



การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการ
ดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการ
ดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND
FIRM PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS NARUEMOLWAN TANGKITCHAROENPORN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร

เรื่อง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงาน
ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาและอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 โดยไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ยังไม่รวมค่า Outliers นั่นคือ บริษัทที่ส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นลบ และบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าสูงสุดและต่ำสุด 5% แรก ทั้งนี้จะประกอบไปด้วยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดคิดเป็น 261 บริษัท รวมทั้งสิ้น 783 ชุดข้อมูล

ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Q (TQ) ทำให้สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ และยิ่งบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่น้อยลงยิ่งส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้น และทำให้มูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของบริษัทมีค่าสูงขึ้น

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, การกู้ยืม, ส่วนของผู้ถือหุ้น, ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND FIRM PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	MISS NARUEMOLWAN TANGKITCHAROENPORN
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

The purpose of this study is to empirically investigate the relationship between capital structure and firm performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in 2012-2014. The investigation is performed on a sample of listed companies in the Stock Exchange of Thailand excluding companies which are insufficient information, undergoing rehabilitation, negative equity, 5% highest and 5% lowest ROA and ROE (Outliers). Sample is finally amounted to 261 firms or 783 observations.

The result shows that DE ratio has statistically negative relationship with firm performance (i.e. Return On Asset (ROA), Return On Equity (ROE) and Q Ratio). This could be concluded that leveraged company can use interest from external borrowings as a tax shield. Moreover, the less external borrowings results in less interest expenses and higher profit which reflects in higher book value and market value of firm.

Keywords: Capital Structure, Debt, Equity, Firm Performance

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีหากปราศจากความอนุเคราะห์เป็นอย่างยิ่งในการให้คำปรึกษา คำแนะนำ ข้อคิดเห็น ความช่วยเหลือในด้านวิชาการ และการสละเวลาในการแก้ไขและตรวจทานการค้นคว้าอิสระนี้ รวมถึงกำลังใจจากบุคคลต่างๆที่ทำให้ผู้วิจัยสามารถจัดทำการค้นคว้าอิสระนี้ได้สำเร็จ

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ และรองศาสตราจารย์ ดร. นภดล ร่มโพธิ์ ที่ได้กรุณามาเป็นกรรมการเข้าร่วมฟังการนำเสนอการค้นคว้าอิสระ รวมถึงยังได้ให้คำแนะนำที่ช่วยให้การค้นคว้าอิสระนี้มีความสมบูรณ์มากขึ้น

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ บิดา มารดา ครอบครัว เพื่อนและเจ้าหน้าที่โครงการ IBMP ทุกคนที่ได้ให้การสนับสนุนความคิดเห็นและความรู้เชิงวิชาการ รวมถึงกำลังใจในการจัดทำการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้จนสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี และหากการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขออภัยไว้ ณ ที่นี้

นางสาวนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(4)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller	5
2.1.2 ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory)	6
2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	6
2.1.4 ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory)	7
2.1.5 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)	7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.3 ตัวแปรควบคุม	9
2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย	10

บทที่ 3 วิธีกรวิจัย	11
3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	11
3.2 วิธีกรวิจัย	12
3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	12
3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	12
3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)	12
3.2.4 แบบจำลอง (Model)	12
บทที่ 4 การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย	13
4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	13
4.2 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา	14
4.3 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ	15
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	21
5.1 สรุปผลการวิจัย	21
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	22
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต	22
5.4 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย	23
รายการอ้างอิง	24
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	27
ประวัติผู้เขียน	38

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	14
4.2 สรุปค่าสถิติตัวแปร	15
4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงาน ของบริษัทตามแบบจำลอง	17
$ROAi,t = \beta_0 + \beta_1 (LTDTAi,t) + \beta_2 (DEi,t) + \beta_3 (LnAsseti) + EI,t$	
4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ	17
4.5 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงาน บริษัทตามแบบจำลอง	19
$ROEi,t = \beta_0 + \beta_1 (LTDTAi,t) + \beta_2 (DEi,t) + \beta_3 (LnAsseti) + EI,t$	
4.6 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ	19
4.7 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงาน บริษัทตามแบบจำลอง	21
$TQi,t = \beta_0 + \beta_1 (LTDTAi,t) + \beta_2 (DEi,t) + \beta_3 (LnAsseti) + EI,t$	
4.8 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ	21

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากการทำธุรกิจต่างๆ เงินทุนถือว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ธุรกิจดำเนินต่อไปได้ ไม่ว่าจะเป็ตั้งแต่การเริ่มจัดตั้งธุรกิจ การนำเงินทุนมาใช้สำหรับค่าใช้จ่ายต่างๆในบริษัท และเมื่อบริษัทมีการเติบโตขึ้นเรื่อยๆ บริษัทก็มักจะมีความต้องการเงินทุนมากขึ้นเพื่อนำมาใช้ในการขยายธุรกิจ โดยแหล่งเงินทุนของบริษัทโดยทั่วไปมาจาก 2 แหล่งคือ แหล่งเงินทุนจากภายใน ได้แก่ เงินทุนที่มาจากเจ้าของ และแหล่งเงินกู้ยืมจากแหล่งภายนอกคือเงินทุนจากการกู้ยืม ซึ่งแหล่งเงินทุนแต่ละประเภทก็มีข้อดี ข้อเสียต่อบริษัทแตกต่างกันออกไป เช่น เงินกู้ยืมจากแหล่งภายนอก ดอกเบี้ยจากการกู้ยืมส่งผลให้บริษัทสามารถประหยัดภาษีได้ ในทางตรงกันข้ามคือการกู้ยืมเงินเป็นจำนวนมากก็ส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นเช่นเดียวกัน ในขณะที่แหล่งเงินทุนที่มาจากเจ้าของ เมื่อกิจการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นจะไม่สามารถช่วยให้บริษัทประหยัดภาษีได้เช่นเดียวกับดอกเบี้ยจากการกู้ยืม และในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกในอัตราที่ต่ำจะทำให้ความคล่องตัวสูงในการจัดหาเงินทุนในอนาคตได้มากกว่า ดังนั้นจึงทำให้ผู้วิจัยเกิดความสนใจที่จะศึกษาว่าโครงสร้างเงินทุนจะส่งผลอย่างไรต่อความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท

ในอดีตได้มีการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยเริ่มจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller (M&M) ในปี ค.ศ. 1958 เรื่อง “Irrelevance Theory of Capital Structure” ซึ่งทฤษฎีนี้ต้องการพิสูจน์ว่าการจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ภายใต้สมมติฐาน 6 ประการ ได้แก่ ไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์, ไม่มีค่าภาษี, ไม่มีต้นทุนล้มละลาย, ผู้ลงทุนสามารถกู้เงินได้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับกิจการ, ผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในอนาคต, การใช้หนี้สินไม่มีผลกระทบต่อกำไรหรือผลขาดทุนก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (EBIT) ซึ่งข้อสมมติฐานเหล่านี้ไม่สอดคล้องกับโลกแห่งความจริง ภายหลังจากจึงมีการศึกษาและมีทฤษฎีอื่นๆมาอธิบายเรื่องโครงสร้างเงินทุนมากขึ้นเช่น Modigliani-Miller (M&M) ในปี ค.ศ. 1977 ได้มีการผ่อนคลายสมมติฐานของ Modigliani-Miller (M&M) ในปี ค.ศ. 1958 โดยมีการนำปัจจัยด้านภาษีเงินได้นิติบุคคลมาพิจารณาด้วย ต่อมาในปี ค.ศ. 1984 Myers ได้เสนอทฤษฎีแลกเปลี่ยนทดแทน หรือ Trade-off Theory โดยมีใจความว่า

การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกจะมีทั้งประโยชน์และโทษต่อบริษัท เนื่องจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกช่วยสร้างผลประโยชน์ทางภาษี (Tax Shield) ให้กับบริษัท แต่ก็ทำให้บริษัทมีต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ที่เพิ่มสูงขึ้น และในปี ค.ศ. 1984 Myers and Majluf ก็ได้นำเสนอทฤษฎี Pecking Order Theory โดยมีใจความว่าบริษัทมีการระดมทุนตามลำดับขั้นเพื่อลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะผู้บริหารของบริษัทให้ต่ำที่สุด โดยในปี ค.ศ. 1976 Jensen and Meckling ได้นำเสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งมีใจความว่าผู้บริหารของบริษัทและนักลงทุนของบริษัทมีแรงจูงใจที่จะตัดสินใจหรือกระทำในสิ่งที่ก่อให้เกิดประโยชน์ส่วนตนซึ่งอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งของทั้ง 2 ฝ่ายและทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ให้กับบริษัท นอกจากนี้ยังมีทฤษฎีอื่นๆ ที่สามารถนำมาใช้ในการอธิบายเรื่องโครงสร้างเงินทุนอีก ได้แก่ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดยมีใจความสำคัญว่าคณะผู้บริหารบริษัทหรือบุคคลภายในบริษัท (Insider) จะมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนจากภายนอก ดังนั้น การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจึงเป็นการส่งสัญญาณของผู้บริหารถึงนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นเกิดการเปลี่ยนแปลงได้

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) และความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท (Firm's performance) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน มีการจัดหางบการเงินแตกต่างจากธุรกิจนอกอุตสาหกรรมอื่น ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะธุรกิจที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น จึงส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจนอกอุตสาหกรรมนี้มีความแตกต่างกับธุรกิจนอกอุตสาหกรรมอื่นเป็นอย่างมาก

นอกจากนี้ยังไม่รวมบริษัทที่ส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นลบ และบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าสูงสุดและต่ำสุด 5% แรก โดยข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลทศตวรรษที่เก็บระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัทเข้าใจและเห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของบริษัทและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท สามารถนำความรู้ที่ได้จากงานวิจัยเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีนโยบายก่อนนี้แตกต่างกันออกไป ซึ่งส่งผลต่อผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัทและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทไม่ทางใดก็ทางหนึ่ง
2. เพื่อให้ผู้บริหารของบริษัทสามารถนำความรู้ที่ได้จากการวิจัยไปใช้ในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาและอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 โดยในบทนี้จะเป็นการเสนอถึงแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับงานศึกษานี้ โดยแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานศึกษานี้ ได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ในส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้มีการนำเสนอทั้งงานวิจัยต่างประเทศและในประเทศ โดยงานวิจัยของต่างประเทศ ได้แก่ Salim and Yadav (2012) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เบอร์ซาของประเศมาเลเซีย ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1995 ถึงปี ค.ศ. 2011 และ Zeitun and Tian (2007) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อัมมานในประเทศจอร์แดน ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1989 ถึงปี ค.ศ. 2003

งานวิจัยในประเทศที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ นริศรา นันตาภิวัฒน์ (2551) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และผลกระทบต่อราคาหุ้นและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทหอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึงปี พ.ศ. 2549 และนนทิดา ธาราชีวิน (2552) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจการขนส่งทางเรือที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึงปี พ.ศ. 2551

จากการทบทวนวรรณกรรมยังไม่พบว่าม้งานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตรง แต่ม้งานวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนตามที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller ได้ถูกนำเสนอขึ้นในปี ค.ศ. 1958 เรื่อง “Irrelevance Theory of Capital Structure” ซึ่งทฤษฎีนี้ต้องการพิสูจน์ว่าการจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุนที่สมบูรณ์ภายใต้สมมติฐาน 6 ประการ ได้แก่ ไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์, ไม่มีค่าภาษี, ไม่มีต้นทุนล้มละลาย, ผู้ลงทุนสามารถกู้เงินได้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับกิจการ, ผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในอนาคต, การใช้หนี้สินไม่มีผลกระทบต่อกำไรหรือผลขาดทุนก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (EBIT) โดยทฤษฎีที่ได้นำเสนอในครั้งนี้แบ่งบริษัทออกเป็น 2 ประเภท คือ บริษัทที่ไม่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกเลย (Unlevered Firm) และ บริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกในระดับหนึ่ง (Levered Firm) โดยหากละเว้นการพิจารณาเรื่องภาษีจะพบว่ามูลค่าของกิจการทั้ง 2 ประเภทจะเท่ากันในทุกกรณี และในภายหลังคือปี ค.ศ. 1963 ได้มีการผ่อนคลายนข้อสมมติฐานบางประการคือมีการพิจารณาเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคลเข้าไปด้วย พบว่าการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกจะก่อให้เกิดผลประโยชน์ทางภาษีกับบริษัท ดังนั้น ยิ่งการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มมากขึ้นเท่าใด จะยิ่งทำให้ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง (Weighted Average Cost of Capital – WACC) และโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดสำหรับบริษัทคือเมื่อมีสัดส่วนการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกคิดเป็น 100% ของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งพบว่าไม่สอดคล้องกับความจริง

Modigliani-Miller Theorem

	Without Taxes	With Taxes
Proposition I	$V_U = V_L$	$V_L = V_U + T_C D$
Proposition II	$R_{E(L)} = R_{E(U)} + \frac{D}{E}(R_{E(U)} - R_D)$	$R_E = R_o + \frac{D}{E}(R_o - R_D)(1 - T_C)$

โดยที่	V_L	คือมูลค่าของกิจการที่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก
	V_U	คือมูลค่าของกิจการที่ไม่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก
	$T_C D$	คืออัตราภาษีคูณกับมูลค่าของเงินกู้ยืม
	R_E	คืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากส่วนของผู้ถือหุ้น
	R_o	คือต้นทุนของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ไม่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก
	R_D	คืออัตราต้นทุนของการกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอก

2.1.2 ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory)

ทฤษฎีนี้ถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Kraus and Litzenberger ในปี ค.ศ. 1973 และได้มีงานศึกษาของ Myers ในปี ค.ศ. 1977 อธิบายทฤษฎีนี้ว่าในการระดมทุนของบริษัทแหล่งเงินทุนจะประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ แหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก โดยข้อดีของการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกหรือการกู้ยืมคือดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถช่วยบริษัทประหยัดค่าใช้จ่ายทางภาษี ในทางตรงกันข้ามก็ทำให้บริษัทเกิดสภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress) ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนอีกหนึ่งอย่าง que เพิ่มขึ้นมาคือต้นทุนในการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ซึ่งทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ดังนั้น ทฤษฎีนี้จึงเป็นการกล่าวถึงการวางโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยพิจารณาจากข้อดีและข้อเสียของแหล่งเงินทุน

2.1.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ได้ถูกนำเสนอโดย Jensen and Meckling ในปี ค.ศ. 1976 มีใจความว่าในธุรกิจขนาดใหญ่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุน (Principal) จะไม่ได้เข้ามาเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานปกติภายในบริษัท ดังนั้นจึงต้องมีการแต่งตั้งคณะกรรมการขึ้นมาเพื่อเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้น (Agent) ในการบริหารบริษัทและสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่ในบางครั้งคณะกรรมการอาจเกิดแรงจูงใจที่จะดำเนินธุรกิจไปในทางที่เอื้อประโยชน์ให้กับตัวเองมากกว่าการสร้าง ความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นตามที่ควรจะเป็น ดังนั้นในกรณีนี้จึงก่อให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจในการบริหารหรือ Agency Cost ขึ้นซึ่งประกอบด้วยต้นทุนในการตรวจสอบผลการ

ปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทูมมานนท์, 2543)

2.1.4 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory)

