

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
Factors Influencing on Firm Value of Listed Companies on the Stock
Exchange of Thailand: SET 100 Evidence

จิราภรณ์ ชูพูล¹ และ นภาพร นิลภรณ์กุล¹

Jiraporn Choopool¹ and Napaporn Nilapornkul¹

¹หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

¹Master of Business Administration Program, Rajamangala University of Technology Thanyaburi

Received: September 4, 2019

Revised: October 30, 2019

Accepted: October 31, 2019

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและศึกษาเปรียบเทียบอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET 100 จำนวน 46 บริษัท ข้อมูลที่ศึกษาอยู่ในช่วงระหว่างปี 2556 – 2560 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และสมการถดถอยเชิงเส้นพหุ ตัวแปรอิสระที่ศึกษาประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ตัวแปรตามคือ มูลค่าธุรกิจ ตามวิธีการประเมินแบบ Tobin' Q ทั้งนี้มีตัวแปรควบคุมเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมี ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 คือ อัตราส่วนหนี้สิน และ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

คำสำคัญ: ปัจจัย, มูลค่ากิจการ, บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100

Abstract

The purposes of this study is to examine the important factors influencing on firm value and study the comparison of the industries influencing on firm value listed on the Stock Exchange of Thailand The sample use were the companies list on SET 100, including 46 companies. Collected data were retrieved, during 2013 – 2017. The statistical techniques use were descriptive statistics, Pearson Correlation and multiple Linear Regression. Four independent variables were employed, including debt ratio, the proportion of retained earnings per shareholders (RE/TE), firm size, and return on assets (ROA). While, dependent variable was firm value in term of Tobin'Q. Additionally, the study included growth gross domestic product (GDP) as a control variable. The study found two factors influencing on firm value at statistically significant 0.01, including debt ratio, and statistically

significant 0.05, including return on assets.

Keywords: factors, firm value, Listed Companies on SET 100 Evidence



บทนำ

โดยหลักการทางการเงินมักจะกำหนดเป้าหมายทางการเงินของธุรกิจเพื่อให้เกิดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้สูงที่สุด (Maximize share holders' wealth) ดังนั้นการทำให้มูลค่ากิจการของธุรกิจสูงสุดจึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่ต้องวางกลยุทธ์ และดำเนินธุรกิจเพื่อให้มูลค่าทางการตลาดของกิจการมีมูลค่าสูงที่สุด ซึ่งในโลกความเป็นจริงการที่จะทำให้กิจการมีมูลค่าตลาดสูงได้นั้น ต้องอาศัยปัจจัยหลายๆ ด้านที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของมูลค่ากิจการนั้นๆ ในมุมมองของนักลงทุนการเลือกลงทุนในบริษัทใดนั้น ส่วนหนึ่งจะมาจากการประเมินมูลค่าของกิจการรวมทั้งการคาดหวังการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของมูลค่ากิจการในอนาคต ตลอดถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการที่มีทั้งปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก

จากการศึกษาจากทฤษฎีทางการเงินพบว่า มีปัจจัยภายในหลายประการที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อาทิเช่น โครงสร้างเงินทุน ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบมาจากนโยบายการจัดหาเงินทุนของธุรกิจที่มีผลกระทบด้านต้นทุนของเงินทุน ซึ่งแหล่งเงินทุนของธุรกิจนั้นมีความหลากหลายรวมทั้งมีข้อดีและข้อเสียที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าทางธุรกิจของบริษัทแตกต่างกัน ปัจจัยต่อมาเป็นอายุของธุรกิจ (Life cycle) ซึ่งในความเป็นจริงการดำเนินงานทางธุรกิจนั้นมีการใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกันตามอายุของธุรกิจ หมายถึงแหล่งเงินทุนภายในหรือกำไรสะสมของกิจการจะถูกใช้ในวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันตามวัฏจักรอายุของธุรกิจ เช่น ธุรกิจอยู่ในช่วงเติบโต (Growth stage) ธุรกิจจะมีนโยบายที่ต้องการรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อจะขยายการลงทุนในอนาคตโดยการใช้กำไรสะสม สิ่งหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจต่อตัวธุรกิจคือขนาดของกิจการ เพราะสะท้อนถึงขนาดเงินทุนของกิจการ โอกาสของการขยายการลงทุนและความสามารถในการกักเงินในในอนาคต รวมทั้งความน่าเชื่อถือของนักลงทุนด้วย เพราะธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ก็จะมีสินทรัพย์จำนวนมากส่งผลถึงการก่อหนี้ได้มากกว่า

