

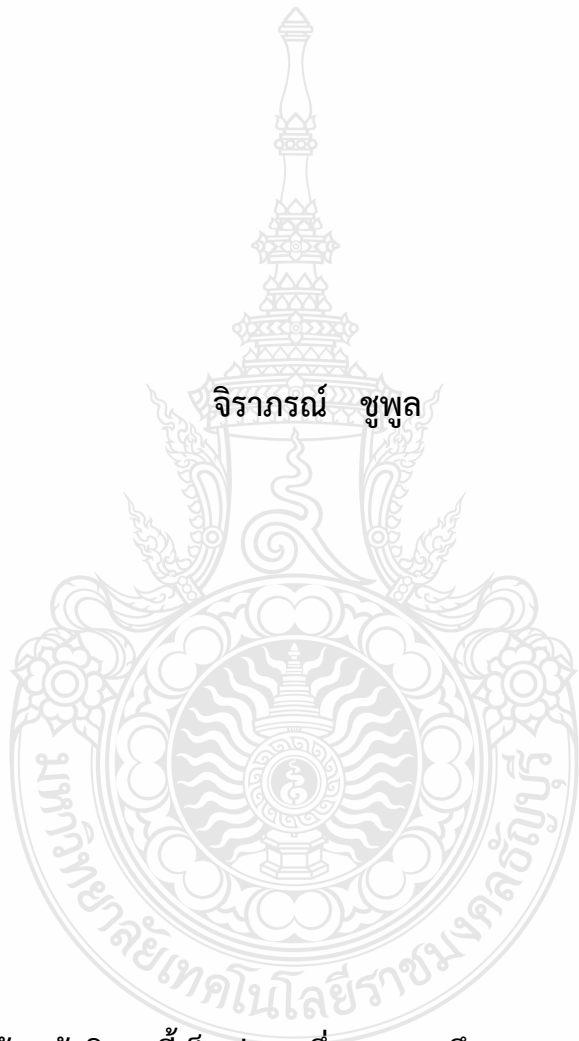
ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

FACTORS INFLUENCING ON FIRM VALUE OF LISTED COMPANIES
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND: SET 100 EVIDENCE.

จิราภรณ์ ชูพูล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิชาเอกการเงิน
คณะบริหารธุรกิจ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

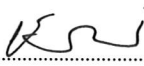
ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิชาเอกการเงิน
คณะบริหารธุรกิจ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
ปีการศึกษา 2562
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
Factors Influencing on Firm Value of Listed Companies
on the Stock Exchange of Thailand: SET 100 Evidence
ชื่อ - นามสกุล นางสาวจิราภรณ์ ชูพูล
วิชาเอก การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์นภาพร นิลารณ์กุล, Ph.D.
ปีการศึกษา 2562

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ยอดเยี่ยม รัตน์, Ph.D.)


..... กรรมการ
(อาจารย์ธัญรัตน์ สุวรรณะ, ปร.ด.)


..... กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์นภาพร นิลารณ์กุล, Ph.D.)

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี อนุมัติการค้นคว้าอิสระฉบับนี้
เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต


..... คณบดีคณะบริหารธุรกิจ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์นายกรพี ชัยมงคล, ปร.ด.)

วันที่ 5 เดือน พฤศจิกายน พ.ศ. 2562

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
ชื่อ - นามสกุล	นางสาวจิราภรณ์ ชูพล
วิชาเอก	การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์นภาพร นิลภรณ์กุล, ประ.ด.
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และเพื่อศึกษาเปรียบเทียบอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET 100 จำนวน 46 บริษัท ข้อมูลที่ศึกษาอยู่ในช่วงระหว่างปี 2556 – 2560 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และสมการถดถอยพหุ ตัวแปรอิสระที่ศึกษาประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของกิจการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการ ตามวิธีการประเมินแบบ Tobin's Q ทั้งนี้มีตัวแปรควบคุมเป็นอัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Independent Study Title	Factors Influencing on Firm Value of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand: SET 100 Evidence.
Name – Surname	Miss Jiraporn Choopool
Major Subject	Finance
Thesis Advisor	Assistant Professor Napaporn Nilapornkul, Ph.D.
Academic Year	2019

ABSTRACT

The purposes of this study were to examine the factors influencing on firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in SET 100 evidence, and to compare industries that had an influence on firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand.

The samples were 46 companies listed on SET 100 evidence. The data retrieved were from 2013 – 2017. The statistical techniques used were descriptive statistics, Pearson Correlation and multiple Regressions. Four independent variables included debt ratio (D/TA), the proportion of retained earnings per shareholders ratio (RE/TE), firm size, and return on assets (ROA). The dependent variable was firm value in term of Tobin's Q. The control variable was gross domestic product (GDP growth rate).

The study result showed that the factor influencing on firm value at the statistical significance level of 0.01 was debt ratio, and at the statistical significance level of 0.05 was return on assets.

Keywords: capital structure, firm value, companies on the stock exchange of Thailand

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้ประสบความสำเร็จลุล่วงไปอย่างสมบูรณ์ ผู้ทำการศึกษาต้องขอกราบขอบพระคุณต่อ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี ประธานกรรมการ ดร.ฉัญรัตน์ สุวรรณะ กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นภาพร นิลภรณ์กุล อาจารย์ที่ปรึกษา ที่กรุณาให้คำแนะนำคำปรึกษา และแก้ไขปัญหาข้อบกพร่องต่าง ๆ ตลอดจนให้ความรู้ความเข้าใจในการทำวิจัยในครั้งนี้ เพื่อให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์ในทุกประการ

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้ จนทำให้ผู้ทำการศึกษาสามารถนำหลักการ ทฤษฎีและแนวคิด มาประยุกต์ใช้ในงานการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ตลอดถึงขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัว ที่ให้โอกาสทางการศึกษา กำลังใจและสนับสนุนด้วยดีตลอดมา ขอขอบคุณ คุณณฐมน เพิ่มสุข รวมถึงคุณพ่อและคุณแม่ ที่เอื้อเฟื้อที่พักตลอดการศึกษาและกำลังใจตลอดจนความห่วงใย รวมถึงเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจทุกท่านที่ให้คำแนะนำ และร่วมทำกิจการด้านต่าง ๆ ด้วยกันตลอดมาจนทำให้การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

คุณค่าอันพึงมีจากการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ขอมอบเป็นเครื่องบูชาแด่พระคุณบิดา มารดา คุณครูอุปชาอาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่าน หากการค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีข้อบกพร่องประการใด ผู้ศึกษาต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

จิราภรณ์ ชูพล



สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	(3)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	(4)
กิตติกรรมประกาศ.....	(5)
สารบัญ.....	(6)
สารบัญภาพ.....	(8)
สารบัญตาราง.....	(9)
บทที่ 1 บทนำ.....	10
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญ.....	10
1.2 วัตถุประสงค์.....	11
1.3 สมมติฐานในการศึกษา.....	11
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	12
1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	12
1.6 คำจำกัดความในการวิจัย.....	12
1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	13
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	14
2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน.....	14
2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Tobin Q.....	20
2.3 แนวคิดเกี่ยวกับการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร.....	22
2.4 แนวคิดและทฤษฎีอายุกิจการ.....	25
2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	26
บทที่ 3 วิธีดำเนินวิจัย.....	33
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	33
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	33
3.3 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร.....	37
3.4 เครื่องมือและสถิติที่ใช้ในการวิจัย.....	38

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการศึกษา.....	41
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	41
4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis).....	42
4.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานโดยสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression).....	44
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	47
5.1 สรุปผลการศึกษา.....	47
5.2 การอภิปรายผลการศึกษา.....	49
5.3 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษา.....	50
5.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต.....	50
บรรณานุกรม.....	52
ภาคผนวก.....	55
ประวัติผู้เขียน.....	58



สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน.....	30
ตารางที่ 3.1 แสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ณ ปี 2560.....	34
ตารางที่ 3.2 แสดงรายชื่อบริษัทแยกตามอุตสาหกรรม.....	36
ตารางที่ 3.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา.....	38
ตารางที่ 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยอาศัย สถิติเชิงพรรณนา.....	41
ตารางที่ 4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามและ ตัวแปรควบคุมของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 256.....	42
ตารางที่ 4.3 การทดสอบค่า Variance inflation factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปร.....	43
ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท จดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในช่วงปี 2556-2560.....	44
ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบต่อ ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี 2556-2560.....	45
ตารางที่ 5.1 สรุปการวิเคราะห์ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ตามข้อสมมติฐาน.....	47
ตารางที่ 5.2 สรุปการวิเคราะห์ปัจจัยของอุตสาหกรรมมีผลกระทบในทิศทางเดียวกัน ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ยกตามข้อสมมติฐาน.....	48

