



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการ
และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

โดย

นางสาวพุทธิมน เพชรคง

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการ
และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

โดย

นางสาวพุทธิมน เพชรคง



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE RELATIONSHIP OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRM VALUE
AND PROFITABILITY OF LISTED COMPANIES IN MARKET FOR
ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

BY

MISS PUTTIMON PHETKONG



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 2016
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวพุทธิมน เพชรคง

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถ
ในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

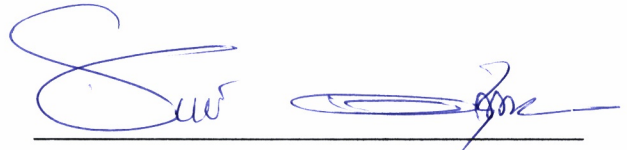
เมื่อ วันที่..... 30 ส.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



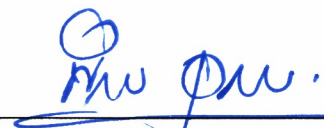
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
ชื่อผู้เขียน	นางสาวพุทธิมน เพชรคง
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูล 491 ตัวอย่างจาก 125 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ การก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง (Tax shield) ทำให้ภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่าภาระต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจึงทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง

คำสำคัญ: โครงสร้างทุน, มูลค่ากิจการ, ความสามารถในการทำกำไร

Independent Study Title	THE RELATIONSHIP OF CAPITAL STRUCTURES ON FIRM VALUE AND PROFITABILITY OF LISTED COMPANIES IN MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)
Author	Miss Puttimon Phetkong
Degree	Master Of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This research has an objective to analyze an effect of capital structure on firm value and profitability. This study observes 491 firm-year from 125 firms listed in Market for Alternative Investment (MAI) of Thailand between 2012 and 2016. Empirical results show that a capital structure measured by the debt-to-assets ratio positively affects firm value, but negatively affects profitability. It implies that debt would benefit a firm from tax saving (Tax shield) so as to reduce financial burden as a result of higher firm value. When a company, however, performs lower returns than its financial costs and operating expenses, its profitability is decreased.

Keywords: Capital structure, Firm value, Profitability

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สามารถดำเนินงานได้อย่างลุล่วงและสำเร็จได้ด้วย ความอนุเคราะห์และความกรุณาจากอาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษา การศึกษาอิสระ ที่ได้สละเวลาให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะซึ่งเป็นประโยชน์แก่การศึกษาในครั้งนี้ รวมถึงผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ประธานในการสอบการศึกษาอิสระ พร้อมทั้งให้คำแนะนำในการปรับปรุงงานศึกษาอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการIBMP คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ช่วยประสานงานและอำนวยความสะดวกให้ในหลายๆเรื่อง

ขอขอบคุณ เพื่อนนักศึกษาIBMP7 รุ่นพี่ และรุ่นน้องโครงการหลักสูตรควบตรี-โท คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี ที่คอยให้ความช่วยเหลือ ให้คำปรึกษาและคอยให้กำลังใจตลอด การศึกษาอิสระจนสำเร็จลุล่วง ตลอดจนบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกท่านที่ไม่ได้กล่าวถึงข้างต้น

สุดท้ายนี้ขอขอบพระคุณบิดา มารดา และครอบครัวที่ได้ให้การสนับสนุน และให้กำลังใจในการเรียนและการทำการศึกษาอิสระฉบับนี้มาโดยตลอด

นางสาวพุทธิมน เพชรคง

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาของงานวิจัย	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory)	5
2.1.2 Pecking Order Theory	6
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุน ความสามารถ ในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ	6

2.2.2 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์	8
2.2.2.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	8
2.2.2.2 ขนาดของกิจการ (Firm Size)	9
2.2.2.3 อัตราการเติบโต (Growth)	9
2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย	10
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	11
3.1 ระเบียบวิธีวิจัย	11
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	11
3.3 สมมติฐานงานวิจัย	12
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย	13
3.5 ตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปร	14
3.5.1 ตัวแปรต้น (Independent Variable)	14
3.5.1.1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ของบริษัท	15
3.5.1.2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ของบริษัท	15
3.5.1.3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ของบริษัท	15
3.5.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	15
3.3.2.1 มูลค่ากิจการ (Firm Value)	15
3.3.2.2 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets)	15
3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)	16
3.3.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm size)	16
3.3.3.2 อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท (Sales Growth)	16
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	18
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	18
4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	19
4.3 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)	23

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	29
5.1 สรุปผลการวิจัย	29
5.2 ข้อเสนอแนะ	30
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	30
รายการอ้างอิง	32
ประวัติผู้เขียน	35



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 ตารางแสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่าง	12
3.2 ตารางคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	17
4.1 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	18
4.2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 1	19
4.3 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 2	20
4.4 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 3	20
4.5 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 4	20
4.6 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 5	21
4.7 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 6	21
4.8 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของการทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ	21
4.9 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของการทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร	22
4.10 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของการทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างโครงสร้างทุนกับมูลค่าของกิจการ	24
4.11 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของการทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างโครงสร้างทุนกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	26

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2559	3
2.1 การวัดความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ	10
2.2 การวัดความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร	10



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาของงานวิจัย

การจัดการและการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนถือเป็นการตัดสินใจด้านการเงินที่สำคัญที่ทุกบริษัทต้องเผชิญ เนื่องจากการจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาดำเนินงานและสร้างสินค้าและบริการ รวมถึงความต้องการของบริษัทที่จะมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด ซึ่งโดยทั่วไปโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะพิจารณาจากแหล่งที่มา 2 แหล่งคือการกู้ยืมเงินซึ่งจะทำให้บริษัทเกิดหนี้สิน และจากการใช้เงินทุนส่วนของเจ้าของบริษัท (Abor, 2007) กล่าวคือ บริษัทสามารถเลือกโครงสร้างทุนในรูปแบบที่หลากหลาย ทั้งการกู้ยืมเงินเป็นจำนวนมากหรือจำนวนน้อยๆ, การออกตราสารหนี้, warrants, หุ้นกู้แปลงสภาพ หรือการใช้เงินทุนจากเจ้าของบริษัท ได้แก่ การออกหุ้นสามัญ, หุ้นบุริมสิทธิ แต่อย่างไรก็ตามการใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของนั้น บริษัทจะต้องคำนึงถึงมูลค่าตลาด (Market Value) ของบริษัทด้วย จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากิจการที่ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินจะมีมูลค่าของกิจการ (Firm Value) ที่ต่ำกว่ากิจการที่เลือกแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียว (ภาชีการออมการลงทุนและการระดมทุนในตลาดการเงินของไทย, 2544) เนื่องจากบริษัทสามารถนำประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นไปลดภาระทางภาษีทำให้จ่ายภาษีลดลงได้ (Tax Shield from Debt) และช่วยลดต้นทุนทางการเงินของบริษัท ทำให้บริษัทมีผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น จากประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ที่เป็นการดึงดูดให้บริษัทระดมทุนด้วยวิธีการก่อหนี้ โดยจาก Mesquita และ Lara (2003) ที่ได้ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรในประเทศบราซิล พบว่า อัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับหนี้สินระยะสั้น และส่วนของผู้อถือหุ้น แต่ทั้งนี้หากบริษัทมีการก่อหนี้ที่มากเกินไป จะมีความเสี่ยงในการล้มละลายที่สูงขึ้นและก่อให้เกิดปัญหาสภาพคล่อง นำไปสู่ปัญหาเรื่องการผิดนัดชำระหนี้ในที่สุด ซึ่งเป็นการกดดันราคาหุ้นของบริษัทให้ลดต่ำลงได้ ความเสี่ยงของผู้อถือหุ้นก็จะสูงขึ้น ผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นคาดว่าจะได้รับก็จะสูงขึ้นตามไปด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) หากบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ก็จะลดลง ทำให้ผู้อถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้และทำให้ผู้อถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงขึ้นได้

