

การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

The Use of Debt in the Capital Structure and Firm Value of Listed
Companies in the Market for Alternative Investment

กัลยานี ภาคอรรถ¹, ชยงการ ภมรมาศ² และ โยธิน ทวีกิตติกุล³
Gallayanee Parkatt¹, Chayongkan Pamornmarst² and Yothin Thavikitikul³

¹สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

¹Faculty of Management, Sukhothai Thammathirat Open University, Thailand

²ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร

²Finance and Banking, Faculty of Business Administration, Mahanakorn University of Technology, Thailand

³สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

³Faculty of Management, Sukhothai Thammathirat Open University, Thailand

E-mail: gallayan@gmail.com¹

Received: 2021-11-26; Revised: 2021-12-26; Accepted: 2021-12-27

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าธุรกิจ 2) วิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน และ 3) วิเคราะห์ผลกระทบของการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การศึกษานี้ศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects

ผลการวิจัยพบว่า 1) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้หนี้สินในการดำเนินงานสูงสุดถึงร้อยละ 110 และต่ำสุดเพียงร้อยละ 5 เมื่อพิจารณาถึงการใช้นี้สินระยะยาวบริษัทจดทะเบียนใช้หนี้สินระยะยาวสูงสุดถึงร้อยละ 90 และต่ำสุดคือ ไม่ใช้หนี้สินระยะยาวเลย ส่วนมูลค่าธุรกิจซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาต่อกำไรมีค่าสูงสุดถึง 125.11 เท่า ในขณะที่ค่าต่ำสุด คือ 5.31 เท่า 2) สภาพคล่อง อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ และภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 3) การใช้นี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบ

คำสำคัญ: การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน, มูลค่าธุรกิจ, บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Abstract

The objectives of this research were 1) to study the use of debt in capital structure and business value 2) an analysis of factors affecting the use of debt in the capital structure and 3) an analysis of the impact of debt used in the capital structure on the business value of companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI). The population is companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI). Data were analyzed using descriptive statistics and Panel Data Analysis, both Fixed Effects and Random Effects.

The results of the research showed that 1) companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI) used up to 110% of operating liabilities and the lowest of only 5 percent. When considering in using the long-term debt, the maximum is 90% and the lowest is no long-term debt at all. Business value, as measured by price-to-earnings ratio, had the highest value of 125.11 times, while the lowest value was 5.31 times. 2) liquidity, asset growth rates and securities market is an important factor affecting the use of debt in the capital structure of listed companies on the Market for Alternative Investment (MAI). 3) the use of long-term debt in the capital structure have impacted positively on the business value of listed companies the Market for Alternative Investment (MAI) while the size of the business has a negative impact.

Keywords: The use of Debt in the Capital Structure, Value of Firm, Listed Companies in the Market for Alternative Investment

บทนำ

ในทางการเงินเมื่อกล่าวถึงการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนถือเป็นการสะท้อนถึงการใช้นโยบายการเงินของผู้บริหารในการจัดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนว่าควรใช้นี้สินเป็นสัดส่วนเท่าไรในโครงสร้างเงินทุนจึงจะนำไปสู่การสร้างมูลค่าของกิจการให้เพิ่มขึ้น Modigliani and Miller (1958) ได้นำเสนอทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่มีเนื้อหาสาระเกี่ยวกับการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนเงินทุน และมูลค่ากิจการ โดยสาระสำคัญของทฤษฎี MM Proposition I และ II ที่คำนึงถึงภาษีของ Modigliani and Miller นี้ได้อธิบายว่ามูลค่าของกิจการที่ใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนจะมากกว่ามูลค่าของกิจการที่ไม่ใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุน และเมื่อใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น ๆ หรือสัดส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E ratio) เพิ่มขึ้น ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) จะลดลง ในขณะที่ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินไม่เปลี่ยนแปลง

ทฤษฎี Trade-off เป็นทฤษฎีที่สนับสนุนทฤษฎี MM โดยอธิบายว่า เมื่อธุรกิจใช้นี้สินเพิ่มขึ้น มูลค่าของธุรกิจจะเพิ่มขึ้น จนถึงการใช้นี้สินระดับหนึ่งที่เหมาะสมจะทำให้มูลค่าธุรกิจสูงที่สุด ต่อจากนั้นถ้าธุรกิจยังคงใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น มูลค่าธุรกิจจะลดลง และโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจจะเกิดความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น ธุรกิจจะต้องคำนึงถึงความสามารถในการชำระหนี้และการล้มละลายเมื่อใช้นี้สินมาก



เกินไป นอกจากทฤษฎี MM และทฤษฎี Trade-off ที่กล่าวถึงการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้นในโครงสร้างเงินทุนจะนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของธุรกิจแล้ว Brigham and Ehrhardt (2020) ยังอธิบายสนับสนุนถึงการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนว่า การใช้นี้สินเพิ่มขึ้นสามารถทำให้อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้นได้

การพิจารณาการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนอาจถูกมองในมุมมองที่เป็นทางลบด้วย เนื่องจากเมื่อธุรกิจใช้นี้สินเพิ่มขึ้นจะเป็นการส่งสัญญาณของความเสียหายทางการเงินที่เพิ่มขึ้นด้วย และถ้าธุรกิจใช้นี้สินมากขึ้นจนเกินระดับที่เหมาะสมสำหรับการสร้างมูลค่าธุรกิจแล้ว ธุรกิจจะเผชิญกับปัญหาทางการเงินเกี่ยวกับการล้มละลาย Noghondari and Naghondari (2017) ได้กล่าวว่า การใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนเป็นประเด็นสำคัญประเด็นหนึ่งของผู้บริหารการเงินในการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุน เพราะการใช้นี้สินเพิ่มขึ้นนำไปสู่ความเสียหายทางการเงินที่เพิ่มขึ้น และการเพิ่มขึ้นของต้นทุนเงินทุน ในขณะเดียวกัน Adenugba et. al., (2016) ได้กล่าวว่า การใช้นี้สินเป็นแหล่งเงินทุนที่ดีกว่าการใช้ส่วนของทุนหรือผู้ถือหุ้น เมื่อธุรกิจมีความต้องการลงทุนในโครงการลงทุนระยะยาว ยิ่งไปกว่านั้น Al-Slehat (2020) ได้กล่าวย้่าว่าธุรกิจหรือบริษัทควรปรับปรุงการใช้หนี้สินให้นำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรให้เพิ่มขึ้น

จากแนวคิดของทฤษฎี MM ทฤษฎี Trade-off และแนวคิดของนักวิจัยหลายท่านข้างต้น ผู้บริหารการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้นำมาประยุกต์ใช้ในการจัดหาเงินทุนของธุรกิจ ดังจะเห็นได้จากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่ประกอบด้วยหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น แต่อยู่ในสัดส่วนที่แตกต่างกัน (แบบฟอร์ม 56-1 ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์) และกัลยานี ภาคออต และคณะ (2563) ที่ยืนยันว่าในช่วงปี 2558 – 2562 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทุกบริษัทใช้นี้สินในการจัดหาเงินทุน และบริษัทที่ใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูงที่สุดคือ ประมาณ 90.67% แต่งานวิจัยครั้งนั้นไม่ได้ทดสอบหรือยืนยันว่า การใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจหรือไม่ ต่อมาในปี 2564 ภัณฑชัย ปินธุ และกัลยานี ภาคออต ได้วิเคราะห์ผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และรายงานว่าการใช้นี้สินซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนมีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจในทางบวก โดยงานวิจัยดังกล่าวได้ใช้ Tobin's Q ratio เป็นตัววัดมูลค่าธุรกิจดังเช่นงานวิจัยหลาย ๆ งานในอดีตได้ใช้ แต่งานวิจัยไม่ได้พิจารณาถึงปัจจัยกำหนดการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน

ดังนั้น งานวิจัยครั้งนี้จึงเป็นการขยายงานวิจัยของกัลยานี ภาคออต และคณะ (2562) และภัณฑชัย ปินธุ และกัลยานี ภาคออต (2564) โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดการใช้หนี้สินและวิเคราะห์ผลกระทบของการใช้นี้สินต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และที่สำคัญมากไปกว่านั้นคือ งานวิจัยนี้ได้ใช้ตัวแปรที่แตกต่างจากงานวิจัยอื่น ๆ ในอดีตคือ การใช้ค่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นหรือ P/E ratio เป็นตัววัดมูลค่าธุรกิจ ซึ่งมุ่งเน้นในส่วนของผู้ถือหุ้น และปัจจัยที่ใช้ในการกำหนดการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนได้รวมทั้งปัจจัยภายในของธุรกิจ และปัจจัยภายนอกคือ ภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดหลักทรัพย์ ส่วนการวิเคราะห์ผลกระทบของการใช้นี้สินต่อมูลค่าธุรกิจ ได้นำปัจจัยเกี่ยวกับการเลือกใช้หนี้สินระยะยาวเข้ามาพิจารณาด้วย ซึ่งนับได้ว่ามีความแตกต่างจากงานวิจัยอื่น จึงกล่าวได้ว่างานวิจัยครั้งนี้เป็นงานวิจัยที่นอกจากเป็นการขยายงานวิจัยเดิมแล้วยังเป็นการสร้างมุมมองใหม่จากตัวแปรใหม่ที่น่ามาใช้ใน

การทดสอบ อีกทั้งเป็นการเพิ่มหลักฐานใหม่เกี่ยวกับการใช้นโยบายการเงินของผู้บริหาร และมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
3. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การทบทวนวรรณกรรม

งานวิจัยเกี่ยวกับการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุน โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจได้เกิดขึ้นภายหลังจาก Modigliani and Miller (1958) ได้นำเสนอทฤษฎี MM รวมทั้งทฤษฎี Trade-off ที่ได้อธิบายว่าเมื่อธุรกิจใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) เพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าธุรกิจเพิ่มขึ้นด้วย การเพิ่มขึ้นนี้มิใช่การเพิ่มขึ้นตลอดไป เมื่อ D/E ratio เพิ่มขึ้นจนถึงระดับที่เหมาะสม จะทำให้มูลค่าธุรกิจเพิ่มขึ้นสูงสุด ต่อจากนั้นถ้าธุรกิจใช้นี้สินเพิ่มขึ้นต่อไป มูลค่าธุรกิจจะเริ่มลดลง และธุรกิจต้องคำนึงถึงการล้มละลาย จากสาระสำคัญเหล่านี้ นักวิจัยในอดีตจนถึงปัจจุบันได้ให้ความสนใจในหลายมุมมอง เช่น Wippen (1966) และ Jameel (2004) ได้รายงานว่าการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่ Ronald (1983) ได้ยืนยันว่ามีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และ McConnell and Servaes (1995) ได้พบว่า ในกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงมูลค่าธุรกิจจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการใช้นี้สิน ส่วน Aivazian (2005) ได้รายงานว่าการใช้นี้สินของบางธุรกิจในประเทศแคนาดามีความสัมพันธ์ในทางลบกับการลงทุน งานวิจัยเกี่ยวกับการใช้นี้สิน โครงสร้างเงินทุน และมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ ได้รับความสนใจอย่างแพร่หลายจากนั้นมา

