

โครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไร ผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ปริศนา ลาเหล้า

นักศึกษาปริญญาเอก สาขาวิชาการบัญชี

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
(ผู้ประสานงานหลัก)

ดร.พัทธนันท์ เพชรเชิดชู

ดร.ศิริเดช คำสุพรหม

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

ดร.พนารัตน์ ปานมณี

รองศาสตราจารย์และอาจารย์พิเศษ

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยศิลปากร

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 24 มีนาคม 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 18 พฤษภาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 4 มิถุนายน 2568

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2564 — 2566 แบบจำลองที่ผู้วิจัยใช้คือ วิธีการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) เพื่อประเมินอิทธิพลทั้งทางตรงและทางอ้อม ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลไม่ได้มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ทั้งทางตรงและทางอ้อม

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

Capital Structure, Cost of Capital, Real Earnings Management, and Economic Value

Pritsana Lalao

*Ph.D. Student in Accountancy Program,
College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University
(Corresponding Author)*

Received: March 24, 2025

Revised: May 18, 2025

Accepted: June 4, 2025

Dr.Pattanant Petchchedchoo

Dr.Siridech Kumsuporm

*Assistant Professor of Accounting,
College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University*

Dr.Panarat Panmanee

*Associate Professor and Special Instructor of Accounting,
Faculty of Management Science, Silpakorn University*

ABSTRACT

This article aimed to study the causal relationship of the influence of capital structure, cost of capital, real earnings management, dividend payout ratio, and economic value added and examine the influence of capital structure, cost of capital, real earnings management, dividend payout ratio, and economic value added. This quantitative research utilizes financial statement data from 2021 to 2023. The researcher used the structural equation modeling (SEM) method to assess both direct and indirect influences. The results of the study found that capital structure measured by the ratio of total debt to total assets has a direct influence in the opposite direction of economic value added, and the cost of capital measured by the cost of debt has a direct influence in the same direction as earnings management. However, the dividend payout ratio does not directly or indirectly influence economic value added.

Keywords: Capital Structure, Cost of Capital, Real Earnings Management, Dividend Payout Ratio, Economic Value Added

บทนำ

ในสภาวะแวดล้อมปัจจุบันพบว่า การดำเนินธุรกิจมีความแตกต่างจากอดีตที่ผ่านมา เนื่องจากการทำธุรกรรมต่าง ๆ ของบริษัทเริ่มมีความซับซ้อนมากขึ้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงต้องกำกับดูแลการการซื้อขายและรายงานทางการเงินให้เป็นไปอย่างโปร่งใส การส่งเสริมให้บริษัทเปิดเผยข้อมูลการลงทุนและรายงานทางการเงินจึงกลายเป็นเรื่องที่สำคัญมาก หน้าที่ของรายงานทางการเงินคือการสะท้อนภาพลักษณ์ที่แท้จริงของผลการดำเนินงานบริษัท โดยเฉพาะรายการกำไร การสร้างกำไร การจ่ายเงินปันผล รวมถึงความเชื่อมั่นในรายงานทางการเงินที่ถือเป็นพื้นฐานสำหรับนักลงทุนและผู้ใช้งบการเงิน เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน (Elmadhoun & Reddy, 2022) ตลาดหลักทรัพย์จึงเข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลบริษัทให้มีแนวปฏิบัติ เพื่อส่งเสริมให้ผู้บริหารระดับสูงและผู้จัดการการเงินของบริษัทดำเนินงานตามขอบเขตหน้าที่รับผิดชอบอย่างมีจริยธรรม การจัดทำรายงานทางการเงินจึงต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท

บทบาทสำคัญของกำไรเกี่ยวข้องกับการกำหนดนโยบายทางการเงินและการตัดสินใจที่สำคัญของบริษัท โดยกำไรเป็นองค์ประกอบที่สำคัญที่สุดในรายงานทางการเงิน จากการพิจารณารายงานทางการเงินของบริษัทพบว่า ผู้จัดการมีแรงจูงใจที่จะเพิ่มกำไรโดยการจัดการกำไรที่เกิดขึ้น เมื่อผู้จัดการใช้ประโยชน์จากโอกาสในการตัดสินใจทางบัญชีที่สามารถเปลี่ยนแปลงกำไรที่รายงานตามเป้าหมายกำไร (Attia et al., 2024) โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงเวลาและขนาดของกิจกรรมดำเนินงานจริง เช่น กิจกรรมการผลิต การขาย การลงทุนและการเงิน ตลอดจนระยะเวลาบัญชี (Chouaibi & Zouari, 2022) เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายกำไรได้ Roychowdhury (2006) กล่าวว่า การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real earnings management: REM) เป็นการออกจากแนวทางปฏิบัติในการดำเนินงานตามปกติ ซึ่งได้รับแรงจูงใจจากผู้จัดการที่จะทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียบางรายเข้าใจผิดเชื่อว่า บริษัทสามารถบรรลุเป้าหมายการรายงานทางการเงินในการดำเนินงานปกติได้ ซึ่งจะเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจระดมทุนของบริษัทส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

เป้าหมายหลักขององค์กรคือ การแสวงหาผลกำไรและมูลค่าขององค์กรให้สูงสุด ซึ่งมูลค่าขององค์กรเป็นการรับรู้ของนักลงทุนเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุนทั้งหมดขององค์กรที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นขององค์กร (Alfian & Ghazali, 2024) โดยปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเกิดจากการผสมผสานระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้น จะมีจุดมุ่งหมายในการเพิ่มกำไรและความคุ้มค่าของบริษัทให้สูงสุด ในการวัดโครงสร้างเงินทุนจะใช้หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม เพื่อให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด บริษัทสามารถเลือกโครงสร้างเงินทุน จำนวนหนี้ เพื่อเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานของบริษัทส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงสุดและสามารถลดต้นทุนของเงินทุนให้ได้มากที่สุด

การตัดสินใจในเรื่องโครงสร้างเงินทุนส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและการเพิ่มลดมูลค่าของบริษัท โดยต้นทุนของเงินทุนที่ส่งผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลคือ ต้นทุนของหนี้และต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น บริษัทควรให้ความสำคัญกับการจัดการหนี้ให้มีประสิทธิภาพก่อน เพื่อรักษาอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทและตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับการจัดการโครงสร้างเงินทุน โดยการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย การกำหนดกลยุทธ์ที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลที่จะนำมาใช้ภายในสภาพแวดล้อมของบริษัท ดังนั้นบริษัทควรให้ความสำคัญกับการจัดการโครงสร้างหนี้สินและติดตามต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างใกล้ชิด เพื่อรับประกันการจ่ายเงินปันผลที่ยั่งยืน (Haque et al., 2013) ดังนั้นอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันจึงมักส่งผลกระทบต่อโครงสร้างความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

การวัดประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทตามวัตถุประสงค์ของผู้บริหาร โดยการนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาใช้ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางอ้อมในการบริหารจัดการ เพื่อสร้างมูลค่าของบริษัท (Jayaprawira et al., 2022) มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์เป็นระบบจัดการทางการเงิน เพื่อวัดประเมินผลกำไรทางเศรษฐศาสตร์ในบริษัท ซึ่งระบุว่าผลตอบแทนจะสามารถสร้างได้ก็ต่อเมื่อบริษัทสามารถตอบสนองต้นทุนการดำเนินงาน (Operating Cost) และต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ได้ทั้งหมด ดังนั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จึงบ่งชี้ถึงการวัดกำไรที่ถือว่า บริษัทได้ให้มูลค่าเพิ่มแก่เจ้าของบริษัท (Alvioni & Prabawa, 2024) มีการนำมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มาใช้เป็นพื้นฐานของการวัดประสิทธิภาพที่ส่งผลต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นและสร้างมูลค่าอย่างเหมาะสมถือได้ว่า เป็นมาตรการที่ใช้ในการกำหนดเป้าหมาย ประเมินผลการปฏิบัติงาน การกำหนดผลตอบแทน การสื่อสารกับนักลงทุน การจัดทำงบประมาณ และการประเมินมูลค่าของบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในส่วนหนึ่งของโครงสร้างเงินทุนงานวิจัยนี้ วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทนสำหรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยอิงจาก Onalapo and Kajola (2010) และ Mumtaz et al. (2013) ต้นทุนของเงินทุนวัดด้วยต้นทุนหนี้สินและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจวัดด้วยแบบจำลองของ Roychowdhury (2006) วัดแนวทางปฏิบัติกิจกรรม 3 ประการ 1) การตัดสินใจในกิจกรรมการดำเนินงาน 2) การตัดสินใจลงทุน และ 3) การตัดสินใจด้านการเงิน การจ่ายเงินปันผลในการกระจายกำไรระหว่างผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนการเป็นเจ้าของเป็นสิ่งสำคัญที่สุด เนื่องจากบริษัทต้องเลือกระหว่างการกระจายกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นเงินปันผลหรือให้กลับเข้าสู่ธุรกิจเป็นกำไรสะสม การพิจารณาอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) อ้างอิงจาก Titman et al. (2013) และการวัดประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทงานวิจัยใช้การวัดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หนึ่งในมาตรการที่ใช้วัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงาน (Behera, 2020) ผู้วิจัยจะพิจารณากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3 ปี (ปี พ.ศ. 2564–2566) จำนวนทั้งสิ้น 142 บริษัท เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ผ่านการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

การทบทวนวรรณกรรม

ในส่วนนี้เป็นการอธิบายถึงทฤษฎีและแนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังนี้

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างทุน

โครงสร้างเงินทุน เป็นการตัดสินใจลงทุนในบริษัท ผู้ลงทุนจะพิจารณาข้อมูล เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจจากสถานะทางการเงิน กิจกรรมการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากการสร้างกำไรของบริษัทนั้นมักจะสะท้อนถึงประสิทธิภาพการทำงาน เช่นกันก็จะรวมไปถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดของบริษัทด้วย ฉะนั้นการเพิ่มคุณภาพของการรายงานทางการเงิน จึงถือเป็นเรื่องสำคัญยิ่งที่ผู้จัดการไม่ควรมองข้าม เมื่อเกิดการจัดการโครงสร้างเงินทุนสิ่งที่ตามมาคือ จะส่งผลต่อการจัดการกำไรผ่านเกณฑ์คงค้างและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจของบริษัท โครงสร้างเงินทุน ถือว่า มีบทบาทและสำคัญกับทุกบริษัท เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทจะได้รับอิทธิพลจากโครงสร้างเงินทุน บริษัท จึงจำเป็นต้องตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยการจัดหาเงินทุน เพื่อใช้ในการลงทุน หรือการดำเนินงานของบริษัท บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนได้จากแหล่งเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถระดมเงินทุนได้จาก ส่วนของผู้ถือหุ้นและแหล่งเงินทุนจากหนี้สินสามารถระดมทุนได้จากหนี้สินระยะสั้นเพื่อใช้ลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน หนี้สินระยะยาวที่นำมาจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน รวมทั้งการออกหุ้นกู้ เป็นต้น

แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน

ต้นทุนของเงิน มีความสำคัญมาก เนื่องจากต้นทุนของเงินถือเป็นอัตราผลตอบแทนที่ใช้ในการตัดสินใจทางการเงิน (Hurdle Rate) ทั้งนี้ ต้นทุนของเงินทุนและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจส่งผลกระทบต่อทางเศรษฐศาสตร์ เนื่องจากต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นถือเป็นหนึ่งในผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์ Gunny (2010) ชี้ให้เห็นว่า การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลประโยชน์ประกอบการและผลการดำเนินงานของกระแสเงินสดในอนาคตสำหรับบริษัทเท่ากับหรือเกินเกณฑ์มาตรฐานกำไร ซึ่งบ่งชี้ว่า บริษัทเหล่านี้ใช้การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ เพื่อส่งสัญญาณถึงโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากบริษัทในอนาคต Mizik et al. (2007) มีการขยายราคาหุ้นชั่วคราว โดยผู้จัดการมีส่วนร่วมในการเพิ่มกำไรที่รายงานผ่านการลดค่าใช้จ่ายทางการตลาด แต่ในระยะยาวของการจัดการดังกล่าวนำไปสู่การลดลงของประสิทธิภาพของตลาดหุ้น ทั้งนี้ ต้นทุนของเงินมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับขอบเขตของการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจหลังจากควบคุมผลกระทบของการจัดการกำไรที่เกิดจากการฉวยโอกาสในการจัดการมากกว่าจากข้อผิดพลาดในการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Jeong-Bon et al., 2013) กิจกรรมการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจส่งผลให้คุณภาพของข้อมูลกำไรลดลงและเกิดการเพิ่มความเสี่ยงสำหรับการจัดการกำไรตามเกณฑ์คงค้าง ซึ่งกิจกรรมเหล่านี้ทำให้ตลาดประสบกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ

การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earnings Management) เป็นการกระทำที่ผู้จัดการดำเนินการเบี่ยงเบนการดำเนินการไปจากการดำเนินธุรกิจตามปกติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องการจัดการกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่าง ๆ (Cohen & Zarowin, 2010) เนื่องจากกำไรสามารถนำมาใช้ในการตัดสินใจในบางเรื่องได้ (Schipper, 1989) ผู้จัดการจึงมีแรงจูงใจในการจัดการกำไร เพื่อให้เป็นไปตามเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับกำไร โดยมีผลการประเมินมูลค่าที่ไม่พึงประสงค์จากระดับกำไรที่ขาดหายไปตามการเปลี่ยนแปลงกำไรและเกณฑ์มาตรฐานจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ (Brown & Caylor, 2005) ทั้งยังมีการจัดการกำไรที่สูงขึ้นเกินกว่าเกณฑ์มาตรฐาน Burgstahler and Dichev (1997) แสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงที่สูงขึ้นในการกระจายกระแสเงินสดจากการดำเนินงานสำหรับกำไรที่เกิดขึ้นนั้นมากกว่าการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เนื่องจากการโฆษณา มักจะใช้ช่วงเวลาสั้น ๆ ในการตัดสินใจการดำเนินการและต้นทุนในการผลิตโฆษณามักจะไม่ได้ถูกตรวจสอบ ผู้จัดการจึงใช้ดุลยพินิจเกี่ยวกับระยะเวลาในการจำหน่ายทรัพย์สิน อาคารและอุปกรณ์และการลงทุนนั้น เพื่อเปลี่ยนแปลงการดำเนินงานดังกล่าว

การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earnings Management: REM) ตามแนวคิดของ Roychowdhury (2006) ซึ่งมีวิธีการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจพัฒนาโดย Cohen et al. (2008) Gunny (2010) Zang (2012) ดังต่อไปนี้

(1) การจัดการกิจกรรมการขาย หมายถึง การตัดสินใจของผู้จัดการในการเพิ่มยอดขายชั่วคราว โดยการเสนอเงื่อนไขเครดิตที่ง่ายขึ้นหรือส่วนลดที่สูงขึ้นสำหรับการขาย (Roychowdhury, 2006) การจัดการกำไรด้วยวิธีนี้จะช่วยเพิ่มปริมาณการขายชั่วคราว ซึ่งนำไปสู่กำไรที่สูงขึ้นและกระแสเงินสดในงวดปัจจุบันที่ลดลงเนื่องจากยอดขายเกินดุล (Roychowdhury, 2006; Sun et al., 2013)

