัทใช้เพื่อดำเนินธุรกิจและการขยายกิจการ โดยเงินลงทุนมีการใช้งาน 2 ประเภทหลัก คือ การซื้อสินทรัพย์ถาวรและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน มีวิธีการคำนวณ 2 แบบ ดังนี้

แบบที่ 1 Operating Approach

Invested Capital = เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ + ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ + ค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตน
 โดยที่ เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ = สินทรัพย์ดำเนินงานหมุนเวียน - หนี้สินหมุนเวียนที่ไม่มีภาระดอกเบี้ย
 ค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตน คือ ชื่อเสียงแบรนด์ ลิขสิทธิ์ ฯลฯ

แบบที่ 2 Financing Approach

Invested Capital = หนี้สินรวมและสัญญาเช่า + ส่วนของผู้ถือหุ้น - เงินสดที่ไม่ได้ใช้ในการดำเนินงานและเงินลงทุน

3) ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) คือ ต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยของกิจการถ่วงน้ำหนักตามสัดส่วน การคำนวณทำได้ดังนี้

$$WACC = \frac{D}{V} \times K_d \times (1-T) + \left[\left(\frac{E}{V} \right) \times K_e \right]$$

โดยที่ D คือ มูลค่าหนี้สิน
 E คือ มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น
 V คือ E + D
 T คือ อัตราภาษีเงินได้
 K_d คือ ต้นทุนหนี้สิน
 K_e คือ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถคำนวณได้จากสมการ CAPM ดังนี้

$$K_e = R_f + \beta \times \text{Risk premium}$$

โดยที่ R_f คือ อัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยง (Risk free Rate)
 β คือ ความผันผวนของผลตอบแทนบริษัทเมื่อเทียบกับตลาด
 Risk Premium คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดและอัตราผลตอบแทนโดยปราศจากความเสี่ยง

EVA Spread เป็นตัวชี้วัดทางการเงินที่แสดงถึงความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการในรูปแบบอัตราส่วน โดยคำนวณจากผลต่างระหว่าง อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) กับ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) ซึ่งมีข้อได้เปรียบในการเปรียบเทียบข้ามกิจการที่มีขนาดแตกต่างกัน เนื่องจากใช้หน่วยเป็นอัตราส่วน ไม่ใช่ค่าสัมบูรณ์ เช่นเดียวกับ EVA ค่า EVA Spread ที่เป็นบวก แสดงว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ ในขณะที่ค่า EVA Spread ที่เป็นลบ แสดงว่ามูลค่าของผู้ถือหุ้นมีแนวโน้มลดลง (Maneepreechadeelert et al., 2024) มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$EVA \text{ Spread} = ROIC - WACC$$

โดยที่ ROIC หรือ Return on invested capital คืออัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุนสุทธิ

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Invested Capital}}$$

ข้อดีของ EVA Spread คือ สามารถเปรียบเทียบประสิทธิภาพของหลายกิจการหรือหลายโครงการได้ โดยไม่ขึ้นอยู่กับขนาดของเงินลงทุนที่ใช้ ซึ่งต่างจาก EVA ที่อาจแสดงเพียงตัวเลขสูงเพียงเพราะใช้เงินลงทุนมาก แม้ว่า ROIC จะไม่สูงมากก็ตาม ดังนั้น EVA Spread จึงถูกใช้ในเชิงกลยุทธ์เพื่อประเมินศักยภาพของโครงการใหม่ๆ หรือเพื่อวิเคราะห์ความคุ้มค่าในการลงทุนในสินทรัพย์เพิ่มเติม (Hatane et al., 2023)

แนวคิดเกี่ยวกับกลุ่มธุรกิจ (Business Group)

กลุ่มธุรกิจ (Business Group) หมายถึง กลุ่มของบริษัทที่มีความเชื่อมโยงกันทั้งในเชิงการถือหุ้น การบริหารจัดการ และการดำเนินธุรกิจ ภายใต้การควบคุมของครอบครัวหรือกลุ่มผู้ถือหุ้นหลักเดียวกัน (Khanna & Yafeh, 2007) ซึ่งมักประกอบด้วย บริษัทแม่และบริษัทในเครือหลายแห่ง โดยกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่มักมีการดำเนินงานในหลายอุตสาหกรรม ตัวอย่างของกลุ่มบริษัทในเครือ เช่น Sogo Shosha ในประเทศญี่ปุ่น และ Chaebol ในประเทศเกาหลีใต้

แนวคิดการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ (Intra-group Financing)

การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ หมายถึง การที่บริษัทได้รับความช่วยเหลือทางการเงินจากบริษัทในเครือหรือกิจการที่เกี่ยวข้องกัน (Related Parties) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการบริหารจัดการทรัพยากรทางการเงินภายในกลุ่มให้เกิดประสิทธิภาพ หรือในบางกรณีอาจเกี่ยวข้องกับการวางแผนภาษีและการจัดการกำไรภายในกลุ่มกิจการ (Organisation for Economic Co-operation and Development 2012) การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการสามารถเกิดขึ้นได้หลายรูปแบบ ตามที่ International Accounting Standards Board (IASB) กำหนดไว้ในมาตรฐาน IAS 24 – Related Party Disclosures ได้แก่ การให้กู้ยืมระหว่างบริษัทในเครือ การค้าประกันเงินกู้ การซื้อขายสินค้าหรือบริการระหว่างกัน การร่วมทุนในโครงการ การโอนสินทรัพย์ หรือหนี้สินระหว่างกัน (Chu & Leong, 2021) โดยแนวคิดนี้มีรากฐานมาจากทฤษฎีตลาดทุนภายใน (Internal Capital Market Theory) ของ Williamson (1975) ต่อมา Lamont (1997) ได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์ครั้งแรกเกี่ยวกับการทำงานของตลาดทุนภายในองค์กร และพบหลักฐานที่ชัดเจนว่ากระแสเงินสดของหน่วยธุรกิจหนึ่งส่งผลต่อการลงทุนของหน่วยธุรกิจอื่นภายในบริษัทเดียวกันซึ่งเป็นการยืนยันการทำงานของระบบการเงินภายในกลุ่มกิจการ Saragih (2021) อธิบายถึงผลกระทบทั้งในเชิงบวกและเชิงลบต่อกิจการ โดยในด้านบวก การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการอาจช่วยลดต้นทุนของบริษัทผู้กู้เนื่องจากเงื่อนไขที่ผ่อนปรนกว่าการกู้ยืมจากสถาบันการเงินภายนอกและยังช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เปื้อนอุปสรรคสำคัญในการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ในขณะที่ผู้ให้กู้อาจได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าการนำเงินไปลงทุนในทางเลือกอื่นๆ ส่วนในด้านลบ การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการอาจนำไปสู่ปัญหาความเสี่ยงเชิงระบบ (Systematic Risk) ภายในกลุ่ม กล่าวคือ หากบริษัทใดบริษัทหนึ่งในกลุ่มประสบปัญหาทางการเงิน อาจส่งผลกระทบเป็นลูกโซ่ไปยังบริษัทอื่นๆ ที่มีความเชื่อมโยงทางการเงินระหว่างกัน นอกจากนี้ การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการยังอาจนำไปสู่ปัญหาการถ่ายโอนผลประโยชน์ (Tunneling) จากบริษัทหนึ่งไปอีกบริษัทหนึ่ง โดยเฉพาะในกรณีที่เงื่อนไขของธุรกรรมไม่ได้เป็นไปตามกลไกตลาดซึ่งอาจจะส่งผลเสียต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทที่เสียเปรียบได้ โดยแนวคิดนี้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ที่ต้องการตรวจสอบว่าการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการมีอิทธิพลต่อ EVA Spread

แนวคิดเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ (Debt Servicing Coverage)

ความสามารถในการชำระหนี้ หมายถึง ความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้ระยะยาวและภาระผูกพันทางการเงินเป็นตัวชี้วัดสำคัญของสุขภาพทางการเงินของบริษัท ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่องในอนาคต วิธีที่รวดเร็วที่สุดในการประเมินความสามารถในการชำระหนี้ คือ การตรวจสอบส่วนของผู้ถือหุ้นในงบแสดงฐานะการเงิน หากมีค่าเป็นบวก แสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ แต่หากมีค่าเป็นลบ อาจบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการล้มละลาย ซึ่งสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ที่ต้องการตรวจสอบว่าความสามารถในการชำระหนี้มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หรือไม่

อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio: ICR) มีสูตรคำนวณคือ

$$ICR = \frac{EBITDA}{Interest}$$

อัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถของบริษัทในการชำระดอกเบี้ยจากรายได้ที่สร้างขึ้น โดยทั่วไป อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio: ICR) ที่ยิ่งสูง ยิ่งสะท้อนถึงสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง และความสามารถในการบริหารภาระหนี้ได้ดี การตีความค่า ICR มีความสำคัญต่อการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิต โดย ICR ที่ต่ำกว่า 1.5 เท่า มักบ่งชี้ถึงความเสี่ยงที่สูงในการผิดนัดชำระหนี้ แม้บริษัทจะมีรายได้เพียงพอสำหรับชำระดอกเบี้ย แต่มีส่วนเกินที่ต่ำมาก ในทางตรงกันข้าม ICR ที่สูงกว่า 3 เท่า ถือเป็นระดับที่ปลอดภัย และแสดงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม เกณฑ์การประเมิน ICR อาจแตกต่างกันไปตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมและสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

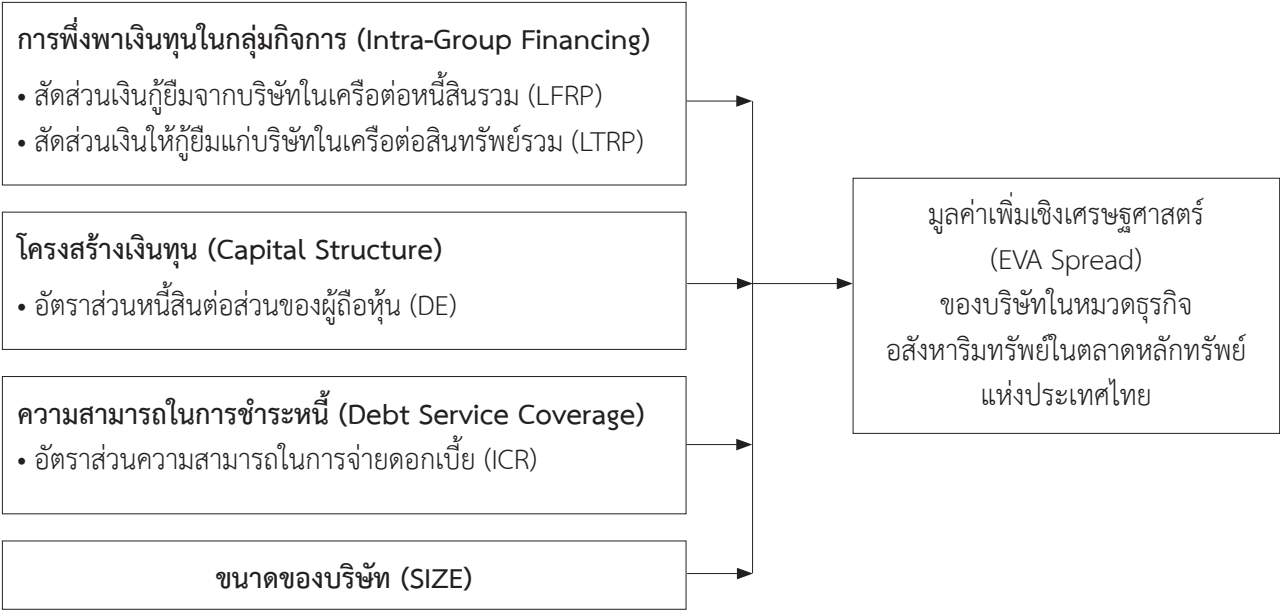
การใช้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) และ EVA Spread ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายว่าเป็นเครื่องมือวัดประสิทธิภาพในการสร้างมูลค่าทางเศรษฐกิจของกิจการ โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนขนาดใหญ่และความเสี่ยงสูง เช่น ธุรกิจสังหาริมทรัพย์ โดย Saensuriwong et al. (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่า EVA กับราคาหุ้นของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า EVA มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น และสามารถใช้เป็นตัวชี้วัดในการคาดการณ์แนวโน้มการเติบโตของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนถึงบทบาทของ EVA ในการแสดงศักยภาพการสร้างมูลค่าที่แท้จริงของกิจการในสายตาของนักลงทุน และ ในทำนองเดียวกัน Hatane et al. (2023) พบว่า EVA Spread เป็นเครื่องมือที่ช่วยให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยมุ่งเน้นไปที่โครงการที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นโดยตรง ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่า EVA Spread ไม่เพียงเป็นเครื่องมือวัดผล แต่ยังสามารถใช้ในการกำหนดกลยุทธ์การลงทุนและการเงินของกิจการได้อย่างชัดเจน การศึกษาครั้งนี้จึงนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาเป็นตัวชี้วัดมูลค่ากิจการของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ไทย.

แนวคิดการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มธุรกิจ (Intra-group Financing) สอดคล้องกับทฤษฎีการลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Theory) ซึ่งชี้ว่าการจัดสรรทุนภายในสามารถช่วยลดต้นทุนของเงินทุนและเพิ่มประสิทธิภาพในการเข้าถึงแหล่งทุนโดยไม่ต้องพึ่งพาการจัดหาเงินทุนภายนอก (Myers & Majluf, 1984) จากการศึกษาโดย Verschueren and Deloof (2006) พบว่า การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มสามารถลดต้นทุนจากปัญหาข้อมูลไม่สมมาตร และช่วยให้บริษัทมีความคล่องตัวทางการเงินเพิ่มขึ้น ในทำนองเดียวกัน Santioni and Supino (2018) ศึกษาในกลุ่มบริษัทในอิตาลีระหว่างช่วงวิกฤตการเงิน พบว่าการจัดสรรทุนภายในกลุ่มช่วยเสริมเสถียรภาพทางการเงิน และลดผลกระทบจากแหล่งทุนภายนอกที่ขาดแคลน ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นว่าต้นทุนการกู้ยืมเงินในอิตาลีส่งผลต่อการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการทั้งในแง่ของการกู้ยืมเงินจากกิจการในกลุ่ม (LFRP) และการให้บริษัทในกลุ่มกิจการกู้ยืมเงิน (LTRP) จะส่งผลบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ตามทฤษฎี Trade-off Theory บริษัทจะเลือกใช้หนี้จนถึงระดับที่ต้นทุนความเสี่ยงจากการล้มละลาย (Financial Distress Cost) สูงกว่าผลประโยชน์จากภาษีที่ได้รับจากการใช้หนี้ (Tax Shield) ซึ่งทำให้การก่อหนี้ที่มากเกินไปอาจส่งผลลบต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการ หลายงานวิจัยแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนหนี้สินกับ EVA เช่นในงานของ Chalardpodjanaporn (2008) ที่ศึกษาในบริบทของกลุ่มธุรกิจไทย พบว่าการใช้หนี้มากเกินไปอาจลดเสถียรภาพทางการเงินโดยรวม แม้จะมีการทำธุรกรรมระหว่างกันภายในกลุ่มก็ตาม เนื่องจากการเพิ่มความเสี่ยงจากภาระดอกเบี้ยและความเสี่ยงในการล้มละลายซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าเพิ่มของกิจการ นอกจากนี้ Shi (2023) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราหนี้สินกับความสามารถในการทำกำไรมีลักษณะเป็น “โค้ง U กลับหัว” กล่าวคือ หนี้สินในระดับปานกลางจะช่วยเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจ แต่เมื่อเกินจุดเหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อกำไรของกิจการ งานวิจัยนี้ต่อยอดความสำคัญของการจัดการระดับหนี้สินให้สมดุลเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจ (Economic Value Added) นำไปสู่สมมติฐานที่ 3 โครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ กล่าวคือ การที่บริษัทมีการใช้เงินทุนจากหนี้สินสูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นจะส่งผลทางลบต่อกิจการ

นอกจากนี้ บริษัทที่มีอัตราความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio: ICR) สูง มักมีสถานะทางการเงินที่มั่นคงกว่า และสามารถรักษาความน่าเชื่อถือทางเครดิต ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินลดลง โดย Brigham and Houston (2019) เสนอว่า ICR ที่ต่ำกว่า 1.5 เท่ามักบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ ในขณะที่ค่า ICR ที่สูงกว่า 3 สะท้อนถึงความสามารถในการบริหารภาระดอกเบี้ยได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับ Mubarok et al. (2024) ที่ศึกษาบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในอินโดนีเซีย พบว่าบริษัทขนาดใหญ่สามารถจัดการแหล่งทุนได้ดีกว่าในภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน และมีความสามารถในการชำระหนี้ที่สูงกว่า เนื่องจากมีทุนสำรองมากกว่าและมีโครงสร้างทางการเงินที่มั่นคงกว่า เช่นเดียวกับ Liu (2024) ที่เปรียบเทียบรัฐวิสาหกิจกับบริษัทเอกชนในจีน พบว่า รัฐวิสาหกิจซึ่งได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลมีต้นทุนการเงินต่ำกว่าและสามารถรักษาความสามารถในการชำระหนี้ได้ดีกว่า ขณะที่บริษัทเอกชนมีความยืดหยุ่นในการปรับตัวต่อสภาวะตลาดมากกว่า ซึ่งทั้งสองปัจจัยต่างส่งผลโดยตรงต่อระดับ ICR ของกิจการ จึงนำไปสู่สมมติฐานที่ 4 ความสามารถในการชำระหนี้ที่จะส่งผลในเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์

แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

โดยสรุป ผู้วิจัยได้กำหนดสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 สัดส่วนเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อหนี้สินรวม (LFRP) มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในเชิงบวก

สมมติฐานที่ 2 สัดส่วนเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน (LTRP) มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในเชิงบวก

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในเชิงลบ

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR) มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในเชิงบวก

สมมติฐานที่ 5 ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในเชิงบวก

ตารางที่ 1 ตารางแสดงสมมติฐานทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปร	ทิศทาง	ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
1. สัดส่วนเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกัน (LFRP)	บวก	ทฤษฎีตลาดทุนภายในและการลดต้นทุนตัวแทน	Verschueren and Deloof (2006)
2. สัดส่วนเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน (LTRP)	บวก	แนวคิดการจัดสรรทรัพยากรภายในกลุ่ม	Santioni and Supino (2018)
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)	ลบ	ทฤษฎีแลกเปลี่ยนผลประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนความล้มละลาย	Peng et al. (2002)
4. อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (ICR)	บวก	แนวคิดความสามารถในการชำระหนี้	Mubarok et al. (2024)
5. ขนาดของกิจการ (SIZE)	บวก	แนวคิดการประหยัดต่อขนาด	Allodi et al. (2020) และ Ambrose et al. (2019)

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภท Panel Data ซึ่งเป็นข้อมูลรายไตรมาสระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี 2020 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี 2024 รวมทั้งหมด 20 ช่วงเวลา (T = 20) กลุ่มเป้าหมายในการศึกษาคือบริษัทในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 59 บริษัท อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยได้คัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนตลอดช่วงเวลาที่กำหนด ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้จริงจำนวน 21 บริษัท (n = 21) รวมข้อมูลทั้งสิ้น 420 ข้อมูล แม้ว่าขนาดของกลุ่มตัวอย่างนี้จะน้อยกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่แนะนำในหลายงานวิจัย (เช่น n ≥ 30 เพื่อให้เกิดความมั่นคงทางสถิติ; Baltagi, 2008) แต่การมีจำนวนช่วงเวลาสูง (T = 20) ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของการประมาณค่าพารามิเตอร์ในแบบจำลอง Panel Data ได้ในระดับหนึ่ง ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ระบุข้อจำกัดนี้ไว้เพื่อใช้ในการตีความผลอย่างระมัดระวัง ข้อมูลทั้งหมดถูกรวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ งบการเงินเฉพาะกิจการรายไตรมาสสำหรับวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรต่าง ๆ ผ่านค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากแบบจำลอง Panel Least Squares โดยพิจารณาว่าค่าดังกล่าวมีทิศทางบวกหรือลบ เพื่อศึกษาแนวโน้มของความสัมพันธ์ในสมการถดถอยต่อไป

EVA Spread_{i,t} = β₀ + β₁LFRP_{i,t} + β₂LTRP_{i,t} + β₃DE_{i,t} + β₄ICR_{i,t} + β₅log (SIZE_{i,t}) + ε_{i,t}

โดยตัวแปรในสมการการศึกษามีดังนี้

- EVA Spread_{i,t} คือ ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) กับต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) ของบริษัท i ณ เวลาที่ t
- β₀ คือ ค่าคงที่ (จุดตัดแกน Y).
- LFRP_{i,t} คือ สัดส่วนเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อหนี้สินรวมของบริษัท i ณ เวลาที่ t
- LTRP_{i,t} คือ สัดส่วนเงินให้กู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ เวลาที่ t
- DE_{i,t} คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ เวลาที่ t
- ICR_{i,t} คือ อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยของบริษัท i ณ เวลาที่ t
- SIZE_{i,t} คือ ขนาดของกิจการของบริษัท i ณ เวลาที่ t
- ε_{i,t} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของบริษัท i ณ เวลาที่ t

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์เชิงสถิติพรรณนา

การวิเคราะห์เชิงสถิติพรรณนาที่นำมาศึกษาวิจัย ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปร	หน่วย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
EVA Spread	ร้อยละ	-0.10	-0.33	-0.22	0.03
LFRP	ร้อยละ	0.62	0.001	0.15	0.15
LTRP	ร้อยละ	0.98	0.001	0.45	0.28
DE	เท่า	6.63	0.24	1.62	1.05
ICR	เท่า	157.64	-17.20	6.79	21.46
SIZE	ล้านบาท	228,000	19,363	37,163	46,411

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาเป็นดังนี้

EVA Spread มีค่าเฉลี่ยติดลบที่ร้อยละ 22 หมายความว่า บริษัทในกลุ่มพัฒนาธุรกิจสังหาริมทรัพย์ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนเงินทุนได้ หรือมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) ต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) แม้แต่บริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดในกลุ่มตัวอย่างยังคงมี EVA Spread ติดลบอยู่ที่ร้อยละ 10 แสดงให้เห็นถึงความท้าทายในอุตสาหกรรมนี้ที่จะสร้างผลตอบแทนให้สูงกว่าต้นทุนเงิน ในขณะที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.03 ค่อนข้างต่ำ เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยแสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่า EVA Spread ที่ใกล้เคียงกัน สะท้อนถึงความคล้ายคลึงกันในอุตสาหกรรมพัฒนาสังหาริมทรัพย์

LFRP มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 15 เป็นระดับที่ไม่สูงมากนัก ค่าสูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 62 ในขณะที่ค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.1 นั่นคือแทบจะไม่ได้พึ่งพาเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันเลย ส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ LFRP เท่ากับร้อยละ 15 เท่ากับค่าเฉลี่ยพอดีแสดงถึงความแตกต่างที่ค่อนข้างมากระหว่างบริษัทในกลุ่มตัวอย่างในด้านการพึ่งพาเงินกู้ยืมสะท้อนถึงความหลากหลายของกลยุทธ์ในการจัดหาเงินของอุตสาหกรรมนี้

LTRP มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 45 เป็นสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับระดับ LFRP ค่า LTRP สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 98 แสดงให้เห็นว่ามีบางบริษัทที่มีการให้เงินกู้ยืมแก่กิจการในกลุ่มสูงมากเกือบเทียบเท่าสินทรัพย์ของบริษัท ในขณะที่ค่าต่ำสุดอยู่ที่ร้อยละ 0.01 แสดงให้เห็นว่าบางบริษัทแทบจะไม่ได้มีการให้กิจการในกลุ่มกู้ยืมเลย ส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ LTRP เท่ากับ 0.28 หรือร้อยละ 28 ซึ่งค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างมากในระดับการพึ่งพาเงินให้กู้ยืมในกลุ่มกิจการ