คริสศตวรรษที่ 20 ถึง 21 งานวิจัยเกี่ยวกับการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจ ได้พบมากขึ้นในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Market) โดยงานวิจัยแต่ละงานให้ความสนใจในมุมมองที่ต่างกัน ดังเช่นงานวิจัยของ Gulnar (2008) รายงานว่า ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น เมื่อสัดส่วนการใช้นี้สินเพิ่มขึ้น Cheng and Tzeng (2011) ได้ให้ข้อมูลว่าบริษัทที่ใช้นี้สินสูงจะมีมูลค่าธุรกิจสูงกว่าบริษัทที่ใช้นี้สินต่ำ ในปี 2012 Soumadi and Hayajneh (2012) ได้พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน ในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน Ishari (2016) ได้พบความสัมพันธ์ของการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศศรีลังกา ส่วน Adenugba et. al., (2016) ได้ยืนยันว่าการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าธุรกิจ Dutta et. al., (2018) ได้รายงานว่ามีมูลค่าธุรกิจซึ่งวัดโดย Tobin's Q Ratio มีความสัมพันธ์ในทางลบกับสัดส่วนการใช้นี้สิน และ Babaei et. al.,

(2013) ได้พบว่าการใช้หนี้สินของธุรกิจมีความสัมพันธ์ในทางลบกับกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนราคาต่อกำไร อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม และกำไรจากการดำเนินงาน และเมื่อเร็ว ๆ นี้ Al-Slehat (2020) และ Ibrahim (2020) ได้ยืนยันว่าการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าธุรกิจซึ่งวัดโดย Tobin's Q Ratio ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดน และไนจีเรียตามลำดับ

ในขณะที่นักวิจัยกลุ่มหนึ่งให้ความสนใจกับมูลค่าธุรกิจ และการใช้หนี้สินของธุรกิจ นักวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งได้สนใจเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ/หรืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่าง ๆ เช่น Cevheroglu (2018) ได้ให้ข้อมูลว่าความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และสภาพคล่อง เป็นปัจจัยสำคัญกำหนดการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกี ในขณะที่ Ata and Ag (2010) รายงานว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกีเช่นกัน เมื่อพิจารณาถึงตัวแปรความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และการเจริญเติบโต Chen (2004) ได้รายงานว่าความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน Wald (1999) และ Deesomsak et. al., (2004) ได้พบว่า การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจในแถบเอเชียแปซิฟิกมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดของกิจการ และ Kester (1986) และ Bayrakdaroglu et. al. (2013) ได้ยืนยันว่าการเจริญเติบโตเป็นปัจจัยหนึ่งที่กำหนดการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และตุรกี โดยแสดงความสัมพันธ์ในทางบวก

สำหรับประเทศไทย Siripipath and Sakunasingh (2016) ได้รายงานไว้ว่า โอกาสการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการใช้หนี้สิน ในขณะที่สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบในอุตสาหกรรมเหล็กในเวลาใกล้เคียงกัน Ming et. al., (2017) ได้พบว่า ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลในทางบวกและลบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ Sakunasingha (2018) ได้ให้ข้อมูลว่า ความสามารถทำกำไร อัตราการเจริญเติบโต ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโตของ GDP และสภาพคล่อง เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ท้องถิ่นในประเทศไทย เมื่อเร็ว ๆ นี้ กัลยานี ภาคออต และคณะ (2563) ได้พบว่า ความเสี่ยงเป็นปัจจัยสำคัญกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อความสามารถทำกำไร

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ดำเนินการตามลำดับดังนี้

1. การวิจัยนี้ศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนสำหรับการวิจัย ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนไม่เกินร้อยละ 98 และไม่รวมบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มการเงินจำนวน 87 บริษัท รวม 261 ชุดข้อมูล

2. เก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ และเป็นข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 87 บริษัท ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) อัตราส่วน

หนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (SG) อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนสภาพคล่อง (CR) กำไรต่อหุ้น (EPS) เงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CF) อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (GROW) ขนาดของกิจการ (MCAP) และการเลือกใช้นี้สิน (DB) รวมทั้งข้อมูลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดหลักทรัพย์ คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) และภาวะตลาดหลักทรัพย์ (SET) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจแห่งชาติ

3. คำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่ามัธยฐาน ของการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) และมูลค่าธุรกิจซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (PE) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

4. ใช้ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนและวิเคราะห์ผลกระทบของการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งแสดงสมการของตัวแบบได้ดังนี้

4.1 สมการถดถอยแบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุน เมื่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$DE_{it} = \beta_1 CR_{it} + \beta_2 MCAP_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 GDP_t + \beta_5 SET_t + a_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