ทฤษฎี Pecking Order Theory ได้ถูกนำเสนอในปี ค.ศ. 1984 โดย Myers and Majluf โดยมีแนวคิดสำคัญคือปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะผู้บริหารของบริษัท โดยบริษัทจะมีการระดมทุนตามลำดับขั้นเพื่อเป็นการขจัดปัญหาดังกล่าว และในการจัดหาแหล่งเงินทุนตามทฤษฎีนี้บริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนเป็นลำดับแรกและภายหลังจากเงินที่ระดมทุนได้มาไม่เพียงพอจึงจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการออกตราสารหนี้ โดยให้พิจารณาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำสุดก่อน ได้แก่การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารว่าการลงทุนนั้นจะสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้และราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) และหากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนก็จะเป็นการส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงอยู่ (Overvalued)

2.1.5 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) มีความสำคัญว่าคณะผู้บริหารบริษัทหรือบุคคลภายในบริษัท (Insider) จะมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนจากภายนอก ดังนั้นการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจึงเป็นการส่งสัญญาณของบริหารถึงนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นเกิดการเปลี่ยนแปลงได้

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาค้นคว้าพบว่าในต่างประเทศจะมีการศึกษาวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทค่อนข้างแพร่หลายมากกว่างานศึกษาภายในประเทศไทย โดย Salim and Yadav (2012) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เบอร์ซ่าของประเทศมาเลเซีย ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1995 ถึงปี ค.ศ. 2011 จำนวน 237 บริษัทโดยตัวแปรที่ใช้วัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA), อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราส่วน Q , กำไรต่อหุ้น (EPS) และตัวแปรโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และการเติบโตของบริษัทโดยพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ และมีตัวแปรควบคุมคือขนาดของบริษัท โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษาตามแต่ละประเภทของอุตสาหกรรม 6 ประเภท และสรุปผลการศึกษาว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ

อัตราส่วน Q อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และไม่ได้มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Zeitun and Tian (2007) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อัมมานในประเทศจอร์แดน ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 1989 ถึงปี ค.ศ. 2003 จำนวน 167 บริษัท ตัววัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE), อัตราส่วน Q (Tobin's Q), อัตราส่วน P/E, ผลรวมของค่าเสื่อมราคาและ EBIT ต่อสินทรัพย์, ผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของตัววัดโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อเงินทุนรวม ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัววัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ทั้งตัววัดมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาด โดยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วน Q (Tobin's Q)

นอกจากนี้ Emamgholipour et al. (2012) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทในที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เตหะรานในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2006 ถึงปี ค.ศ. 2010 จำนวน 400 บริษัท โดยตัววัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญและการลดอัตราส่วนหนี้สินจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและสามารถช่วยเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

สำหรับในประเทศไทยนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีอยู่จำกัด โดยนริศรา นันทาภิวัฒน์ (2551) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และผลกระทบต่อราคาหุ้นและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึงปี พ.ศ. 2549 พบว่าบริษัทที่มีการใช้เงินกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยกว่าเงินจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะส่งผลให้ต้นทุนเฉลี่ยทางการเงินต่ำลงแต่มีมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์และราคาหุ้นที่สูงขึ้น ส่วนนันทิดา ธาราชีวิน (2552) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจการขนส่งทางเรือที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึงปี พ.ศ. 2551

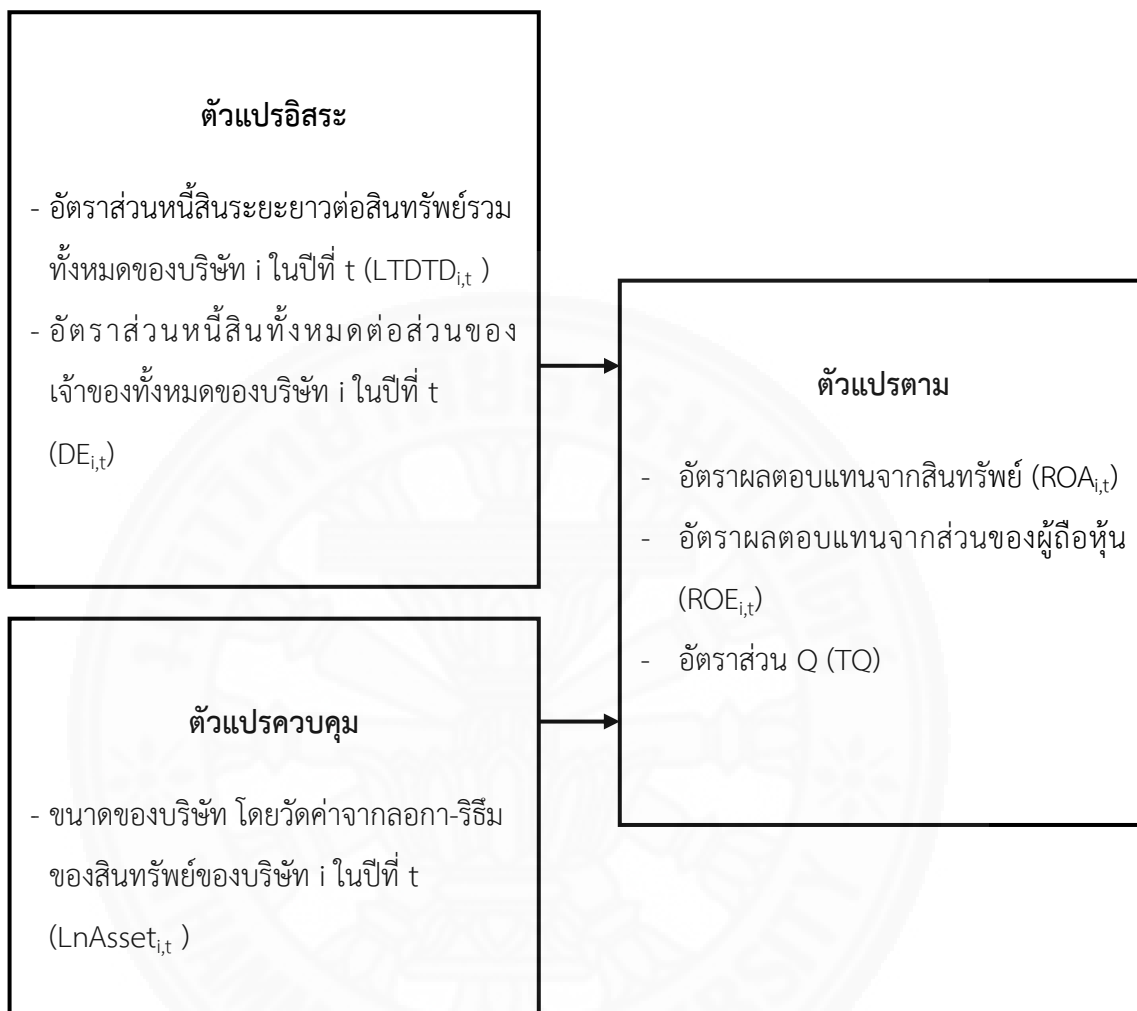
โดยศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจากอัตราผลตอบแทนของการลงทุนพบว่า อัตราผลตอบแทนของการลงทุนของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันเนื่องจากแต่ละบริษัทมีความสามารถในการแข่งขันที่แตกต่างกัน

จะเห็นได้ว่างานวิจัยในต่างประเทศจะมีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างต้นทุนและความสามารถในการดำเนินงานโดยตรงมากกว่างานวิจัยภายในประเทศไทย โดยมีการปรับเปลี่ยนตัวแปรที่ใช้ในการวัดโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างและระยะเวลาที่ใช้ในการทำวิจัยก็แตกต่างกันออกไป ในขณะที่งานวิจัยที่จัดทำขึ้นในประเทศไทยยังไม่มียงานที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยตรง แต่จะมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานเฉพาะบางอุตสาหกรรมเท่านั้น เช่น ธุรกิจขนส่งทางเรือ เป็นต้น นอกจากนี้ก็จะเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและประเด็นอื่นๆ เช่น การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ การเข้าร่วมโครงการบรรษัทภิบาลที่ดี ความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ลักษณะของคณะกรรมการบริษัท หรือการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างทุนของอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มทรัพยากร เป็นต้น