ธุรกิจที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากสามารถนำสินทรัพย์เหล่านั้นไปเป็นหลักประกันในการก่อหนี้ ทำให้เจ้าหนี้ที่ให้การกู้ยืมสามารถปล่อยกู้ได้จำนวนมากกว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็ก เมื่อธุรกิจมีเงินทุนที่มากพอในการดำเนินงานก็จะทำให้มีผลประกอบการที่เพิ่มขึ้นอาจจะทำให้ธุรกิจนั้นมีมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น แต่ปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนให้ความสนใจเป็นส่วนมากคืออัตราผลตอบแทน ซึ่งมีหลากหลายรูปแบบของการประเมินอัตราผลตอบแทน เช่น อัตรากำไรสุทธิเป็นการประเมินความสามารถในการทำกำไร ในรูปของการเปรียบเทียบระหว่างรายได้และค่าใช้จ่าย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เป็นการประเมินในรูปของกำไรที่ได้จากการดำเนินงานเทียบกับสินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อการดำเนินงานทั้งหมด แต่ไม่ว่าจะเป็นการประเมินอัตราผลตอบแทนในรูปใดนั้น นักลงทุนให้ความสำคัญเสมอเพราะนักลงทุนต่างคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทนั้นไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลหรือมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น

ปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการมีหลายประการเช่นกัน เช่น สถานการณ์ทางการเมือง กฎหมายแรงงานที่เปลี่ยนแปลง รวมทั้งผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงภาวะเศรษฐกิจของประเทศ

ถึงแม้ว่านักวิจัยจะศึกษาจากทฤษฎีทางการเงินมาแล้วแต่ยังมีความสนใจในการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในมิติของระดับความสำคัญของปัจจัยรวมทั้งทิศทางความสัมพันธ์ และยังสนใจศึกษาถึงถึงความแตกต่างของความสัมพันธ์ในกลุ่มของธุรกิจที่แตกต่างกัน โดยนักวิจัยให้ความสนใจกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะในกลุ่ม SET 100 ซึ่งนับเป็นกลุ่มบริษัทที่นักลงทุนให้ความสนใจลงทุนใน 100 อันดับแรก เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทเหล่านั้นให้ความสำคัญต่อปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและบริหารงานให้มีประสิทธิภาพเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น และสามารถเสริมศักยภาพในการแข่งขันทางธุรกิจต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน
 - 1.1 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory)

ในปี ค.ศ. 1984 Myers and Majluf ได้นำเสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ โดยมีแนวคิดสำคัญคือ ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะผู้บริหารของบริษัท โดยบริษัทจะมีการระดมทุนตามลำดับขั้นเพื่อเป็นการขจัดปัญหาดังกล่าว และในการจัดหาแหล่งเงินทุนตามทฤษฎีนี้คือการจัดลำดับของการจัดหาเงินทุนของบริษัทออกเป็น 3 ลำดับ ดังนี้