DE มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.62 แสดงให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการใช้หนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงลักษณะทั่วไปของธุรกิจพัฒนาสังหาริมทรัพย์ที่มักจะมีการก่อหนี้เพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการต่างๆ โดยมีค่า DE สูงสุดอยู่ที่ 6.63 สะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินที่สูงมาก ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.24 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 1.05 แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างมากในโครงสร้างเงินทุน

ICR มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 6.79 แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีสูงกว่าดอกเบี้ยจ่ายถึง 6.79 เท่า ซึ่งถือว่ามีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่ค่อนข้างดี ซึ่งโดยทั่วไปแล้ว ICR ที่มากกว่า 1.5 เท่าก็ถือว่าเพียงพอแล้วสำหรับการชำระดอกเบี้ย ทั้งนี้ พบว่ามีค่า ICR สูงสุดอยู่ที่ 157.64 ซึ่งแสดงถึงความสามารถที่สูงมากในการชำระดอกเบี้ย ค่าต่ำสุด -17.20 หมายถึง บริษัทมีผลการดำเนินงานขาดทุนและไม่สามารถชำระดอกเบี้ยได้ โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 21.46 สูงมากเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างมากในความสามารถในการชำระดอกเบี้ย นั่นคือ บางบริษัทมีความแข็งแกร่งทางการเงินสูงมาก ในขณะที่บางบริษัทกำลังประสบปัญหาการเงินที่รุนแรง

ขนาดกิจการ (Size) เป็นตัวแปรควบคุมที่วัดขนาดของกิจการ จากผลการวิเคราะห์พบว่า Size มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 37,163 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทขนาดใหญ่ โดยมีค่า Size สูงสุดอยู่ที่ 228,000 ล้านบาท และค่าต่ำสุดอยู่ที่ 19,363 ล้านบาท ส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 46,411 ล้านบาท ซึ่งค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย แสดงให้เห็นว่าการกระจายตัวค่อนข้างกว้าง

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

ผู้วิจัยได้ดำเนินการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย โดยใช้วิธี Panel Least Squares ในการวิเคราะห์ข้อมูล ทั้งนี้ ก่อนการวิเคราะห์ ผู้วิจัยได้ทำการ เตรียมข้อมูลให้เหมาะสมกับการวิเคราะห์แบบ Panel Data โดยดำเนินการดังนี้

1. การตรวจสอบปัญหา Unit Root ผู้วิจัยใช้การทดสอบ Augmented Dickey-Fuller (ADF) test กับตัวแปรทั้งหมด และพบว่าบางตัวแปร ได้แก่ LTRP, DE และ Size มีลักษณะไม่นิ่งในระดับข้อมูลดิบ (Non-stationary) จึงได้ทำการแปลงข้อมูลด้วยวิธี First Difference เพื่อให้ตัวแปรอยู่ในระดับที่นิ่งก่อนนำเข้าสู่แบบจำลอง (Dickey & Fuller, 1979)

2. การทดสอบปัญหา Multicollinearity จากการวิเคราะห์พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรอิสระไม่มีคู่ใดเกิน 0.8 และค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรทั้งหมดอยู่ในช่วงต่ำกว่า 10 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2010)

ตารางที่ 3 ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

Correlation	LFRP	LTRP	DE	ICR	SIZE
LFRP	1	0.3680	-0.1160	-0.3553	0.2751
LTRP	0.3680	1	0.0267	-0.2412	-0.0751
DE	-0.1160	0.0267	1	-0.1845	0.1658
ICR	-0.3553	-0.2412	-0.1845	1	0.0196
SIZE	0.2751	-0.0751	0.1658	0.0196	1

จากตารางที่ 3 พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.3553 ถึง 0.3680 ซึ่งไม่เกิน 0.8 ทำให้ไม่มีปัญหา Multicollinearity จึงสามารถนำไปวิเคราะห์ ต่อไปได้

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ด้วยค่า Variance Inflation Factor (VIF)

VIF	LFRP	LTRP	DE	ICR	SIZE
LFRP	-	2.85	1.36	1.11	1.02
LTRP	2.85	-	5.64	-0.63	1.05
DE	1.36	5.64	-	-0.76	1.03
ICR	1.11	-0.63	-0.76	-	1.00
SIZE	1.02	1.05	1.03	1.00	-

จากตารางที่ 4 จะเห็นว่าผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมของกลุ่มตัวอย่าง ที่ทำการศึกษาทุกคู่มีค่า VIF ตั้งแต่ -0.76 ถึง 5.64 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 10 จึงไม่พบปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2010)

3. การตรวจสอบปัญหา Autocorrelation ค่าดัชนี Durbin-Watson (D.W.) จากแบบจำลองเบื้องต้นพบว่ามีแนวโน้ม เกิดปัญหา autocorrelation เล็กน้อย ผู้วิจัยจึงได้ทำการแก้ไขโดยการนำค่าความคลาดเคลื่อนในอดีต (lagged residuals) เข้ามาเป็นตัวแปรในแบบจำลองเพื่อแก้ไขปัญหาความสัมพันธ์ของค่าคงเหลือ

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบปัญหา Autocorrelation จากค่า Durbin-Watson

K	N	d_l	d_u	$4-d_u$	$4-d_l$	Durbin-Watson	
						ก่อนแก้	หลังแก้
5	378	1.80	1.85	2.15	2.20	1.2884	1.9435

จากตารางที่ 5 ผลการทดสอบพบว่าค่าสถิติ Durbin-Watson ที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 1.2884 ซึ่งอยู่ในช่วงปฏิเสธ H_0 มีปัญหา Autocorrelation หลังเพิ่มตัวแปร lagged residuals ทำให้ค่าสถิติ Durbin-Watson อยู่ที่ 1.9435 อยู่ใน ช่วงที่ยอมรับ H_0 ไม่มีปัญหา Autocorrelation (Durbin & Watson, 1950)

4. การเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม ผู้วิจัยทำการเปรียบเทียบ Fixed Effect Model กับ Random Effect Model โดยใช้การทดสอบ Hausman test (Hausman, 2015) ผลการทดสอบพบว่า p-value < 0.05 แสดงให้เห็นว่า Fixed Effect Model มีความเหมาะสมมากกว่า จากนั้นได้ทำการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองโดยใช้ Wald test ซึ่งพบว่าแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ Fixed Effect Model ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป EVIEWS มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.2337	0.0019	-125.0924	0.0000***
LFRP	0.0369	0.0117	3.1457	0.0018***
D(LTRP)	0.0124	0.0123	1.0136	0.3116
D(DE)	-0.0104	0.0037	-2.7959	0.0055***
ICR	0.0004	0.0060	7.4482	0.0000***
D(LOGSIZE)	0.1647	0.0438	3.7576	0.0002***
RESID_LAG1	0.3323	0.0584	5.6933	0.0000***
RESID_LAG2	0.1089	0.0593	1.8357	0.0674*
R-Squared		0.8765	F-Statistic	80.9740
Adjusted R Squared		0.8657	Prob. (F-Statistic)	0.0000
Durbin Watson		1.9435		

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

จากตารางที่ 6 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการชำระหนี้ ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ คือ 1. สัดส่วนเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อหนี้สินรวม (LFRP) 2. สัดส่วนเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อสินทรัพย์รวม (LTRP) 3. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) 4. อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (ICR) และตัวแปรควบคุม คือ ขนาดกิจการ (SIZE) พบว่ามี 1 ตัวแปรที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($p \text{ value} > 0.10$) นั่นคือ สัดส่วนเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อสินทรัพย์รวม (LTRP) ส่วนที่เหลือส่งผลต่อ EVA Spread ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ($p \text{ value} < 0.01$)

ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าแบบจำลองมีค่า R-Square เท่ากับ 0.8765 หมายความว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถร่วมกันอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตาม คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ (EVA Spread) ได้ถึง 87.65% และส่วนที่เหลืออีก 12.35% อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ได้รวมอยู่ในแบบจำลองนี้ นอกจากนี้ ค่า Adjusted R-Square เท่ากับ 0.8657 ซึ่งเป็นค่าที่ปรับแล้วให้เหมาะสมกับจำนวนตัวแปรในแบบจำลอง แสดงว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมในระดับสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการศึกษาข้อมูลประเภท Panel Data ที่มีตัวแปรหลายมิติ ทั้งนี้ ตามแนวทางของ Hair et al. (2010) ค่า R-Square ที่สูงกว่า 0.70 สามารถถือได้ว่าแบบจำลองมีความสามารถในการอธิบายที่ดีในบริบทของการวิจัยด้านการเงินและพฤติกรรมองค์กร

ตารางที่ 7 ผลการสรุปการทดสอบสมมติฐานของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ	ค่าสัมประสิทธิ์
1. LFRP มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในทิศทางเดียวกัน	Accept	0.0369
2. LTRP มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในทิศทางเดียวกัน	Reject	0.0124
3. DE มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในทิศทางตรงกันข้าม	Accept	-0.0104
4. ICR มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในทิศทางเดียวกัน	Accept	0.0004
5. SIZE มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread ในทิศทางเดียวกัน	Accept	0.1647

จากผลการวิเคราะห์ สามารถเขียนสมการถดถอยพหุคูณจากผลการวิเคราะห์ได้ดังนี้

$$\text{EVA Spread} = -0.2337 + 0.0369\text{LFRP}^{***} + 0.0124\text{D(LTRP)} - 0.0104\text{D(DE)}^{***} + 0.0004\text{ICR}^{***} + 0.1647\text{D(LOG SIZE)}^{***} + 0.3323\text{RESID_LAG}^{***} + 0.1089\text{RESID_LAG2}^*$$

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

อภิปรายผล

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อหนี้สินรวม (LFRP) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA Spread)

จากผลการศึกษาพบว่า LFRP มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญ (P-value < 0.01) กล่าวคือ เมื่อสัดส่วนเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อหนี้สินรวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ EVA Spread เพิ่มขึ้นร้อยละ 3.69 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1 โดยอาจมีสาเหตุมาจากต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า มีความยืดหยุ่นในการบริหารกระแสเงินสด เนื่องจากมีเงื่อนไขและระยะเวลาการชำระหนี้มากกว่าทำให้บริษัทสามารถบริหารกระแสเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่เศรษฐกิจมีความผันผวนสูง รวมถึงการลดความเสี่ยงจากการไม่สมมาตรของข้อมูลและช่วยให้บริษัทเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายขึ้นในช่วงวิกฤติ ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Verschueren และ DeLoof (2006) ที่พบว่า การพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มช่วยเหลือต้นทุนจากปัญหาข้อมูลไม่สมมาตรและความคล่องตัวในการบริหารเงินทุน และ Santioni and Supino (2018) ที่พบว่า การจัดสรรเงินทุนภายในกลุ่มช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้แม้ในช่วงที่แหล่งเงินทุนจากภายนอกขาดแคลน

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนเงินให้กู้ยืมแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกันต่อสินทรัพย์รวมที่มีความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่ง (D(LTRP)) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA Spread)