2.3 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่จะใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ($\ln Asset_{i,t}$) โดยคิดจากลอการิทึมของสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t โดย Ramaswammy (2001), Frank and Goyal (2003) และ Ebaid (2009) ได้สรุปไว้ว่าขนาดของบริษัทส่งผลเชิงบวกต่อความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าอาจจะมีความสามารถและศักยภาพที่ดีกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า ดังนั้นในงานศึกษานี้จึงใช้ขนาดของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม

2.4 กรอบแนวคิดการวิจัย



บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย

3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิโดยจะเก็บข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ56-1), รายงานประจำปีของบริษัทตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557, SETSMART, DATASTREAM ของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งข้อมูล Outliers นั่นคือ บริษัทที่ส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นลบ และบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าสูงสุดและต่ำสุด 5% แรก โดยสามารถสรุปข้อมูลที่ใช้ในงานศึกษาได้ดังนี้

กลุ่มอุตสาหกรรม	กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	
	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	36	108
กลุ่มเทคโนโลยี	25	75
กลุ่มทรัพยากร	26	78
กลุ่มบริการ	71	213
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	68	204
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	35	105
	261	783

หมายเหตุ : รายชื่อกลุ่มบริษัทตัวอย่างแสดงในภาคผนวก ก

3.2 วิธีการวิจัย

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีแบบจำลองและตัวแปรที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

ตัวแปรอิสระที่จะใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่

LTDTD_{i,t} คืออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท i ในปี t
 DE_{i,t} คืออัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท i ในปี t

3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

ตัวแปรตามที่จะใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่

ROA_{i,t} คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยคำนวณได้จาก $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$
 ROE_{i,t} คืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยคำนวณได้จาก $\frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด}}$
 TQ_{i,t} คืออัตราส่วน Q ซึ่งเป็นตัววัดที่ใช้วัดมูลค่าตลาดของบริษัท โดยสามารถคำนวณได้จากมูลค่าตลาดของบริษัทบวกมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Zeitun and Tian, 2007)

3.2.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตัวแปรควบคุมที่จะใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่

LnAsset_{i,t} คือขนาดของบริษัท โดยคิดจากลอการิทึมของสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t

3.2.4 แบบจำลอง (Model)

1. $ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (LTDTA_{i,t}) + \beta_2 (DE_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_{i,t}) + \epsilon_{it}$
2. $ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (LTDTA_{i,t}) + \beta_2 (DE_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_{i,t}) + \epsilon_{it}$
3. $TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (LTDTA_{i,t}) + \beta_2 (DE_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_{i,t}) + \epsilon_{it}$

บทที่ 4

การวิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย

ในบทนี้จะเป็นการแสดงผลสรุปเกี่ยวกับข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย(กลุ่มตัวอย่าง) ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย โดยตัวแปรต้นของงานวิจัย ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท (LTDTD) และ อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท (DE) ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Q (TQ) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท โดยคิดจากลอการิทึมของสินทรัพย์ของบริษัท (LnAsset) นอกจากนี้ ยังแสดงถึงการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณเพื่อแสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท

4.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 18 ม.ค. 2559) โดยไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลที่จำเป็นต้องใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินมีการจัดทำงานการเงินแตกต่างจากธุรกิจนอกอุตสาหกรรมอื่น ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะธุรกิจที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น จึงส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจนอกอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกับธุรกิจนอกอุตสาหกรรมอื่นเป็นอย่างมาก นอกจากนี้ยังไม่รวมค่า Outliers นั่นคือ บริษัทที่ส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นลบ และบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าสูงสุดและต่ำสุด 5% แรก ทั้งนี้จะประกอบไปด้วยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดคิดเป็น 261 บริษัท รวมทั้งสิ้น 783 ชุดข้อมูล โดยข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิที่เก็บระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 เป็นระยะเวลารวม 3 ปี โดยสามารถสรุปข้อมูลที่ใช้ในงานศึกษาแบ่งตามประเภทอุตสาหกรรมได้ดังนี้

ตาราง 4.1 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มอุตสาหกรรม	กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	
	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล
กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	36	108
กลุ่มเทคโนโลยี	25	75
กลุ่มทรัพยากร	26	78
กลุ่มบริการ	71	213
กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม	68	204
กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค	36	105
	261	783

หมายเหตุ : รายชื่อกลุ่มบริษัทตัวอย่างแสดงในภาคผนวก ก

4.2 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา

จากการทดสอบข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง สามารถสรุปค่าสถิติสำคัญได้ดังตารางที่ 4.2 โดยพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) ของกลุ่มตัวอย่างคือ 8.752% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าร้อยละ 8.752 ของสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาจากแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม

โดยเมื่อพิจารณาอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) พบว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง คือ 0.608 เท่า ซึ่งสามารถสรุปได้ว่ากลุ่มตัวอย่างมีการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมน้อยกว่าแหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้น โดยพบว่าอัตราส่วนอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) ต่ำสุดคือ 0.001 เท่า และสูงสุดคือ 6.307 เท่าซึ่งเป็นของบริษัทหนึ่งในอุตสาหกรรมทรัพยากร โดยพบว่าในปี 2013 บริษัทได้มีการกู้ยืมเงินจากผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นเป็น 2 เท่าของปีก่อนในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปมากนัก จึงส่งผลให้อัตราส่วนอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) สูงเป็น 6.307 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.518% และ 9.502% ตามลำดับ อาจกล่าวได้ว่ากลุ่มตัวอย่างสามารถสร้างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้ดีกว่าจากสินทรัพย์ และเมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Q (TQ) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1.217

เท่า อาจกล่าวได้ว่าราคาหุ้นของกลุ่มตัวอย่างมีค่าสูงกว่าต้นทุนทดแทนของกลุ่มตัวอย่างหรือราคาหุ้นของกลุ่มตัวอย่างมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่เหมาะสม (Overvalued)

ตารางที่ 4.2 สรุปค่าสถิติของตัวแปร

Variable	Obs.	Mean	SD	Min.	Max.
LTDTA (%)	783	8.752	12.169	0.000	67.500
DE (เท่า)	783	0.608	0.682	0.001	6.307
ROA (%)	783	5.518	5.918	-11.800	22.600
ROE (%)	783	9.502	10.881	-37.900	40.500
TQ (เท่า)	783	1.217	0.767	0.098	6.023
Asset (พันบาท)	783	26,860,746	123,133,677	254,284	1,787,341,036

หมายเหตุ :

LTATA_{i,t} = Long Term Debt to Total Asset

DE_{i,t} = Debt to Equity Ratio

ROA_{i,t} = Net Profit / Total Asset

ROE_{i,t} = Net Profit / Total Equity

TQ_{i,t} = (Market Capitalization – Book Value of Debt) / Book Value of Asset

4.3 การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ

จากการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทผ่านทั้ง 3 แบบจำลอง สามารถสรุปผลได้ดังนี้

4.3.1 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทตามแบบจำลอง

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LTDTA_{i,t}) + \beta_2(DE_{i,t}) + \beta_3(\ln Asset_i) + \epsilon_{i,t}$$

แบบจำลองนี้อธิบายความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผ่านตัววัดทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) โดยจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-value = 0.000) แสดงว่าเมื่อบริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมน้อยลง จะทำให้อัตรา

ผลตอบแทนของสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ และยิ่งบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่น้อยลงยิ่งส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้นและทำให้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) สูงขึ้น ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007) อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาไม่สามารถสรุปได้ว่าหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าเงินกู้ระยะยาวที่บริษัทกู้ยืมมาไม่ได้สร้างผลตอบแทนในรูปของกำไรระยะสั้นตามที่บริษัทคาดหวัง จึงไม่ได้ทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เกิดการเปลี่ยนแปลงหรือไม่ได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของบริษัท โดยผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Khan and Imran (2012), Khalaf (2013) และ Boadi and Li (2015)

ตารางที่ 4.3 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของ

$$\text{บริษัทตามแบบจำลอง } ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (LTDTA_{i,t}) + \beta_2 (DE_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

ROA	Coefficient	Std. Err.	P-value
LTDTA	-0.039	0.021	0.069
DE	-0.024	0.003	0.000
LnAsset	0.004	0.002	0.011
Constant	0.012	0.024	0.615
Number of Obs	783		
F-statistic (3, 779)	26.77		
P-value	0.000		
R-squared	0.093		
Adj R-squared	0.057		

ทั้งนี้จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของแบบจำลองนี้โดยวิธี Variance Inflation Factors (VIF) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระ LTDTA และ DE มีค่าเท่ากับ 1.360 และ 1.340 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแปรอิสระทั้งสองไม่ได้มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) (Zigmund et al., 2013)

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Variable	VIF	1/VIF
lnAsset	1.670	0.600
LTDTA	1.360	0.735
DE	1.340	0.748
MEAN VIF	1.450	

4.3.2 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการ

ดำเนินงานของบริษัทตามแบบจำลอง

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LTDTA_{i,t}) + \beta_2(DE_{i,t}) + \beta_3(LnAsset_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

แบบจำลองนี้อธิบายความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผ่านตัววัดทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 (P-value = 0.000) เนื่องจากบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ และยิ่งบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่น้อยลงยิ่งส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้นและทำให้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้นด้วยในที่สุด โดยผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Dumont and Svensson (2014) จากผลการศึกษา ไม่สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กันทางสถิติ อาจเป็นเพราะเงินกู้ระยะยาวที่บริษัทกู้ยืมมาไม่ได้สร้างผลตอบแทนตามที่บริษัทคาดหวัง จึงไม่ได้ทำให้อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น (ROE) เกิดการเปลี่ยนแปลงหรือไม่ได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัท โดยผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007), Ebaid (2009), Saeedi and Mahmoodi (2011), Khan and Imran (2012), Hasan et al. (2014) และ Boadi and Li (2015)

ตารางที่ 4.5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของ

$$\text{บริษัทตามแบบจำลอง } ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (\text{LTDTA}_{i,t}) + \beta_2 (\text{DE}_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_i) + \epsilon_{i,t}$$

ROE	Coefficient	Std. Err.	P-value
LTDTA	-0.018	0.041	0.661
DE	-0.026	0.007	0.000
LnAsset	0.011	0.003	0.000
Constant	-0.058	0.045	0.193
Number of Obs	783		
F-statistic (3, 779)	9.87		
P-value	0.000		
R-squared	0.037		
Adj R-squared	0.033		

ทั้งนี้จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของแบบจำลองนี้โดยวิธี Variance Inflation Factors (VIF) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระ LTDTA และ DE มีค่าเท่ากับ 1.360 และ 1.340 ตามลำดับ แสดงว่าตัวแปรอิสระทั้งสองไม่ได้มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) (Zigmund et al., 2013)

ตารางที่ 4.6 แสดงค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Variable	VIF	1/VIF
LnAsset	1.670	0.600
LTDTA	1.360	0.745
DE	1.340	0.748
MEAN VIF	1.450	

4.3.3 การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการ

ดำเนินงานของบริษัทตามแบบจำลอง

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (LTDTA_{i,t}) + \beta_2 (DE_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

แบบจำลองนี้อธิบายความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผ่านตัววัดทางมูลค่าตลาด ได้แก่ อัตราส่วน Q (TQ) โดยจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วน Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 (P-value = 0.046) เนื่องจากบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จำนวนไม่สูงนัก นอกจากจะมีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่น้อยลงแล้ว ยังสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้น จึงส่งผลดีต่อมูลค่าตลาดหรือราคาหุ้นของบริษัท ทำให้อัตราส่วน Q (TQ) เพิ่มขึ้นด้วยในที่สุด ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007) โดยจากการศึกษาไม่สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วน Q (TQ) เนื่องจากที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่าเงินกู้ระยะยาวที่บริษัทกู้ยืมมาไม่ได้สร้างผลตอบแทนตามที่บริษัทคาดหวัง จึงไม่ได้ส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทผ่านตัววัดมูลค่าทางบัญชีของบริษัท และไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่าตลาดหรือราคาหุ้นของบริษัทในที่สุด ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007), Khan and Imran (2012) และ Boadi and Li (2015)

ตารางที่ 4.7 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของ

บริษัทตามแบบจำลอง $TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (LTDTA_{i,t}) + \beta_2 (E_{i,t}) + \beta_3 (\text{LnAsset}_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$

TQ	Coefficient	Std. Err.	P-value
LTDTA	0.317	0.291	0.275
DE	-0.093	0.047	0.046
LnAsset	0.021	0.021	0.337
Constant	0.930	0.318	0.004
Number of Obs	783		
F-statistic (3, 779)	1.820		
P-value	0.143		
R-squared	0.007		
Adj R-squared	0.003		

ทั้งนี้จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของแบบจำลองนี้โดยวิธี Variance Inflation Factors (VIF) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระ LTDTA และ DE มีค่าเท่ากับ 1.360 และ 1.340 ตามลำดับ แสดงว่าตัวแปรอิสระทั้งสองไม่ได้มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) (Zigmund et al., 2013)

ตารางที่ 4.8 แสดงค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Variable	VIF	1/VIF
lnAsset	1.670	0.600
LTDTA	1.360	0.735
DE	1.340	0.748
MEAN VIF	1.450	

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทผ่านแบบจำลอง 3 แบบจำลอง โดยตัวแปรอิสระของงานวิจัยนี้ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท (LTDTD) และ อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท (DE) ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Q (TQ) ซึ่งเป็นตัววัดที่ใช้วัดมูลค่าตลาดของบริษัท (TQ) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท โดยคิดจากลอการิทึมของสินทรัพย์ของบริษัท (LnAsset) ซึ่งจากการศึกษาสามารถสรุปผลได้ดังนี้

ในแบบจำลองแรกซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทผ่านตัววัดมูลค่าทางบัญชีของกิจการ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) โดยจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ในขณะที่ไม่สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

แบบจำลองที่สองใช้เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทผ่านตัววัดมูลค่าทางบัญชีของกิจการ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและไม่สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กันทางสถิติ

แบบจำลองที่สามเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทผ่านตัววัดมูลค่าตลาด ได้แก่ อัตราส่วน Q (TQ) โดยจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วน Q (TQ) และไม่สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วน Q (TQ)

จากผลการศึกษาทำให้สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจากการกู้ยืมไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ และยิ่งบริษัทมีการกู้ยืมเงินที่น้อยลงยิ่งส่งผลให้มูลค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้นและทำให้มูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของบริษัทมีค่าสูงขึ้นผ่านตัววัดได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วน Q (TQ) โดยผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลจากงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007) และ Dumont and Svensson (2014) แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Akinyomi (2013) และ Khalaf (2013) ในขณะที่การกู้ยืมเงินระยะยาวของบริษัทอาจไม่ได้สร้างผลตอบแทนตามที่บริษัทคาดหวัง จึงไม่ส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท โดยจะเห็นได้จากการที่ไม่สามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LTDTA) มีความสัมพันธ์ทั้งกับตัววัดมูลค่าทางบัญชี ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) รวมถึงตัววัดมูลค่าตลาดของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วน Q (TQ) โดยผลการศึกษาที่สอดคล้องกับผลจากงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007) , Ebaid (2009), Saeedi and Mahmoodi (2011), Khan and Imran (2012), Khalaf (2013) , Hasan et al. (2014) และ Boadi and Li (2015) แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Salim and Yadav (2012)

