

ผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อนโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงานและ
มูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Effect of Intangible Assets on Financial Policies, Performance and
Firm Value of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

พิชิต วงศ์อนุกุล* และโรจนา ธรรมจินดา**

บทคัดย่อ

บทความนี้เป็นการศึกษาผลกระทบจากการถือครองสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อ นโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการเก็บข้อมูลเป็นระยะเวลา 10 ปีตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2552 ถึง 31 ธันวาคม จำนวน 273 บริษัท 2561 โดยยกเว้นกลุ่มบริษัทที่จัดอยู่ในประเภทสถาบันการเงิน โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลแบบตัดขวางทางยาว (Panel data analysis) โดยกลุ่มข้อมูลที่จะนำมาเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ เป็นข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินเป็นหลัก และจากผลการศึกษาพบว่าผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อนโยบายการก่อหนี้ (Debt Policy) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นเดียวกัน สาเหตุอาจเป็นเพราะการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดของการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในประเทศไทย อีกทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในระดับที่ต่ำ จึงทำให้การทดสอบไม่เป็นไปตามสมมุติฐาน และในการศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับผลการดำเนินงาน ซึ่งได้แก่ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return On Asset) พบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return On Equity) พบว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้ามใน ทั้งสองตัวแปร อาจเกิดจากการที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากมีค่าใช้จ่ายในการจัดหาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนค่อนข้างสูง ส่งผลให้กำไรต่ำลง และการมีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากขึ้นก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทนอันเนื่องมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูล นอกจากนี้การบริหารจัดการสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ต้องใช้ผู้ที่มีความเชี่ยวชาญมาบริหารจัดการซึ่งทำให้ค่าใช้จ่ายสูงขึ้น ส่วนการศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับมูลค่าของกิจการ (Firm Value) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในประเทศไทยอาจยังไม่ชัดเจน จึงทำให้นักลงทุนเลือกใช้งบการเงินในการตัดสินใจการลงทุนในกิจการ

Abstract

This article investigates the effects of intangible assets holdings on financial policy, performance and the firm value of listed company on the Stock Exchange of Thailand. Data was collected for a period of 10 years from 1 January 2009 to 31 December 2018 for 273 companies except the company that classified as financial institutions by using multiple regression analysis. In this study, the group of data to be

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

used as a sample was used for panel data analysis by collected information from the Bloomberg database and using information from the financial statements as the main. The results of the study founded that the impact of intangible assets on the debt policy was not significantly correlated with the statistical significance and the dividend policy had no significant relationship. Statistically as well the reason may be due to the wrong of the valuation of intangible assets in Thailand. In addition, there is a low level of disclosure of intangible assets. Therefore, making the test not according to the hypothesis. And in the study the effects of intangible assets on performance which is return on asset was found to have a significant relationship. And return on equity was found that there was a significant relationship with each other. In relation to each other in the opposite in both variables. This could be due to having a large amount of intangible assets, having a relatively high cost of acquiring intangible assets. As a result, lower profits and the presence of more intangible assets generate agency costs due to information asymmetry. In addition, the management of intangible assets requires specialists to manage, which increases the cost. In study reveals that intangible asset holding has no relationship with firm value. This might caused by an unclear valuation of intangible assets which may affect investors using other factors for investing.

บทนำ

จากบทความและงานวิจัยที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าการที่กิจการมีการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนย่อมมีส่งผลต่อนโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ อีกทั้งยังส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท ในการศึกษาของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศที่พัฒนาแล้วเท่านั้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงสนใจที่จะศึกษาถึงผลกระทบของการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนว่าจะมีผลต่อนโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไรเพื่อเป็นการหาข้อเท็จจริงในการที่และจะได้เป็นข้อมูลสำหรับ นักลงทุน เจ้าของกิจการ และผู้มีส่วนได้เสียได้ใช้ประโยชน์จากการศึกษานี้ต่อไป

ทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานการวิจัย

- แนวคิดเรื่องโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

การจัดการเงินทุนของบริษัทมีได้หลายวิธีทั้งการจัดการเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นหรือการจัดการเงินทุนจากหนี้สิน แต่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนอาจมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและมีความเสี่ยงเรื่องของการด้อยมูลค่าจึงทำให้ความสามารถในการก่อหนี้ต่ำกว่า (Rampini & Viswanathan, 2013; Gamayuni, 2015) ดังนั้นการจัดการเงินทุนโดยวิธีเพิ่มทุนผ่านหุ้นสามัญ ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลยังสามารถช่วยดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนในบริษัทได้อีกด้วย

- แนวคิดเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Intangible Asset Disclosure)

นพวรรณ นาคะเลิศกวี, 2555 ศึกษาพบว่าการเปิดเผยข้อมูลของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนหรือการมีอยู่ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมี ความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรและการเติบโตของบริษัท โดยพิจารณาจากรายการที่มีในรายงานประจำปี โดยพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรของบริษัท

- ทฤษฎีมูลค่ากิจการ (Firm Value Theory)

มูลค่าของกิจการนั้นเป็นสิ่งที่ถือเป็นสิ่งสำคัญ เปรียบเสมือนกับความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นและทำให้หลักทรัพย์ที่ถืออยู่นั้นเป็นที่น่าสนใจของตลาดอีกด้วย โดยมูลค่าของกิจการจะสะท้อนมูลค่าผ่านราคาตลาด โดยการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธี Tobin's Q เป็นวิธีที่ได้รับความนิยมในหลายการศึกษาโดยเป็นการใช้ราคาตลาดของหุ้นสามัญหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ (Tobin & Brainard, 1976) หากมากกว่า 1 หมายถึงกิจการมีอัตราการเจริญเติบโตดี สะท้อนให้เห็นว่าเป็นกิจการที่มีผลประกอบการและอัตราการเจริญเติบโตที่ดี

วิธีการดำเนินการวิจัย

1. กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาค้างครั้งนี้คือ ข้อมูลบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ฐานข้อมูลที่ใช้ได้มาจาก Bloomberg โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน โดยกลุ่มตัวอย่าง เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการเก็บข้อมูลเป็นระยะเวลา 10 ปีตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2552 ถึง 31 ธันวาคม 2561 จำนวน 273 บริษัท มีจำนวนชุดข้อมูล 2,730 ชุดข้อมูล โดยยกเว้นกลุ่มบริษัทที่จัดอยู่ในประเภทสถาบันการเงิน ซึ่งข้อมูลที่เก็บรวบรวมมานั้นได้ทำการจัดการกับข้อมูลที่มี ค่าผิดปกติ (Outlier) โดยวิธี Trimming (การตัดข้อมูลที่ค่าผิดปกติออกไป) และวิธี Winsorising (ต่างจากวิธี Trimming ที่ตัดข้อมูลออกไป แต่เป็นการจำกัดข้อมูลไว้ที่ค่าใดค่าหนึ่ง และนำมาวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลแบบตัดขวางทางยาว (Panel data analysis) โดยใช้แบบจำลอง Fixed Effects เพื่อทำการทดสอบผลกระทบจากการถือครองสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อ นโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และมูลค่าของกิจการ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษามาจากการตั้งสมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อนโยบายทางการเงินของกิจการ

H_{A1}: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ (Debt Policy)

$$\text{สมการที่ 1 : BLEV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{INTAST}_{i,t} + \delta_1 \text{BLEV}_{i,t-1} + \sum_{K=1}^{12} \beta_K Z_{K,i,t} + \theta_1 D_{09:14} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

H_{A2}: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy)

$$\text{สมการที่ 2 : DPO}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{INTAST}_{i,t} + \delta_1 \text{DPO}_{i,t-1} + \sum_{K=1}^{12} \beta_K Z_{K,i,t} + \theta_1 D_{09:14} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

สมมติฐานที่ 2 ผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

H_{A3}: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset)

$$\text{สมการที่ 3 : ROA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{INAST}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \text{VAIC}_{i,t} + \beta_4 \text{CEE}_{i,t} + \beta_5 \text{HCE}_{i,t} + \beta_6 \text{SCE}_{i,t} + \beta_7 \text{RCap}_{i,t} + \beta_8 \text{HHI}_{i,t} + \beta_9 \text{OWNCONC}_{i,t} + \beta_{10} \text{Blev}_{i,t} + \beta_{11} \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{12} \text{AGE}_{i,t} + \theta_1 D_{09:14} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