จากผลการศึกษาพบว่า LTRP ที่มีความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญ (p value > 0.10) ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 2 โดยความขัดแย้งที่เกิดขึ้นอาจมีสาเหตุมาจากการให้บริษัทในกลุ่มกู้ยืมเงินไม่ได้มีส่วนที่ทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป และอีกความเป็นไปได้หนึ่งคือ การให้กู้ยืมภายในกลุ่มอาจไม่ได้เป็นกลไกที่สร้างผลตอบแทนให้บริษัทเจ้าของเงินในระยะสั้น เนื่องจากเงินทุนที่ปล่อยกู้ไม่ได้ถูกนำไปใช้ในการดำเนินงานหลักโดยตรง อีกทั้งอาจก่อให้เกิดต้นทุนแฝง เช่น การสูญเสียโอกาสจากการลงทุนอื่นที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า หรือปัญหาความล่าช้าในการได้รับเงินคืน นอกจากนี้ ยังมีข้อสังเกตจากงานวิจัยของ Khanna and Yafeh (2007) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ภายในกลุ่มธุรกิจอาจก่อให้เกิดปัญหาเรื่องการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะเมื่อการให้กู้ยืมเกิดขึ้นในบริบทที่ไม่มีระบบการกำกับดูแลภายในกลุ่มอย่างเข้มงวด ดังนั้น การให้กู้ยืมภายในกลุ่มกิจการแม้จะเอื้อต่อความคล่องตัวของบางหน่วยธุรกิจแต่ไม่จำเป็นต้องสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ให้กับบริษัทเจ้าของเงินเสมอไป

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่ง (D(DE)) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA Spread)

จากผลการศึกษาพบว่า DE ที่มีความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่ง มีความสัมพันธ์ในเชิงลบทิศทางกับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญ (p value < 0.01) กล่าวคือ เมื่ออัตราหนี้สินต่อทุนที่มีความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่งเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ EVA Spread ลดลงร้อยละ 1.04 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 3 โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวมีสาเหตุมาจากการระดมเบี้ยที่เพิ่มขึ้นทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลงและส่งผลลบต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ นอกจากนี้การมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงแสดงถึงความเสี่ยงการเงินที่เพิ่มขึ้น และมีความยืดหยุ่นทางการเงินลดลง ซึ่งอาจส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนเพิ่มขึ้นและทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ลดลง ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนการล้มละลาย (Trade-off theory) ที่เสนอว่าการก่อหนี้ที่เกินระดับที่เหมาะสมจะทำให้ต้นทุนความเสี่ยงสูงกว่าประโยชน์ที่ได้รับ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของหนี้สินนำมาสู่ภาระดอกเบี้ยและความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการชำระหนี้ (ICR) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA Spread)

จากผลการศึกษาพบว่า ICR มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญ ($p \text{ value} < 0.01$) กล่าวคือ เมื่ออัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้ EVA Spread เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.04 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 4 โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจมีสาเหตุมาจากบริษัทที่มีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งเป็นปัจจัยที่สำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ รวมถึงเมื่อบริษัทมี ICR สูงหมายถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ ส่งผลให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือทางการเงินในสายตาของนักลงทุนและเจ้าหนี้ ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้นและมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับแนวคิดความสามารถในการชำระหนี้ของ Altman (2013) ที่เสนอว่าบริษัทที่มีความสามารถในการชำระหนี้สูงมักมีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ และได้รับความไว้วางใจจากสถาบันการเงินมากกว่า และงานวิจัยของ Mubarak et al. (2024) ที่พบว่าบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่สูงมักมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าและสามารถรักษาระดับการเติบโตได้อย่างยั่งยืน

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการที่อยู่ในรูปแบบลอการิทึมและความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่ง (D(log(SIZE))) กับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA Spread)

จากผลการศึกษาพบว่า SIZE ที่อยู่ในรูปแบบลอการิทึมและความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่งมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ EVA Spread อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ($p \text{ value} < 0.01$) กล่าวคือ เมื่อขนาดกิจการที่มีความนิ่งของข้อมูลในระดับที่หนึ่งเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เพิ่มขึ้นร้อยละ 16.47 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ 5 โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวมีสาเหตุคือบริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถใช้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดทำให้มีต้นทุนเฉลี่ยต่อหน่วยที่ต่ำกว่าซึ่งส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานที่สูงขึ้นและมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้นด้วยรวมถึงบริษัทขนาดใหญ่มักมีความน่าเชื่อถือทางการเงินสูงกว่าและสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่หลากหลายกว่าทำให้มีโอกาสเลือกแหล่งเงินทุนที่ต่ำได้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ซึ่งจะส่งผลโดยตรงต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ยิ่งไปกว่านั้น บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีอำนาจต่อรองกับ Supplier และผู้รับเหมาที่สูงกว่า ทำให้สามารถต่อรองราคาวัสดุก่อสร้างและค่าบริการได้ดีกว่าส่งผลให้มีต้นทุนในการพัฒนาโครงการที่ต่ำกว่ามีกำไรจากการดำเนินงานที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Ambrose et al. (2019) ที่พบว่าบริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่มีความได้เปรียบในการแข่งขันและเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากกว่า อีกทั้งยังสอดคล้องกับ Mubarak et al. (2024) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้และผลการดำเนินงานของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Doğan (2013) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรในธุรกิจหลายประเภท และ Saensuriwong et al. (2023) ที่ศึกษามูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย และพบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

จากผลการศึกษาข้างต้น ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะสำหรับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในหลายระดับ ดังนี้

1. ควรพิจารณาเพิ่มสัดส่วนการกู้ยืมเงินจากกิจการที่เกี่ยวข้องกัน (Loans from Related Parties) เนื่องจากผลการศึกษาพบว่าแหล่งเงินทุนภายในกลุ่มกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA Spread) โดยลักษณะของเงินกู้ดังกล่าวมักมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำและความยืดหยุ่นในการบริหารมากกว่าการกู้ยืมจากภายนอก
2. ควรให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยเฉพาะการพึ่งพาเงินทุนภายในกลุ่มกิจการ เช่น สัดส่วนของเงินกู้จากกิจการที่เกี่ยวข้อง ซึ่งมีแนวโน้มเชิงบวกต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่ม
3. ควรระมัดระวังการใช้หนี้สินในระดับที่สูงเกินไป เนื่องจากผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio) มีความสัมพันธ์ในทางลบกับ EVA Spread ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยนระหว่างประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนการล้มละลาย โดยการใช้หนี้มากเกินไปจะเพิ่มความเสี่ยงในระยะยาวและส่งผลเสียต่อมูลค่าของบริษัท
4. ควรให้ความสำคัญกับการเสริมสร้างความสามารถในการชำระดอกเบี้ย โดยเฉพาะการปรับปรุงประสิทธิภาพของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อให้บริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อ EVA Spread ในระยะยาว