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ข้อจำกัดของงานวิจัยชิ้นนี้ ได้แก่ ความไม่ครบถ้วนของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เช่น ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลบางรายการอาจไม่มีการอัปเดตหรือไม่ครบถ้วน ทำให้ต้องมีการนำข้อมูลมาจากหลายแหล่ง รวมถึงข้อมูลบางรายการจากแหล่งข้อมูลที่แตกต่างกันมีความแตกต่างกัน ทำให้ต้องมีการหาแหล่งข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือที่สุดในกรณีนี้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต

ในงานวิจัยในอนาคตหากมีการเพิ่มตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ทั้งตัวแปรต้น ตัวแปรตาม ตัวแปรควบคุม รวมถึงหากมีการขยายระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา อาจจะช่วยให้ออกมาสมบูรณ์และชัดเจนมากขึ้น นอกเหนือจากนี้ในอนาคตอาจสามารถทำการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับประเด็นอื่นๆ นอกเหนือจากนี้ เพื่อเป็นอีกหนึ่งแหล่งข้อมูลสำหรับนักลงทุนที่จะสามารถนำไปใช้ในการเลือกตัดสินใจลงทุนในบริษัทได้ โดยพิจารณาจากนโยบายการจัดหาแหล่งเงินทุนและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

5.4 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย

ผู้บริหารสามารถนำผลจากการศึกษานี้ไปใช้เป็นอีกหนึ่งปัจจัยในการพิจารณากำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เช่น หากผู้บริหารต้องการให้กำไรของบริษัทสูง บริษัทก็ไม่ควรกู้ยืมเงินมากนัก เนื่องจากจะต้องรับภาระในส่วนของค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย แม้ว่าดอกเบี้ยดังกล่าวจะสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ก็ตาม การที่บริษัทกู้ยืมเงินน้อย จะทำให้มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง นำไปสู่กำไรที่เพิ่มขึ้นและทำให้มูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาดของบริษัทมีค่าสูงขึ้น โดยพบว่าสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off Theory) โดยข้อดีของการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกหรือการกู้ยืมคือดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถช่วยบริษัทประหยัดค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ แต่ในทางตรงกันข้ามก็ทำให้บริษัทเกิดสถานะกดดันทางการเงิน (Financial Distress) ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนในการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) และส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง

จากผลการศึกษานี้ นักลงทุนสามารถนำนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมาเป็นอีกหนึ่งปัจจัยในการพิจารณาเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ หากนักลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนสูง ควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท (DE) ต่ำ

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

รองศาสตราจารย์พรธรรมา ธูนิมิตรกุล. (2555). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ : ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ท่าพระจันทร์

วรศักดิ์ ทูมมานนท์. (2543). *คุณรู้จัก Creative Accounting และคุณภาพกำไรแล้วหรือยัง?*. กรุงเทพฯ : ไอโอนิค อินเทอร์เน็ต รีซอสเซส.

วิทยานิพนธ์

พันธุ์นิวัต เหนียนเฉลย. (2543). *ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะเศรษฐศาสตร์

การค้นคว้าอิสระ

นริศรา นันทาภิวัฒน์. (2551). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA®) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล*. กรณีศึกษา : บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. (การศึกษาด้วยตนเองปริญญามหาบัณฑิต).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

นันทิดา ธาราชีวิน. (2552). *การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนต่อต้นทุนเงินทุนและผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจการขนส่งทางเรือที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (ประมวลวิชาสำหรับนักศึกษาปริญญาโทประเภทงานวิจัย).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2556). *ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50. (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต) มหาวิทยาลัยกรุงเทพ คณะบริหารธุรกิจ

- รณชัย ชูประสูติ. (2556). ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท. (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
- วรกันต์ ทองสว่าง. (2554). การทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

Articles

- Akinyomi, O. J. (2013). Effect of capital structure on firm performance: evidence from Nigerian manufacturing company. *International Journal of Innovative Research and Studies*. Vol.2, Iss 9.
- Boadi, E. K. and Li, Y. (2015). An Empirical Analysis of Leverage and Financial Performance of listed Non-Financial Firms in Ghana. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 7, No. 9.
- Ebaid, I. E. (2009). The Impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 10, Iss 5, pp. 477-487.
- Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., and Bagheri, M. M. (2012). The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*. Vol. 1, No. 9, pp. 166-181.
- Frank, M. and Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, pp. 217-248.
- Hasan, B., Ahsan, M., Rahaman A., and Alam N., (2014). Influence of capital structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, Vol. 9, No. 5.
- Jensen M. C. and Meckling W.H. (1976). Theory of the firm managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, pp. 305-360

- Khalaf, A. T. (2013). The relationship between capital structure and firm performance: evidence from Jordan. *Journal of Finance and Accounting*. Vol. 1, pp. 41-45.
- Khan and Imran. (2012). Capital structure, equity ownership and firm performance: evidence from India. *Social Science Research Network*. Online web
- Miller, M. H. (1977). Debt & Taxes. *Journal of Finance*. Vol. 32, pp. 261-275.
- Modigliani. F. and Miller, M. (1963). The cost of capital, corporation finance & the theory of investment. *American Economic Review*. Vol. 53, pp.261-297.
- Myers, S. C. (1984). The capital Structure puzzle. *Journal of Finance*. Vol. 39, pp. 575-592.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing & investment decisions: When firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 12, pp. 187-221.
- Ramaswamy, K. (2011). Organizational ownership, competitive intensity, and firm performance: an empirical study of Indian manufacturing sectors. *Strategic Management Journal*. Vol. 22, pp. 989-998.
- Saeedi, A. and Mahmoodi, I. (2011). Capital structure and firm performance: evidence from Iranian companies. *International Research Journal of Finance and Economics*. Iss 70, pp. 20-29.
- Salim, M. and Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies. *Procedia Social and Behavioral Science*, Vol. 65, pp. 156-166.
- Zeitun, R. and Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 4, Iss4.

Thesis

- Dumont, R. and Svensson, R. (2014). *Capital structure and firm performance: A study of Swedish public companies*. University of Gothenburg, School of Business and Law.

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ลำดับที่	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อบริษัทจดทะเบียน
1	APURE	บริษัท อกริเพียว โสลดิงส์ จำกัด (มหาชน)
2	ASIAN	บริษัท ห้องเย็นเอเชีย ซีฟู๊ด จำกัด (มหาชน)
3	CFRESH	บริษัท ซีเฟรชอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
4	CHOTI	บริษัท ห้องเย็นโชติวัฒน์ขนาดใหญ่ จำกัด (มหาชน)
5	CM	บริษัท เชียงใหม่โพรเซ่นฟู๊ดส์ จำกัด(มหาชน)
6	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
7	CPI	บริษัท ชุมพรอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)
8	EE	บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
9	F&D	บริษัท ฟู๊ดแอนด์ดีริงส์ จำกัด (มหาชน)
10	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
11	HTC	บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)
12	KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
13	KSL	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
14	LEE	บริษัท ลีพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
15	LST	บริษัท ลำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
16	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
17	OISHI	บริษัท โออิชิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
18	PB	บริษัท เพอร์ซิเดนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน)
19	PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
20	PR	บริษัท เพอร์ซิเดนท์ไรซ์โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
21	PRG	บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน)
22	SAUCE	บริษัท ไทยเทพรส จำกัด (มหาชน)
23	SFP	บริษัท อาหารสยาม จำกัด(มหาชน)