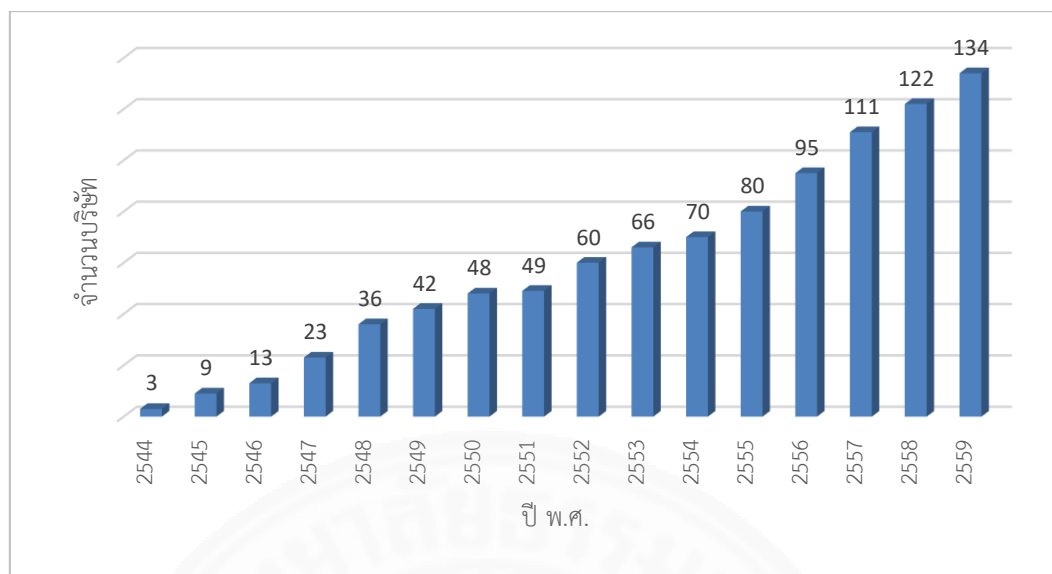
โดยโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่เป็นเป้าหมายหลักที่ทุกบริษัทต้องการนั้นจะต้องสามารถสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้อถือหุ้นและการตัดสินใจดังกล่าวนี้ยังส่งผลกระทบต่อความสามารถในสภาพแวดล้อมทางการแข่งขันที่บริษัทเผชิญอยู่ (Abor, 2005) ดังนั้นผู้บริหารจะต้อง

จัดโครงสร้างเงินทุนโดยต้องเลือกระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นตาม Trade-off Theory และหาจุดที่เหมาะสมของสัดส่วนโครงสร้างทุนระหว่างหนี้สินและทุน

ตามแหล่งเงินทุนของกิจการที่กล่าวถึงข้างต้นนั้น บริษัทสามารถจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้ได้จากการกู้ยืมเงินผ่านสถาบันการเงินหรืออีกทางหนึ่งคือการระดมทุนจากภาคประชาชน โดยการออกหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ หรือจากแหล่งภายในที่มาจากส่วนของเจ้าของ จากความต้องการเงินทุนที่มากขึ้นตามปริมาณความต้องการสินค้าและบริการที่เพิ่มขึ้นของประชาชน

เพื่อรองรับเศรษฐกิจไทยที่เติบโตขึ้น ทางภาครัฐจึงเล็งเห็นความสำคัญของการระดมเงินทุน จึงมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงทำให้บริษัทสามารถระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อใช้ในการลงทุนและดำเนินธุรกิจได้ตามต้องการ โดยไม่มีภาระดอกเบี้ยเงินกู้และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเปรียบเสมือนสื่อกลางที่ทำให้ผู้ที่มีเงินออมหรือผู้ที่ต้องการลงทุนและบริษัทหรือผู้ต้องการเงินทุนได้มาเจอกัน จึงทำให้การออมและการลงทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ และยังเป็นการสนับสนุนการพัฒนาธุรกิจโดยตรง แต่อย่างไรก็ตามบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้นั้น จะต้องเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป จึงก่อให้เกิดความเสียเปรียบแก่บริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีทุนจดทะเบียนไม่ถึง 300 ล้านบาทที่ต้องการระดมเงินทุน จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้ดำเนินงานตามบทบาทข้างต้นเท่าที่ควร

ดังนั้นจึงได้มีการจัดตั้ง ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ขึ้นในวันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2544 เพื่อเป็นการเปิดโอกาสให้แก่บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพในการเติบโตในอนาคตและมีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป สามารถเข้ามาระดมเงินทุนจากภาคประชาชนโดยตรง จึงช่วยให้บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารต้นทุนทางการเงินได้มากขึ้น และรองรับความไม่แน่นอนทางภาวะเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินที่ทำให้บริษัทต้องจ่ายดอกเบี้ยแม้ว่าจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานก็ตาม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) โดยตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้ก่อตั้งขึ้นจนถึงปัจจุบันได้มีบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนเพิ่มขึ้นทุกปี โดยในปี 2559 มีทั้งสิ้น 134 บริษัท ดังภาพที่ 1.1



ภาพที่ 1.1 จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2559

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ในบางปียังมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ย้ายไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET อีกด้วย ฉะนั้นการที่มีบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มจำนวนขึ้นทุกปีและมีทุนจดทะเบียนที่เพิ่มขึ้นในบางบริษัทนั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทสามารถขยายกิจการให้เจริญเติบโตได้มากขึ้น และแสดงถึงประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรที่ดี บ่งบอกถึงการเติบโตได้ต่อไปในอนาคต ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งหวังที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาลักษณะโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนของกิจการต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาการวางแผนและบริหารโครงสร้างเงินทุนเพื่อสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการที่ดีขึ้น และนักลงทุนทั่วไปสามารถนำข้อมูลความสามารถในการทำกำไรไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

เนื่องจากบริษัทสามารถเลือกใช้แหล่งเงินทุนได้หลายแบบ แต่แหล่งเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นมีต้นทุนที่ต่างกัน ทำให้แต่ละบริษัทจึงมีสัดส่วนของโครงสร้างทุนที่แตกต่างกัน เพื่อให้มีต้นทุนที่ต่ำที่สุดและมีผลตอบแทนที่ดีที่สุดหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือบริษัทสามารถสร้างความสามารถในการทำกำไรที่สูงได้ ดังนั้นจึงมีแนวคิดที่จะหาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (optimal Capital Structure) เพื่อที่จะทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุดและมีอัตราผลตอบแทนที่สูง แต่ในขณะเดียวกันเมื่ออัตราผลตอบแทนสูง บริษัทก็มีความเสี่ยงที่สูงตามมาด้วย แต่จากประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ที่ช่วยให้บริษัทสามารถประหยัดรายจ่ายทางภาษีได้นั้น จึงเป็นการดึงดูดให้บริษัทระดมทุนด้วยวิธีการก่อหนี้ ทำให้อาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า กิจกรรมที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงก็จะมีแนวโน้มการก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูงเช่นกัน