ข้อจำกัดในการศึกษา

การศึกษาอิทธิพลของการพึ่งพาเงินทุนในกลุ่มกิจการ โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการชำระหนี้ที่มีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ของบริษัทในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งนี้ แม้จะให้ข้อค้นพบที่มีคุณค่าแต่ก็มีข้อจำกัดในหลายประการที่ควรตระหนักถึงเพื่อการตีความผลการศึกษอย่างเหมาะสม

1. การศึกษานี้มุ่งเน้นเฉพาะในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (ไตรมาสที่ 1 ปี 2020 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี 2024) เป็นช่วงที่อยู่ในช่วงสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด 19 และเป็นช่วงฟื้นตัวหลังวิกฤติ
3. ข้อมูลเกี่ยวกับธุรกรรมระหว่างกันได้มาจากการเปิดเผยในงบการเงินเท่านั้นอาจมีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์
4. การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบของกฎระเบียบและการกำกับดูแลที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงในระหว่างช่วงเวลาที่ศึกษา

เอกสารอ้างอิง

- Ahmadimousaab, A., Bajuri, N., Jahanzeb, A., Karami, M., & Rehman, S. (2013). Trade-off theory, pecking order theory and market timing theory: A comprehensive review of capital structure theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 1(1), 11-18.
- Allodi, E., Cacciamani, C., Calio, M., De Santis, P. P., Della Marra, F., & Sanfelici, S. (2020). Real estate asset management companies' economies of scale: Is it a dream or reality? The Italian case. *Complexity*, 2020(1), 8752865. <https://doi.org/10.1155/2020/8752865>
- Altman, E. I. (2013). Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-Score and ZETA models. In A. R. Bell, C. Brooks, & M. Prokopczuk (Eds.), *Handbook of research methods and applications in empirical finance* (pp. 428-456). Edward Elgar Publishing.
- Ambrose, B. W., Fuerst, F., Mansley, N., & Wang, Z. (2019). Size effects and economies of scale in European real estate companies. *Global Finance Journal*, 42, 100470. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.04.004>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management*. Cengage Learning.
- Chalardpodjanaporn, N. (2008). *Application of related party transactions in earnings management: empirical evidence from the Stock Exchange of Thailand* (Master's thesis). Thammasat University. [in Thai]
- Chu, P. K. K., & Leong, M. W. I. (2021). Related party transactions and their association with earnings management: Evidence of Hong Kong listed companies. *Journal of Accounting and Taxation*, 13(3), 205-216. <https://doi.org/10.5897/JAT2021.0491>
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.
- Doğan, M. (2013). Does firm size affect the firm profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53-59.
- Durbin, J., & Watson, G. S. (1950). Testing for serial correlation in least squares regression. I. *Biometrika*, 37(3/4), 409-428. <https://doi.org/10.1093/biomet/37.3-4.409>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*. (7th ed.). Pearson.
- Hatane, S. E., Winoto, J., Tarigan, J., & Jie, F. (2023). Working capital management and board diversity towards firm performances in Indonesia's LQ45. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(2), 276-299. <https://doi.org/10.1108/JAEE-05-2021-0168>
- Hausman, J. (2015). Specification tests in econometrics. *Applied Econometrics*, 38(2), 112-134.

- Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?. *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331–372. <https://doi.org/10.1257/jel.45.2.331>
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *The Journal of Finance*, 52(1), 83–109. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03823.x>
- Liu, S. (2024). *Research on structural financing difference of shareholders in real estate industry. Highlights in Business, Economics and Management*, 39, 533–541.
- Maneepreechadeelert, P., Yokcive, C., Klinhorn, W., & Anusasananan, K. (2024). Impact of working capital management on economic value added (EVA) spread of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business Administration, Thammasat Business School, Thammasat University*, 47(183), 48–76. [in Thai]
- Mubarok, F., Pramudya, F. P., & Izzuddin, M. Z. (2024). Hacking profits in real estate: The influence of capital structure, liquidity, and external factors. *Jurnal Ekonomi, Bisnis & Entrepreneurship (e-Journal)*, 18(1), 244–261.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- O'Brien, D. P. (1976). Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications. *The Economic Journal*, 86(343), 619–621. <https://doi.org/10.2307/2230819>
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2012). *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. OECD Publishing.
- Saensuriwong, J., Saensuriwong, P., Chanpan, R., Nuengsittha, N., & Jantanon, J. (2023). Comparison of Relationship between Economic Value Added Affect the Stock price of Company listed on the Stock Exchange of Thailand: Case Study of Service Industry Group. *Journal of Management Science, Sakon Nakhon Rajabhat University*, 2(1), 31–40. [in Thai]
- Santioni, R., & Supino, I. (2018). *Internal capital markets in Italian business groups: Evidence from the financial crisis*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3128206>
- Santioni, R., & Supino, I. (2018). Internal capital markets in Italian business groups: evidence from the financial crisis. *Bank of Italy Occasional Paper*, 421, 3–35. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3128206>
- Saragih, J. R. (2021). Related party transactions: Review of the literature. *Sebelas Maret Business Review*, 6(2), 68–78.
- Shi, Q. (2023). How the capital structure affects the firm performance of real estate listed companies between 2010 to 2020 in China. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 7(1), 76–81.
- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The journal of finance*, 52(1), 111–133.
- Stewart, G. B. (1999). *The quest for value: A guide for senior managers*. Harper Business.

- Verschueren, I., & Deloof, M. (2006). How does intragroup financing affect leverage? Belgian evidence. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21(1), 83-108. <https://doi.org/10.1177/0148558X0602100106>
- Williamson, O.E. (1975) Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. *A Study in the Economics of Internal Organization*. Free Press.
- Young, S. D., O'byrne, S. F., Young, D. S., Young, S., & O'Byrne Stephen. (2000). *EVA and value-based management*. McGraw-Hill Professional Publishing.