เมื่อ

DE_{it} = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t

CR_{it} = อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท i ในปี t

$MCAP_{it}$ = ค่า Log ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท i ในปี t ซึ่งวัดขนาดของบริษัท

$GROW_{it}$ = อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t

GDP_t = ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปี t ซึ่งวัดภาวะเศรษฐกิจ

SET_t = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในปี t ซึ่งวัดภาวะตลาดหลักทรัพย์

a_i = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

4.2 สมการถดถอยแบบ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุน เมื่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$LTD_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 MCAP_{it} + \alpha_3 GROW_{it} + \alpha_4 GDP_t + \alpha_5 SET_t + V_{it} \quad (2)$$

เมื่อ

LTD_{it} = อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t

V_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนใหม่ที่นำ a_i ไปรวมกับค่าความคลาดเคลื่อนจากสมการ Fixed Effects ($V_{it} = a_i + \varepsilon_i$)

4.3 สมการถดถอยแบบ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งแยกเป็น 2 สมการโดยพิจารณาการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD)

$$PE_{it} = \gamma_1 DE_{it} + \gamma_2 BOND_{it} + \gamma_3 TA_{it} + \gamma_4 ROE_{it} + \gamma_5 EPS_{it} + \gamma_6 SG_{it} + \gamma_7 CF_{it} + V_{it} \quad (3)$$

$$PE_{it} = \theta_1 LTD_{it} + \theta_2 BOND_{it} + \theta_3 TA_{it} + \theta_4 ROE_{it} + \theta_5 EPS_{it} + \theta_6 SG_{it} + \theta_7 CF_{it} + V_{it} \quad (4)$$

เมื่อ

- PE_{it} = อัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t ซึ่งวัดมูลค่าธุรกิจ
- $BOND_{it}$ = การเลือกใช้เงินกู้ระยะยาวหรือหุ้นกู้ในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งใช้ตัวแปรหุ่นเป็นค่าวัด มีค่า = 1 เมื่อบริษัทใช้หุ้นกู้ อื่นๆ มีค่า = 0
- TA_{it} = สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t ซึ่งวัดขนาดของบริษัท
- ROE_{it} = อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t ซึ่งวัดความสามารถทำกำไรของบริษัท
- EPS_{it} = กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ในปี t
- SG_{it} = อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายของบริษัท i ในปี t
- CF_{it} = ค่า Log ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ในปี t

การพิจารณาว่าตัวแบบ Fixed Effects หรือ Random Effects เหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลที่ทำการวิจัยเพื่อการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีผลต่อการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน และวิเคราะห์ผลกระทบของการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจนั้น งานวิจัยนี้ได้ใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบ โดย Hausman Test จะทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลที่ทำการวิจัยหรือไม่ ซึ่งจากงานวิจัยพบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลในสมการที่ (2) (3) และ (4) ด้วยค่า p-value = 0.3093, 0.5171 และ 0.6667 ตามลำดับ ส่วนสมการที่ (1) สมการถดถอยแบบ Fixed Effects เหมาะสมกว่าด้วยค่า p-value = 0.0001 สำหรับตัวแปรอิสระในแต่ละสมการได้ทดสอบการมีความสัมพันธ์กันเองด้วยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน

ผลการวิจัย

1. การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ดังตารางตารางที่ 1 การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ: พ.ศ. 2560 - 2562

ตัวแปร	Mean	S.D.	Max	Min	Median
การใช้หนี้สิน (DE) (%)	64	0.54	110	5	45
การใช้หนี้สิน (LTD) (%)	14	0.26	90	0.00	5
มูลค่าธุรกิจ (PE) (เท่า)	24.5	28.59	125.11	5.31	17.49

ตารางที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และค่ามัธยฐาน (Me) ของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของ

ผู้ถือหุ้น (LTD) ซึ่งแสดงการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียน และอัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (PE) ซึ่งวัดมูลค่าธุรกิจ จะเห็นได้ว่าในช่วงระยะเวลาที่ทำวิจัย พ.ศ. 2560 - 2562 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้หนี้สินในการดำเนินงานสูงสุดถึงร้อยละ 110 ซึ่งเกินจากส่วนของผู้ถือหุ้น และต่ำสุดเพียงร้อยละ 5 โดยมีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานค่อนข้างสูงคือ ประมาณร้อยละ 64 (S.D.= 0.54) และ 45% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงการใช้นี้สินระยะยาวจะพบว่า บริษัทจดทะเบียนใช้นี้สินระยะยาวสูงสุดถึงร้อยละ 90 และต่ำสุดคือ ไม่ใช้นี้สินระยะยาวเลยคือร้อยละ 0 โดยมีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานประมาณร้อยละ 14 (S.D.= 0.26) และร้อยละ 5 ตามลำดับ ส่วนมูลค่าธุรกิจตารางที่ 1 ให้ข้อมูลว่ามีค่าสูงสุดถึง 125.11 เท่า และต่ำสุด 5.31 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 24.5 เท่า (S.D.= 28.59) และค่ามัธยฐานเท่ากับ 17.49 เท่า