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	12
ภาพที่ 2.1 องค์ประกอบของการจัดหาเงินทุน.....	15
ภาพที่ 2.2 สมมติฐานของ The Pie Model.....	17
ภาพที่ 2.3 มูลค่าของบริษัทภายใต้ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน.....	18
ภาพที่ 2.4 มูลค่าของบริษัทในกรณีที่มีภาษี.....	18
ภาพที่ 2.5 มูลค่าของบริษัทในกรณีที่มีภาษีและต้นทุนของการล้มละลาย.....	19
ภาพที่ 2.6 อัตราส่วนทางการเงิน.....	22
ภาพที่ 2.7 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	23
ภาพที่ 2.8 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์.....	24
ภาพที่ 2.9 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น.....	24
ภาพที่ 2.10 แสดงวัฏจักรของธุรกิจ.....	25



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

โดยหลักการทางการเงินมักจะกำหนดเป้าหมายทางการเงินของธุรกิจเพื่อให้เกิดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นให้สูงที่สุด (Maximize Share Holders' Wealth) ดังนั้นการทำให้มูลค่ากิจการของธุรกิจสูงสุดจึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่ต้องวางกลยุทธ์ และดำเนินธุรกิจเพื่อให้มูลค่าทางการตลาดของกิจการมีมูลค่าสูงที่สุด ซึ่งในโลกความเป็นจริงแล้วการที่จะทำให้กิจการมีมูลค่าตลาดสูงได้นั้น ต้องอาศัยปัจจัยหลาย ๆ ด้านที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของมูลค่ากิจการนั้น ๆ ในมุมมองของนักลงทุนการเลือกกลงในบริษัทใดนั้นส่วนหนึ่งจะมาจากการประเมินมูลค่าของกิจการ รวมทั้งการคาดหวังการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของมูลค่ากิจการในอนาคต ตลอดถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการที่มีทั้งปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก

จากการศึกษาจากทฤษฎีทางการเงินหลาย ๆ ทฤษฎีพบว่าปัจจัยภายในหลายประการที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อาทิเช่น โครงสร้างเงินทุนที่เป็นปัจจัยหนึ่งเพราะมีผลกระทบจากนโยบายการจัดการเงินทุนของธุรกิจที่มีผลกระทบต่อด้านต้นทุนของเงินทุน ซึ่งแหล่งเงินทุนของธุรกิจนั้นมีความหลากหลายรวมทั้งมีข้อดีและข้อเสียที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าทางธุรกิจของบริษัทแตกต่างกัน ปัจจัยต่อมาเป็นอายุของธุรกิจ (Life Cycle) ซึ่งในความเป็นจริงแล้วการดำเนินงานทางธุรกิจนั้นจะมีการใช้กลยุทธ์ที่แตกต่างกันตามอายุของธุรกิจ หมายถึง แหล่งเงินทุนภายในหรือกำไรสะสมของกิจการจะถูกใช้ในวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันตามวัฏจักรอายุของธุรกิจ เช่น ธุรกิจอยู่ในช่วงเติบโต (Growth Stage) ธุรกิจจะมีนโยบายที่ต้องการรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อจะขยายการลงทุนในอนาคตโดยการใช้กำไรสะสมขณะที่ธุรกิจที่มีอายุการดำเนินงานเป็นระยะเวลานานและอยู่ในภาวะของการเติบโตเต็มที่แล้ว (Maturity Stage) มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าธุรกิจที่อยู่ในช่วงเติบโต สิ่งนี้สะท้อนให้เห็นถึงการเติบโตของมูลค่ากิจการจะแตกต่างกันภายใต้เหตุผลที่ต่างกัน ดังนั้นกำไรสะสมของธุรกิจน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ สิ่งหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสนใจต่อตัวธุรกิจก็คือขนาดของกิจการ เพราะสะท้อนถึงขนาดเงินทุนของกิจการ ความพร้อมในการดำเนินงานโอกาสของการขยายการลงทุน และความสามารถในการกักเงินในอนาคต รวมทั้งความน่าเชื่อถือของนักลงทุนด้วย เพราะธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ก็จะมีสินทรัพย์จำนวนมากส่งผลถึงการก่อหนี้ได้มากกว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากสามารถนำสินทรัพย์เหล่านั้นไปเป็นหลักประกันในการก่อหนี้ ทำให้เจ้าหน้าที่ให้การกู้ยืมสามารถปล่อยกู้ได้จำนวนมากกว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็ก เมื่อธุรกิจมีเงินทุนที่มากพอในการดำเนินงานก็จะทำให้มีผลประกอบการที่เพิ่มขึ้นอาจจะทำให้ธุรกิจนั้นมีมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้นด้วย แต่ปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนให้ความสนใจกันเป็นส่วนมากคืออัตราผลตอบแทน ซึ่งมีหลากหลายรูปแบบของการประเมินอัตราผลตอบแทน เช่น อัตรากำไรสุทธิเป็นการประเมินความสามารถในการทำกำไร ในรูปของ

การเปรียบเทียบระหว่างรายได้และค่าใช้จ่าย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ เป็นการประเมินในรูปของกำไรที่ได้จากการดำเนินงานเทียบกับสินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อการดำเนินงานทั้งหมด แต่ไม่ว่าจะเป็นอัตราผลตอบแทนในรูปใดนั้น นักลงทุนให้ความสำคัญเสมอเพราะนักลงทุนต่างคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทนั้นไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลหรือมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น

ปัจจัยภายนอกที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการก็มีหลายประการเช่นกัน เช่น สถานการณ์ทางการเมือง กฎหมายแรงงานที่เปลี่ยนแปลง ภาษีที่เกี่ยวข้องกับการนำเข้าและส่งออกที่เกิดขึ้นมาทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ รวมทั้งผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงภาวะเศรษฐกิจของประเทศ สะท้อนถึงการจ้างงาน การลงทุนภาคอุตสาหกรรม แม้กระทั่งการบริโภคของประชาชนภายในประเทศ รวมถึงเป็นดัชนีที่ทำให้นักลงทุนสามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนไปลงทุนในตลาดหรือระบบเศรษฐกิจที่มีเสถียรภาพมากกว่า ดังนั้นหากภาวะเศรษฐกิจมีเสถียรภาพที่ดีก็จะดึงดูดให้นักลงทุนนำเงินมาลงทุนในปริมาณที่มากขึ้น ส่งผลให้เศรษฐกิจดีขึ้นนำไปสู่ธุรกิจต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจมีผลการดำเนินงานดีขึ้นตามไปด้วย

ถึงแม้ว่านักวิจัยจะศึกษาจากทฤษฎีทางการเงินมาแล้วแต่ยังมีความสนใจในการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในมิติของระดับความสำคัญของปัจจัย รวมทั้งทิศทางความสัมพันธ์ และยังสนใจศึกษาถึงความแตกต่างของความสัมพันธ์ในกลุ่มของธุรกิจที่แตกต่างกัน โดยนักวิจัยให้ความสนใจกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะในกลุ่ม SET 100 ซึ่งนับเป็นกลุ่มบริษัทที่นักลงทุนให้ความนิยมลงทุนใน 100 อันดับแรก เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทเหล่านั้นให้ความสำคัญต่อปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและบริหารงานให้มีประสิทธิภาพเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น และสามารถเสริมศักยภาพในการแข่งขันทางธุรกิจต่อไป

1.2 วัตถุประสงค์

1.2.1 เพื่อศึกษาปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

1.2.2 เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

1.3 สมมติฐานในงานวิจัย

จากวัตถุประสงค์ที่กำหนด ผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานการวิจัยครั้งนี้ ดังนี้

1.3.1 H_1 : อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามต่อมูลค่ากิจการ

1.3.2 H_2 : อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

1.3.3 H₃ : ขนาดของกิจการ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

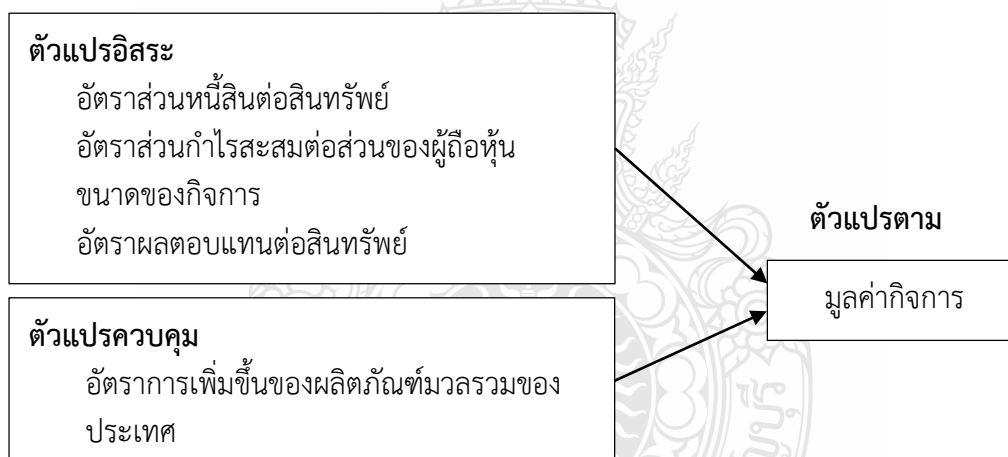
1.3.4 H₄ : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