(2) ค่าใช้จ่ายในดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Expense) หมายถึง การเบี่ยงเบนของค่าใช้จ่ายตามดุลยพินิจจากกิจกรรมปกติไปสู่กิจกรรมที่ผิดปกติ เพื่อให้เกิดอิทธิพลต่อกำไรที่รายงานถือเป็นเทคนิคหนึ่ง que ผู้จัดการใช้ในการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ Graham et al. (2005) แสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีแนวโน้มที่จะพลาดกำไรตามเป้าหมายที่วางไว้ ผู้จัดการจะลดค่าใช้จ่ายตามดุลยพินิจ เพื่อจะช่วยเหลือกำไรที่รายงานในช่วงเวลาเดียวกัน Roychowdhury (2006) กล่าวว่า ผู้จัดการใช้การวิจัยและพัฒนา การขาย การบริหารและค่าใช้จ่ายตามดุลยพินิจในการโฆษณาช่วยจัดการกำไร เพื่อหลีกเลี่ยงการบันทึกค่าใช้จ่ายดังกล่าว

(3) ต้นทุนการผลิต (Production Cost) หมายถึง การเพิ่มจำนวนหน่วยการผลิตให้มากกว่าความต้องการของตลาดตามที่ได้วางแผนไว้ จะช่วยให้ผู้จัดการสามารถกระจายต้นทุนค่าเสียหุ้ยการผลิตคงที่ในหน่วยการผลิตได้มากขึ้น ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนสินค้าขายลดลง (Roychowdhury, 2006) ต้นทุนการขายที่ลดลงนำไปสู่การเพิ่มอัตรากำไรในขณะที่ปัจจัยอื่น ๆ ยังคงที่ Roychowdhury (2006) พบว่า ต้นทุนการผลิตเป็นผลรวมของต้นทุนขายและการเปลี่ยนแปลงสินค้าคงคลังในระหว่างปี

แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

แรงจูงใจจากการการควบคุมกำไรในส่วนของตัวเอง Lintner (1956) กล่าวว่า ผู้จัดการไม่เต็มใจที่จะลดเงินปันผล และเมื่อตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจะกำหนดตามเป้าหมายที่ตั้งไว้ กำไรในปัจจุบันจึงมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ในปัจจุบันตามอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลตามที่เป้าหมายกำหนดไว้ ในขณะที่การปรับเงินปันผลบางส่วนตามผลการดำเนินงานทางการเงินที่เกิดขึ้นในปัจจุบันถือเป็นการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลในปีใดปีหนึ่งแต่ก็เป็นเพียงส่วนหนึ่งของจำนวนเงินที่ระบุตามอัตราส่วนการจ่ายเงินตามเป้าหมายและกำไรปัจจุบันเท่านั้น เนื่องจากอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะรักษาเสถียรภาพการจ่ายเงินปันผลและเป็นปัจจัยที่สร้างกระแสเงินสด เพื่อลดผลกระทบของความไม่แน่นอนในอนาคตได้ ในระดับที่คาดการณ์ไว้ของกำไรในอนาคตของบริษัทและรูปแบบของเงินปันผลในอดีตถือว่า มีความสำคัญที่สุดสำหรับการกำหนดการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผู้จัดการเห็นว่า บริษัทควรหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลและบริษัทควรมีอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลตรงเป้าหมายที่วางไว้ เพื่อป้องกันผลกระทบต่อการค้าหุ้นสามัญและแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท (Baker et al, 1985) การศึกษาของ Baker and Powell (1999) ยืนยันว่า ผู้จัดการเชื่อว่าบริษัทควรหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลปกติมีอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลเป้าหมายและปรับการจ่ายเงินปันผลเป็นระยะตามอัตราส่วนเป้าหมาย ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อยในมุมมองของผู้จัดการเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดเงินปันผล ถือว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล การศึกษาของ Liu (2011) ให้ความสำคัญกับการจ่ายเงินปันผลในอดีตของบริษัท ผู้จ่ายเงินปันผลมักจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ เพื่อปรับระดับเงินปันผลและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจทั้งขาขึ้นและขาลง โดยผู้จ่ายเงินปันผลมีการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจให้สูงขึ้น เพื่อที่จะลดการขาดแคลนของกำไรที่จัดการล่วงหน้าเมื่อเทียบกับเงินปันผลของปีก่อนหน้า เมื่อกำไรที่จัดการล่วงหน้าต่ำกว่าเงินปันผลที่จ่ายในปีก่อนหน้า การเปลี่ยนแปลงของกำไรที่มีการจัดการล่วงหน้าและการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจสำหรับผู้จ่ายเงินมากกว่าผู้ที่ไม่จ่ายเงิน ซึ่งบ่งชี้ว่า อัตราส่วนเงินปันผลส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจสอดคล้องกับความสำคัญของการจ่ายเงินปันผลในการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ แสดงให้เห็นว่า ผู้จ่ายเงินปันผลที่ปฏิบัติตามนโยบายเงินปันผลแบบอนุรักษนิยมจะจัดการกำไรได้ในระดับที่มากกว่าผู้จ่ายเงินปันผลที่ไม่ปฏิบัติตามนโยบายเงินปันผลแบบอนุรักษนิยม

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

งานของศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton H. Miller ในปี ค.ศ. 1961 แสดงให้เห็นว่า การตัดสินใจลงทุนขององค์กรเป็นตัวขับเคลื่อนหลักต่อมูลค่าองค์กรและราคาหุ้นของบริษัท แนวคิดนี้ได้รับการขยายไปสู่แนวคิดของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โดย Stern และ Stewart (1997) ได้กล่าวว่า เป็นเครื่องมือประเมินความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยวัดกำไรจากการดำเนินงานสุทธิลบด้วยต้นทุนค่าเสียโอกาสของเงินทุนหรือกำไรทางเศรษฐศาสตร์ที่แท้จริง ในการวัดมูลค่านั้นมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะเหนือกว่ากำไรทางบัญชี เนื่องจากรับรู้ต้นทุนของเงินทุนและความเสี่ยงในการดำเนินงานของบริษัท (Ball et al., 2012) การรับรู้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะขึ้นอยู่กับหลักการทางเศรษฐศาสตร์ว่า มูลค่าของบริษัทจะเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อสามารถสร้างส่วนเกินมากกว่าต้นทุนเงินทุนได้ ดังนั้นจึงเป็นเครื่องมือในการจัดสรรเงินทุนทั้งภายในบริษัทและภายในเศรษฐกิจทั้งหมด โดยที่โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเป็นการรวมกันของ

หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ภายหลังได้มีการใช้เกณฑ์มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) Soufiani (2005) แสดงให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในบริษัทอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีทิศทางตรงกันข้ามและมีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งต่อมา Riggi (2010) แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน จึงกลายเป็นตัววัดประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อการสร้างมูลค่าของฝ่ายบริหารหรือเจ้าของ เนื่องจากคำนึงถึงต้นทุนเงินทุนที่ใช้ไป จากมุมมองของนักลงทุนมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์สามารถคาดการณ์มูลค่าตลาดของบริษัทได้ดีกว่าการวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานอื่นๆ (O'Byrne, 1996)

การกำหนดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้มาจากกำไรจากการดำเนินงานสุทธิหลังหักภาษีและต้นทุนหลังทุน โดยที่ทุนประกอบด้วยเงินสด สินค้าคงคลังและลูกหนี้ (เงินทุนหมุนเวียน) รวมถึงอุปกรณ์ คอมพิวเตอร์และอสังหาริมทรัพย์ ต้นทุนของทุนคือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นและผู้ให้กู้ต้องการ เพื่อใช้ในการดำเนินงานของธุรกิจ เมื่อกำไรเกินกว่าต้นทุนในการทำธุรกิจและต้นทุนเงินทุน บริษัทจะสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น หลักการของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) สามารถหาได้จากการนำกำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) หักด้วยต้นทุนเงินทุนที่ใช้ไปเพื่อสร้างกำไร (Capital Charge) (Biddle et al., 1999)