จากข้อมูลสามารถวิเคราะห์ในภาพรวมได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทุกบริษัทใช้นี้สินในการดำเนินงาน โดยถ้าพิจารณาในลักษณะของหนี้สินรวมอาจกล่าวได้ว่าบริษัทส่วนใหญ่ใช้นี้สินค่อนข้างสูง แต่ถ้าพิจารณาการใช้นี้สินระยะยาวกลับพบว่า มีบริษัทจดทะเบียนบางบริษัทเท่านั้นที่ใช้นี้สินระยะยาวค่อนข้างสูง ในขณะที่บางบริษัทไม่ใช้นี้สินระยะยาวเลย ซึ่งถ้าวิเคราะห์ถึงนโยบายการเงินในการจัดการหนี้สินของธุรกิจ อาจมองได้ว่าผู้บริหารมีความระมัดระวังในการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพื่อ ป้องกันการขาดสภาพคล่องในการดำเนินงาน แต่ก็สามารถสร้างผลการดำเนินงานได้ดีจนทำให้มูลค่าธุรกิจค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นการสะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนให้ความสนใจบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยราคาตลาดต่อหุ้นสูงกว่ากำไรต่อหุ้นถึง 125 เท่า หรือโดยเฉลี่ยประมาณ 24.5 เท่า อย่างไรก็ตาม อาจวิเคราะห์ในอีกมุมมองได้ว่าการใช้นี้สินระยะยาวน้อย ถ้าบริษัทต้องการลงทุนเพิ่มเพื่อสร้างการเจริญเติบโต นั้นหมายความว่า บริษัทเหล่านั้นใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในการสร้างกำไรและการเจริญเติบโต

2. ปัจจัยที่มีผลต่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

2.1 การใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects สมการที่ (1) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลของสมการถดถอย

$$DE_{it} = \beta_1 CR_{it} + \beta_2 MCAP_{it} + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 GDP_t + \beta_5 SET_t + a_i + \varepsilon_{it}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	p - Value
C	10.1809	2.8509	3.5712	0.0005
CR	-0.0332	0.0149	-2.2273	0.0273*
MCAP	0.0380	0.0649	0.5860	0.5587
GROW	0.3379	0.0663	5.0965	0.0000*
GDP	-0.0312	0.0273	-1.1448	0.2539
SET	-1.3727	0.4371	-3.1407	0.0020*

* ระดับนัยสำคัญที่ระดับ .05

ตารางที่ 2 รายงานปัจจัยที่มีผลต่อการใช้น้ำเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดการใช้น้ำเงินโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า สภาพคล่องของกิจการ (CR) อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (GROW) และภาวะตลาดหลักทรัพย์ (SET) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการใช้น้ำเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กล่าวคือ สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับการใช้น้ำเงินในทางลบ ในขณะที่อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกหรือทิศทางเดียวกันกับการใช้น้ำเงิน ซึ่งอธิบายได้ว่า เมื่อบริษัทจดทะเบียนใช้น้ำเงินเพิ่มขึ้น สภาพคล่องทางการเงินของบริษัทจะลดลง และเมื่อภาวะตลาดหลักทรัพย์อยู่ในลักษณะค่อนข้างขบเซา บริษัทจะใช้เงินทุนจากหนี้สินในการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาตัวแปรหรือปัจจัยอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์จะเห็นว่า เมื่ออัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นบริษัทจะใช้น้ำเงินเพิ่มขึ้นด้วย ส่วนขนาดของกิจการ (MCAP) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับการใช้น้ำเงินในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

2.2 การใช้น้ำเงินในโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) อธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects สมการที่ (2) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอย $LTD_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 MCAP_{it} + \alpha_3 GROW_{it} + \alpha_4 GDP_t + \alpha_5 SET_t + V_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	p - Value
C	3.8630	1.6474	2.3449	0.0198
CR	-0.0124	0.0062	-1.9958	0.0470*
MCAP	-0.0006	0.0211	-0.0293	0.9766
GROW	0.2542	0.0360	7.0557	0.0000*
GDP	-0.0137	0.0154	-0.8915	0.3735
SET	-0.4937	0.2351	-2.1003	0.0367*

* ระดับนัยสำคัญที่ระดับ .05

ตารางที่ 3 รายงานปัจจัยที่มีผลต่อการใช้น้ำเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า สภาพคล่องของกิจการ (CR) อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (GROW) และภาวะตลาดหลักทรัพย์ (SET) เป็นปัจจัยสำคัญกำหนดการใช้น้ำเงินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ กล่าวคือ สภาพคล่องของกิจการ และภาวะตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการใช้น้ำเงินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในขณะที่อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งอธิบายได้ว่า สภาพคล่องของกิจการลดน้อยลงเมื่อบริษัทจดทะเบียนใช้น้ำเงินระยะยาวเพิ่มขึ้น และในช่วงที่ภาวะตลาดหลักทรัพย์มีความคึกคักน้อยลงบริษัทจดทะเบียนใช้น้ำเงินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น สำหรับอัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ เมื่ออัตราการเจริญเติบโตเพิ่มขึ้น การใช้น้ำเงินระยะยาวจะเพิ่มขึ้นด้วย ส่วนขนาดของกิจการ (MCAP) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศไม่มีความสัมพันธ์กับการใช้น้ำเงินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



3. ผลกระทบของการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

3.1 ผลกระทบของการใช้หนี้สินต่อมูลค่าธุรกิจ ซึ่งวัดการใช้หนี้สินโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อธิบายผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects สมการที่ 3 ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลของสมการถดถอย $PE_{it} = \gamma_1 DE_{it} + \gamma_2 BOND_{it} + \gamma_3 TA_{it} + \gamma_4 ROE_{it} + \gamma_5 EPS_{it} + \gamma_6 SG_{it} + \gamma_7 CF_{it} + V_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	p - Value
C	18.7102	6.9057	2.7094	0.0072
DE	3.9219	4.3682	0.8978	0.3701
BOND	0.7098	13.3484	0.0532	0.9576
TA	-8.0919	3.3972	-2.3819	0.0180*
ROE	-0.0206	0.1810	-0.1137	0.9096
EPS	-1.5811	2.3094	-0.6847	0.4942
SG	4.3659	5.4208	0.8054	0.4213
CF	0.2117	0.2637	0.8027	0.4229

* ระดับนัยสำคัญที่ระดับ .05

ตารางที่ 4 รายงานผลกระทบของการใช้หนี้สินต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า การใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ (PE) ส่วนตัวแปรหรือปัจจัยอื่นที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของธุรกิจนั้น พบว่าขนาดของบริษัท (TA) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ การเลือกใช้หนี้สินระยะยาว (BOND) ความสามารถทำกำไร (ROE) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (SG) และกระแสเงินสดจากกิจการดำเนินงาน (CF) ไม่แสดงผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งอธิบายได้ว่าการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าธุรกิจ ซึ่งมุ่งเน้นที่มูลค่าของผู้ถือหุ้นไม่ได้รับผลกระทบจากการใช้หนี้สินรวมในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในขณะที่เดียวกันก็ไม่ได้รับผลกระทบจากการเลือกใช้หนี้สินระยะยาว ความสามารถในการทำกำไร กำไรต่อหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่ได้รับผลกระทบจากขนาดของบริษัทที่วัดโดยสินทรัพย์รวม กล่าวคือ เมื่อขนาดของบริษัทจดทะเบียนลดลงมูลค่าธุรกิจจะเพิ่มขึ้น นั่นหมายถึงธุรกิจขนาดเล็กที่สินทรัพย์รวมไม่ค่อนสูงจะมีมูลค่าธุรกิจสูง

3.2 ผลกระทบของการใช้หนี้สินต่อมูลค่าธุรกิจ ซึ่งวัดการใช้หนี้สินโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects สมการที่ (4) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลของสมการถดถอย $PE_{it} = \theta_1LTD_{it} + \theta_2BOND_{it} + \theta_3TA_{it} + \theta_4ROE_{it} + \theta_5EPS_{it} + \theta_6SG_{it} + \theta_7CF_{it} + V_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	p - Value
C	8.9231	6.2180	3.0433	0.0026
LTD	3.1696	7.8999	2.1734	0.0307*
BOND	0.6280	12.9523	0.0485	0.9614
TA	-8.1548	3.0145	-2.7052	0.0073*
ROE	0.0118	0.1794	0.0657	0.9476
EPS	-1.6445	2.2503	-0.7309	0.4655
SG	-1.3813	5.5129	0.2506	0.8024
CF	0.1788	0.2627	0.6807	0.4967

* ระดับนัยสำคัญที่ระดับ .05

ตารางที่ 5 รายงานผลกระทบของการใช้หนี้สินต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า การใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) มีผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ (PE) ส่วนตัวแปรอื่นที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจนั้น พบว่าขนาดของบริษัท (TA) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจในทางลบ ส่วนปัจจัยอื่น ได้แก่ การเลือกใช้หนี้สิน (BOND) ความสามารถทำกำไร (ROE) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (SG) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CF) ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งอธิบายได้ว่าการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงของมูลค่าธุรกิจขึ้นอยู่กับการใช้หนี้สินระยะยาว และขนาดของบริษัทจดทะเบียน กล่าวคือ เมื่อบริษัทจดทะเบียนใช้หนี้สินระยะยาวในการลงทุนหรือการดำเนินงานเพิ่มขึ้น มูลค่าธุรกิจจะเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นด้วย และมูลค่าธุรกิจจะเพิ่มขึ้น เมื่อขนาดของบริษัทจดทะเบียนเล็กลง

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยที่พบว่า สภาพคล่อง อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ และภาวะตลาดหลักทรัพย์ เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ทั้งที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยสภาพคล่อง และภาวะตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในทางตรงกันข้าม ในขณะที่อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวก มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ata and Ag (2010) และ Cevheroglu – Acar (2018) ที่พบว่า สภาพคล่อง และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศ ตุรกี Kester (1986) และ Bayrakdaroglu et. al., (2013) ที่ให้ข้อมูลว่าการเจริญเติบโตเป็นปัจจัยหนึ่ง ที่ส่งผลในทางบวกต่อการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และ ตุรกี Siripipath and Sakunasingha (2016) ที่ให้ข้อมูลว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่โอกาสการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ในทางบวก และ Sakunasingha (2018) ที่ได้พบว่า อัตราการเจริญเติบโตเป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธนาคารท้องถิ่นในประเทศไทย