1.3.5 H₅ : ปัจจัยของอุตสาหกรรมมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

1.4 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ที่เก็บข้อมูลจากงบการเงิน และรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ระหว่างปี 2556 - 2560 รวมทั้งการใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลของธนาคารโลกในการเก็บข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ทั้งนี้ ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและบริษัทที่ไม่สามารถหาข้อมูลได้ และที่มีข้อมูลไม่ครบตามช่วงเวลาที่กำหนดจะไม่ถูกนำมาวิเคราะห์

1.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

1.6 คำจำกัดความในการวิจัย

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) หมายถึง อัตราส่วนที่สะท้อนถึงจำนวนสินทรัพย์ที่กิจการมีอยู่ทั้งหมดนั้นถูกจัดหามาจากการกู้ยืมมากน้อยเพียงใด หรือทำให้ทราบว่ากิจการนำส่วนของเจ้าของมาลงทุนในสินทรัพย์มากน้อยเพียงใด ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงถึงเงินที่นำมาลงทุนในสินทรัพย์ส่วนมากมาจากการกู้ยืม ซึ่งจะเป็นสิ่งบอกลถึงความเสี่ยงทางการเงินของกิจการสูงด้วยเช่นกัน

อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RE/TE) เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงวัฏจักรการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งแบ่งเป็นช่วงฟื้นตัว (Recover Stage) ช่วงเติบโต (Expansion Stage) ช่วงอิ่มตัวหรือจุดสูงสุด (Peak Stage) และช่วงตกต่ำ (Pecession Stage)

ขนาดของกิจการ (Size) สะท้อนจากการถือครองสินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่ ทั้งนี้ ถ้าขนาดของสินทรัพย์มีจำนวนมากสะท้อนถึงธุรกิจมีขนาดใหญ่

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการนำสินทรัพย์ที่มีอยู่มาลงทุน แล้วก่อให้เกิดผลกำไรสูงสุด

ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) หมายถึง มูลค่าตลาดของสินค้าและบริการขั้นสุดท้ายที่ผลิตในประเทศในช่วงเวลาหนึ่ง ๆ หรือเรียกอีกนัยว่าการขยายตัวของเศรษฐกิจที่เกิดจากการนับรายได้ที่เกิดขึ้นในประเทศเท่านั้นไม่ว่าจะสัญชาติใดก็ตามที่เข้ามาทำธุรกิจภายในประเทศ

มูลค่ากิจการ (Firm Value) หมายถึง มูลค่าทางเศรษฐศาสตร์ของธุรกิจหรือมูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต ซึ่งเป็นสิ่งที่สามารถสะท้อนถึงความมั่งคั่งของผู้ที่เป็นเจ้าของ (Shareholders' Wealth)

1.7 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.7.1 เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

1.7.2 เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์วางแผนกำหนดอัตราหนี้สินที่เหมาะสม

1.7.3 เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์วางแผนกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสม

1.7.4 เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เสริมสร้างความแข็งแกร่งในด้านความสามารถในการทำกำไร

1.7.5 เพื่อเป็นแนวทางให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์และประเมินปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อมูลค่าของกิจการที่สนใจก่อนการตัดสินใจลงทุน

1.7.6 เพื่อให้หน่วยงานของรัฐ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดนโยบายที่เอื้อต่อการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการซึ่งส่งผลที่ดีต่อทั้งธุรกิจ นักลงทุน และเศรษฐกิจของประเทศ

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน
- 2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Tobin' Q
- 2.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน
- 2.4 แนวคิดและทฤษฎีอายุกิจการ
- 2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

การกำหนดโครงสร้างทางการเงินหรือการวางแผนทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการวางแผนในระยะสั้นหรือระยะยาว จะช่วยให้ธุรกิจสามารถดำเนินงานได้ตามแผนงาน โดยไม่เกิดปัญหาและอุปสรรคทางการเงิน จึงนับว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยสร้างสมรรถภาพในการหาทำกำไรและช่วยลดความเสี่ยงต่าง ๆ จากการดำเนินงานทางธุรกิจได้อีกทางหนึ่ง

โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) เป็นแหล่งเงินทุนทั้งหมดที่ธุรกิจจัดหามาเพื่อใช้ในการดำเนินงานทั้งแหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว ซึ่งแหล่งเงินทุนระยะสั้นประกอบด้วยเจ้าหนี้การค้าและตัวเงินจ่าย เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร เงินกู้ระยะสั้น ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต่าง ๆ ส่วนแหล่งเงินทุนระยะยาวประกอบด้วยเงินทุนจากการกู้ยืมระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และกำไรสะสม ซึ่งทั้งหมดนี้คือรายการที่ปรากฏในงบแสดงฐานะการเงินด้านหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น (ฐาปนา ฉินไพศาล, 2551, น.199)

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เป็นโครงสร้างของเงินทุนธุรกิจที่พิจารณาเฉพาะส่วนของเงินทุนระยะยาวซึ่งเป็นเงินทุนหลักที่ธุรกิจมีไว้เพื่อการดำเนินงาน และการลงทุนระยะยาวแบบยั่งยืน ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนประกอบด้วย หนี้สินไม่หมุนเวียน (หรือหนี้สินระยะยาว) และส่วนของผู้ถือหุ้น บางครั้งโครงสร้างเงินทุนสามารถเรียกว่า เงินทุนระยะยาว (Long-term Fund) ดังนั้นเมื่อพิจารณาโดยรวมแล้วโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นส่วนสำคัญของโครงสร้างทางการเงิน และมีผลโดยตรงต่อต้นทุน ของเงินทุนของธุรกิจ องค์ประกอบของการจัดหาเงินทุนของธุรกิจ สามารถสรุปได้ดังนี้ (นภาพร นิลลาภรณ์กุล, 2551)

งบแสดงฐานะทางการเงิน	
ณ วันที่.....	
สินทรัพย์	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น
	หนี้สินหมุนเวียนโครงสร้างเงินทุน
	หนี้สินไม่หมุนเวียน
	ส่วนของผู้ถือหุ้น
	(Capital Structure)
	หรือ เงินทุนระยะยาว
	(Long - term Fund)
	โครงสร้างทางการเงิน (Financila Strcture)
รวม	รวม
XXX	XXX

ภาพที่ 2.1 องค์ประกอบของการจัดหาเงินทุน

ธงชัย สันติวงษ์ และ ชัยยศ สันติวงษ์ (2541) กล่าวว่าเงินทุนที่ได้มาจากการจัดหาเงินทุนนั้น จะมีลักษณะเช่นเดียวกับแรงงานและวัตถุดิบ คือจะมีต้นทุนของเงินทุนนั้นเกิดขึ้นกับกิจการหากผลตอบแทนที่ได้จากการใช้เงินทุนนี้ไม่คุ้มค่ากับต้นทุนของเงินทุน กิจการนั้นก็จะมีไม่สามารรถเจริญเติบโตได้ ฐาปนา ฉิ้นไพศาล (2551) ให้ความหมายของต้นทุนของเงินทุนว่าเป็นค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่ธุรกิจจะต้องจ่ายออกไปเพื่อให้ได้เงินทุนตามที่ต้องการเพื่อนำมาใช้ในการลงทุน ซึ่งคำนวณออกมาเป็นอัตราร้อยละของเงินทุน นภาพร นิลภรณ์กุล (2551) ได้อธิบายค่าของทุนหรือต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ว่าเป็นค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่เกิดขึ้นเมื่อธุรกิจจัดหาเงินทุนจำนวนหนึ่งเพื่อใช้ในการดำเนินงานหรือการลงทุนใด ๆ ก็ตาม ส่วนณศุณี มีแก้วกฤษ (2560) กล่าวว่าต้นทุนของเงินทุนหรืออาจเรียกว่าค่าของทุน คือต้นทุนของเงินทุนที่เกิดโดยการก่อหนี้ และส่วนของเจ้าของซึ่งอาจจะเปรียบเสมือนอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่กิจการต้องการจากการลงทุนในโครงการลงทุนนั้น

โครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วย หนี้สินไม่หมุนเวียน และส่วนของผู้ถือหุ้น โครงสร้างเงินทุนถือเป็นเงินทุนหลักของธุรกิจที่มีไว้เพื่อการดำเนินงานแบบระยะยาวและการขยายการลงทุนต่อเนื่องไปในอนาคต การกำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้นเป็นเรื่องยากมาก ทุกธุรกิจต้องการทราบถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) เพราะเป็นโครงสร้างเงินทุนที่ทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital หรือ WACC) ของธุรกิจนั้นมีค่าต่ำที่สุด หรือการทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด ทั้งนี้ผู้วิจัยแยกแนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน เป็นหัวข้อย่อย ดังต่อไปนี้

2.1.1 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในเรื่องโครงสร้างเงินทุน

2.1.1.1 ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของบริษัท โดยไม่ได้คำนึงถึงโครงสร้างของเงินทุนของบริษัท ความเสี่ยงประเภทนี้

จะเกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทนั้นไม่ได้ใช้เงินทุนที่มาจากภาษีเงินได้ในกรณีที่ความเสี่ยงของธุรกิจสูง โครงสร้างเงินทุนนั้นก็ควรที่จะประกอบด้วยหนี้สินในอัตราค่อนข้างต่ำ

2.1.1.2 ภาษี (Tax Position) การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ในระยะยาว บริษัทจะมีผลประโยชน์ทางภาษีเกิดขึ้น เนื่องจากบริษัทสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายไปลดภาระภาษีของบริษัทลงได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง ดังนั้นจะได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้ หากอัตราภาษียิ่งสูงขึ้น ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ก็จะมากขึ้นตาม

2.1.1.3 ความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financing Flexibility) เป็นความสามารถในการจัดหาเงินทุนในยามที่บริษัทต้องการได้อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจตกต่ำขาดแคลนเงินทุน ความยืดหยุ่นทางการเงินนี้จะสะท้อนถึงความสามารถในการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เพิ่มเติม หากบริษัทมีแนวโน้มความต้องการเงินทุนของบริษัทที่สูงก็ควรมีโครงสร้างของเงินทุนในส่วนของหนี้สินในระดับต่ำ

2.1.1.4 ทศนคติของผู้บริหาร (Management Conservatism) นับได้ว่ามีความสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเป็นอย่างมาก โดยทศนคติต่าง ๆ ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม แต่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย กล่าวได้คือหากผู้บริหารมีระดับความกลัวความเสี่ยงในระดับต่ำ หรือเป็นผู้บริหารประเภทกล้าได้กล้าเสีย ก็มักจะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินในอัตราค่อนข้างสูง ผู้บริหารที่มีระดับความกลัวความเสี่ยงสูง หรือเป็นผู้บริหารประเภทอนุรักษ์นิยม ก็จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินในอัตราที่ค่อนข้างต่ำ

2.1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน

การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้จะทำให้เกิดความเสี่ยงและผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ในกรณีที่การเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนไม่เพียงพอที่จะชดเชยกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นก็จะทำให้เกิดปัญหาขึ้น การที่จะตอบคำถามดังกล่าวนี้จะต้องมาให้ความสนใจกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) ถึงแม้ว่าทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะไม่สามารถให้คำตอบที่สมบูรณ์ได้ว่าธุรกิจควรมีโครงสร้างเงินทุนลักษณะใดจึงจะเหมาะสม แต่ก็สามารถจะบอกได้ว่าธุรกิจควรมีอัตราส่วนของหนี้สินจำนวนเท่าใด ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนมีหลากหลายทฤษฎีมากผู้วิจัยขอแนะนำทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้

2.1.2.1 ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน (M&M Theory)

ทฤษฎีนี้ได้ถูกพัฒนาขึ้นโดย Franco Modigliani และ Merton Miller (M&M Model) โดยมีใจความสำคัญว่า มูลค่าของกิจการจะไม่ถูกกระทบโดยโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ซึ่งสามารถสรุปข้อสมมติฐานของความสมบูรณ์แบบ ได้ดังนี้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548, น. 130 - 136)

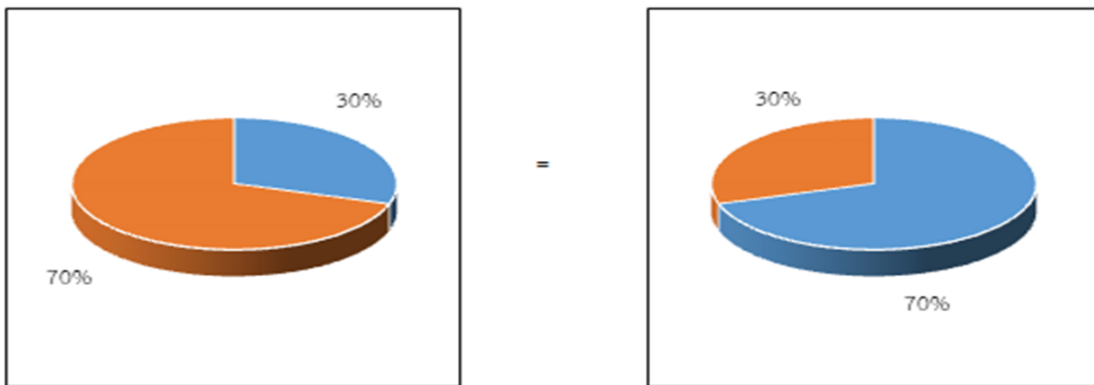
1. ไม่มีภาษี
 2. ไม่มีต้นทุนของการล้มละลาย
 3. ไม่มีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์
- 1) นักลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท

2) นักลงทุนมีข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับบริษัทเหมือนกับผู้บริหาร นั่นคือ มีความสมมาตรกันของข้อมูลข่าวสาร

3) โครงสร้างของเงินทุน ไม่มีผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน

สามารถแบ่ง M&M Model ออกได้เป็น 2 กรณี คือ

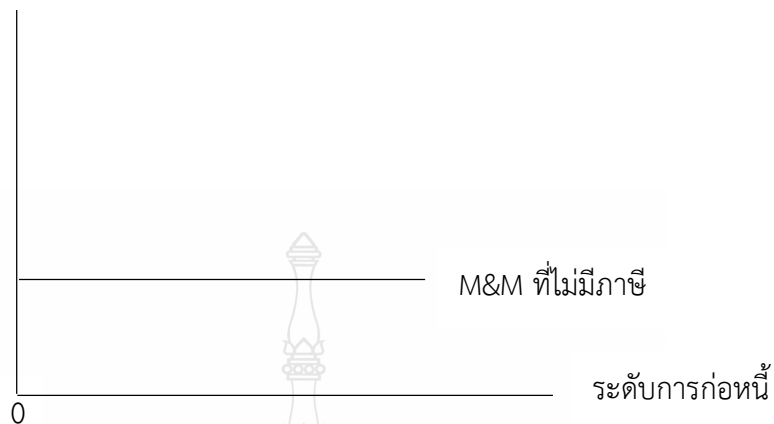
- **The Pie Model** เป็นแบบจำลองที่กล่าวถึง มูลค่ากิจการ ซึ่งก็คือผลรวมระหว่างมูลค่าหนี้สินและมูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยไม่ว่าธุรกิจจะจัดสรรเงินทุนจากส่วนของหนี้สินหรือส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างไรโครงสร้างเงินทุนของบริษัทก็จะมีผลต่อมูลค่ากิจการโดยรวม หากเปรียบเทียบมูลค่าของกิจการว่าเป็นขนมพายที่มีส่วนผสมเป็นวงกลม Franco Modigliani และ Merton Miller กล่าวว่ามูลค่าของกิจการจะเท่าเดิม ไม่ว่าขนมพายจะถูกแบ่งในลักษณะใดก็ตาม นั่นก็คือ ไม่ว่าบริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนเป็นอย่างไร มูลค่าของกิจการจะไม่มีเปลี่ยนแปลง โครงสร้างเงินทุนก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการโดยรวม



ภาพที่ 2.2 สมมติฐานของ The Pie Model

- ต้นทุนของเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับภาระผูกพันทางการเงิน Franco Modigliani และ Merton Miller ได้กล่าวเพิ่มเติมถึงอัตราส่วนระหว่างหนี้สินต่อทุนที่เปลี่ยนแปลงไป โดยมีข้อสรุปที่สำคัญคือ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) จะมีค่าคงที่ตลอดไม่ว่าโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ซึ่งก็คือต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุนของธุรกิจจะไม่ขึ้นกับโครงสร้างของเงินทุนของธุรกิจ