ทฤษฎีที่สามารถอธิบายโครงสร้างทุนมีหลากหลาย โดยทฤษฎีโครงสร้างทุน (Capital Structure Theory) ที่ถูกเสนอขึ้นครั้งแรกโดย Modigliani and Miller (1958, 1963) กล่าวว่า ภายใต้ตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพคือไม่มีภาษีนิติบุคคลและภาษีบุคคลธรรมดาที่เกี่ยวข้อง จะทำให้มูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เท่ากับมูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยไม่มีการก่อหนี้ สรุปว่าโครงสร้างทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แต่ตลาดในความเป็นจริงนั้นเป็นตลาดไม่สมบูรณ์ เนื่องจากมีการเก็บภาษี ทำให้มูลค่ากิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้จะมากกว่ามูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการไม่ก่อหนี้ อีกทั้งมีปัญหาต้นทุนด้านการเงิน (Financial Distress Problem) และปัญหาเรื่องตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเป็นนัยว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของบริษัท (นพรัตน์ ทรัพย์อดุลชัย, 2547) และในเวลาต่อมามีทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างทุนต่างๆ ได้แก่

2.1.1 ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory)

ทฤษฎีนี้ถูกเสนอโดย Kraus และ Litzenberger (1973) เป็นครั้งแรก โดยกล่าวว่าจากแนวคิดที่จะหาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (optimal Capital Structure) เพื่อที่จะทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุดนั้นบริษัทจะต้องเปรียบเทียบผลประโยชน์และความเสี่ยง (Trade-off) ที่ได้รับจากการก่อหนี้ ต่อมาได้มีงานศึกษา Myers (1977) พบว่า การก่อหนี้เพิ่มขึ้น แม้จะได้รับ

ผลประโยชน์จากการลดภาระทางภาษี แต่ก็เป็นการเพิ่มความเสี่ยงและเผชิญกับภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Cost) หรือเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น โดยที่ยังบริษัทมีการก่อหนี้มากขึ้นเรื่อยๆ จะทำให้ต้นทุนส่วนนี้เพิ่มขึ้นจนกระทั่งมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับจากภาษี ส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ดังนั้นแต่ละบริษัทจึงจะมีสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดที่แตกต่างกัน โดยจะต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย (เนาวรัตน์ ศรีพนากุล, 2558) แต่ทฤษฎีนี้ยังไม่สามารถบอกถึงระดับของโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้

2.1.2 Pecking Order Theory

ทฤษฎีนี้ถูกเสนอโดย Myer และ Majluf (1984) โดยได้กล่าวว่า การระดมทุนด้วยตราสารทุนจะเป็นที่ชื่นชอบน้อย เพราะถ้าบริษัทออกหุ้นใหม่ จะทำให้นักลงทุนมองว่า หุ้นของบริษัทกำลัง overvalued อยู่ และผู้บริหารจะกอบโกยกำไรจากการออกหุ้นใหม่ จนในที่สุดนักลงทุนก็จะไม่สนใจในหุ้นของบริษัทนั้น ซึ่งตามทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐาน 2 ข้อคือ 1.ผู้บริหารรู้ถึงข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุนภายนอก และ 2.ผู้บริหารจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงทำให้เกิดปัญหา Asymmetric Information ขึ้น เพื่อแก้ปัญหานี้ Myer และ Majluf (1984) ได้เสนอว่า ผู้บริหารควรจัดหาเงินทุนโดยหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด คือ บริษัทควรจัดหาเงินทุนโดยใช้เงินทุนภายในกิจการก่อนใช้หนี้สิน และออกหุ้นเพิ่มทุนตามลำดับ

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่า

กิจการ

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการมีการกล่าวถึงมากมาย แต่ก็ไม่สามารถหาข้อสรุปได้ว่าสัดส่วนโครงสร้างทุนแบบใดคือสัดส่วนโครงสร้างทุนที่เหมาะสม (Optimal capital Structure) หรือบริษัทควรก่อหนี้ในสัดส่วนเท่าใดเพื่อทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น จาก Weston และ Brighton (1992) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะต้องสามารถเพิ่มมูลค่าตลาดของหุ้นจดทะเบียนของบริษัทได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Brealey และ Myers (2003) ที่กล่าวว่า การตัดสินใจเลือกโครงสร้างเงินทุนนั้นจะขึ้นอยู่กับราคาหุ้น เนื่องจากบริษัทสามารถออกหุ้นได้อย่างมากมายเพื่อระดมทุนแต่ในความเป็นจริงบริษัทกลับมองหาสัดส่วนที่เหมาะสมทั้งการระดมทุนโดยการก่อหนี้และแบบไม่ก่อหนี้เพื่อสร้างมูลค่าตลาดให้สูงขึ้น ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Pecking Order ที่กล่าวว่า บริษัทที่สามารถสร้างผลกำไรได้และมีผลตอบแทนที่สูงจะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงได้ นอกจากนี้ยังมี

งานวิจัยที่มีผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไร ดังนี้ การศึกษาของ Friend และ Lang (1988) ที่ได้ศึกษาบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาและ Kester (1986) ที่ได้ศึกษาการเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนระหว่างบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศญี่ปุ่น พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งมีผลการศึกษาที่สอดคล้องกับการศึกษาของ Rajan และ Zingales (1995) ที่ได้ศึกษาบริษัทในกลุ่มประเทศ G7 และ Wald (1999) ที่ศึกษาโครงสร้างทุนของบริษัทในประเทศฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา

Mesquita และ Lara (2003) ศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในประเทศบราซิล ระหว่างปี ค.ศ. 1995 ถึงปี ค.ศ.2001 โดยใช้ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแทนโครงสร้างเงินทุน และใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวมและอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีหนี้สินจำนวนมากจะทำให้มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวมไม่มีนัยสำคัญกับแบบจำลอง จึงตัดออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fama และ French (1998), Majumdar และ Chhibber (1999), Khishnan และ Moyer (1997) และ Gleason et al. (2000) ที่พบว่าหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไร

Abor (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศกานา ระหว่างปี ค.ศ. 1998 ถึงปีค.ศ.2002 โดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร และใช้อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage ratio) เป็นตัวแทนสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้รวมต่อสินทรัพย์ โดยมีตัวแปรควบคุมคือขนาดของกิจการซึ่งวัดจากลอการิทึมของยอดขายและอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ด้านลบกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แสดงว่าบริษัทควรจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้โดยเป็นหนี้ระยะสั้นเนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำกว่าหนี้ระยะยาว

นอกจากนี้ มีงานศึกษาของประเทศไทยที่ได้ทำการศึกษาในเรื่องของโครงสร้างเงินทุน
ดังนี้

นพรัตน์ ททรัพย์อดุลชัย (2547) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างทางการเงินซึ่งวัดด้วย
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนของผู้ถือ
หุ้นต่อหนี้สินรวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และยังได้ศึกษาความสัมพันธ์
ระหว่างโครงสร้างการเงินกับราคาตลาดซึ่งสะท้อนมูลค่ากิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นสถาบันการเงิน ระหว่างปี พ.ศ.2543 ถึง พ.ศ.2545 ซึ่งพบว่า
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ
กับความสามารถในการทำกำไรเพียงปัจจัยเดียว ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้สูงจะส่งผลให้
ความสามารถในการทำกำไรต่ำ

คมกริช สิงห์ใจ (2550) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและโครงสร้างเงินทุน
ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และ
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2546
ถึง พ.ศ. 2548 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแทนของโครงสร้างทุนกับดัชนี
รายการคงค้างซึ่งเป็นตัวแทนของคุณภาพกำไรพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กัน