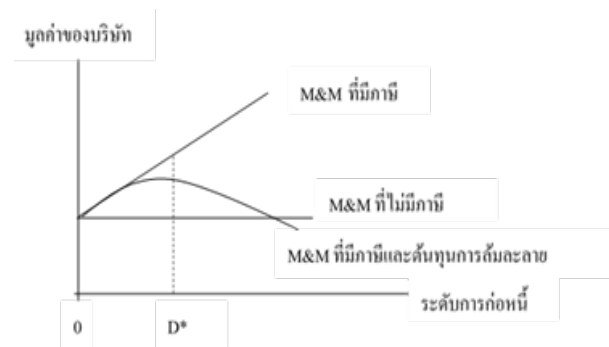
- 1) บริษัทจะใช้กำไรสะสมเป็นลำดับแรก
- 2) ถ้ากำไรสะสมไม่เพียงพอ บริษัทควรจำหน่ายตราสารหนี้ที่มีต้นทุนต่ำ
- 3) แหล่งเงินทุนสุดท้ายจะเป็นการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่ของบริษัท

ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารว่า การลงทุนนั้นจะสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ และราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) และหากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนจะเป็นการส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงอยู่ (Overvalued) นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558)

- 1.2 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบต่อต้นทุนการล้มละลาย

จากสมมติฐานของ Franco Modigliani และ Merton Miller ที่กล่าวไว้คือ ต้นทุนของการก่อหนี้คงที่ แต่ในความเป็นจริงแล้วเมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้นความน่าจะเป็นของการล้มละลายเพิ่มสูงขึ้นทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ยิ่งบริษัทกู้เงินมากขึ้นเท่าไร ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังจะยิ่งสูงขึ้นเท่านั้น และมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญจะยิ่งลดต่ำลง ดังนั้นในโลกที่มี

ภาษีและต้นทุนของการล้มละลายนี้ จะมีโครงสร้างเงินที่เหมาะสมที่ต้นทุนของเงินทุนอยู่ในระดับต่ำที่สุดและราคาหุ้นสามัญสูงที่สุด



ภาพ 1 มูลค่าของบริษัทในกรณีที่มีภาษีและต้นทุนของการล้มละลาย

จากภาพสามารถอธิบายได้คือ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมนั้น เกิดจากการที่ผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดจากการก่อหนี้หักล้างด้วยต้นทุนที่เกิดจากปัญหาทางการเงินของธุรกิจ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจึงอยู่ที่จุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดจากมีหนี้สินกับต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากปัญหาทางการเงินของธุรกิจก็คือ ระดับการก่อหนี้ที่จุด D^* ซึ่งการหักล้างระหว่างผลประโยชน์ของภาษีที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากปัญหาทางการเงินของธุรกิจ บางครั้งจะเรียกว่า ทฤษฎีการหักล้าง หรือ Trade-off Theory ซึ่งกล่าวได้ว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะเกิดขึ้นเมื่อผลประโยชน์หน่วยสุดท้ายของผลประโยชน์ทางภาษีมีค่าเท่ากับต้นทุนหน่วยสุดท้ายของการล้มละลาย

2. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Tobin Q

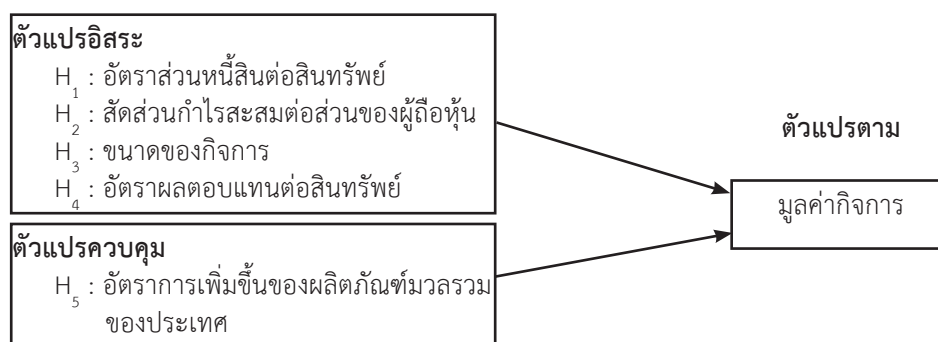
Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ได้นำเสนอเครื่องมือในการวัดมูลค่าของกิจการ ที่มีชื่อว่า Tobin's Q โดยทฤษฎี Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยนำราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของกิจการหารด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์โดยที่ราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้นและหนี้สิน (วรภาพ เสือพราย, 2554)