มูลค่าของบริษัท



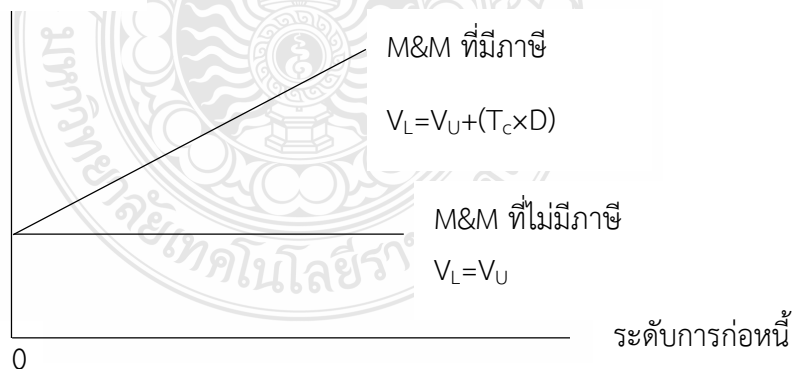
ภาพที่ 2.3 มูลค่าของบริษัทภายใต้ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างของเงินทุน

2.1.2.2 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี

ทฤษฎีนี้สามารถสรุปได้คือ หากมีการคำนึงถึงภาษีนิติบุคคลแล้วบริษัทควรจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ให้สูงที่สุดโดยที่ Franco Modigliani และ Merton Miller ได้ตั้งสมมติฐานที่เกี่ยวกับภาษีไว้ นั้น สามารถแบ่งประเด็นทางภาษีที่เกี่ยวข้องกับการก่อหนี้ของธุรกิจเป็นอีก 2 ประการ

- 1) ดอกเบี้ยจ่ายของหนี้สิน สามารถนำไปหักลดภาษีของธุรกิจได้
- 2) ถ้าธุรกิจไม่สามารถจ่ายชำระค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย หรือเงินต้นตามกำหนดอาจส่งผลให้เกิดจากล้มละลายได้

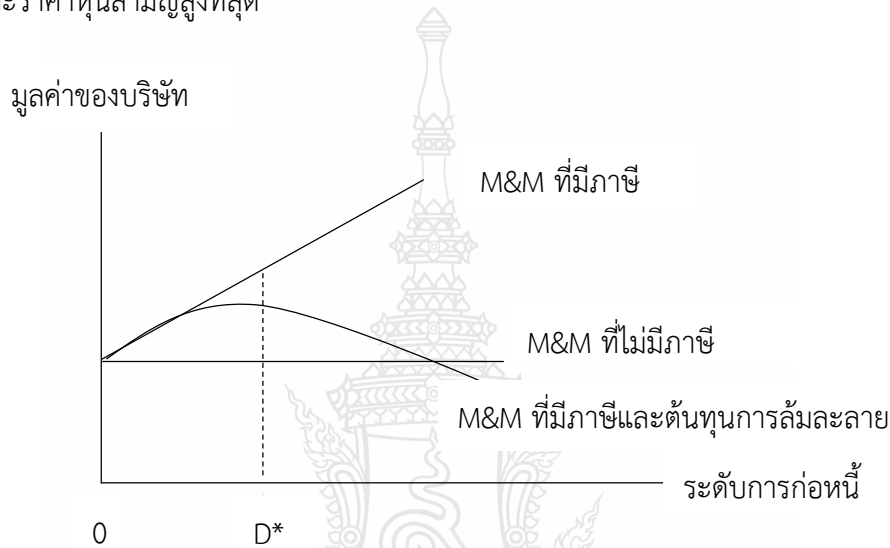
มูลค่าของบริษัท



ภาพที่ 2.4 มูลค่าของบริษัทในกรณีที่มีภาษี

2.1.2.3 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลาย

จากสมมติฐานของ ที่ Franco Modigliani และ Merton Miller ที่กล่าวไว้คือ ต้นทุนของการก่อหนี้คงที่ แต่ในความเป็นจริงแล้วเมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้นความน่าจะเป็นของการล้มละลายเพิ่มสูงขึ้นทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ยิ่งบริษัทกู้เงินมากขึ้นเท่าไร ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังก็จะยิ่งสูงขึ้นเท่านั้น และมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญก็จะยิ่งลดต่ำลง ดังนั้นในโลกที่มีภาษีและต้นทุนของการล้มละลายนี้ จะมีโครงสร้างเงินที่เหมาะสมที่ต้นทุนของเงินทุนอยู่ในระดับต่ำที่สุดและราคาหุ้นสามัญสูงที่สุด



ภาพที่ 2.5 มูลค่าของบริษัทในกรณีที่มีภาษีและต้นทุนของการล้มละลาย

จะเห็นได้ว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมนั้น จะเกิดจากการที่ผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดจากการก่อหนี้จะถูกหักล้างด้วยต้นทุนที่เกิดจากปัญหาทางการเงินของธุรกิจ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจึงอยู่ที่จุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์ส่วนเพิ่มที่เกิดจากหนี้สินกับต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากปัญหาทางการเงินของธุรกิจก็คือ ระดับการก่อหนี้ที่จุด D^* ซึ่งการหักล้างระหว่างผลประโยชน์ของภาษีที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากปัญหาทางการเงินของธุรกิจ บางครั้งจะเรียกว่าทฤษฎีการหักล้าง หรือ Trade-Off Theory ซึ่งกล่าวได้ว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะเกิดขึ้นเมื่อผลประโยชน์หน่วยสุดท้ายของผลประโยชน์ทางภาษีมีค่าเท่ากับต้นทุนหน่วยสุดท้ายของการล้มละลาย

2.1.3 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory)

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

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

ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารว่าการลงทุนนั้นจะสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ และราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) และหากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนก็จะเป็นการส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงอยู่ (Overvalued) (นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร, 2558)

2.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับ Tobin Q

Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ได้นำเสนอเครื่องมือในการวัดมูลค่าของกิจการ ที่มีชื่อว่า Tobin's Q โดยทฤษฎี Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยนำราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ของกิจการหารด้วยราคาเปลี่ยนแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์โดยที่ราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือของผู้ถือหุ้น และ หนี้สิน (วรภพ เสือพลาย, 2554)

การคำนวณค่า Tobin's Q มี 4 แนวทางดังนี้ (สหราชอาณาจักร, 2558)

2.2.1 การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lindenderg และ Ross ปี ค.ศ. 1981

Lindenderg และ Ross ได้ประมาณมูลค่าทางการตลาดขององค์กร โดยแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหนี้สิน หุ้นสามัญนำราคาหุ้นในวันสิ้นปี มาคำนวณมูลค่าทางการตลาด หุ้นบุริมสิทธิ มูลค่าทางการตลาดคำนวณจากการนำเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิกับดัชนีผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่จัดทำโดย Standad & Poors และหนี้สินจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ครบกำหนดภายในปีถัดจากปีที่คำนวณจะมีมูลค่าตลาดเท่ากับมูลค่าตามบัญชีส่วนราคาตลาดของหนี้สินกลุ่มที่เหลือจะใช้มูลค่าปัจจุบัน ซึ่งผลรวมมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจะเปลี่ยนแปลงไปตามกาลเวลาที่ขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงในระดับราคา การเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี อัตราค่าเสื่อมราคาทางเศรษฐศาสตร์และการลงทุนใหม่ สำหรับสินค้าคงเหลือจะปรับในแต่ละปีด้วยดัชนีราคาที่เหมาะสมในกรณีที่องค์กรใช้การคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือวิธี LIFO แต่ถ้าองค์กรคำนวณต้นทุนโดยวิธี FIFO ราคาจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และสำหรับยอดสินค้าคงเหลือที่คำนวณตามวิธีต้นทุนถัวเฉลี่ยจะถูกปรับปรุงด้วยการเปลี่ยนแปลงในระดับราคาของปีนั้น

2.2.2 การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ NBER ปี ค.ศ. 1988

National Bureau of Economic Research โดย Hall และคณะ ได้จัดทำข้อมูลหลักของค่าใช้จ่ายในการทำวิจัยและพัฒนาของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ได้คำนวณค่า Tobin's Q โดยแบ่งสินทรัพย์ขององค์กรออกเป็น 3 กลุ่ม เหมือนแนวทางของ Lindenderg และ Ross โดยมูลค่าทางการตลาดของแต่ละกลุ่มคำนวณดังต่อไปนี้ คือ หุ้นสามัญคำนวณโดยใช้ราคาตลาดของหุ้น หุ้นบุริมสิทธิคำนวณจากเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิหารด้วยอัตราเงินปันผลที่ออกโดย Moody's ของบริษัทที่มีความเสี่ยงเท่ากับมูลค่ากลาง และหนี้สินระยะสั้นเท่ากับมูลค่าตามบัญชีสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน