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

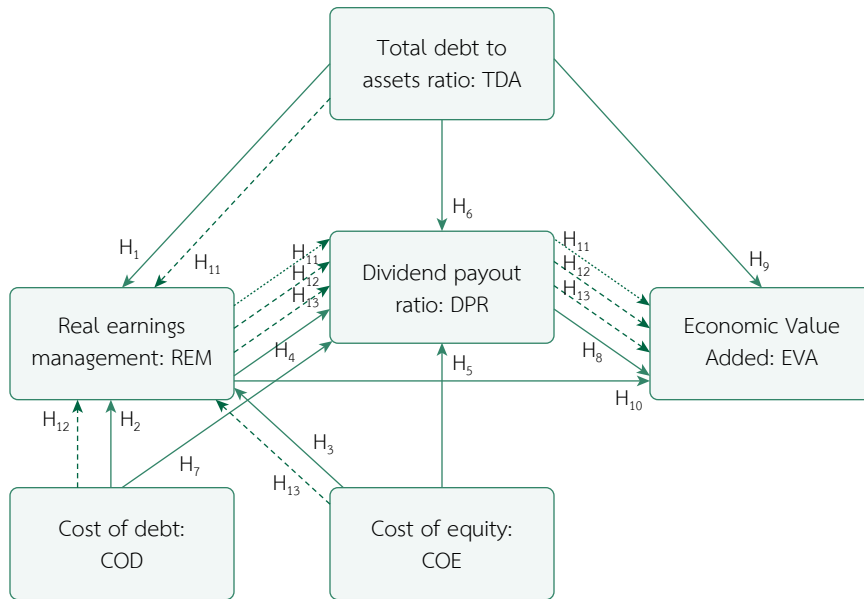
จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยในอดีตงานวิจัยนี้ เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีการกำหนดตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added) ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) และตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variable) คือ การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earnings Management) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) ซึ่งมีความสัมพันธ์กันกล่าวคือ โครงสร้างเงินทุน เป็นสัดส่วนของแหล่งเงินทุนระหว่างทุนเจ้าของและหนี้สิน มีบทบาทสำคัญในการกำหนด ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ซึ่งเป็นตัวแปรหลักในการประเมินมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ทั้งนี้ ถ้าหากโครงสร้างเงินทุนมีการพึ่งพาเงินกู้มากเกินไปเกินสมควร อาจส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนโดยรวมเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น ส่งผลทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีแนวโน้มลดลง ขณะเดียวกัน ต้นทุนของเงินทุน ยังมีอิทธิพลต่อพฤติกรรมของฝ่ายบริหารในการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ โดยในสถานการณ์ที่ต้นทุนเงินทุนอยู่ในระดับสูง ผู้บริหารอาจมีแรงจูงใจในการจัดการกำไร เพื่อให้ผลประกอบการดีขึ้นและสร้างภาพลักษณ์ที่เอื้อต่อการเข้าถึงแหล่งเงินทุนต้นทุนต่ำ ในขณะที่อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ก็เป็นปัจจัยที่สัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ โดยในบางกรณี ผู้บริหารอาจใช้นโยบายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการสื่อสารความมั่นคงทางการเงินให้แก่กลุ่มทุน ทั้งที่ในทางปฏิบัติอาจมีการจัดการกำไรเพื่อรองรับระดับการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าความสามารถในการจ่ายจริง ซึ่งการกระทำดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะบิดเบือนข้อมูลเชิงเศรษฐกิจและลดทอนคุณค่าของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ในฐานะตัวชี้วัดประสิทธิภาพที่แท้จริง ดังนั้นจากการทบทวนวรรณกรรมจึงสรุปได้ว่า ในส่วนของโครงสร้างเงินทุนงานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเป็น

ตัวแทนสำหรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ต้นทุนของเงินทุนใช้ต้นทุนหนี้สินและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจที่ใช้แบบจำลองของ Roychowdhury (2006) วัดแนวทางปฏิบัติกิจกรรม 3 ประการ 1) การตัดสินใจในกิจกรรมการดำเนินงาน 2) การตัดสินใจลงทุน และ 3) การตัดสินใจด้านการเงิน การพิจารณาอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) และการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทงานวิจัยใช้การวัดมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์หนึ่งในมาตรการที่ใช้วัดประสิทธิภาพผลการดำเนินงาน (Behera, 2020) ทำให้สามารถพัฒนาสมมติฐานในการวิจัยได้ ดังนี้

- H₁: โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TDA) มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM)
- H₂: ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้สิน (COD) มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM)
- H₃: ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM)
- H₄: การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)
- H₅: ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)
- H₆: โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TDA) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)
- H₇: ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้สิน (COD) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)
- H₈: อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)
- H₉: โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TDA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)
- H₁₀: การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA)
- H₁₁: โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TDA) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผ่านการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)
- H₁₂: ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้สิน (COD) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผ่านการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)
- H₁₃: ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) มีอิทธิพลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผ่านการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR)

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ผู้วิจัยสามารถสรุปเป็นกรอบแนวคิดการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) ไม่นับรวมกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มธุรกิจบริการ กลุ่มทรัพยากร กองทุนรวม ทรัสต์เพื่อการลงทุนและอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากลักษณะการดำเนินงาน กฎเกณฑ์หรือข้อจำกัดที่แตกต่างจากธุรกิจอื่นและข้อปฏิบัติทางบัญชีที่มีความแตกต่างกัน หากนำข้อมูลของกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมารวมอาจทำให้ผลการศึกษาเบี่ยงเบนได้ ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานหรือถูกถอดถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล เนื่องจากบริษัทต้องดำเนินงานตามขั้นตอนกระบวนการฟื้นฟู เพื่อให้ธุรกิจดำเนินการต่อไปได้ ตามพระราชบัญญัติล้มละลาย ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน (Missing Data) ซึ่งมีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุด 31 ธันวาคม จำนวน 142 บริษัท เก็บข้อมูล 3 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2564–2566 จำนวนข้อมูลทั้งสิ้น 426 ตัวอย่าง โดยแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมเป็น 5 กลุ่ม ดังนี้ 1) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค 3) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 4) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5) กลุ่มเทคโนโลยี แหล่งข้อมูลที่ใช้ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ เป็นข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานทางการเงินและรายงานประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวม

ข้อมูลจากระบบ SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งสามารถสรุปรายละเอียดได้ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2564–2566
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	31	93
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	19	57
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	27	81
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	44	132
กลุ่มเทคโนโลยี	21	63
รวม	142	426

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูลในการศึกษาโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้เครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ จากการทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน นำมาสู่การสร้างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัย รายละเอียดตัวแปรมีดังต่อไปนี้

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (Economic Value Added: EVA) คือ กำไรเชิงเศรษฐศาสตร์ เกิดจาก $EVA = NOPAT - (WACC \times Invested\ Capital)$ หรือ = กำไรจากการดำเนินงานหลังหักภาษี – ต้นทุนเงินทุน โดยที่มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์สามารถสะท้อนให้เห็นผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Sujata Behera, 2020)

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ตัวแปรอิสระใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ดังนี้ โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ตามทฤษฎี Modigliani - Miller (MM) (1958, 1963) Baker and Wurgler (2002) การจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุนหรือการดำเนินงานของบริษัทสามารถจัดหาเงินทุนได้จากแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ตามแนวคิดต้นทุนของเงินทุน ต้นทุนของเงินทุนที่ธุรกิจจัดหาจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ ที่ธุรกิจต้องเสียค่าใช้จ่าย ไม่ว่าจะเป็นผ่านหนี้ ทุน หรือทั้งสองอย่างรวมกัน ต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เสียไป ในการใช้เงินทุนลงทุนในโครงการแต่ไม่ได้เกิดการลงทุนในสินทรัพย์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงอย่างเป็นระบบในระดับเดียวกันกับโครงการ วัดด้วยต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) และต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of Equity)