3. แนวคิดและทฤษฎีอายุกิจการ

Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and Ren Stulz (2006) ได้อธิบายว่า ขั้นตอนการดำเนินงานของบริษัทมีโอกาสในการขยายการลงทุนได้หลายโครงการจะทำให้บริษัทมีความจำเป็นที่ต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อการลงทุนตามหลักทฤษฎีการลงทุนตามลำดับขั้น ของ M&M บริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนเป็นลำดับ

แรก และภายหลังหากเงินที่ระดมทุนได้มาไม่เพียงพอ จึงจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการออกตราสารหนี้ บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานนานจะแสดงถึงการเติบโตเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลได้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่า บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานน้อย เพราะว่าบริษัทไม่มีการลงทุนเพิ่มขึ้นมากนัก และการจ่ายเงินปันผลยังสามารถลดปัญหาตัวแทนหรือการทุจริตของผู้บริหารได้

กรอบแนวคิดการวิจัย



สมมติฐานการวิจัย

1. H_1 : อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามต่อมูลค่ากิจการ
2. H_2 : สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับต่อมูลค่ากิจการ
3. H_3 : ขนาดของกิจการ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับต่อมูลค่ากิจการ
4. H_4 : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับต่อมูลค่ากิจการ
5. H_5 : อุตสาหกรรมที่ต่างกันมีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้ใช้วิธีการวิจัยเชิงปริมาณ ที่เก็บข้อมูลจากงบการเงินและรายงานทางการเงิน ตลอดจนข้อมูลจากฐานของธนาคารโลก และบริษัทที่ไม่ครบอยู่ช่วงระยะเวลาที่กำหนดจะไม่นำมาวิเคราะห์ข้อมูล

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากอุตสาหกรรมการเงินมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น จำนวน 46 บริษัท

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ตาราง 1

แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	สัญลักษณ์ที่ใช้	การคำนวณ
ตัวแปรตาม		
1. มูลค่ากิจการ	Tobin' Q	(ราคาตลาดของหุ้นสามัญ × จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) + มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์
ตัวแปรต้น		
1. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	D/TA	หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม
2. สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	RE/TE	กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือหุ้น
3. ขนาดของกิจการ	TTA	Ln(มูลค่าของสินทรัพย์)
4. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	ROA	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์สุทธิ
ตัวแปรควบคุม		
1. อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP growth rate)	GDP	สืบค้นจาก World bank Database

โดยมีแบบจำลองในการศึกษาดังนี้

$$\text{Tobin' Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{D/TA} + \beta_2 \text{RE/TE} + \beta_3 \text{TTA} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{GDP} + \epsilon$$

โดย

Tobin' Q = มูลค่ากิจการ

D/TA = อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

RE/TE = อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

หุ้น

TTA = ขนาดของกิจการ

ROA = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

GDP = อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient) แสดงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่มีผลต่อตัวแปรตาม

ϵ = ค่าความคลาดเคลื่อน

การเก็บรวบรวมข้อมูล

1. ข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) เก็บข้อมูลจากงบการเงิน และรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ระหว่างปี 2556 – 2560 บริษัทที่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้มีจำนวน 46 บริษัท

2. ข้อมูลจากฐานข้อมูลของธนาคารโลกในการเก็บข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

1. วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

2. วิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

3. วิเคราะห์สมมติฐานโดยสมการถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)