หนี้สินระยะยาวจะสมมติว่าหนี้สินนั้นเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุ 20 ปี และคำนวณราคาหุ้นกู้นั้นเป็นมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว

2.2.3 การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung และ Pruitt ปี ค.ศ.1994

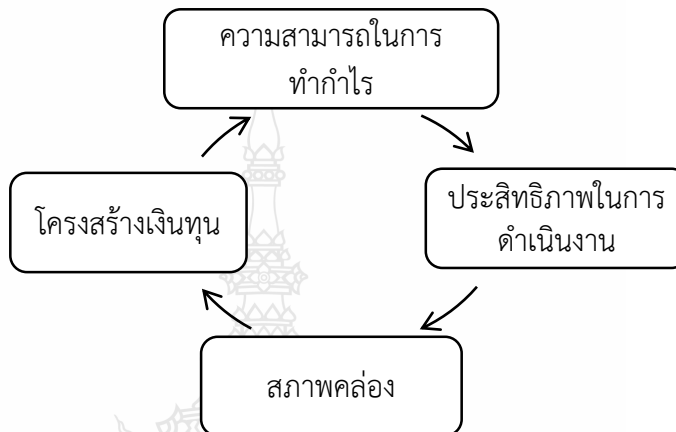
Chung และ Pruitt ได้นำแนวทางของ Lindenberg และ Ross มาปรับสูตรในการคำนวณเนื่องจากตามแนวทางของ Lindenberg และ Ross จะต้องใช้เวลาและการลงทุนที่สูง และการคำนวณที่ซับซ้อน โดยการคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรนั้นได้จากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ คำนวณจากราคาของหุ้นสามัญและจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ คำนวณจากมูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินคำนวณจากมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์

2.2.4 การคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Lewellen และ Badrinath ปี ค.ศ.1997

Lewellen และ Badrinath ได้ศึกษาการคำนวณ Tobin's Q โดยมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญคำนวณได้จากราคาตลาดของหุ้นสามัญคูณกับจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิคำนวณได้จากอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลประจำปีกับผลตอบแทนของหุ้นบุริมสิทธิที่มีระดับความเสี่ยงปานกลาง โดยมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะสั้นจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชี และส่วนมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาวคำนวณโดยจะมีสมมติฐานว่าหนี้สินที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันจะมีโครงสร้างการครบกำหนดที่เหมือนกัน ณ วันที่เริ่มคำนวณหนี้สินนั้นได้ออกในราคาตามมูลค่าที่มีอายุครบกำหนด 20 ปี อัตราดอกเบี้ยเท่ากับผลตอบแทนของหุ้นกู้ที่ออกใหม่ และจะมีระดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่จัดโดย Moody's เท่ากับ Baa การใช้อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ในการคำนวณมูลค่าทางการตลาดของหนี้สินระยะยาว สำหรับราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์นั้น จะรวมถึงราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรและเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ โดยที่กิจการจะคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือด้วยวิธี FIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับมูลค่าตามบัญชีโดยประมาณ และถ้ากิจการคำนวณต้นทุนสินค้าคงเหลือด้วยวิธี LIFO ราคาเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงเหลือจะเท่ากับการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินค้าด้วย LIFO Reserve ส่วนในการคำนวณราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวรนั้น ขั้นตอนแรกต้องคำนวณเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นในแต่ละปีโดยเริ่มจากปีที่ต้องการประมาณค่าแล้วคำนวณย้อนกลับ ซึ่งจะเท่ากับการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ถาวรสุทธิบวกด้วยค่าเสื่อมราคาประจำปี และเมื่อใดที่ผลรวมของการลงทุนในแต่ละปีมีค่าเท่ากับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรในวันที่มีการคำนวณเปลี่ยนแปลงก็จะปรับการลงทุนแต่ละปีด้วยอัตราเงินเฟ้อและประมาณการค่าเสื่อมราคานั้นให้รวมการลงทุนสุทธิทั้งสิ้นเป็นค่าประมาณของราคาเปลี่ยนแปลง

2.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลดำเนินงาน

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) เป็นเทคนิคหรือเครื่องมือที่ใช้วิเคราะห์ถึงฐานะในงบแสดงฐานะทางการเงินและการดำเนินงานในงบกำไรขาดทุนของกิจการ และความสัมพันธ์ของรายการต่าง ๆ ระหว่างงบแสดงฐานะทางการเงินและงบกำไรขาดทุน อัตราส่วนทางการเงินแบ่งออกได้เป็น 4 ประเภทตามภาพต่อไปนี้ (ธัญลักษณ์ วิจิตรสารวงค์, 2560,น.265)



ภาพที่ 2.6 อัตราส่วนทางการเงิน

การวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Analysis) โดยที่ความสามารถในการทำกำไรเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อมูลค่าของกิจการและเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการแข่งขัน นักลงทุนส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์ผลกำไรของกิจการเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี นักลงทุนย่อมเกิดความเชื่อมั่นว่าตนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูง การวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรทำได้ 2 วิธี ได้แก่ การวิเคราะห์ผลตอบแทนต่อยอดขาย (Return on Sales) และการวิเคราะห์ผลตอบแทนต่อการลงทุน (Return on Investment)

2.3.1 การวิเคราะห์ผลตอบแทนต่อยอดขายประกอบด้วยอัตราส่วน ดังต่อไปนี้

2.3.1.1 อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) คำนวณได้ ดังนี้

$$\text{อัตรากำไรขั้นต้น} = \frac{\text{รายได้จากการขาย} - \text{ต้นทุนขาย}}{\text{รายได้จากการขาย}} \quad (2.1)$$

2.3.1.2 อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) คำนวณได้ ดังนี้

$$\text{อัตรากำไรจากการดำเนินงาน} = \frac{\text{รายได้จากการขาย} - \text{ต้นทุนขาย} - \text{ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน}}{\text{รายได้จากการขาย}} \quad (2.2)$$

2.3.1.3 อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี (Earnings before Interest and Tax หรือ EBIT) คำนวณได้ ดังนี้

$$\text{อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี} = \frac{\text{กำไรสุทธิ} + \text{ดอกเบี้ยจ่าย} + \text{ภาษีเงินได้}}{\text{รายได้จากการขาย}} \quad (2.3)$$

2.3.1.4 อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) คำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตรากำไรสุทธิ} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รายได้จากการขาย}} \quad (2.4)$$

2.3.2 การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment หรือ ROI) เป็นการวัดผลตอบแทนที่ได้รับต่อเงินทุนของกิจการ ซึ่งสามารถวัดได้ในรูปแบบของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

2.3.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) ใช้วัดผลกำไรที่ผู้เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการลงทุน

การวิเคราะห์ ROE แบบแยกองค์ประกอบ ตามปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ ROE หรือที่เรียกว่า DuPont Analysis โดยแยก ROE เป็น 2 องค์ประกอบ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดกำไร และอัตราการใช้เงินกู้ (Financial Leverage) ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงโครงสร้างของแหล่งเงินทุนในสินทรัพย์ว่าได้มาจากสัดส่วนของหนี้สินและเจ้าของเท่าใด

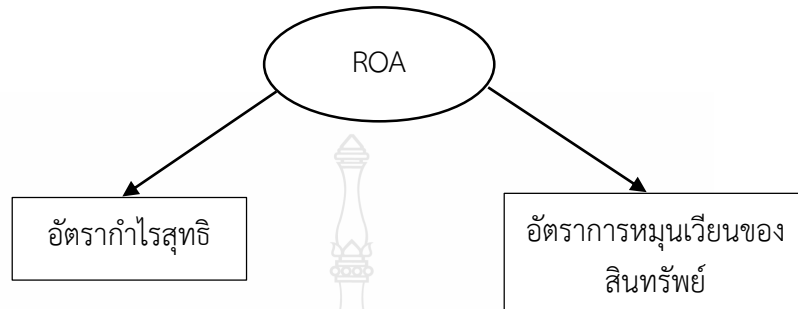


ภาพที่ 2.7 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\text{ROE} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย}} \quad (2.5)$$