ในทางตรงกันข้าม งานวิจัยของรัฐดิพร กมลกิจเจริญ (2552) ได้ทำการศึกษา
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน ระยะเวลา 4 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ.
2550 โดยใช้แนวทางการศึกษาที่อ้างอิงจาก Abor (2005) และได้เพิ่มอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
มาเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร นอกจากการใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างเดียว
พบว่าอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนทุกตัวมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับความสามารถในการทำ
กำไร แสดงว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้สูง ไม่ว่าจะหนี้สินระยะสั้น หรือหนี้สินระยะยาว ต่างมีผลทำให้
ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง

2.2.2 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่านอกจากโครงสร้างทุนแล้วยังมีปัจจัยอื่นที่
ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรด้วยเช่นเดียวกัน การศึกษาอิสระฉบับนี้
จึงกำหนดให้ปัจจัยอื่นเป็นตัวแปรควบคุม

2.2.2.1 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

สิ่งนักลงทุนมักจะให้ความสำคัญในการพิจารณาการลงทุนนั้นคือ
ผลตอบแทนหรือความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นสิ่งแรกๆ ดังนั้นความสามารถในการทำ
กำไรอาจมีบทบาทสำคัญที่ใช้ในการวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งจากผลการศึกษาของ Abor (2007) ที่ได้ศึกษา

ผลกระทบของนโยบายหนี้สินและผลการดำเนินงานของธุรกิจ SMEs ในประเทศกานาและแอฟริกาใต้ ระหว่างปี ค.ศ. 1998 ถึงปี ค.ศ. 2003 โดยใช้ตัวแปรอัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และ Tobin's Q (ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นเป็นตัวแทน) แทนผลการดำเนินงาน และใช้อัตราส่วนหนี้สินเป็นตัวแทนของโครงสร้างเงินทุนหรือนโยบายหนี้สิน โดยผลการศึกษาจากการใช้ตัวแปร Tobin's Q เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงานนั้น พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม กล่าวคือหากบริษัทก่อหนี้ด้วยหนี้สินระยะยาวหรือมีหนี้สินที่สูงเกินไปจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงและจากการศึกษาของ Rountree et al. (2008) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

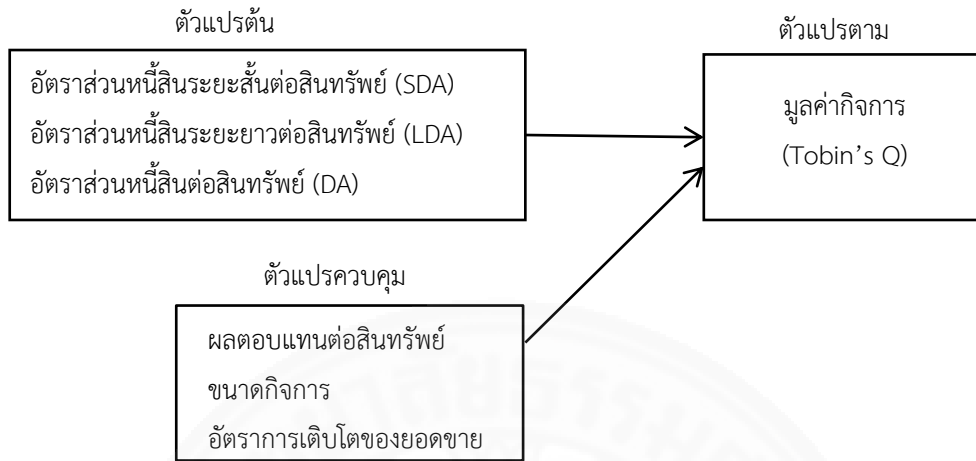
2.2.2.2 ขนาดของกิจการ (Firm Size)

ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร จากงานวิจัยของ Joh (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยของ Lins (2003) และ Rountree et al. (2008) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ

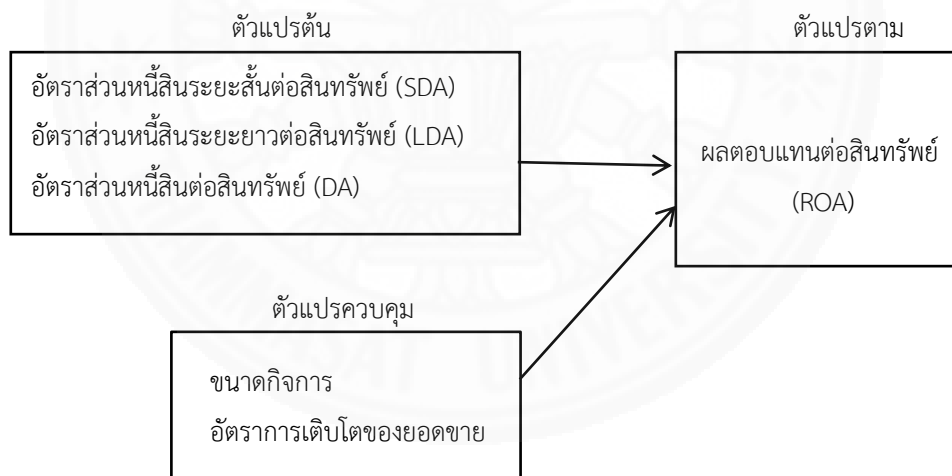
2.2.2.3 อัตราการเติบโต (Growth)

อัตราการเติบโตเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร จากงานวิจัยของ Abor (2005, 2007) พบว่าอัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 2.1 การวัดความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ



ภาพที่ 2.2 การวัดความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาอิสระในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้ข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2559 ยกเว้นบริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนและวิธีการบันทึกบัญชีที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ
2. บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีผลการดำเนินงานที่เบี่ยงเบนไปจากบริษัททั่วไป
3. บริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร คือ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ดำเนินกิจการระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2559 โดยตัดชุดข้อมูลของบริษัทที่ไม่ผ่านเกณฑ์ตาม 3.1 จึงทำให้คงเหลือกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 125 บริษัท ดังนั้นจะมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมดจำนวน 491 ตัวอย่าง

ตารางที่ 3.1 ตารางแสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่าง

	จำนวนบริษัท					รวม
	2555	2556	2557	2558	2559	
บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม อื่น	75	89	108	121	133	526
หัก ธุรกิจการเงิน	5	6	8	8	8	35
รวม	70	83	100	113	125	491

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอิสระเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ Panel Data ที่เป็นข้อมูลสาธารณะ ซึ่งสามารถรวบรวมได้จากจากงบการเงิน (Financial Statement) เว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุน Settrade (www.settrade.com) ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และ ฐานข้อมูล EIKON (datastream)

3.3 สมมติฐานงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีสมมติฐานในการทดสอบ ดังนี้

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

การทดสอบโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 5 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

3.4 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย

การศึกษาอิสระนี้ได้ใช้แนวคิดจากงานวิจัยของ Abor (2007) การศึกษาโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ และจากการศึกษาของ รัฐติพร (2552) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีแบบจำลอง ดังต่อไปนี้ โดยดัชนีที่ใช้เพื่อสะท้อนสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนคือ leverage ratio ดังนี้

- อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม
- อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม
- อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีความถดถอยในแบบคงที่ (Fixed-effects model) โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัยดังนี้