ตัวแปรคนกลาง (Mediator Variable) ตัวแปรคนกลางที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ ดังนี้ การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Earnings Management: REM) คำนวนจากการประมาณค่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน การประมาณค่าใช้จ่ายที่อยู่ในดุลยพินิจของผู้บริหาร การประมาณค่าต้นทุนการผลิต (Roychowdhury, 2006)

อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) เป็นเงินปันผลที่ถูกจ่ายออกมาโดยแท้จริง แสดงถึงการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจและเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์หุ้นด้วยปัจจัยพื้นฐาน เพื่อจะได้พิจารณาทางการเงินของกิจการที่ลงทุนได้

การวิเคราะห์ข้อมูล

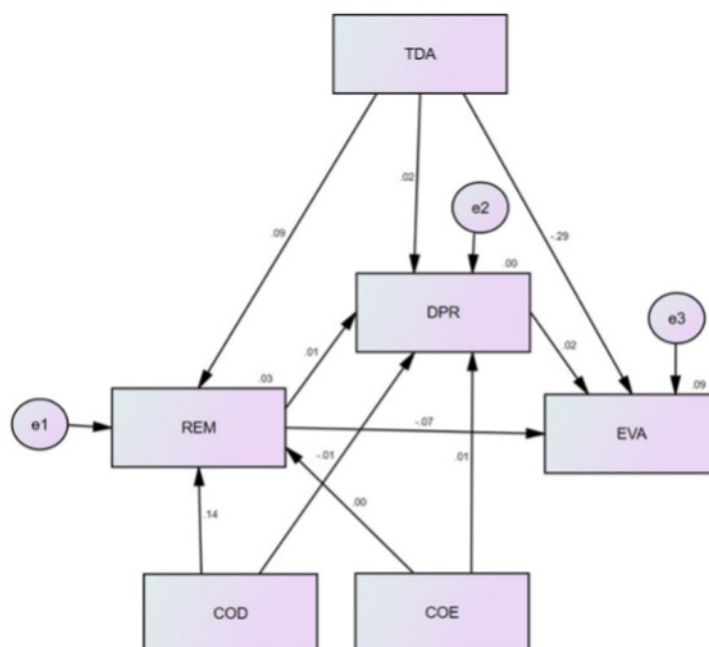
ในการศึกษาผู้วิจัยใช้สถิติเชิงพรรณนาในการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย การแจกแจงความถี่ ค่าต่ำสุด-สูงสุดและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อนำเสนอข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร สถิติเชิงอนุมานใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (นัยสำคัญ 0.05) วิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (CFA) ตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลและวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) ใน 5 ขั้นตอน ได้แก่ พัฒนาโมเดล กำหนดขนาดตัวอย่าง การประมาณ ค่าพารามิเตอร์ ทดสอบความสอดคล้องและปรับโมเดลให้เหมาะสม เพื่อสรุปผลที่น่าเชื่อถือและสอดคล้องกับสมมติฐานและข้อมูลจริง ทั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) เนื่องจากสามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีความซับซ้อนและมีหลายความสัมพันธ์ได้อย่างเหมาะสมและสามารถใช้อธิบายข้อมูลเชิงประจักษ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยเรื่อง โครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ มีอิทธิพล อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ สามารถแสดงผลลัพธ์จากการวิจัยได้ ดังต่อไปนี้

วัตถุประสงค์ที่ 1 ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า โมเดลทางทฤษฎีมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อย่างดี โดยค่าตัวชี้วัด ได้แก่ $\chi^2/df = 1.026$, $p\text{-value} = 0.400$, $AGFI = 0.983$, $RMSEA = 0.008$ ผ่านเกณฑ์การประเมินทั้งหมด $p\text{-value} > 0.05$ ซึ่งให้เห็นว่า ข้อมูลจริงไม่แตกต่างจากค่าที่คาดการณ์ ค่า $\chi^2/df < 2.00$ สะท้อนถึงความสอดคล้องระหว่างตัวแบบและข้อมูล $AGFI > 0.90$ แสดงถึงความกลมกลืนระดับสูงและ $RMSEA < 0.05$ บ่งบอกถึงความคลาดเคลื่อนต่ำ โมเดลนี้จึงมีความเหมาะสมและสามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในงานวิจัยได้อย่างมีประสิทธิภาพ ดังแสดงในภาพที่ 2

วัตถุประสงค์ที่ 2 ผลการวิจัยอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้สินกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ดังแสดงในตารางที่ 2



$$\chi^2/df = 1.026, p\text{-value} = 0.400, AGFI = 0.983, RMSEA = 0.008$$

ภาพที่ 2 โมเดลการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์ (Path Analysis)

จากภาพที่ 2 แสดงผลการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดล (Measures of the Model Fit) การตรวจสอบความสอดคล้องกันของโมเดลหรือตรวจสอบผลกระทบกันระหว่างตัวแปรถือว่า มีความสำคัญอย่างยิ่งในการประเมินว่าโมเดลสามารถนำมาวิเคราะห์ได้หรือไม่ หากพบว่า โมเดลมีความสอดคล้องกันแสดงว่า สามารถนำมาวิเคราะห์ต่อไปได้ แต่หากไม่มีความสอดคล้องกันแสดงว่า ตัวแบบสมการโครงสร้างจะไม่สามารถนำมาคำนวณได้ ฉะนั้นผู้วิจัยจึงต้องดำเนินการปรับปรุงโมเดลจนมีความสมบูรณ์ เป็นที่ยอมรับและน่าเชื่อถือได้ ตามหลักของกระบวนการที่ถูกต้อง ดังนั้นการพัฒนาโมเดลให้มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์เรียกว่า “Model Fit” ผลการศึกษาวิจัยในครั้งนี้พบว่า โมเดลตัวแทนทางทฤษฎีกับข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกัน ซึ่งผ่านเกณฑ์การประเมินโมเดล ดังนี้ $\chi^2/df = 1.026$, $p\text{-value} = 0.400$, $AGFI = 0.983$, $RMSEA = 0.008$ ผลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า โมเดลมีความเหมาะสมและสามารถใช้อธิบายข้อมูลเชิงประจักษ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 1 แสดงผลการคำนวณค่าอิทธิพลรวม (Standardized Total Effect) อิทธิพลทางตรง (Direct Effect) และอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect)

ลำดับที่	Path	DE	IE	TE
1	REM ← TDA	0.091	–	0.091
2	REM ← COD	0.138***	–	0.138***
3	REM ← COE	–0.001	–	–0.001
4	DPR ← REM	0.009	–	0.009
5	EVA ← DPR	0.017	–	0.017
6	DPR ← TDA	0.020	0.001	0.021
7	EVA ← TDA	–0.286***	–0.006	–0.292***
8	DPR ← COD	–0.012	0.001	–0.010
9	DPR ← COE	–	–	0.006
10	EVA ← DPR ← REM ← TDA	–	–	–
11	EVA ← DPR ← REM ← COD	–	–	–
12	EVA ← DPR ← REM ← COE	–	–	–

จากตารางที่ 2 แสดงผลการคำนวณ Standardized Total Effect , Direct Effect, Indirect Effect พบว่า

1. โครงสร้างเงินทุน (TDA) ไม่ได้มีผลอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายลงทุนในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ส่งผลต่อการตัดสินใจการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายลงทุนในการสร้างรายการทางธุรกิจโดยตรงแสดงว่า บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมสูง มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะต่ำลง บริษัทสามารถเข้าถึงเงินทุนได้น้อยลงเพราะว่า มีความเสี่ยงในผิวนัดชำระหนี้สูง ช่วยให้บริษัทมีมูลค่าลดลงจากการดำเนินงานต่ำ สะท้อนถึงสภาพคล่องทางการเงินของบริษัท