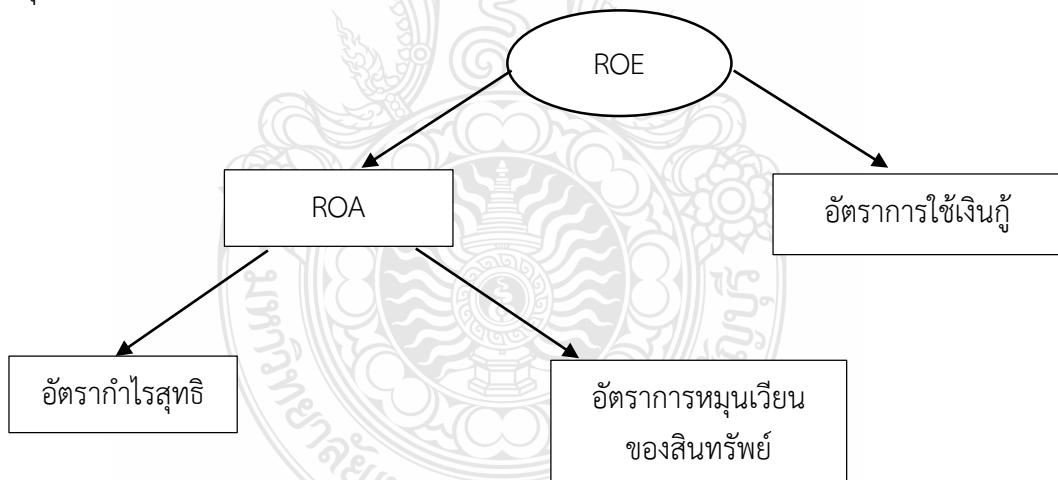
2.3.2.2 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset หรือ ROA) เป็นอัตราส่วนที่บ่งชี้ว่ากิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ในการก่อให้เกิดกำไรสุทธิได้มากน้อยเพียงใด

การวิเคราะห์ ROA แบบแยกองค์ประกอบของตัวหลักต้นมูลค่ากิจการได้ 2 องค์ประกอบ คือ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) ซึ่งช่วยประเมินความสามารถในการทำกำไร และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) ซึ่งใช้วัดความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ เพื่อก่อให้เกิดรายได้ต่อหนึ่งหน่วยสินทรัพย์



ภาพที่ 2.8 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

จากความสัมพันธ์ข้างต้น ดังนั้น สามารถแยกองค์ประกอบ ROE ได้เป็น 3 องค์ประกอบ คือ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) อัตราการหมุนเวียนสินทรัพย์ (Asset Turnover) และอัตราการใช้เงินกู้ (Financial Leverage) โดยการแยก ROA เป็น 2 องค์ประกอบ คือ อัตรากำไรสุทธิและอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์



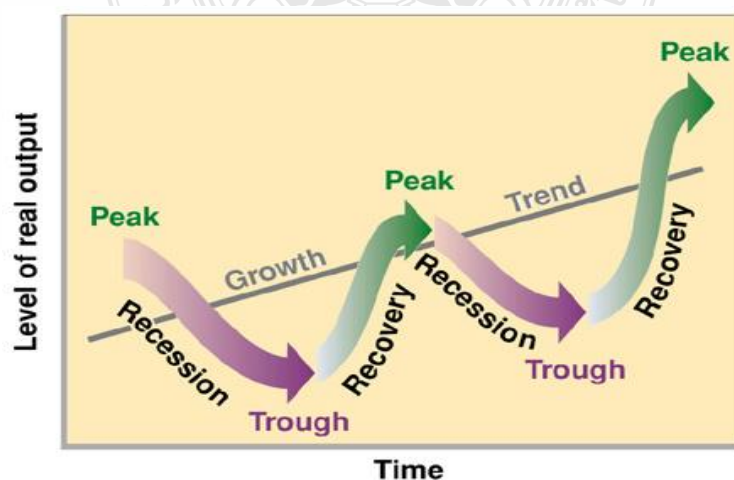
ภาพที่ 2.9 ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$$ROE = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รายได้จากการขาย}} \times \frac{\text{รายได้จากการขาย}}{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}} \times \frac{\text{สินทรัพย์รวมเฉลี่ย}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย}} \quad (2.6)$$

2.4 แนวคิดและทฤษฎีอายุกิจการ

วัฏจักรธุรกิจ (BusinessCycles) คือประเภทของความผันผวนซึ่งพบในกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ วัฏจักรธุรกิจจะประกอบด้วย 4 ช่วงวัฏจักร คือ ภาวะตกต่ำ (Trough) จะเกิดการว่างงานสูง ความต้องการของสินค้าต่ำเมื่อเทียบกับกำลังการผลิต ภาวะฟื้นตัว (Recovery) หรือการขยายตัว (Expansion) ของกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลาย ๆ กิจกรรมในช่วงเวลาเดียวกัน ภาวะรุ่งเรือง (Peak) เป็นจุดสูงสุดที่จะแสดงถึงประสิทธิภาพการผลิตที่ใช้อย่างเต็มที่ หลังจากนั้นก็เกิดการถดถอย (Recession) หรือหดตัว (Contraction) ขั้นตอนการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเกิดขึ้นซ้ำแล้วซ้ำอีก แต่มีได้เป็นช่วงเวลาที่แน่นอน วัฏจักรธุรกิจอาจกินเวลาดั้งแต่หนึ่งปีขึ้นไปถึงสิบหรือสิบสองปี (เฉลิมพงษ์ คงเจริญ, 2547)

วัฏจักรธุรกิจ (Business Cycles) หมายถึง ภาวะการณ์ที่แสดงถึงการเคลื่อนไหวในทางสูงขึ้นหรือต่ำลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Real GDP) อันเนื่องมาจากการขยายตัวหรือหดตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยทั่วไปวัฏจักรธุรกิจรอบหนึ่ง ๆ จะแบ่งออกเป็น 4 ช่วง คือ ช่วงภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัว (Recovery) เป็นช่วงที่สถานการณ์ของระบบเศรษฐกิจเริ่มขยายตัวหลังจากที่เศรษฐกิจตกต่ำถึงที่สุดแล้ว ซึ่งอาจจะพิจารณาได้จากการใช้จ่ายเพื่อการบริโภคเพิ่มขึ้น การลงทุนเริ่มขยายตัว การว่างงานเริ่มลดลง ระยะต่อมาก็จะเป็นช่วงที่เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจรุ่งเรือง (Prosperity) หรือภาวะเฟื่องฟู (Boom) เป็นระยะที่สถานการณ์ของภาวะเศรษฐกิจมีการขยายตัวเต็มที่จนถึงระดับสูงสุด (Peak) มีการลงทุนเป็นจำนวนมาก มีธุรกิจใหม่ๆ เกิดขึ้นมากมาย การจ้างงานเพิ่มขึ้นมากจนทำให้อัตราการว่างงานอยู่ในระดับที่ต่ำ รายได้ต่อหัวของประชาชนอยู่ในระดับสูง หลังจากนั้นก็จะเข้าสู่ช่วงชะลอตัวหรือภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ซึ่งเป็นช่วงที่หลังจากสถานการณ์ของระบบเศรษฐกิจขยายตัวจนถึงจุดรุ่งเรืองสูงสุดแล้ว การถดถอยเริ่มแสดงให้เห็นเมื่อผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติลดลง การใช้จ่ายรวมของระบบเศรษฐกิจลดลง ผลผลิตที่แท้จริงลดลงหรือไม่เพิ่มขึ้น และอัตราการว่างงานเพิ่มขึ้น หากไม่มีการแก้ไขสถานการณ์อย่างทันท่วงทีก็จะนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (Depression) ซึ่งเป็นภาวะที่ระบบเศรษฐกิจได้รับเสียหายจากการลดลงของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ทำให้การลงทุนลดลงและทำให้ระดับการว่างงานเพิ่มขึ้น (จินดารัตน์ โพธิ์นอก, 2542)



ภาพที่ 2.10 แสดงวัฏจักรของธุรกิจ ([http://mba.sorrawut.com/wiki/บทที่ 8 วัฏจักรธุรกิจ](http://mba.sorrawut.com/wiki/บทที่_8_วัฏจักรธุรกิจ))

Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and Ren Stulz (2006) ได้อธิบายว่า ขึ้นอายุการดำเนินงานของบริษัทมีโอกาสในการขยายการลงทุนได้หลายโครงการจะทำให้บริษัทมีความจำเป็นที่ต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อการลงทุนตามหลักทฤษฎีการลงทุนตามลำดับขั้น ของ M&M บริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนเป็นลำดับแรก และภายหลังหากเงินที่ระดมทุนได้มาไม่เพียงพอจึงจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการออกตราสารหนี้ บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานนานจะแสดงถึงการเติบโตเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลได้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่มีอายุการดำเนินงานน้อย เพราะว่าบริษัทไม่มีการลงทุนเพิ่มขึ้นมากนัก และการจ่ายเงินปันผลยังสามารถลดปัญหาตัวแทนหรือการทุจริตของผู้บริหารได้