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ

อ้างอิงจากการศึกษาของ Basil Al-Najjar และ Aspioni Anfimiadou (2012) และการศึกษาของ Nosakhare Peter Osazuwa และ Ayoib Che-Ahmad (2016) ในการวัดมูลค่ากิจการจะใช้ Tobin's q เป็นตัวแทน และใช้ตัวแปรควบคุมตามการศึกษานี้ โดยสามารถเขียนแบบจำลองสมการถดถอยที่ใช้ในการประมาณค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการได้ดังนี้

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{SG}_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LDA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{SG}_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{SG}_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

โดยกำหนดให้

Tobin's $Q_{i,t}$	หมายถึง ค่าที่วัดมูลค่าของกิจการ
$\text{SDA}_{i,t}$	หมายถึงอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์
$\text{LDA}_{i,t}$	หมายถึงอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์
$\text{DA}_{i,t}$	หมายถึงอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์
$\text{ROA}_{i,t}$	หมายถึงผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
$\text{SIZE}_{i,t}$	หมายถึงขนาดของกิจการ

$SG_{i,t}$ หมายถึงอัตราการเติบโตของยอดขาย

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไรจะใช้ตัวแปรตามแนวทางการศึกษาของ รัฐติพร (2552) คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เนื่องจากสามารถแสดงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทแทนการใช้ ROE ที่สะท้อนกำไรจากเงินลงทุนของผู้ถือหุ้น

สามารถเขียนแบบจำลองสมการถดถอยที่ใช้ในการประมาณค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไรได้ดังนี้

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + e_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + e_{i,t} \quad (6)$$

โดยกำหนดให้

$ROA_{i,t}$ หมายถึงอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

$SDA_{i,t}$ หมายถึงอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์

$LDA_{i,t}$ หมายถึงอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์

$DA_{i,t}$ หมายถึงอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์

$SIZE_{i,t}$ หมายถึงขนาดของกิจการ

$SG_{i,t}$ หมายถึงอัตราการเติบโตของยอดขาย

3.5 ตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปร

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 โดยมีตัวแปรที่สำคัญดังต่อไปนี้

3.5.1 ตัวแปรต้น (Independent Variable)

ตัวแปรต้นที่ใช้คืออัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน (Leverage Ratio) เพื่อให้ทราบถึงแหล่งที่มาของเงินทุนหรือโครงสร้างเงินทุนว่ามาจากหนี้หรือส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนี้

3.5.1.1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ของบริษัท ณ เวลา t แทนด้วย

$SDA_{i,t}$

$$SDA_{i,t} = \frac{\text{Short-term debt}_{i,t}}{\text{Total Asset}_{i,t}}$$

3.5.1.2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ของบริษัท ณ เวลา t แทนด้วย

$LDA_{i,t}$

$$LDA_{i,t} = \frac{\text{Long-term debt}_{i,t}}{\text{Total Asset}_{i,t}}$$

3.5.1.3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ของบริษัท ณ เวลา t แทนด้วย $DA_{i,t}$

$$DA_{i,t} = \frac{\text{Total Debt}_{i,t}}{\text{Total Asset}_{i,t}}$$

3.5.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

3.3.2.1 มูลค่ากิจการ (Firm Value)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Value of Asset}}{\text{Replacement Cost of Asset}}$$

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งจากสูตร Market value of Asset นั้น

แสดงถึงอัตราส่วนสินทรัพย์ลงทุนในการบริหารงานและการจัดการภายในบริษัท และ Replacement Cost of Asset แสดงถึงราคาตลาดปัจจุบันของสินทรัพย์ประเภทเดียวกันกับที่กิจการใช้อยู่ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือสินทรัพย์ที่กิจการเคยซื้อมาในอดีต ถ้าต้องการที่จะซื้อใหม่ในขณะนี้จะต้องจ่ายซื้อเป็นจำนวนเท่าไร แต่เนื่องจากการคำนวณต้นทุนเปลี่ยนแทนนั้นยากต่อการประมาณค่า Damodaran (1999) จึงใช้มูลค่าตามบัญชี (Book Value) แทนต้นทุนเปลี่ยนแทน จึงได้วิธีในการคำนวณ Tobin's Q ใหม่ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

3.3.2.2 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets)

หมายถึงอัตราส่วนทางการเงินที่บ่งบอกถึงความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของบริษัท โดยสินทรัพย์สุทธิ (Total Assets) ของบริษัทนั้นประกอบด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของหนี้สิน แทนด้วย ROA

$$ROA_{i,t} = \text{อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$\text{หรือ } ROA_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{\text{Average Total Asset}_{i,t}}$$

3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

3.3.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm size) หมายถึง มูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t ซึ่งเป็นตัวแทนของขนาดของกิจการนั้น จะขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้น ดำเนินงานอยู่ ซึ่งแต่ละอุตสาหกรรมจะทำให้ค่าที่ได้มีความแตกต่างกัน ดังนั้นจึงแทนค่าด้วย ลอการิทึม (Logarithm) เพื่อให้ข้อมูลที่ได้มีความใกล้เคียงกัน แทนด้วย SIZE

$$\text{Size} = \text{Log}(\text{Total Asset})$$

3.3.3.2 อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท (Sales Growth) แทนด้วย

SG สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{รายได้จากการขายและบริการ ณ เวลา } t - \text{รายได้จากการขายและบริการ ณ เวลา } t-1}{\text{รายได้จากการขายและบริการ ณ เวลา } t-1}$$

ตารางที่ 3.2 ตารางคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ			
Dependent Variable : Tobin's Q			
Variables	Expected result	Description	Support result
SDA	+	อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	Abor (2005,2007) นพรัตน์ (2547) คมกริช (2550)
LDA	+	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	
DA	+	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	
ROA	+	อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์	Basil Al-Najjar และ Aspioni Anfimiadou (2012) รัฐติพร (2552)
SIZE	+	ขนาดของกิจการ	Abor (2005) Basil Al-Najjar และ Aspioni Anfimiadou (2012) รัฐติพร (2552)
SG	+	อัตราการเติบโตของบริษัท	Abor (2005), รัฐติพร (2552)
การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร			
Dependent Variable : ROA			
Variables	Expected result	Description	Support result
SDA	-	อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	Kester (1986) Friend และ Lang (1988) รัฐติพร (2552)
LDA	-	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	
DA	-	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	
SIZE	+	ขนาดของกิจการ	Abor (2005), รัฐติพร (2552)
SG	+	อัตราการเติบโตของบริษัท	Abor (2005), รัฐติพร (2552)

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะอธิบายผลที่ได้จากการวิเคราะห์จากแบบจำลองในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี 2555-2559 ทั้งหมดจำนวน 125 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 5 ปี ดังนั้นจะมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมดจำนวน 491 ตัวอย่าง ในลักษณะ Panel Data โดยจะประกอบไปด้วยข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ทาง (Correlation analysis) และผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis) ดังนี้

4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin's Q	491	2.095	1.884	0.000	15.259
SDA	491	0.153	0.173	0.000	1.178
LDA	491	0.052	0.089	0.000	0.621
DA	491	0.205	0.201	0.000	1.178
ROA	491	0.031	0.147	-1.324	0.288
Size	491	20.653	0.798	17.924	24.449
Growth	491	0.161	0.965	-0.999	11.505

จากตารางที่ 4.1 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรเบื้องต้นจากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 491 ตัวอย่าง โดยเป็นการแสดงจำนวนข้อมูล (N) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Derivation) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ซึ่งจะเห็นว่ามูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ยที่ต่ำกว่าเท่ากับ 2.095 แต่พบว่ามีค่าสูงสุดอยู่ที่ 15.259 ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีมูลค่าบริษัทที่ต่ำ