ผลการวิจัย

ตาราง 2

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยอาศัยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ปัจจัย	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
D/TA (เท่า)	230	0.106	0.977	0.537	0.171
RE/TE (เท่า)	230	-13.697	0.989	0.426	0.986
TTA (เท่า)	230	15.337	21.526	18.277	1.182
ROA (ร้อยละ)	230	-23.378	45.145	5.870	7.122
GDP (ร้อยละ)	230	0.984	3.903	2.776	0.982
TOBIN Q (เท่า)	230	0.308	33.309	3.322	4.113

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาสามารถอธิบายได้

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ สะท้อนถึงการระดมเงินทุนโดยการก่อหนี้ เฉลี่ยเท่ากับ 0.537 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.106 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.977 เท่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.171

สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สะท้อนถึงอายุการดำเนินงานของกิจการที่เป็นปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.426 เท่า โดยมี ค่าต่ำสุดเท่ากับ -13.697 ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.989 เท่า และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.986

ขนาดของกิจการ สะท้อนถึงมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 18.277 เท่า โดยมี มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 15.337 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.526 เท่า และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.182 เท่า

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สะท้อนถึงการวัดประสิทธิภาพของบริษัทโดยการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.870 โดยมี ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ - 23.378 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 45.145 และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 7.122

อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ หากเศรษฐกิจมีการขยายตัวเงินเฟ้อก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้น และหากเศรษฐกิจหดตัวเงินเฟ้อก็จะปรับลดลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 2.776 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0.984 ค่าสูงสุด เท่ากับร้อยละ 3.903 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 0.982

มูลค่ากิจการ สะท้อนถึงมูลค่าทางการตลาดของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.322 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.308 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 33.309 เท่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.113 เท่า

ตาราง 3

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามและตัวแปรควบคุมของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2560

	D/TA	RE/TE	TTA	ROA	GDP	Tobin Q
D/TA	1	- 0.302**	0.334**	- 0.357**	- 0.035	- 0.271**
RE/TE		1	- 0.087	0.132*	0.006	0.072
TTA			1	- 0.273**	0.047	- 0.085
ROA				1	- 0.081	0.248**
GDP					1	- 0.048
Tobin Q						1

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ภายในของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2560 ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรทั้งหมด 15 คู่ โดยที่ตัวแปรทุกตัวมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่เกิน 0.80 ทำให้

ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันโดยมีนัยสำคัญทางสถิติ มีจำนวน 7 คู่

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) สามารถอธิบายตามแบบจำลองการศึกษาได้ดังนี้

ตาราง 4

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในช่วงปี 2556 - 2560

ปัจจัย (N = 230)	มูลค่ากิจการ (Tobin Q)			
	B	t	Sig.	Std. Error
(Constant)	3.671	0.850	0.396	4.318
D/TA	-5.476	-3.104	0.002**	1.764
RE/TE	-0.066	-0.239	0.811	0.277
TTA	0.138	0.580	0.562	0.238
ROA	0.102	2.553	0.011*	0.040
GDP	-0.180	-0.676	0.500	0.267
R ² = 0.103 F = 5.133 Sig = 0.000				

*, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, 0.01

จากผลจากวิจัยพบว่าค่าสถิติ F statistic มีผลระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนถึงแบบจำลองในการศึกษานี้ที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้ โดยที่ตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้ในอัตราร้อยละ 10.3

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นพหุของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -5.476 มีค่า $\text{sig} = 0.002$ หมายความว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.102 มีค่า $\text{sig} = 0.011$ หมายความว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ปัจจัยอื่นๆ ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