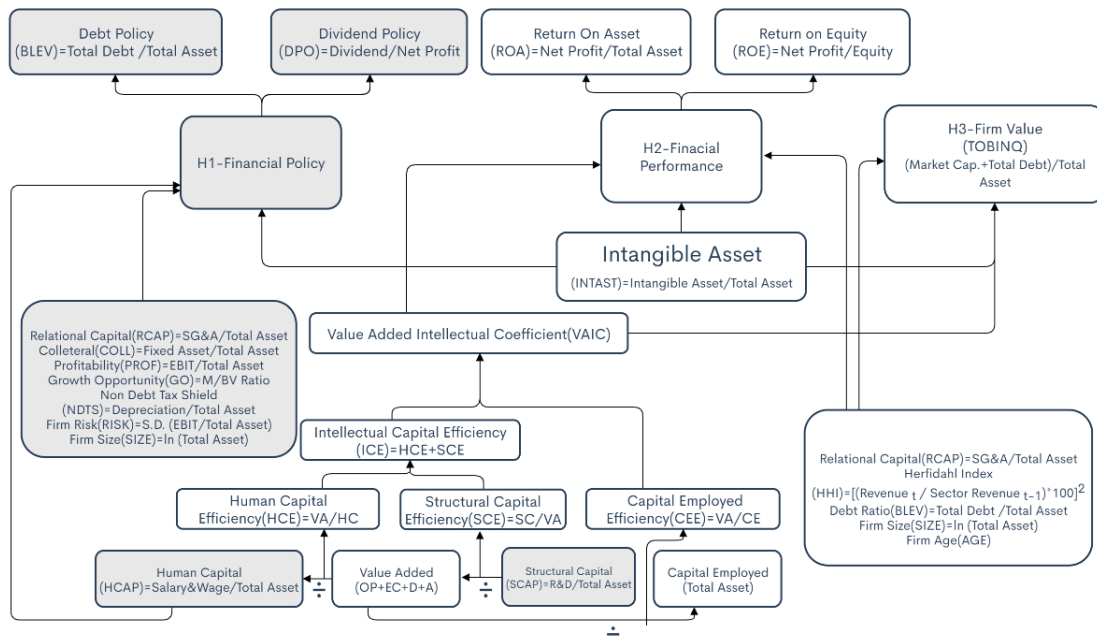
H_{A4}: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (Return on Equity)

$$\text{สมการที่ 4: } ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INAST_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 VAIC_{i,t} + \beta_4 CEE_{i,t} + \beta_5 HCE_{i,t} + \beta_6 SCE_{i,t} + \beta_7 RCap_{i,t} + \beta_8 HHI_{i,t} + \beta_9 OWNCNC_{i,t} + \beta_{10} Blev_{i,t} + \beta_{11} SIZE_{i,t} + \beta_{12} AGE_{i,t} + \theta_1 D_{09:14} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

สมมติฐานที่ 3 ผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ที่มีต่อมูลค่ากิจการ

H_{A5}: สินทรัพย์ไม่มีตัวตน มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q Ratio)

$$\text{สมการที่ 5: } TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INAST_{i,t} + \beta_2 TOBINQ_{i,t-1} + \beta_3 VAIC_{i,t} + \beta_4 CEE_{i,t} + \beta_5 HCE_{i,t} + \beta_6 SCE_{i,t} + \beta_7 RCap_{i,t} + \beta_8 HHI_{i,t} + \beta_9 OWNCNC_{i,t} + \beta_{10} Blev_{i,t} + \beta_{11} SIZE_{i,t} + \beta_{12} AGE_{i,t} + \theta_1 D_{09:14} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$



ภาพที่ 1 แผนผังแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละสมมติฐาน

2. การวัดค่าและตัวแปร

2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

1) การศึกษาในครั้งนี้ ในส่วนแรกศึกษาเกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับนโยบายทางการเงิน เกี่ยวกับการจัดหาเงินทุน โดยมีการศึกษาที่ผ่านมาพบว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ในสัดส่วนที่มากจะทำให้สามารถจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ (BLEV) ได้น้อย อันเนื่องมาจากลักษณะเฉพาะของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ซึ่งประเมินค่าได้ยาก และจับต้องไม่ได้ ทำให้ยากที่จะใช้เป็นหลักประกันการกู้เงิน (Lim et al., 2016) จึงทำให้กิจการที่ไม่มีตัวตนส่วนใหญ่จัดการเงินทุนโดยการเพิ่มทุน และให้ความสำคัญกับผู้ถือหุ้นโดยมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้น (DPO) (Jensen & Meckling, 1976)

2) ส่วนที่สองหาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับผลการดำเนินงานของกิจการและมูลค่าของกิจการ โดยการศึกษา พบว่าการใช้ต้นทุนในการผลิตทรัพย์สินทางปัญญาในจำนวนที่มากมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสร้างทั้งมูลค่าตลาด ความสามารถในการผลิตและความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญ (Madtinos et al., 2011) แต่หากบริษัทมีการ