สำหรับตัวแปรโครงสร้างทุนที่เป็นตัวแปรอิสระนั้นพบว่าโดยส่วนใหญ่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างทุนที่เกิดจากการกู้ยืมที่ต่ำ โดยจากตัวแปร DA

(Total debt/Total asset) จะพบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ต่ำเท่ากับ 0.205 โดยมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 1.178 และโดยส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมจากหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว จากค่าเฉลี่ยของตัวแปร SDA (Short-term debt/Total asset) ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตัวแปร LDA (Long-term debt/Total asset) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.153 และ 0.052 ตามลำดับ

ในส่วนของตัวแปรควบคุมนั้น พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่ มีความสามารถในการทำกำไรที่ค่อนข้างดี โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.031 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.324 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.288 แต่อย่างไรก็ตามพบว่ามียางบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำกว่าค่าเฉลี่ยถึง 44 เท่า

ขนาดของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่ามีขนาดที่แตกต่างกัน ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.653 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 17.924 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 24.449

การเติบโตของยอดขายของบริษัทพบว่ามีความต่ำสุดเท่ากับ -0.999 ค่าสูงสุดเท่ากับ 11.505 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.161 ซึ่งหมายความว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีการเติบโตที่ต่ำ และมีเพียงส่วนน้อยที่มีการเติบโตที่สูง

4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ค่าสหสัมพันธ์เป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปรในรูปของเมตริกซ์ ซึ่งเป็นตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis)

ตารางที่ 4.2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 1

	Tobin's Q	SDA	ROA	SIZE	GROWTH
Tobin's Q	1.000				
SDA	-0.146	1.000			
ROA	0.016	-0.198	1.000		
SIZE	-0.196	0.255	0.015	1.000	
GROWTH	0.006	-0.025	-0.006	0.221	1.000

ตารางที่ 4.3 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 2

	Tobin's Q	LDA	ROA	SIZE	GROWTH
Tobin's Q	1.000				
LDA	-0.083	1.000			
ROA	0.016	-0.001	1.000		
SIZE	-0.196	0.456	0.015	1.000	
GROWTH	0.006	0.071	-0.006	0.221	1.000

ตารางที่ 4.4 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 3

	Tobin's Q	DA	ROA	SIZE	GROWTH
Tobin's Q	1.000				
DA	-0.163	1.000			
ROA	0.016	-0.171	1.000		
SIZE	-0.196	0.421	0.015	1.000	
GROWTH	0.006	0.010	-0.006	0.221	1.000

ตารางที่ 4.5 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 4

	ROA	SDA	SIZE	GROWTH
ROA	1.000			
SDA	-0.198	1.000		
SIZE	0.016	0.255	1.000	
GROWTH	-0.007	-0.025	0.221	1.000

ตารางที่ 4.6 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 5

	ROA	LDA	SIZE	GROWTH
ROA	1.000			
LDA	-0.001	1.000		
SIZE	0.016	0.456	1.000	
GROWTH	-0.007	0.071	0.221	1.000

ตารางที่ 4.7 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 6

	ROA	DA	SIZE	GROWTH
ROA	1.000			
DA	-0.171	1.000		
SIZE	0.016	0.422	1.000	
GROWTH	-0.007	0.010	0.221	1.000

ตารางที่ 4.8 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง
ทุนและมูลค่ากิจการ

Variables	(1)		(2)		(3)	
	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance
Tobin's Q						
SDA	1.13	0.89				
LDA			1.26	0.79		
DA					1.28	0.78
ROA	1.05	0.96	1.00	0.99	1.04	0.96
SIZE	1.14	0.88	1.32	0.76	1.30	0.77
GROWTH	1.06	0.94	1.05	0.96	1.06	0.94

หมายเหตุ: (1) แสดงค่า VIF ของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น; (2) แสดงค่า VIF ของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว; (3) แสดงค่า VIF ของอัตราส่วนหนี้สินรวม

ตารางที่ 4.9 ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง
ทุนและความสามารถในการทำกำไร

Variables	(1)		(2)		(3)	
	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance
ROA						
SDA	1.08	0.93				
LDA			1.26	0.79		
DA					1.23	0.81
SIZE	1.13	0.88	1.32	0.76	1.29	0.76
GROWTH	1.06	0.94	1.05	0.95	1.06	0.94

หมายเหตุ: (1) แสดงค่า VIF ของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น; (2) แสดงค่า VIF ของอัตราส่วนหนี้สิน
ระยะยาว; (3) แสดงค่า VIF ของอัตราส่วนหนี้สินรวม

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 4.2 - 4.4 พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราการเติบโตของยอดขาย ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินรวม และขนาดของกิจการ

ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นแสดงถึงความสามารถในการสร้างกำไรของสินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการใช้ในการดำเนินงานและตัวแปรอัตราการเติบโตของยอดขายแสดงถึงการเติบโตของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเป็นบวกกับมูลค่าของกิจการ นั้นหมายความว่าหากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี ก็จะเป็นเหตุที่สอดคล้องกับการเติบโตของบริษัทที่ขยายตัวสูงขึ้น สำหรับตัวแปรอัตราส่วนทางโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวมนั้นมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าของบริษัท รวมไปถึงขนาดของกิจการที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของกิจการ แต่ทั้งนี้จากงานวิจัยที่ผ่านมาตัวแปรขนาดของกิจการน่าจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการแต่กลับได้ค่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบ อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้นเป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์และการแปรผันร่วมกันในเพียงเบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งแต่ละปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการนั้นอาจจะมีความสัมพันธ์ร่วมกับปัจจัยอื่น ดังนั้นจึงต้องทำการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ต่อไป

สำหรับตารางที่ 4.8 เป็นการทดสอบปัญหา Multicollinearity หรือปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง ซึ่งหากนำตัวแปรอิสระเหล่านั้นมาใช้ในแบบจำลองก็จะทำให้เกิดการซ้ำซ้อนและเกิดความไม่น่าเชื่อถือขึ้น โดยตรวจสอบปัญหาได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยหากมีค่า VIF น้อยกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระที่ใช้นั้นไม่มีปัญหา Multicollinearity (Black, 2006) หรือดูค่า Tolerance ที่ใกล้เคียง 1 ซึ่งจากตารางที่ 4.3 พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance ที่ใกล้เคียง 1 ดังนั้นจึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ในแต่ละแบบจำลองได้

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

จากตารางที่ 4.5 – 4.7 พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรนั้นมีเพียงขนาดของกิจการ และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรนั้น ประกอบด้วยตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินรวม และอัตรากำไรสุทธิของยอดขาย

ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินที่เป็นตัวแทนของโครงสร้างทุนนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น Kester (1986), Mesquita และ Lara (2003), นพรัตน์ (2547), เป็นต้น ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้น มีการก่อหนี้สูงเกินกว่าประโยชน์ที่จะได้รับการประหยัดภาษี แต่อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้นเป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์ร่วมกันในเพียงเบื้องต้นเท่านั้น ต้องมีการวิเคราะห์เชิงถดถอยต่อไป

จากตารางที่ 4.9 เป็นการทดสอบปัญหา Multicollinearity หรือปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance ที่ใกล้เคียง 1 ดังนั้นจึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ในแต่ละแบบจำลองได้