การอภิปรายผล

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า หากกิจการมีความต้องการในการระดมเงินทุนจะพิจารณาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) เป็นอันดับแรก แต่หากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการมีไม่เพียงพอต่อความต้องการ ผู้บริหารของกิจการจะต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอก โดยจะพิจารณาการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) ก่อนการพิจารณาการจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน (Equity) ที่จะเป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory) การจัดหาเงินทุนจากก่อหนี้จะเป็นไปในรูปแบบของการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือมาก จะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือน้อย โดยจะต้องจ่ายดอกเบี้ยและต้นทุนเงินคืนให้แก่เจ้าของแหล่งเงินทุนเหล่านั้น หากกิจการที่กู้ยืมเงินมีผลการดำเนินงานที่ไม่เป็นไปตามความคาดหวังจะส่งผลให้ไม่สามารถในการชำระหนี้จนทำให้เกิดต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Costs) ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการหักล้าง (Trade-off Theory) สอดคล้องกับ นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558) ซึ่งพบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับ

มูลค่ากิจการ เพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีความน่าเชื่อถือมากทำให้สามารถก่อหนี้ได้ในปริมาณที่มาก รวมถึงมีหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันให้เจ้าของแหล่งเงินทุนได้ จึงทำให้มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ โดยที่บริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีความน่าเชื่อถือน้อยกว่าจึงทำให้สามารถก่อหนี้ได้ในปริมาณที่น้อยและเสี่ยงที่จะล้มละลายสูง แต่ไม่สอดคล้องกับ Nor Edi Azhar Binti & Noriza Binti (2012) และ Amarjit Gill (2011) ที่อัตราส่วนหนี้สินส่งผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญ และ Muhammad Shadab & Abdul Sattar (2015) ที่อัตราส่วนหนี้สินไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจาก บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 โดยทั่วไปบริษัทเหล่านี้มีพื้นฐานบริษัทที่ดี แต่ไม่สามารถรับประกันได้ว่า บริษัทดังกล่าวจะมีผลกำไรเสมอไป เพราะบริษัทที่ถูกจัดอันดับไว้ในกลุ่ม SET 100 จะมีเกณฑ์การคัดเลือกโดยวัดจากตัวหุ้นของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงที่สุด 100 อันดับแรก เป็นหุ้นที่มีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอหรืออาจเรียกได้ว่าเป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องที่สูง มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) มากกว่า 20% และสิ่งที่สำคัญที่สุดคือต้องไม่ใช่หุ้นที่กำลังจะถูกเพิกถอนหรือเป็นหุ้นที่กำลังถูกพักการซื้อขาย ดังนั้นการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Analysis) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ และเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการแข่งขัน นักลงทุนส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์ผลกำไรของกิจการเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี นักลงทุนย่อมเกิดความเชื่อมั่นว่าตนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูง ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน นอกจากนี้เกี่ยวข้องกับสัญลักษณ์ อังคสุโข และคณะ (2555) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังส่งผลในทิศทางเดียวกันกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นงานของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งเป็น

งานของ Merve Gizem (2018) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ไม่ส่งผลราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นงานของภาณุวัฒน์ คณะโต (2560)

ข้อเสนอแนะ

1. จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่ศึกษาเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่เพราะมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงที่สุด 100 อันดับแรก มีค่าเฉลี่ยการเกิดอัตราหนี้สินเท่ากับ 0.537 เท่าหรือเกือบครึ่งหนึ่งของสินทรัพย์ที่มีทั้งหมด ดังนั้นบริษัทเหล่านี้ควรมีอัตราหนี้สินในปริมาณที่น้อย และควรใช้กำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนจากภายในก่อนเป็นอันดับแรก ถ้ายังไม่เพียงพอจึงจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกและควรเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุดเพื่อเป็นการลดภาระค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เกิดขึ้น การลดค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพดีขึ้น

2. จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่ศึกษาที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 5.87 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทเหล่านี้บริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้เกิดผลตอบแทนในปริมาณที่น้อย ดังนั้นควรเพิ่มกำไรโดยการเพิ่มยอดขายหรือบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่โดยเลือกลงทุนให้เหมาะสม รวมทั้งลดการลงทุนที่เกินความจำเป็น วิธีดังกล่าวอาจจะเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ส่งผลต่อกำไรสะสมที่เพิ่มมากขึ้นตลอดจนสามารถวางแผนและกำหนดนโยบายการจ่ายปันผลได้อย่างเหมาะสม