2. ต้นทุนหนี้สิน (COD) มีอิทธิพลทางตรงและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายลงทุนในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) เท่ากับ 0.138 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีการจัดการกำไรผ่านการใช้จ่ายลงทุนในการสร้างรายการทางธุรกิจเพิ่มขึ้น ต้นทุนหนี้สินสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น ผู้จัดการสามารถเปลี่ยนแปลงเวลาและขนาดของกิจกรรมการดำเนินงานจริง เช่น กิจกรรมการผลิต การขาย การลงทุนและการเงิน ตลอดรอบระยะเวลาบัญชี เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายกำไรที่เฉพาะเจาะจงได้

3. ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) เนื่องจากเกิดจากต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้ส่งผลต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ ผลลัพธ์นี้อาจเกิดจากต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้ส่งผลต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ แต่ขึ้นอยู่กับแหล่งเงินทุนที่บริษัทเลือกใช้ เช่น การกู้ยืมหรือการออกหุ้นใหม่ โดยต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจะได้รับอิทธิพลจากความแตกต่างของนักลงทุน

4. การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) เนื่องจากเกิดจากการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล แต่ขึ้นอยู่กับทางเลือกนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้เหมาะสมกับบริษัท

5. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) เนื่องจากอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่ขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนภายในบริษัท เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นคงทางการเงินให้กับบริษัท

6. โครงสร้างเงินทุน (TDA) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) โครงสร้างเงินทุน (TDA) มีผลบวกต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ทั้งทางตรง (0.020) และทางอ้อม (0.001) แต่ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดค่าด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมไม่ได้มีผลกระทบโดยตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

7. ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) มีผลเชิงลบและเชิงบวกต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ทางตรง (-0.012) และทางอ้อม (0.001) แต่ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่า ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้มีผลกระทบโดยตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

8. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีผลเชิงบวกต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ทั้งทางตรง (0.017) และทางอ้อม (0.001) แต่ไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่ขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนภายในบริษัท เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นคงทางการเงินให้กับบริษัท

9. โครงสร้างเงินทุน (TDA) มีอิทธิพลทางตรง (-0.286) ทางอ้อม (-0.006) และเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 แสดงว่า เมื่อบริษัทอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมต่ำ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทสามารถเข้าถึงเงินทุนได้มากขึ้น เนื่องจากมีความเสี่ยงในผิวนัดชำระหนี้ต่ำ ช่วยบริษัทมีมูลค่าเพิ่มจากการดำเนินงานสูง สะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงินของบริษัท

10. การจัดการกำไร (REM) ไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ผล (EVA) เนื่องจากบริษัทยังคงใช้มาตรการวัดผลการดำเนินงานที่อิงกำไร โดยไม่สนใจต้นทุนเสียโอกาส เช่น ต้นทุนของทุน แต่อาจจะมียบริษัทที่ใช้การจัดการกำไรเพื่อเพิ่มความมั่งคั่งสูงสุดของผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นการเพิ่มราคาหุ้นและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท

11. โครงสร้างเงินทุน (TDA) ไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ผล (EVA) ผ่านการจัดการกำไร (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) บ่งชี้ว่า TDA ไม่ได้มีผลต่อ EVA ผ่านเส้นทางนี้

12. ต้นทุนหนี้ (COD) ไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ผล (EVA) ผ่านการจัดการกำไร (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) บ่งชี้ว่า COD ไม่ได้มีผลต่อ EVA ผ่านเส้นทางนี้

13. ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) ไม่มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ผล (EVA) ผ่านการจัดการกำไร (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) บ่งชี้ว่า COE ไม่ได้มีผลต่อ EVA ผ่านเส้นทางนี้

สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 1 พบว่า รูปแบบความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน การจัดการกำไร (REM) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ โมเดลตัวแทนทางทฤษฎีกับข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกัน ซึ่งผ่านเกณฑ์การประเมินโมเดล โดยค่า Chi-Square/df อยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสม ค่า CFI และ TLI มีค่าเกิน 0.90 และค่า RMSEA ไม่เกิน 0.08 ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะโมเดลดังกล่าวอ้างอิงจากทฤษฎีทางการเงินที่ได้รับการยอมรับ เช่น ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจึงมีความสำคัญมากสำหรับทุกบริษัท เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทจะได้รับอิทธิพลจากโครงสร้างเงินทุน ทฤษฎีพฤติกรรมฉวยโอกาส (Opportunistic Theory) การที่ผู้จัดการสามารถใช้ประโยชน์จากความไม่สมมาตรของข้อมูลในการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ ให้บรรลุเกณฑ์มาตรฐานกำไร เพื่อรับผลประโยชน์ตามสัญญาส่วนตัว สอดคล้องกับงานวิจัยของ Adeneye and Kammoun (2022) แสดงให้เห็นว่า การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจที่พิจารณาจากการประมาณการค่าความคลาดเคลื่อนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ได้มีอิทธิพลต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุน บริษัทที่มีพัฒนาโครงสร้างเงินทุนและการกำกับดูแลการอย่างยั่งยืนก็ไม่สามารถลดต้นทุนหนี้สินได้ แม้ว่าหลาย ๆ บริษัทจะหันมาบริหารจัดการอย่างยั่งยืน แต่ในสภาวะเศรษฐกิจปัจจุบันก็ทำให้บริษัทไม่สามารถออกหุ้นเพิ่มได้

ผลจากการวิจัยวัตถุประสงค์ที่ 2 พบว่า การศึกษานี้ได้ทำการทดสอบสมมติฐานหลายข้อเกี่ยวกับอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TDA) ต้นทุนหนี้ (COD) ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ที่สำคัญในหลายกรณี โดยเฉพาะความสัมพันธ์ที่มีผลต่อมูลค่าของบริษัทและการตัดสินใจลงทุนต่าง ๆ การอภิปรายผล การศึกษานี้จะครอบคลุมถึงการยอมรับและปฏิเสธสมมติฐานพร้อมทั้งการเชื่อมโยงกับงานวิจัยในต่างประเทศ เพื่อเพิ่มมุมมองในแง่มุมต่าง ๆ ดังนี้

1. สมมติฐานที่ได้รับการยอมรับคือ ต้นทุนหนี้ (COD) มีอิทธิพลทางตรงต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) ผลการทดสอบยอมรับสมมติฐานนี้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในต่างประเทศของ Gunny (2010) ที่พบว่า ต้นทุนหนี้สิน (COD) มีอิทธิพลทางตรงและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการจัดการกำไร (REM) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีการจัดการกำไร (REM) เพิ่มขึ้น ต้นทุนหนี้สินสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากขึ้น ผู้จัดการสามารถเปลี่ยนแปลงเวลาและขนาดของกิจกรรมการดำเนินงานจริง เช่น กิจกรรมการผลิต การขาย การลงทุนและการเงิน ตลอดจนระยะเวลาบัญชี เพื่อให้สามารถบรรลุเป้าหมายกำไรที่เฉพาะเจาะจงได้

ลำดับถัดมาโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TDA) ที่มีอิทธิพลทางตรงและเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งหมายความว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมต่ำ

มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์จะสูงขึ้น บริษัทสามารถเข้าถึงเงินทุนได้มากขึ้น เนื่องจากมีความเสี่ยงในผิวนัดชำระหนี้ต่ำ ช่วยให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มจากการดำเนินงานสูง สะท้อนถึงความมั่นคงทางการเงินของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gunny (2010) แสดงให้เห็นว่า การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลประกอบการและผลการดำเนินงานของกระแสเงินสดในอนาคตสำหรับบริษัทเท่ากับหรือเกินเกณฑ์มาตรฐานกำไร ซึ่งบ่งชี้ว่า บริษัทเหล่านี้ใช้การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ เพื่อส่งสัญญาณถึงโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากบริษัทในอนาคต Samaporn et al. (2023) บ่งชี้ว่า ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขอบเขตของการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจหลังจากควบคุมผลกระทบของการจัดการกำไรที่เกิดจากการฉวยโอกาสในการจัดการมากกว่าจากข้อผิดพลาดในการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Jeong-Bon et al., 2013) กิจกรรมการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจส่งผลให้คุณภาพของข้อมูลกำไรที่นักลงทุนภายนอกใช้ลดลง เนื่องจากการจัดการกำไรทำให้ธุรกิจประสบความสำเร็จทางการเงินสูงขึ้น เช่น ผลกระทบจากกระแสเงินสดและการจัดการการเงินภายในธุรกิจ

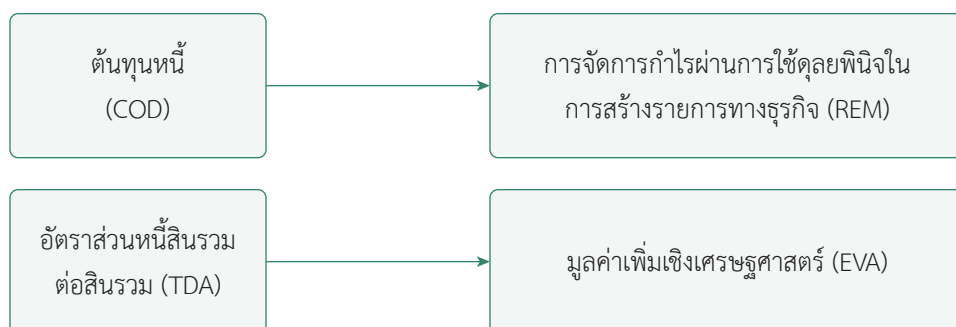
2. สมมติฐานที่ถูกปฏิเสธคือ โครงสร้างเงินทุน (TDA) มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร (REM) ผลการทดสอบนี้ถูกปฏิเสธ สะท้อนให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินรวมไม่ได้ส่งผลต่อการตัดสินใจการจัดการกำไร (REM) โดยตรง แต่ขึ้นอยู่กับต้นทุนของเงินทุนที่บริษัทดำเนินการจัดหาจากแหล่งต่าง ๆ สมมติฐานถัดมาคือ ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) มีอิทธิพลต่อการจัดการกำไร (REM) ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐานนี้ ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไร (REM) ของบริษัทโดยตรง ผลลัพธ์นี้อาจเกิดจากต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ แต่ขึ้นอยู่กับแหล่งเงินทุนที่บริษัทเลือกใช้ เช่น การกู้ยืมหรือการออกหุ้นใหม่ โดยต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจะได้รับอิทธิพลจากความแตกต่างของนักลงทุน สมมติฐานการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ผลการทดสอบที่ปฏิเสธสมมติฐานนี้ การจัดการกำไร (REM) ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล แต่ขึ้นอยู่กับทางเลือกนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้เหมาะสมกับบริษัท สมมติฐานถัดมาคือ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) กับการมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ปฏิเสธสมมติฐานนี้ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ แต่ขึ้นอยู่กับการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนภายในบริษัท เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและความมั่นคงทางการเงินให้กับบริษัท สอดคล้องกับการศึกษาของ Ahmed Arif (2011) ผลกระทบทั่วไปแสดงให้เห็นว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรและการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้บริษัทขนาดเล็กยังจ่ายเงินปันผลมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ การมีส่วนร่วมของผู้จัดการไม่ได้มีผลกระทบต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล แต่มีแรงจูงใจอื่น ๆ ที่อยู่เบื้องหลังการจัดการกำไร เช่น ผลประโยชน์ทางภาษี ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์

สมมติฐานโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินรวม (TDA) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ชี้ว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินรวมไม่ได้มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล แสดงให้เห็นว่า บริษัทไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงเมื่อบริษัทมีภาระผูกพันในการจ่ายค่าธรรมเนียมทางการเงินคงที่ในระดับสูง อีกหนึ่งสมมติฐานที่ปฏิเสธการทดสอบก็คือ ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้สิน (COD) มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐานนี้ แสดงให้เห็นว่า ต้นทุนหนี้สินไม่ได้มีอิทธิพลทางตรงต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะปรับเปลี่ยนการจ่ายเงินปันผล เพื่อตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของ

ต้นทุน เพื่อรักษาการขยายตัวในระยะยาวและรักษาเสถียรภาพทางการเงินของบริษัทและสมมติฐานสุดท้ายที่ปฏิเสธคือ โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินรวม (TDA) มีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ผ่านการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (REM) และอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) การปฏิเสธสมมติฐานนี้อธิบายได้ว่า ความสัมพันธ์ทางอ้อมระหว่างตัวแปรเหล่านี้อาจไม่ชัดเจน สะท้อนให้เห็นว่า ปัจจัยอย่างต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น (COE) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (DPR) อาจไม่ได้ส่งผลกระทบอย่างชัดเจนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) หรือส่งผลกระทบในลักษณะทางอ้อมที่ไม่สามารถวัดผลได้ชัดเจนจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ผลการทดสอบเหล่านี้ช่วยเสริมความเข้าใจถึงความซับซ้อนของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินและบ่งบอกถึงความจำเป็นในการวิเคราะห์ปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจมีผลต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ในอนาคต สอดคล้องกับงานวิจัยของ Easterbrook (1984) บ่งชี้ว่า เงินปันผลมีอยู่ เนื่องจากสร้างแรงจูงใจให้บริษัทออกหลักทรัพย์ใหม่ บ่งชี้ว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทเชื่อมโยงกับการตัดสินใจทางการเงินของบริษัท ซึ่งอัตราการจ่ายเงินของบริษัทเป็นตัวกำหนดอัตราส่วนและโครงสร้างเงินทุน Allen & Michaely (2002) บริษัทไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลสูงเมื่อบริษัทมีภาระผูกพันในการจ่ายค่าธรรมเนียมทางการเงินคงที่ในระดับสูง ดังนั้นแม้ว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้สินกับเงินปันผลจะไม่ชัดเจน แต่ก็ยังชัดเจนว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทถูกกำหนดควบคู่ไปกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้ ทำหน้าที่ไม่เพียงแต่เป็นภาระทางการเงินขององค์กร แต่ยังเป็นตัวแปรเชิงกลไกที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมเชิงกลยุทธ์ของฝ่ายบริหารในการจัดการกำไรและการสร้างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ทั้งนี้ การที่บริษัทเผชิญต้นทุนหนี้ในระดับสูง ย่อมสร้างแรงกดดันให้ผู้บริหารแสวงหาวิธีการแสดงผลประกอบการที่ดีขึ้นในเชิงบัญชีเพื่อรักษาภาพลักษณ์ทางการเงินและลดความกังวลของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนถึงพฤติกรรมของการจัดการกำไรเชิงกลยุทธ์ ที่อาจจะไม่สะท้อนศักยภาพทางเศรษฐกิจที่แท้จริง ในอีกมุมหนึ่ง โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีบทบาทเชิงนโยบายในการกำหนดขอบเขตความยืดหยุ่นทางการเงินและความสามารถในการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งจะสะท้อนถึงระดับความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำลง ความสามารถในการบริหารกระแสเงินสดที่มั่นคงและศักยภาพในการลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนเกินกว่าต้นทุนของเงินทุน ส่งผลให้ระดับของมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของโครงสร้างเงินทุนในฐานะกลไกเชิงโครงสร้างที่ส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีหน้าที่ในการควบคุมพฤติกรรมของฝ่ายบริหารและสร้างความสมดุลระหว่างความเสี่ยงทางการเงินกับการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ อันนำไปสู่ความโปร่งใส ความรับผิดชอบและการสร้างมูลค่าอย่างยั่งยืนให้แก่องค์กรดังแสดงในภาพที่ 3