24	SNP	บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
25	SORKON	บริษัท ส. ขอนแก่นฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
26	SSC	บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)
27	SSF	บริษัท สุรพลฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
28	SST	บริษัท ทรีพีซีไทย จำกัด (มหาชน)
29	STA	บริษัท ศรีตราง์แอโกรอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
30	TC	บริษัท ทรอปีคอลแคนนิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
31	TF	บริษัท ไทยเพรซิเดนท์ฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
32	TIPCO	บริษัท ทีบีโก้ฟู๊ดส์ จำกัด (มหาชน)
33	TLUXE	บริษัท ไทยลักซ์ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
34	TRUBB	บริษัท ไทยรับเบอร์ลาเท็กซ์คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
35	TU	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
36	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
37	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
38	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
39	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
40	DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)
41	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)
42	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
43	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
44	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)
45	IFEC	บริษัท อินเตอร์ ฟาร์อีสท์ เอ็นเนอร์ยี่ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
46	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
47	LANNA	บริษัท ลานนาวิซอร์สเสส จำกัด (มหาชน)
48	MDX	บริษัท เอ็ม ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน)
49	PDI	บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

50	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
51	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
52	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
53	RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)
54	SCG	บริษัท สหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)
55	SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)
56	SOLAR	บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)
57	SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)
58	SUPER	บริษัท ซุปเปอร์บล็อก จำกัด (มหาชน)
59	TCC	บริษัท ไทย แคปปิตอล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
60	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
61	TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)

อุตสาหกรรมเทคโนโลยี

62	AIT	บริษัท แอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชั่น เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
63	CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อีเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
64	CSL	บริษัท ซีเอส ล็อกซอินโฟ จำกัด (มหาชน)
65	DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
66	DRACO	บริษัท ดราก์ พีซีบี จำกัด (มหาชน)
67	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
68	FORTH	บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
69	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
70	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ตลิงค์ คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
71	INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
72	JAS	บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
73	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)
74	JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)

75	KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
76	METCO	บริษัท ทรูโมบาย ไอเล็คตรอน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
77	MSC	บริษัท เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
78	PT	บริษัท พีริเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
79	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
80	SAMTEL	บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)
81	SIM	บริษัท สามารถ ไอ-โมบาย จำกัด (มหาชน)
82	SVOA	บริษัท เอสวีโอเอ จำกัด (มหาชน)
83	SYMC	บริษัท ซิมโฟนี่ คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
84	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
85	TEAM	บริษัท ทีมพีริซิชั่น จำกัด (มหาชน)
86	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
87	TWZ	บริษัท ทีดับบลิวแซด คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

อุตสาหกรรมบริการ

88	AHC	บริษัท โรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน)
89	AMARIN	บริษัท อมารินทร์พรินติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
90	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
91	AQUA	บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
92	ASIA	บริษัท เอเชียไฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
93	ASIMAR	บริษัท เอเชียน มารีน เซอร์วิสส์ จำกัด (มหาชน)
94	BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด (มหาชน)
95	BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)
96	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)
97	BIGC	บริษัท บีจีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
98	BJC	บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
99	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)

100	BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
101	CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
102	CMR	บริษัท เชียงใหม่รามธุรกิจการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
103	COL	บริษัท ซีโอแอล จำกัด (มหาชน)
104	CSR	บริษัท เทพธานีกรีธา จำกัด (มหาชน)
105	DTC	บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
106	EPCO	บริษัท โรงพิมพ์ตะวันออก จำกัด (มหาชน)
107	ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
108	FE	บริษัท ฟาร์อีสท์ ดีดีบี จำกัด (มหาชน)
109	GENCO	บริษัทบริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด(มหาชน)
110	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
111	GRAND	บริษัท แกรนด์ แอสเสท ไฮเทคส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)
112	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
113	IT	บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน)
114	JUTHA	บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน)
115	KDH	บริษัท ธนบุรี เมดิเคิล เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
116	KWC	บริษัท กรุงเทพโสภณ จำกัด (มหาชน)
117	LOXLEY	บริษัท ล็อกซเลย์ จำกัด (มหาชน)
118	LRH	บริษัท ลาภาน้ำ รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน)
119	MACO	บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน)
120	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
121	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
122	MANRIN	บริษัท แมนดารินโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
123	MATCH	บริษัท แม็ทซิ่ง แม็ทซิ่งไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
124	MATI	บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)
125	M-CHAI	บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน)
126	MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)

127	MFEC	บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)
128	MIDA	บริษัท ไมต้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)
129	NEW	บริษัท วัฒนาการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
130	NMG	บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
131	NTV	บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)
132	OHTL	บริษัท โอเอชทีแอล จำกัด (มหาชน)
133	POST	บริษัท โพสต์ พับลิชซิง จำกัด (มหาชน)
134	PRAKIT	บริษัท ประกิต โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
135	PSL	บริษัท พีรียีส ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)
136	RAM	บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน)
137	RCL	บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)
138	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
139	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)
140	SE-ED	บริษัท ซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
141	SINGER	บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
142	SKR	บริษัท ศิครินทร์ จำกัด (มหาชน)
143	SMM	บริษัท สยามอินเตอร์มัลติมีเดีย จำกัด (มหาชน)
144	SPC	บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)
145	SPI	บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
146	SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
147	SVH	บริษัท สมิตีเวช จำกัด (มหาชน)
148	TBSP	บริษัท ไทยบริติช ซีเคียวริตี้ พรินติ้ง จำกัด (มหาชน)
149	TH	บริษัท ตงฮั่ว คอมมูนิเคชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
150	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
151	TKS	บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
152	TSTE	บริษัท ไทยซูการ์ เทอร์มิเนล จำกัด (มหาชน)
153	TT	บริษัท ไทรทัน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)

154	TTA	บริษัท โทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน)
155	VIBHA	บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)
156	VIH	บริษัท ศรีวิชัยเวชวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)
157	WAVE	บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
158	WORK	บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)

อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

159	AH	บริษัท อาปิโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน)
160	AJ	บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)
161	ALUCON	บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน)
162	AMC	บริษัท เอเชีย เมทัล จำกัด (มหาชน)
163	APCS	บริษัท เอเชีย พรินซ์ชั่น จำกัด (มหาชน)
164	BAT-3K	บริษัท ไทยสโตร์เรจ แบตเตอรี่ จำกัด (มหาชน)
165	BSBM	บริษัท บางสะพานบาร์มิล จำกัด (มหาชน)
166	CEN	บริษัท แคปปิตอล เอ็นจิเนียริง เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)
167	CITY	บริษัท ซิตี้ สตีล จำกัด (มหาชน)
168	CRANE	บริษัท ชูไก จำกัด (มหาชน)
169	CSC	บริษัท ฝาจีบ จำกัด (มหาชน)
170	CSP	บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
171	CTW	บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)
172	CWT	บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
173	EASON	บริษัท อีซัน เพ้นท์ จำกัด (มหาชน)
174	FMT	บริษัท ฟรุ่กาวา เมทัล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
175	GC	บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
176	GJS	บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน)
177	GYT	บริษัท กู๊ดเยียร์(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
178	HFT	บริษัท ฮั่วฟง รับเบอร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)