4.3 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ

ในส่วนนี้จะเป็นการทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทุนแต่ละแบบต่อมูลค่ากิจการ โดยในตารางที่ 4.10 จะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุในแบบคงที่ (Fixed-effects model) ประกอบด้วยตัวแปรตามที่แสดงถึงมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ตัวแปรต้น คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น (SDA) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว (LDA) และอัตราส่วนหนี้สินรวม (DA) และมีตัวแปรควบคุมคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของกิจการ และอัตรากำไรสุทธิของรายได้ โดยผู้วิจัยจะอภิปรายผลการศึกษาเป็นแต่ละสมมติฐานดังนี้

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุน
กับมูลค่าของกิจการ

Variables	Dependent Variable : Tobin's Q		
	Model 1 (t-statistics)	Model 2 (t-statistics)	Model 3 (t-statistics)
Constant	29.9832*** (3.9453)	29.3105*** (4.0768)	30.9449*** (3.9990)
SDA	2.1015*** (0.7956)		
LDA		-0.5156 (1.3448)	
DA			1.5908** (0.7268)
ROA	0.1813 (0.6562)	-0.0974 (0.6554)	1.1578 (0.6597)
SIZE	-0.3670*** (0.1916)	-1.3172*** (0.1984)	-1.4138*** (0.1951)
GROWTH	0.1168 (0.0928)	0.1177 (0.0937)	0.1130 (0.0931)
R-square	0.1378	0.1215	0.1326
F-statistic	14.46***	12.52***	13.84***

หมายเหตุ: *** p<0.01, ** p<0.05

จากตารางที่ 4.10 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 1-3 ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมนั้นมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.1015 ณ ระดับนัยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abor (2005) อันเนื่องมาจากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้นั้น ทำให้กิจการได้ผลประโยชน์ทางภาษีและการที่แหล่งเงินทุนจากหนี้สินระยะสั้นนั้นส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นไปได้ว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กนั้นมีความต้องการเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนเพื่อใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่าของกิจการไปด้วย

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ

จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ ดังนั้นจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าการที่กิจการมีการจัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวนั้น นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นได้คาดหวังไว้อยู่แล้ว ดังนั้นการจัดหาแหล่งเงินทุนดังกล่าวจึงไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการซึ่งวัดจากมูลค่าหุ้นแต่อย่างใด

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ

จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.5908 ณ ระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 95 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Stulz (1990) ที่พบว่า การมีสัดส่วนหนี้ที่สูงจะเป็นการเพิ่มวินัยให้กับผู้บริหารเนื่องจากลดกระแสเงินสดส่วนเกินได้ นักลงทุนจึงตอบสนองทางบวกโดยสะท้อนผ่านทางมูลค่าหุ้นและส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้นมีการบริหารงานเป็นลักษณะครอบครัวเนื่องจากเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ทำให้ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นบุคคลในครอบครัว ดังนั้นการที่กิจการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์อาจได้ไม่มากนักจึงต้องมีการจัดหาทุนจากการก่อหนี้ ประกอบกับการก่อหนี้ทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษี (Tax shield) ส่งผลให้กิจการมีการชำระภาษีที่ลดลงอันส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังสอดคล้องกับทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory) ที่กล่าวว่ากิจการควรมีโครงสร้างของเงินทุนทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมในอัตราส่วนที่เหมาะสมเพื่อให้มีมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด แต่ทั้งนี้ก็ไม่ควรก่อหนี้ที่มากเกินไปเนื่องจากการก่อหนี้เป็นการเพิ่มความเสี่ยงและเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น

ตัวแปรอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าของบริษัท สอดคล้องกับการศึกษาของ วรภพ เสือพลาย (2554) และงานวิจัยของ ภคสุนาท จิตมั่นชัย

ธรรม (2545, อ้างถึงใน วรภพ เสือพลาย , 2554) อาจเป็นไปได้ว่าเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นบุคคลในครอบครัว กล่าวคือผู้ถือหุ้นอาจไม่ได้ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในการตัดสินใจการลงทุนในบริษัท จึงไม่สัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ และจากการวิเคราะห์เชิงสถิติของตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นมีค่าค่อนข้างต่ำจึงอาจส่งผลให้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ

ด้านขนาดของกิจการนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lins (2003) และ Rountree et al. (2008) ที่พบว่าขนาดของกิจการซึ่งวัดโดยลอการิทึมของสินทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของกิจการ แสดงว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีขนาดเล็ก จะมีมูลค่ากิจการที่สูง จากการที่มีต้นทุนทางการดำเนินงานที่ต่ำ

และสุดท้ายสำหรับอัตราการเติบโตของยอดขายนั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการแต่มีผลทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งขัดกับงานวิจัยที่ได้มีการทบทวนมา จึงมีความเป็นไปได้ว่ากิจการที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่นั้นมีการเติบโตที่ต่ำดังการวิเคราะห์เชิงพรรณนาทำให้ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

ในส่วนนี้จะเป็นการทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทุนแต่ละแบบต่อความสามารถในการทำกำไร โดยในตารางที่ 4.11 จะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุในแบบคงที่ (Fixed-effects model) ประกอบด้วยตัวแปรตามที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไร (ROA) ตัวแปรต้น คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น (SDA) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว (LDA) และอัตราส่วนหนี้สินรวม (DA) และมีตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของกิจการ และอัตราการเติบโตของรายได้ โดยผู้วิจัยจะอภิปรายผลการศึกษาเป็นแต่ละสมมติฐานดังนี้

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

Variables	Dependent Variable : ROA		
	Model 4 (t-statistics)	Model 5 (t-statistics)	Model 6 (t-statistics)
Constant	0.0074 (0.3156)	-0.0333 (0.3265)	-0.1134 (0.3181)

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุของการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุน
กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ต่อ)

Variables	Dependent Variable : ROA		
	Model 4 (t-statistics)	Model 5 (t-statistics)	Model 6 (t-statistics)
LDA		-0.1084 (0.1075)	
DA			-0.1846*** (0.0570)
SIZE	0.0024 (0.0153)	0.0033 (0.0159)	0.0087 (0.0155)
GROWTH	0.0182** (0.0074)	0.0188** (0.0074)	0.0185** (0.0083)
R-square	0.0425	0.0222	0.0470
F-statistic	5.36***	2.75**	5.96***

หมายเหตุ: *** p<0.01, ** p<0.05

จากตารางที่ 4.11 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 4-6 ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1857 ณ ระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 99 สอดคล้องกับการศึกษาของ รัฐติพร กมลกิจเจริญ (2552) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งตรงข้ามกับการศึกษาของ Mesquita และ Lara (2003) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 5 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ดังนั้นจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 5 แสดงว่าการที่กิจการมีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวนั้น ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1846 ณ ระดับนัยสำคัญร้อยละ 99 ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Kester (1986) และ Mesquita และ Lara (2003) ที่พบว่าหนี้สินต่อสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างทุนจากการก่อหนี้สูงซึ่งส่งผลให้มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ กล่าวคือเมื่อกิจการมีการก่อหนี้ที่มากจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงและทำให้กิจการเผชิญกับภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Cost) หรือเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น ซึ่งเพิ่มขึ้นมากกว่าผลตอบแทนที่สามารถสร้างได้

ขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ที่เป็นเช่นนี้เพราะอาจมีความเป็นไปได้ที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้นเป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก ภาระต้นทุนในการดำเนินธุรกิจจึงไม่สูงมากนัก ทำให้ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Abor (2005) ที่พบว่ากิจการที่มีการเติบโตของยอดขาย จะทำให้สามารถสร้างผลตอบแทนได้สูงขึ้น