สัดส่วนในการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตน มากเกินไปอาจทำให้ ROE ต่ำได้เช่นกัน ซึ่งค่า ROE ที่ต่ำมาจากหลายสาเหตุ เช่น กำไรต่อยอดขายต่ำ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์ต่ำ

3) ส่วนที่สามศึกษาในความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับมูลค่าของกิจการ(Tobin's Q) จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่าการใช้งบประมาณในการวิจัยและพัฒนา อันก่อให้เกิดสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนขึ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและมูลค่าของกิจการ (Lantz et al., 2005) โดยมีการพบหลักฐานว่าการจัดสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนและไม่มีตัวตนที่เหมาะสม เป็นตัวกำหนดมูลค่าของบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัท และจากการทดสอบพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนเป็นตัวสนับสนุนให้เกิดมูลค่ากิจการที่วัดโดยวิธี Tobin's Q (Daniel & Titman, 2005)

2.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ในการศึกษานี้ใช้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนเป็นตัวแปรอิสระ โดยวัดจากสัดส่วนของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (INTAST) ซึ่งแสดงถึงสัดส่วนในการถือครองสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของแต่ละบริษัท และสะท้อนถึงความได้เปรียบทางการแข่งขัน เพื่อนำมาศึกษาว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนส่งผลกระทบต่อนโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการไปในทิศทางใด

2.3 ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable)

ในการศึกษานี้ได้เลือกตัวแปรเกี่ยวกับเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่พบว่ามีความผลกระทบต่อบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยการศึกษาของ รุกฤต กาญจนสำราญวงศ์ (2558) ได้นำเหตุการณ์สำคัญที่ส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินของประเทศไทย ทั้งหมด 2 เหตุการณ์ ได้แก่ วิกฤติการณ์การเงินโลก ปี 2009 (Dummy₀₉) หรือ วิกฤติการณ์แฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) อีกทั้งวิกฤติการณ์การเมืองในประเทศไทยในปี 2014 (Dummy₁₄) การศึกษาพบว่าเมื่อเกิดเหตุการณ์ทั้งสองเหตุการณ์ ตลาดจะมีความผันผวนสูงและหาแนวโน้มของตลาดได้ยาก และทำให้ผลการศึกษาที่ใช้สมมติฐานตามการศึกษาที่ผ่านมาจะเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญ

2.4 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

ตัวแปรควบคุมส่วนใหญ่จะมาจากการคำนวณจากต้นทุนต่าง ๆ ภายในงบการเงินโดยรายละเอียดและการคำนวณแสดงไว้ในภาพที่ 1 แผนผังแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแต่ละสมมติฐาน โดยเป็นตัวแปรควบคุมตามการศึกษาของ Maditinos et al. (2011) ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับการใช้ต้นทุนทางปัญญา (Intellectual Capital) ซึ่งแต่ละตัวแปรจะบ่งบอกถึงประสิทธิภาพในการใช้ต้นทุนที่ใหญ่เป็นต้นทุนที่ก่อให้เกิดทรัพย์สินทางปัญญา และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัท

ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่าผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่มีความสัมพันธ์กับนโยบายทางการเงิน โดยพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่มีความสัมพันธ์กับนโยบายการก่อหนี้และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการซึ่งไม่ตรงกับสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ สาเหตุอาจเป็นเพราะการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดของการประเมินมูลราคาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในประเทศไทย อีกทั้งมีการเปิดเผยข้อมูลสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในระดับที่ต่ำ จึงทำให้การทดสอบไม่เป็นไปตามสมมติฐาน (Lim et al., 2016)

ผลการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการได้แก่ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ปรากฏว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาที่ว่า การมีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากความเสี่ยงยิ่งสูง ทำให้มีค่าใช้จ่ายในการจัดหาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในสัดส่วนที่สูงทำให้กำไร

ต่ำลง (Gu & Lev, 2011) และสมมุติฐานที่ว่าเมื่อมีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงหรือว่าเป็นบริษัทที่มีการเจริญเติบโตทางนวัตกรรม ซึ่งจะดึงดูดผู้ถือหุ้นให้มาลงทุนมากขึ้นในขณะที่กำไรยังไม่ขยายตัวอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในปัจจุบันต่ำลง