ภาพที่ 3 ต้นทุนของเงินทุนที่วัดด้วยต้นทุนหนี้มีอิทธิพลต่อการเสริมสร้างการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจและโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินรวมมีอิทธิพลต่อ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

ข้อเสนอแนะจากการศึกษานี้ สามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยแยกตามการใช้ประโยชน์ของข้อมูลของผลการศึกษาดังต่อไปนี้

ข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้

1. โครงสร้างเงินทุน สำหรับผู้บริหารหรือผู้ลงทุน การวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมช่วยให้มีกำไรสูงสุดและรักษาสถานะของบริษัทให้มีความมั่นคงและสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินได้เมื่อถึงเวลาขยายบริษัท ผู้บริหารควรเข้าใจว่า การจัดโครงสร้างทางการเงินและโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อให้มีต้นทุนการเงินที่ต่ำจะทำให้เกิดผลกำไรต่อบริษัทในภายหลังและไม่เป็นภาระของธุรกิจในการที่ต้องชำระดอกเบี้ยที่สูง เนื่องจากไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันที่เพียงพอ

2. ต้นทุนของเงินทุนวัดด้วยต้นทุนหนี้สินและต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ช่วยให้บริษัทสามารถวิเคราะห์ความเหมาะสมของสัดส่วนต้นทุนหนี้สินและต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อให้ต้นทุนของเงินทุนรวม (WACC) อยู่ในระดับต่ำที่สุดเพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายด้านการเติบโต ความสามารถในการแข่งขันและการใช้ประโยชน์จากแหล่งทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

3. การจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจประเมินการจัดการกำไรช่วยให้สามารถมองเห็นความโปร่งใสทางการเงินของบริษัทได้ชัดเจนขึ้น ซึ่งหากบริษัทมีการจัดการกำไรที่ดี โดยที่มีแนวโน้มคงที่หรือเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยไม่มีความผันผวนที่สะท้อนจากภาวะเศรษฐกิจ ก็สามารถสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและสถาบันการเงินในการขยายการลงทุนและการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น

4. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ช่วยให้บริษัทประเมินความสามารถในการจ่าย เพื่อรักษาเสถียรภาพของนโยบายปันผลให้สอดคล้องกับแผนการเติบโตของบริษัท ร่วมกับการพิจารณาภาพรวมอุตสาหกรรมและคู่แข่งทางธุรกิจ นำไปสู่การพัฒนาโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สอดคล้องกับเป้าหมายทางการเงินของบริษัทได้อย่างยั่งยืน

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษาข้อมูลในระยะยาวอาจช่วยให้เข้าใจผลกระทบระยะยาวของโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนต่อมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ได้ดีขึ้น
2. การใช้ตัวชี้วัดที่หลากหลาย การใช้ตัวชี้วัดที่เกี่ยวข้องกับการจัดการกำไร การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual-based) การตรวจสอบความคงทนของกำไร (Earnings Persistence) และความผันผวนของกำไร (Earnings Volatility) อาจช่วยให้การประเมินมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความแม่นยำมากขึ้น
3. การศึกษาเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรม การศึกษาในอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงสูง เช่น อุตสาหกรรมเทคโนโลยีหรือพลังงานอาจช่วยให้เข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลได้ดีขึ้น

REFERENCES

- Adedjei, A. (1998). Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9–10), 1127–1155. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00230>
- Ahmad, Z., Hasan, N. M. A., & Roslan, S. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137–155.
- Alfian, C. B., & Ghozali, I. (2024). Influence of capital structure, policy dividends, profitability and tax avoidance on intrinsic firm value. *International Journal of Economics Development Research*, 13(2), 429–441.
- Allen, F., & Michaely, R. (2002). Payout policy. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337–429. Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(02\)01022-4](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(02)01022-4)
- Alvioni, O., & Prabawa, S. A. (2024). Economic value added (EVA) and market value added (MVA) as financial performance measurement tools (Study of telecommunication companies on the IDX (2018–2022)). *Jurnal Mantik*, 7(4), 3235–3242. <https://doi.org/10.35335/mantik.v7i4.4544>
- Baker, A., Haslam, C., Leaver, A., Murphy, R., Seabrooke, L., Stausholm, S., & Wigan, D. (2020). *Against hollow firms: Repurposing the corporation for a more resilient economy*. Centre for Research on Accounting and Finance in Context (CRAFiC), University of Sheffield.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Ball, R., Jayaraman, S., & Shivakumar, L. (2012). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the confirmation hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 136–166. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.11.005>
- Behera, S. S., & Panda, S. K. (2020). Ethnic and industrial probiotic foods and beverages: Efficacy and acceptance. *Current Opinion in Food Science*, 33(1), 29–36. <https://doi.org/10.1016/j.cofs.2020.01.006>

- Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1999). Economic value added: Some empirical evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 207–238. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00019-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00019-9)
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2005). A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences. *The Accounting Review*, 80(2), 423–440. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.423>
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Chouaibi, Y., & Zouari, G. (2022). The effect of corporate social responsibility practices on real earnings management: Evidence from a European ESG data. *International Journal of Disclosure and Governance*, 19(1), 11–30. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00125-1>
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Elmadhoun, I. R. I., & Reddy, G. N. (2022). The effect of real earnings management on economic value added: Listed companies of Dubai Financial Market. *International Journal for Research in Applied Science & Engineering Technology (IJRASET)*, 10(1), 1577–1587. <https://doi.org/10.17261/pressacademia.2018.8282024>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Haque, F., Arun, T. G., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: A case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43(6), 673–681. <https://doi.org/10.1080/00036840802599909>
- Jayaprawira, A., Sulistyandari, R., & Kusumah, A. (2022). Jakarta Islamic Index (JII) financial performance analysis using EVA and MVA methods. *International Journal of Islamic Business and Management Review*, 2(1), 128–134.
- Jeong-Bon Kim, & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518–543. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.08.002>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.

- Liu, N. (2011). *The role of dividend policy in real earnings management* (Doctoral dissertation). Georgia State University. <https://doi.org/10.57709/2096729researchgate.net+2>
- Mizik, N., & Jacobson, R. (2007). Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. *Marketing Science*, 26(3), 361–379. <https://doi.org/10.1287/mksc.1060.0261>
- Mumtaz, R., Rauf, S. A., Ahmed, B., & Noreen, U. (2013). Capital structure and financial performance: Evidence from Pakistan (KSE 100 Index). *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(1), 113–119.
- Naz, I., Bhatti, K., Ali, M., Ghafoor, A., & Khan, H. (2011). Impact of firm size and capital structure on earnings management: Evidence from Pakistan. *International Journal of Contemporary Business Studies*, 2(12), 12–22.
- Onaolapo, A. A., & Kajola, S. O. (2010). Capital structure and firm performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70–82.
- O’Byrne, S. F. (1996). EVA and market value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116–125.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Sarbapriya, R. (2012). Efficacy of economic value-added concept in business performance measurement. *Advances in Information Technology and Management*, 2(2), 260–267.
- Soufiani, A. (2005). The relationship between capital structure and economic value added (Master’s thesis, Al-Zahra University, Tehran).
- Sun, L., Wu, J., Du, F., Chen, X., & Chen, Z. J. (2013). Cyclic GMP-AMP synthase is a cytosolic DNA sensor that activates the type I interferon pathway. *Science*, 339(6121), 786–791. <https://doi.org/10.1126/science.1232458>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102.
- Stern, M. J., & Stewart, B. (1997). *The EVA financial management system*. Blackwell Publishing.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137–151.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>