จากผลการวิจัยข้างต้นอาจเป็นไปได้ว่า เมื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หรือ ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม มีโครงการลงทุนที่มีความคุ้มค่า และคาดว่าจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ผู้บริหารของบริษัทเหล่านั้นเลือกที่จะจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้น เพราะจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษี และมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าการจัดหาเงินทุนโดยวิธีอื่น แต่อย่างไรก็ตามบริษัทจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น มีภาระผูกพันมากขึ้น บริษัทจึงต้องมีความพร้อมในการชำระหนี้สินนั้นหมายถึงบริษัทมีความต้องการใช้เงินสดเพิ่มมากขึ้นเพื่อชำระหนี้สิน ในขณะที่บริษัทอาจใช้หนี้สินระยะสั้นเพื่อลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน แต่ไม่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ภายใน 1 ปี จึงต้องใช้หนี้สินระยะสั้นสำหรับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เป็นผลให้สภาพคล่องของกิจการลดลง และการที่บริษัทจดทะเบียนเลือกจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินในภาวะที่ตลาดหลักทรัพย์ไม่คึกคักนั้น อาจเป็นไปได้ว่าผู้บริหารมั่นใจว่ามีความเหมาะสม โดยเฉพาะการใช้หนี้สินระยะยาว เนื่องจากการออกจำหน่ายหุ้นสามัญเหมาะสมในช่วงภาวะตลาดหลักทรัพย์คึกคักมากกว่า ดังนั้น เมื่อภาวะตลาดหลักทรัพย์ค่อนข้างซบเซา บริษัทจึงเลือกจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินแทน

สำหรับการวิจัยที่พบว่า การใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น ในขณะที่ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jameel (2004) ที่รายงานว่า การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่าธุรกิจ Cheng and Tzeng (2011) ที่กล่าวว่า บริษัทที่ใช้หนี้สินสูงจะมีมูลค่าธุรกิจสูงกว่าบริษัทที่ใช้หนี้สินต่ำ Adenugba et. al., (2016) ที่ยืนยันว่า การใช้หนี้สินมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าธุรกิจ และ Al-Slehat (2020) ที่รายงานว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดน จากผลการวิจัยดังกล่าวข้างต้น อาจเป็นไปได้ว่า ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตัดสินใจใช้หนี้สินระยะยาวสำหรับการลงทุนในโครงการลงทุน ซึ่งคาดว่าจะคุ้มค่าต่อการลงทุน และจะนำไปสู่การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนของผู้บริหารอาจเป็นสัญญาณทางบวกต่อนักลงทุน และนักลงทุนได้สะท้อนกลับต่อข้อมูลเหล่านี้ด้วยการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เมื่อราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทเหล่านี้เพิ่มขึ้น ย่อมหมายถึงมูลค่าธุรกิจซึ่งวัดด้วยราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น หรือพีอีเรโซของบริษัทเหล่านี้เพิ่มขึ้นด้วย ที่สำคัญคือ ถ้าเป็นบริษัทขนาดเล็กที่ค่าพีอีเรโซยังไม่ค่อยสูงมาก เมื่อมีข้อมูลข่าวสารในทางบวกต่อนักลงทุน นักลงทุนจะหันมาให้ความสนใจ และเลือกลงทุนในหลักทรัพย์เหล่านั้น จึงเป็นผลให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นสูงขึ้น และพีอีเรโซซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าธุรกิจจะมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้นด้วย จึงเป็นไปได้ว่าธุรกิจขนาดเล็กมีมูลค่าธุรกิจสูง

ข้อเสนอแนะ

การอธิบายข้อเสนอแนะแยกออกเป็น 2 ประเด็นคือ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1.1 ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรกำหนดนโยบายการเงินเกี่ยวกับการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน และถือปฏิบัติด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหรือหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสะท้อนถึงการใช้นี้สิน เพื่อนำไปสู่การเจริญเติบโตของธุรกิจ ในขณะเดียวกันอาจทำให้ธุรกิจขาดสภาพคล่องในการดำเนินงานได้



1.2 ในการใช้หนี้สินในการดำเนินงาน ผู้บริหารควรพิจารณาภาวะตลาดหลักทรัพย์รวมทั้งภาวะเศรษฐกิจด้วย ที่สำคัญคือ ต้องตระหนักว่าการจัดหาเงินทุนแต่ละครั้ง ธุรกิจจะต้องได้เงินทุนตามจำนวนที่ต้องการหรือที่ได้วางแผนไว้ ไม่เช่นนั้นจะมีผลกระทบต่อผลการบรรลุตามเป้าหมายการลงทุนของธุรกิจ

1.3 ผู้บริหารธุรกิจขนาดเล็กควรใช้หนี้สินระยะยาวสำหรับการลงทุนในโครงการลงทุนที่มีความคุ้มค่า และนำไปสู่การสร้างควมมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น เพราะนอกจากช่วยประหยัดภาษี และมีต้นทุนเงินทุนต่ำแล้ว อาจเป็นการส่งสัญญาณทางบวกให้กับนักลงทุน ที่จะสะท้อนให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงขึ้น ตลอดจนมูลค่าธุรกิจเพิ่มสูงขึ้นด้วย

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 นักวิชาการ นักวิจัย หรือผู้สนใจ อาจทำการวิจัยเพิ่มเติม เพื่อต่อยอดงานวิจัยนี้ หรือเป็นการสร้างองค์ความรู้ใหม่ในลักษณะของการขยายผลงานวิจัย การวิจัยจากข้อจำกัดของงานวิจัยเดิม การมองมุมมองใหม่ หรือการผสมผสานกับศาสตร์อื่น