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อมูลค่าของกิจการพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับมูลค่ากิจการพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กันจากผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Daniel and Titman (2005) ซึ่งพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ เนื่องจากประเทศไทยยังมีการให้ความสำคัญในเรื่องสินทรัพย์ไม่มีตัวตนค่อนข้างน้อย ทั้งในด้านนักลงทุนและด้านของเจ้าของกิจการ จึงทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่ใช้ปัจจัยอื่น ๆ ในการกำหนดราคาหุ้นและมูลค่ากิจการ จึงอาจเป็นสาเหตุให้การถือครองสินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ตารางที่ 1 สรุปผลผลการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อ นโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงานทาง และมูลค่าของกิจการ

สมมุติฐานของการศึกษา	ผลการทดสอบสมมุติฐาน
H _{A1} : สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ (Debt Policy)	ปฏิเสธ
H _{A2} : สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy)	ปฏิเสธ
H _{A3} : สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์(Return on Asset)	ยอมรับ
H _{A4} : สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น(Return on Equity)	ยอมรับ
H _{A5} : สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ กับมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q Ratio)	ปฏิเสธ

ตารางที่ 2 ตารางแสดงการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อ นโยบายทางการเงิน ผลการดำเนินงานทาง และมูลค่าของกิจการ

	BLEV	VIF	DPO	VIF	ROA	VIF	ROE	VIF	TobinQ	VIF	
INTAST	0.2404	1.564	-17.3007	1.564	INTAST	-53.4967 ***	1.167	-94.6333 **	1.567	-0.1060	1.582
	0.8800		-0.2000			-3.3600		-2.9300		-0.1000	
BLEV _{t-1}	0.5494 ***	1.723			ROA _{t-1}	0.1511 ***	1.218				
	37.8300					8.8600					
DPO _{t-1}			0.2858 ***	1.574	ROE _{t-1}			0.2023 ***	1.379		
			13.8000					11.6300			
HCAP	-0.0701 *	3.657	7.9765	3.661	TobinQ _{t-1}					0.4916 ***	2.527
	-2.4200		0.8800							28.3500	
SCAP	-0.0066	4.831	-3.2892	4.815	VAIC	1.1646 ***	1.287	2.2433 ***	2.233	0.0302 ***	2.176
	-0.3400		-0.5400			20.2200		19.1500		7.5700	
RCAP	0.0101	2.08	-1.2876	2.078	CEE	31.5911 ***	1.873	57.3756 ***	3.052	0.8658 ***	3.067
	1.6400		-0.6700			32.3800		27.6100		10.6100	
HCAP*SCAP	0.1279	4.699	11.5631	4.686	HCE	1.1631 ***	2.687	2.4920 ***	2.747	0.0158 **	2.75
	1.5200		-0.4400			17.3400		17.4600		2.8200	
HCAP*RCAP	0.0602	2.908	-44.8718 *	2.908	SCE	3.0781 ***	2.286	5.2195 ***	2.601	0.1693 ***	2.635
	1.0500		-2.5200			9.4000		7.4900		6.1700	
SCAP*RCAP	-0.1475 **	2.671	49.6472 ***	2.669	RCAP	-0.1880	2.349	-0.1137	1.324	0.0018	1.324
	-3.2700		3.5400			-0.9600		-0.2700		0.1100	
COLL	0.0034 *	3.174	0.0080	3.174	HHI	-0.0598 ***	1.155	0.1010	1.121	-0.0138 *	1.123
	1.6900		0.0100			-0.6500		0.5400		-2.1700	
PROF	-0.0031 ***	1.393	0.8083 ***	1.394	OWNCONC	-0.0043	1.244	-0.1832	2.716	-0.0559 ***	2.73
	-13.2900		11.3000			-0.0200		-0.3800		-3.3600	
SIZE	0.1088 ***	2.218	-4.7297	2.199	BLEV	-15.7743 ***	1.278	-19.3156 ***	1.728	-0.1055 *	1.704
	10.2900		-1.4600			-16.7600		-10.2700		-1.6700	
GO	-0.0005	1.794	-0.3170	1.793	SIZE	2.8458 ***	1.569	5.5449 ***	1.861	-0.1920 ***	1.857
	-0.4200		-0.8800			4.4900		4.3100		-4.3700	
NDTS	0.0126	1.798	11.8590	1.797	AGE	-0.2879 ***	1.146	-0.5766 ***	2.832	-0.0034	2.836
	0.2000		0.6200			-7.7500		-7.6400		-1.2800	
RISK	-0.1149 *	1.519	-72.3103 ***	1.518							
	-1.8300		-3.7100								
DUMMY09	0.0117 *	1.073	1.6618	1.073	DUMMY09	-2.1485 ***	1.055	-4.4161 ***	1.087	-0.1337 ***	1.12
	2.4400		1.1100			-7.0300		-7.1100		-6.2000	
DUMMY14	0.0050	1.063	1.4700	1.062	DUMMY14	-0.3054 ***	1.017	-0.4993	1.063	-0.1428 ***	1.063
	1.0000		1.0500			-1.1700		-0.9400		7.8600	
R-Squared	0.4780		0.1470		R-Squared	0.3290		0.2840		0.3400	
Adj. R ²	0.4170		0.0468		Adj. R ²	0.2520		0.2020		0.2640	
F-statistic	139.875		26.3671		F-statistic	133.4860		107.7710		139.9770	
p-value	0.000		0.000		p-value	0.0000		0.0000		0.0000	