3. จากการศึกษาสามารถช่วยให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ถึงความสามารถและศักยภาพของแต่ละบริษัทได้เพียงบางส่วนเท่านั้น ดังนั้นควรศึกษาถึงปัจจัยอื่น ๆ ด้วย เช่น ปัจจัยนโยบายการเงินของบริษัท ปัจจัยผลประโยชน์

ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เป็นต้น เพื่อที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิผล

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต

1. เนื่องจากการศึกษาค้นคว้านี้เป็นการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ปัญหาที่เกิดขึ้นมาจากบางอุตสาหกรรมมีจำนวนบริษัทน้อย ดังนั้นควรศึกษาข้อมูลทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้วจำแนกแต่ละอุตสาหกรรมเพื่อการศึกษาเชิงเปรียบเทียบ

2. ควรเพิ่มช่วงระยะเวลาของการศึกษาให้มากขึ้นเพื่อสะท้อนผลกระทบของปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับระยะยาว

3. ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ประกอบด้วย ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต จึงควรไปศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวหรือพิจารณาเป็นพิเศษ

4. ควรเพิ่มตัวแปรอื่นในการศึกษาให้มากขึ้น เช่น เรื่องของสภาพคล่อง ปัจจัยทางการเมือง ความเสี่ยงต่างๆ ที่ธุรกิจต้องเผชิญ เป็นต้น

5. ในการศึกษาครั้งนี้ ได้กำหนดช่วงระยะเวลาในการศึกษา 5 ปี ตั้งแต่ปี 2556 -2560 ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาที่เศรษฐกิจไม่มีความผันผวน และด้วยข้อจำกัดบริษัทที่ศึกษาต้องเป็นบริษัทที่ถูกจัดอันดับไว้ในกลุ่ม SET 100 ตั้ง 5 ปี จึงควรขยายช่วงระยะเวลาในการศึกษาหรือทำการเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนในช่วงที่มีวิกฤตการณ์ทางการเงินกับช่วงระยะเวลาปกติ



Reference

- Aungkasuko, S., & et. al. (2012). Dividend policy, cash-flow uncertainty, and ownership structure: Evidence from Thai listed companies. *Chulalongkorn business review*, 34(131), 107-14.
- Binti, N. E. A., & Binti, N. (2012). Cost of Capital-The Effect to Firm Value and Profitability Performance in Malaysia. *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, 2(4), 353–361.
- De-Angelo, H., De-Angelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of financial economics*, 81(2), 227-254.
- Gill, A. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International journal of management*, 28(4),
- Gizem, M. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of management and sustainability*, 8(1), 31–45.
- Khanato, P. (2017). *The relationships between tobin's Q ratios and the technology industry sector: ICT companies' stock prices: evidence from stock exchange of Thailand's all sector indices*. An Independent Study Master Degree of Business Administration Bangkok University. (Thai)
- Sripanakul, N. (2017). *Factors determining capital structure of listed companies in the stock exchange of Thailand: The case study of the company in the SET 50 index*. An Independent Study Master Degree of Business. Bangkok Administration University. (in Thai)
- Shadab, M., & Sattar, A. (2015). Cost of Capital–The Effect to the Firm Value and Profitability & Empirical evidences in case of personal goods (Textile) sector of KSE 100 Index. *Journal of poverty, investment and development an international peer-reviewed journal*, 17, 24–28.
- Suea-Phai, W. (2011). *The relationship between quality what is the value of the company*. submitted in partial fulfillment of the requirements for The Degree of Master of Science Financial Management. Thammasat University. (in Thai)
- Tangkitcharoenporn, N. (2015). *The relationship between capital structure and firm performance of listed companies in the stock exchange of Thailand*. An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for The Degree of Master of Science Financial Management. Thammasat University. (in Thai)