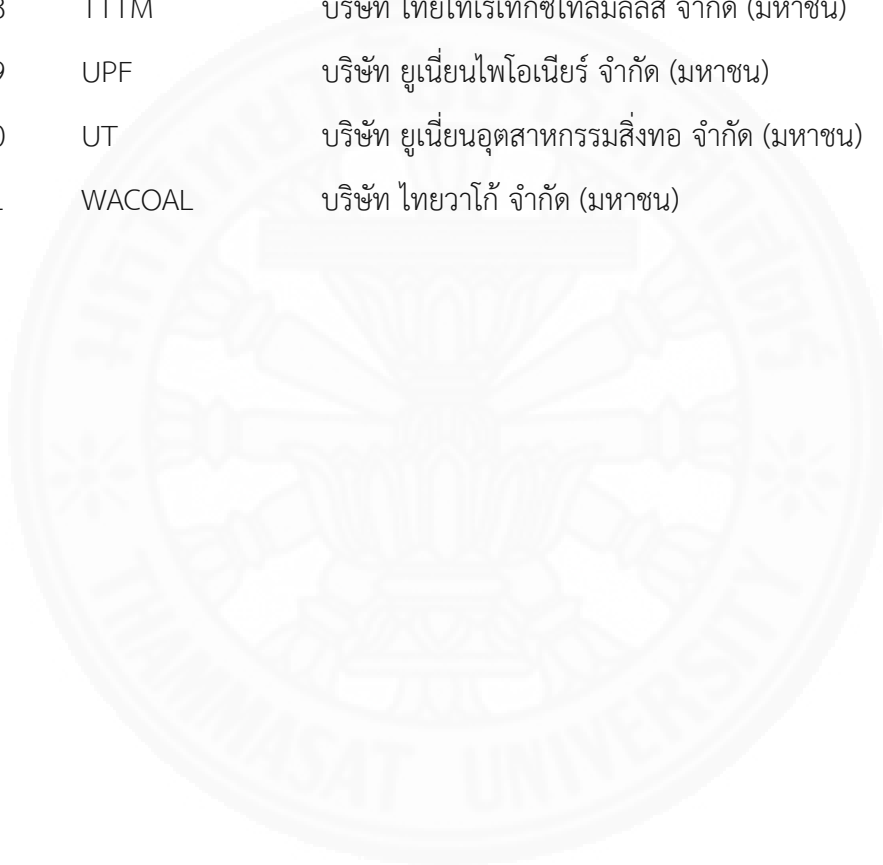
179	IHL	บริษัท อินเตอร์ไฮด์ จำกัด (มหาชน)
180	INOX	บริษัท โพลโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน)
181	IRC	บริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
182	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
183	KKC	บริษัท กุลธรเคอร์บี้ จำกัด (มหาชน)
184	LHK	บริษัท โลหะกิจ เม็ททอล จำกัด (มหาชน)
185	MCS	บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)
186	MILL	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)
187	PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)
188	PATO	บริษัท พาโตเคมีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
189	PERM	บริษัท เพ็มสินสตีลเว็คส์ จำกัด (มหาชน)
190	PTL	บริษัท โพลีเพล็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
191	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
192	SAM	บริษัท สามชัย สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
193	SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
194	SITHAI	บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)
195	SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)
196	SNC	บริษัท เอส เอ็น ซี พอร์เมอร์ จำกัด (มหาชน)
197	SPACK	บริษัท เอส. แพ็ค แอนด์ พรีนธ์ จำกัด (มหาชน)
198	SPG	บริษัท สยามภัณฑ์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
199	SSSC	บริษัท ศูนย์บริการเหล็กสยาม จำกัด (มหาชน)
200	STANLY	บริษัท ไทยสแตนเลย์การไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
201	TCB	บริษัท ไทยคาร์บอนแบล็ค จำกัด (มหาชน)
202	TCCC	บริษัท ไทยเซ็นทรัลเคมี จำกัด (มหาชน)
203	TCJ	บริษัท ที.ซี.เจ.เอเชีย จำกัด (มหาชน)
204	TCOAT	บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน)
205	TFI	บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

206	TGPRO	บริษัท ไทย-เยอรมัน โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
207	THE	บริษัท เดอะ สตีล จำกัด (มหาชน)
208	THIP	บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
209	TIW	บริษัท ไทยแลนด์ไอออนเว็คส์ จำกัด (มหาชน)
210	TKT	บริษัท ที.กรุงไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
211	TMD	บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน)
212	TMT	บริษัท ค้าเหล็กไทย จำกัด (มหาชน)
213	TNPC	บริษัท ไทยนามพลาสติกส์ จำกัด (มหาชน)
214	TOPP	บริษัท ไทย โอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน)
215	TPA	บริษัท ไทยโพลีอะคริลิก จำกัด (มหาชน)
216	TPC	บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
217	TPP	บริษัท ไทยบรรจุภัณฑ์และการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)
218	TRU	บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน)
219	TSC	บริษัท ไทยสตีลเคเบิล จำกัด (มหาชน)
220	TWP	บริษัท ไทยไวร์โปรดักท์ จำกัด (มหาชน)
221	TYCN	บริษัทไทยคุณ เวิลด์ไวด์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
222	UP	บริษัท ยูเนี่ยนพลาสติก จำกัด (มหาชน)
223	UTP	บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)
224	VARO	บริษัท วโรปกรณ์ จำกัด (มหาชน)
225	VNT	บริษัท วินิไทย จำกัด (มหาชน)
226	WG	บริษัท ไวท์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

227	ACC	บริษัท แอดวานซ์ คอนเนคชั่น คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
228	AFC	บริษัท เอเชียไฟเบอร์ จำกัด (มหาชน)
229	AJD	บริษัท คราวน์ เทค แอดวานซ์ จำกัด (มหาชน)
230	BTNC	บริษัท บุติคนิวซีดี จำกัด (มหาชน)
231	CPH	บริษัท คาสเซอ์พีคโฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
232	CPL	บริษัท ซี.พี.แอล.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
233	DSGT	บริษัท ดีเอสจี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
234	DTCI	บริษัท ดี.ที.ซี.อินเตอร์สตรี้ตส์ จำกัด (มหาชน)
235	FANCY	บริษัท แฟนซีวูด อินเตอร์สตรี้ตส์ จำกัด (มหาชน)
236	ICC	บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
237	JCT	บริษัท แจ็กเจียอุตสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน)
238	KYE	บริษัท กันยงอีเลคทริก จำกัด (มหาชน)
239	L&E	บริษัท ไลท์ติ้ง แอนด์ อีควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
240	LTX	บริษัท ลัคกี้เท็คซ์ (ไทย) จำกัด (มหาชน)
241	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟอร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
242	NC	บริษัท นิวซีดี (กรุงเทพฯ) จำกัด (มหาชน)
243	OCC	บริษัท โอ ซี ซี จำกัด (มหาชน)
244	OGC	บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)
245	PG	บริษัท ประชาอาภรณ์ จำกัด (มหาชน)
246	PRANDA	บริษัท แพรนด์ต้า จิวเวลรี่ จำกัด (มหาชน)
247	ROCK	บริษัท ร็อกเวริส จำกัด (มหาชน)
248	S & J	บ.เอส แอนด์ เจ อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)
249	SABINA	บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)
250	SAWANG	บริษัท สว่างเอ็กซ์พอร์ต จำกัด (มหาชน)
251	SIAM	บริษัท สยามสตีลอินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

252	SUC	บริษัท สหยูเนี่ยน จำกัด (มหาชน)
253	TNL	บริษัท ทรูลักซ์ จำกัด (มหาชน)
254	TOG	บริษัท ไทยออปติคอลล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
255	TPCORP	บริษัท เท็กซ์ไทล์เพรสทีจ จำกัด (มหาชน)
256	TR	บริษัท ไทยเรยอน จำกัด (มหาชน)
257	TTI	บริษัท โรงงานผ้าไทย จำกัด (มหาชน)
258	TTTTM	บริษัท ไทยโทรเท็กซ์ไทล์มิลลส์ จำกัด (มหาชน)
259	UPF	บริษัท ยูเนี่ยนไฟโอบีเยอร์ จำกัด (มหาชน)
260	UT	บริษัท ยูเนี่ยนอุตสาหกรรมสิ่งทอ จำกัด (มหาชน)
261	WACOAL	บริษัท ไทยวาโก้ จำกัด (มหาชน)



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวนฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร
วันเดือนปีเกิด	19 กรกฎาคม 2535
ประวัติการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