หมายเหตุ ***, **, * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ โดย INTAST คือ อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม BLEV คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ DPO คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล HCAP คือ อัตราส่วนแสดงค่าใช้จ่ายด้านทรัพยากรมนุษย์ต่อสินทรัพย์ SCAP คือ อัตราส่วนแสดงค่าใช้จ่ายด้านวิจัยและพัฒนาต่อสินทรัพย์ RCAP คือ อัตราส่วนแสดงค่าใช้จ่ายด้านการขายและบริหารต่อสินทรัพย์ COLL คือ หลักประกันของกิจการ PROF คือ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ SIZE คือ ขนาดของกิจการ GO คือโอกาสทางการเจริญเติบโตของกิจการ NDTs คือ ค่าใช้จ่ายที่สร้างประโยชน์ทางภาษี RISK คือ ความเสี่ยงของกิจการ ROA คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROE คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น TOBINQ คือ มูลค่าของกิจการ VAIC คือสัมประสิทธิ์มูลค่าเพิ่มทางปัญญา CEE คือ ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการ HCE คือ ประสิทธิภาพในการใช้ทุนมนุษย์ SCE คือ ประสิทธิภาพในการใช้ทุนโครงสร้างของกิจการ HHI คือดัชนีความเข้มข้นในการแข่งขันในอุตสาหกรรม OWNCONC คือ ตัวแปรหุ่นผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลในครอบครัวของกิจการ AGE คืออายุของกิจการ DUMMY09 คือ ตัวแปรหุ่นการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจโลกปี 2009 และ DUMMY14 คือ ตัวแปรหุ่นการเกิดวิกฤตการณ์การเมืองในประเทศไทยปี 2014

บรรณานุกรม

- ฐกฤต กาญจนสำราญวงศ์. (2558). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์รัฐประหารในประเทศไทย พ.ศ. 2557*. (การค้นคว้าอิสระ สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- นพวรรณ นาคะเลิศกวี. (2555). *ปัจจัยที่มีผลต่อการเปิดเผยข้อมูลของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การค้นคว้าอิสระ บัญชีมหาบัณฑิต สาขาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- วรลักษณ์ วิจารณ์รัตน์. (2550). *ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับราคาหลักทรัพย์และกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- Daniel, K., & Titman, S. (2005). Testing factor model explanations of market anomalies. *Working paper*.
- Gamayuni, R. R. (2015). The effect of intangible asset, financial performance and financial policies on the firm value. *International Journal of scientific and technology research*, 4(1), 202-212.
- Gu, F., & Lev, B. (2011). Intangible assets: Measurement, drivers, and usefulness. In *Managing knowledge assets and business value creation in organizations: Measures and dynamics* (pp. 110-124): IGI Global.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Lantz, J.-S., & Sahut, J.-M. (2005). R&D investment and the financial performance of technological firms. *International Journal of Business*, 1(3), 251.
- Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, C., & Theriou, G. (2011). The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. *Journal of intellectual capital*.
- 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.

- Rampini, A. A., & Viswanathan, S. (2013). Collateral and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 466-492.
- Ritter, A., & Wells, P. (2006). Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings. *Accounting & Finance*, 46(5), 843-863.
- Sundaram, A. K., John, T. A., & John, K. (1996). An empirical analysis of strategic competition and firm values the case of R&D competition. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 459-486.
- Tobin, J., & Brainard, W. C. (1976). *Asset markets and the cost of capital*. Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University