2.2 การวิจัยครั้งต่อไปอาจใช้วิธีการวิจัยอื่น หรือตัวแบบอื่นที่แตกต่างจากงานวิจัยนี้ เช่นการใช้สมการโครงสร้าง สมการถดถอยแบบอนุกรมเวลา หรือแบบภาคตัดขวาง รวมทั้งอาจใช้ตัวแปรอื่นที่เหมาะสมกับบริบทของตลาดหลักทรัพย์ไทยที่เป็นตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่

2.3 ผู้วิจัยอาจทำการวิจัยจากประชากรรายหมวดธุรกิจ หรือรายบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งมีการแบ่งช่วงเวลาของการทำวิจัย (Sub-period) เพื่อยืนยันกับผลการวิจัยแบบเต็มเวลา (Full Period) และควรครอบคลุมทั้งภาวะตลาดที่มีลักษณะ Bull Market และ Bear Market

เอกสารอ้างอิง

กัลยานี ภาคออต, เซาว์ โรจนแสง, สุรีย์ เข้มทอง, เสาวภา มีถาวรกุล และพิเชษฐ์ สิริโชคสกุลชัย. (2562).

การใช้หนี้สินและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การประชุมทางวิชาการระดับชาติ ด้านวิทยาการจัดการ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ ครั้งที่ 6 มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, 1-7.

กัลยานี ภาคออต, โยธิน ทวีกิติกุล, ชยงการ ภมรมาศ, และพิเชษฐ์ สิริโชคสกุลชัย. (2563). การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ, *วารสารวิทยาการจัดการปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเทพสตรี*, 11(1), 40-50.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *รายงานประจำปี 2560 – 2562*. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.

ถนัดชัย ปินธุ และกัลยานี ภาคออต. (2564). *ผลกระทบต่อของโครงสร้างเงินทุนและนโยบายเงินปันผลต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การประชุมวิชาการระดับชาติราชภัฏหมู่บ้านจอมบึงวิจัย ครั้งที่ 9 มหาวิทยาลัยราชภัฏหมู่บ้านจอมบึง*, 425-433.

Adenugba, A., Ige, A., and Kesinro, R. (2016). Financial Leverage and Firms' Value: A Study of Selected Firms in Nigeria. *European Journal of Research and Reflection in Management Sciences*, 4(1), 14-32.



- Aivazian, A., Ge, Y., and Qiu, J. (2005). The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, *Journal of corporate Finance*, 1(1), 277-291.
- Al-Slehat, Z. (2020). Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan. *International Business Research*, 13(1), 109-120.
- Ata, H. A., and Ağ, A. G. Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin analizi. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, (11), 45-60.
- Babaei, Z., Shahveisi, F., and Jamshidinavid, B. (2013). Correlation between Financial Leverage and Firm Value in Companies Listed in the Tehran Stock Exchange: A Case Study, *Research Journal of Finance and Accounting*. 4(5), 39-49.
- Bayraktaroglu, A., Ege, I., and Yazici, N. (2013). A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market. *International Journal of Economics and Finance*, 5(4), 131-140.
- Brigham, F. and Ehrhardt, C. (2020). *Financial Management: Theory and Practice*. (16th ed.). United States of America: Thomson Corporation.
- Cevheroglu-Acar, M. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey, *Journal of Management and Sustainability*, 8(1), 31-45.
- Chen, J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
- Cheng, C. and Tzeng, C. (2011), The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on this Effect, *World Journal of Management*, 10(3), 30-53.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., and Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4), 387-405.
- Dutta, S., Mukherjee, T., and Som, S. (2018). Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies, *The BESC Journal of Commerce and Management*, 4, 42-52.
- Gulnar, M. (2008). *An Empirical Test on Leverage and Stock Returns*, Retrieved March 20, 2020 from http://www.efmaefm.org/oEFMAMEETINGS/FEMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009 Milan/papers/FEMA2009_0108_fullpaper.pdf
- Ishari, M. (2016), The Impact of Financial Leverage on Firm's Value, *International Journal of Advancement in Engineering Technology, Management and Applied Science*,3(7), 100-104.
- Jameel, A. (2013). The Effect of Financial Leverage on the Performance of Firms Listed at Palestinian Security Exchange-An Empirical Study. *Alazhar University Journal*,15(1), 281-318.

- Kester, C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 15(1), 5-16.
- M'ng, J., Rahman, M., and Sannacy, S. (2017). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1-34.
- McConnell, J., and Servaes, H. (1995). Equity Ownership and the Two Faces of Debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 131-157.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Noghondari, A., and Noghondari, A. (2017). The Mediation Effect of Financial Leverage on the Relationship between Ownership Concentration and Financial Corporate Performance. *Iranian Journal of Management Studies (IJMS)*, 10(3), 697-714.
- Ronald, M. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value, *The Journal of Finance*, 38(1), 107-126.
- Sakunasingha, B. (2018), Capital Structure Determinants for Local Commercial Banks: Thailand Evidence, Human Behavior, *Development and Society Journal*, 18, 18-29.
- Siripipath, P., and Sakunasingha, B. (2016). Determinants of Capital Structure: A Case Study in Thai Steel Industry, *Journal of Global Business Review*, 18(1), 1-16.
- Soumadi, W., and Hayajneh, S. (2012). Capital Structure and Corporate Performance Empirical Study on the Public Jordanian Shareholdings Firms Listed in the Amman Stock Market, *European Scientific Journal*, 8(22), 173-189.
- Wald, K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187.
- Wipperfurth, R. (1966). Financial Structure and Value of the firm. *Journal of Finance*, 21(4), 615-633.