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาอิสระฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2559 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน โดยการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้แบบจำลองสมการถดถอย (Regression analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

โครงสร้างทุนซึ่งวัดโดยอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์นั้นรวมมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Abor (2007) และ Stulz (1990) และสอดคล้องกับทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory) ที่กล่าวว่ากิจการควรมีโครงสร้างของเงินทุนทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นในอัตราส่วนที่เหมาะสมเพื่อให้มีมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด ประกอบกับกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นกิจการขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีความเป็นไปได้ว่าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะเป็นบุคคลในครอบครัว ทำให้การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ไม่มากนัก แต่เนื่องจากกิจการกำลังอยู่ในช่วงเติบโตทำให้ต้องการเงินทุน จึงต้องมีการจัดหาเงินจากการก่อหนี้จึงทำให้ได้รับประโยชน์ทางด้านภาระภาษีที่ลดลง และการก่อหนี้นั้นยังไม่เกินจุดเหมาะสมตามทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory)

แต่ทั้งนี้ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนที่วัดโดยอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมนั้นมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กล่าวคือหากกิจการมีการก่อหนี้ที่สูงจะทำให้มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ อันเนื่องมาจากต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากการก่อหนี้ที่สูงกว่าผลตอบแทนที่บริษัทสามารถสร้างได้ แต่ทั้งนี้อัตราก่อนดอกเบี้ยจากสินทรัพย์นั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นการที่กิจการที่จดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ มีการจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้จึงยังสามารถเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการได้

นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการแต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เพราะว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีขนาดเล็ก ภาระต้นทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจึงต่ำทำให้มูลค่าของกิจการสูง และทำให้ไม่สัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ในส่วนของอัตรากำไรสุทธิของยอดขายมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ แต่ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเชิงสถิติกับมูลค่าของกิจการ อันเนื่องมาจากกิจการมีการเติบโตที่ค่อนข้างต่ำ แต่การเติบโตของยอดขายนั้นทำให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทางการเงินและภาระค่าใช้จ่ายต่างๆ ดังนั้นจึงทำให้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น

5.2 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่าการจัดการแหล่งเงินทุนของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการก่อหนี้มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ หากผู้บริหารต้องระมัดระวังไม่ให้เกิดการก่อหนี้ที่สูงเกินจุดเหมาะสมหรือเกินประโยชน์ที่จะได้รับจากการประหยัดทางภาษี และจากการวิเคราะห์พบว่าหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการเช่นกัน แต่ผู้บริหารต้องคำนึงถึงความเหมาะสมของสภาพคล่องทางการเงินด้วย อีกทั้งยังพบความสัมพันธ์ทางลบของอัตราส่วนหนี้สินกับความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นผู้บริหารจึงควรระมัดระวังในการตัดสินใจจัดหาแหล่งเงินทุนในการก่อหนี้เพราะหากมีอัตรากำไรสุทธิที่สูงจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ ทำให้ไม่เป็นที่น่าดึงดูดใจสำหรับนักลงทุนทั่วไปเพื่อมาลงทุนในกิจการ

สำหรับการศึกษาในอนาคตผู้วิจัยสามารถวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนอื่นที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรหรือทำการวิเคราะห์เป็นรายไตรมาสเพื่อศึกษาถึงของผลกระทบของโครงสร้างทุนภายในปีและระหว่างปีที่แตกต่างกัน อีกทั้งหากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น ผู้วิจัยสามารถแยกวิเคราะห์เป็นรายอุตสาหกรรมเพื่อให้ได้ผลการศึกษาที่ละเอียดยิ่งขึ้นได้

5.3 ข้อจำกัดงานวิจัย

1. ในการทดสอบความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนและมูลค่าของกิจการนั้น จากการศึกษาของ Basil Al-Najjar และ Aspioni Anfimiadou (2012) พบว่ามีปัจจัยของประสิทธิภาพ

เชิงนิเวศเศรษฐกิจ (Eco-efficiency: EE) นั้น มีผลต่อมูลค่าของกิจการด้วยแต่ไม่ได้ใส่เป็นตัวแปรควบคุมในสมการ เนื่องจากในประเทศไทยไม่สามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรนี้ของแต่ละบริษัทได้

2. การศึกษาและการเก็บข้อมูลรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระยะเวลา 5 ปี ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2559 นั้นมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่น้อยเกินไป จึงอาจทำให้การวิเคราะห์ไม่แม่นยำเท่าที่ควร



รายการอ้างอิง

การศึกษาค้นคว้าอิสระ

- คมกริช สิงห์ใจ. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและโครงสร้างเงินทุน. การศึกษาค้นคว้าอิสระ ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- นพรัตน์ ทรัพย์อดุลชัย. (2547). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ ปริญญา บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- รัฐติพร กมลกิจเจริญ. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- วรภาพ เสือพลาย. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัท. การศึกษาค้นคว้าอิสระ ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Books

- Brealey, R.A. and Myer S.C. (2003), *Principles of Corporate Finance*, international ed., McGraw-Hill, Boston, MA.
- Weston, J.F. and Brigham, E.F. (1992), *Essentials of Managerial Finance*, The Dryden Press, Hinsdale, IL.

Articles

- Abor, J. (2005). “The effect of capital structure on profitability: empirical analysis of listed firms in Ghana”, *Journal of Risk Finance*, Vol. 6 No. 5, pp. 438-45.
- Abor, J. (2007). “Debt policy and performance of SMEs evidence from Ghana and South Africa firms”, *Journal of Risk Finance*, Vol. 8 No. 4, pp. 364-79.
- Al-Najjar, B. and Anfimiadou, A. (2012), “Environment policies and firm value”, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 21, pp. 49-59.

- Fama, E.F. and French, K.R. (1998), "Taxes, financing decisions, and firm value", *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 819-43.
- Friend, I. and Lang, H.P. (1998), "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 271-81.
- Gleason, K.C., Mathur, L.K. and Mathur, I. (2000) "The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers", *Journal of Business Research*, Vol. 50, pp. 185-91.
- Kester, W.C. (1986), "capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations", *Financial Management*, Vol. 15, pp. 5-16.
- Krishnan, S.V. and Moyer, C.R. (1997), "Performance, capital structure and home country: an analysis of Asian corporations", *Global Finance Journal*, Vol. 8, pp. 129-43.
- Lins, K. (2003). "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, p.159-184.
- Majumdar, S.K. and Chhibber, P. (1999), "Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance", *Public Choice*, Vol. 98, pp. 287-305.
- Mesquita, J.M.C. and Lara, J.E. (2003), "Capital structure and profitability: the Brazilian case", *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July 11-13.
- Osazuwa, N.P. and Che-Ahmad, A. (2016), "The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms", *Social Responsibility Journal*, Vol. 12 No. 2, pp. 295-306.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-60.
- Rountree, B., Weston, J. and Allayannis, G. (2008). "Do Investors Value Smooth Performance?" *Journal of Financial Economics*, Vol.90, 237-257.

- Stulz, R. (1990), “Managerial Discretion and optimal financing policies”, *Journal of Financial Economics*, Vol.26, pp. 3-27.
- Wald, J.K. (1999), “How firm characteristics affect capital structure: an international comparison”, *Journal of Financial Research*, Vol. 22 No. 2, pp. 161-87.



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวพุดธิมน เพชรคง

วันเดือนปีเกิด

9 กรกฎาคม 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