2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

นฤพนธ์ สุขสมยา (2560) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจแพทย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีตัวแปรที่ทำการศึกษาคือ ปริมาณหนี้สินรวม ปริมาณหนี้สินระยะสั้น/หนี้สินระยะยาว สภาพคล่องประสิทธิภาพในการดำเนินงาน การเติบโตของยอดขาย และขนาดของกิจการ พบว่าปริมาณหนี้สินรวม และการเติบโตของยอดขายไม่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ส่วนสภาพคล่องประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และขนาดของกิจการมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

ภาณุวัฒน์ คณะโต (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง TOBIN'S Q กับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรม หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรที่ใช้ทำการศึกษาคือ Tobin's Q อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด พบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์คือ TObin'S Q อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนอัตราส่วนทางการเงินที่ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล (2560) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัทกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ตัวแปรตามคือมูลค่าบริษัท (Firm Value) ตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างเงินทุน (DE) ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท (Ln Size) ความสามารถในการทำกำไร (PROF) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) และโอกาสในการเติบโต (GROW) พบว่า โครงสร้างเงินทุน ขนาดของบริษัท และโอกาสในการเติบโต มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนความสามารถในการทำกำไร และสินทรัพย์ที่มีตัวตน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ตัวแปรอิสระที่ทำการศึกษารวมประกอบด้วย ขนาดของบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตสินทรัพย์ถาวร และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ส่วนตัวแปรตามคือ ระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าทางบัญชีและระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าราคาตลาด พบว่าตัวแปรที่มีอิทธิพลในเชิงบวกต่อการก่อกำเนิด คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความสามารถในการชำระหนี้ ส่วนตัวแปรที่ไม่มีอิทธิพลในเชิงลบต่อการก่อกำเนิดคือขนาดบริษัท สินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการชำระหนี้

ผู้สขวา วฒนเขจร (2559) คักษาควมสมัพนธ์ระหว่งการบรหการเงินทูนหมนเวียนและต้นทูนของเงินทูน มีตัวแปรอิสระ คคองจรเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ตัวแปรควบคุม คคองขนาดของบรหการ (Size) ส่วนตัวแปรตาม คคอง ต้นทูนถ้วเฉลยถ้วงน้ำนก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) พบว่า วงจรเงินสดควมสมัพนธ์เชิงลบกับต้นทูนถ้วเฉลยถ้วงน้ำนก โดยที่ต้นทูนของเงินทูนซึ่งเป้นตัวแปรที่ควมเกี่ยวข้องกับการบรหการเงินทูนหมนเวียน และการบรหการเงินทูนหมนเวียน โดยการทำให้วงจรเงินสดมีระยะเวลาสั้นไม่สมการทำให้ต้นทูนถ้วเฉลยถ้วงน้ำนกหรือต้นทูนของเงินทูนของบรหการลดต่ำลงได้ ส่วนขนาดของบรหการ มีควมสมัพนธ์เชิงบวกกับต้นทูนถ้วเฉลยถ้วงน้ำนก

นฤมลวรรณ ตั้งกจเจอร์ญพร (2558) คักษาควมสมัพนธ์ระหว่งโครงสร้างเงินทูนและควมสมการในการดำเนงงานของบรหการที่จคทะเลเบงในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีตัวแปรที่คักษาคคอง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของบรหการ พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ อัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีควมสมัพนธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิตคกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วน Tobin's Q ส่วนขนาดของบรหการ มีควมสมัพนธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิตคกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) คักษาปัจจยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทูนของบรหการจคทะเลเบงใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณคคักษาบรหการที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50โดยใช้ตัวแปรที่ ทำการคักษาคคอง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลยของธนาการพาณิชย์ ควมสมการในการทำกำไร สภาพคล่อง อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และขนาดของธุรกิจ ส่วนตัวแปรตามที่ใช้ทำการคักษาคคอง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าขนาดของธุรกิจ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และสภาพคล่อง มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิตค

ฉญวรัตน์ สุวรรณะ, สิทธิพร อินทวงศ์ และธาศรี จันทรคคอง (2557) คักษานโยบายการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบต่อบรหการจคทะเลเบง โดยใช้ตัวแปรอิสระที่ทำการคักษาคคอง สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้า สัดส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของรายได้ สัดส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ค่าถ็กรฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์รวม ตัวแปรตามคคอง การจ่ายเงินปันผล จากการศึกษาพบว

ปัจจัยช่วงอายุของกิจการมีผลต่อการตัดสินใจการจ่ายเงินปันผลในเชิงบวก และนโยบายการจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้าเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยในการตัดสินใจการจ่ายปันผลในปีปัจจุบัน

ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตรีการตา สงวนศักดิ์โยธิน และ ปิยภัสร ธาระวานิช (2555) ศึกษาปัจจัยการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และโครงสร้างผู้ถือหุ้น ตัวแปรตามที่ทำการศึกษา คือ การจ่ายเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรอิสระที่ทำการศึกษา คือ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนผู้ถือหุ้นเป็นชาวต่างชาติ และอายุของกิจการ ซึ่งใช้สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนในการหาค่าสภาพคล่องในการซื้อขาย โอกาสในการเติบโต ตัวแปรควบคุม คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดของกิจการ และสัดส่วนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม จากการศึกษาพบว่า สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวกำหนดอายุของกิจการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสจ่ายเงินปันผล

รุจิรา ชิมสุข (2553) ศึกษาการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยภายนอก 2 ปัจจัย คือ อัตราการเติบโตของ GDP และ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ ตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยภายใน 3 ปัจจัย คือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน และขนาดของกิจการ ส่วนตัวแปรตามนั้นประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ขนาดของกิจการ และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน โดยสองปัจจัยแรกมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สิน ส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สิน และอัตราการการเติบโตของ GDP ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

Gizem (2018) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาจากประเทศตุรกี ปัจจัยที่ทำการศึกษาที่เป็นตัวแปรอิสระ 6 ปัจจัย ประกอบด้วย ความสามารถในการทำกำไร การเติบโตของยอดขาย ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ขนาดของกิจการ การเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี และสภาพคล่อง ส่วนตัวแปรตามคือหนี้สิน ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัย 4 ใน 6 ปัจจัย คือ ความสามารถในการทำกำไร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ขนาดของกิจการ และสภาพคล่องเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนการเติบโตของยอดขายและการเปลี่ยนแปลงของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสรุปได้ว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในประเทศตุรกีนั้นส่วนใหญ่สอดคล้องกับสมมติฐานของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับและทฤษฎีการหักล้าง

Shadab and Sattar (2015) ศึกษาต้นทุนของทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร กรณีศึกษาประเทศปากีสถาน โดยได้มีตัวแปรอิสระคือ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วง

น้ำหนักของเงินทุน อัตราส่วนหนี้สิน ขนาดของกิจการ และผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ พบว่าข้อมูลด้านบัญชีที่มีคุณภาพจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร โดยที่ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน และผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ จะส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนหนี้สิน ขนาดของกิจการไม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

Azhar and Noriza (2012) ศึกษาต้นทุนของทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร กรณีศึกษาประเทศมาเลเซีย โดยได้มีตัวแปรอิสระ คือ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน ความเสี่ยงจากการประสปปัญหา อัตราส่วนหนี้สิน ขนาดกิจการ ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ตัวแปรตามคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ พบว่า ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน ความเสี่ยงจากการประสปปัญหา อัตราส่วนหนี้สิน ขนาดกิจการ ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ส่งผลในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ และความเสี่ยงจากการประสปปัญหา และขนาดกิจการ ส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินส่งผลในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

Gill (2011) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อความสามารถในการทำกำไร กรณีศึกษาประเทศสหรัฐอเมริกา ตัวแปรอิสระที่ศึกษาประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของกิจการ การเติบโตของยอดขาย ตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของกิจการส่งผลในเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 2.1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

ที่	ผู้ศึกษา	ระดับนัยสำคัญและทิศทางตัวแปร				
		D/TA	RE/TE	TTA	ROA	GDP
1	นฤพนธ์ สุขสมยา (2560) ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไร			**,+		
2	ภาณุวัฒน์ คณะโต (2560) ความสัมพันธ์ระหว่าง TOBIN'S Q กับราคาหลักทรัพย์			**,-	ไม่มี นัยสำคัญ	
3	สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นীরพัฒนกุล (2560) ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท			*,-		
4	จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน			**,+		
5	ผุสชา วัฒนเขจร (2559) ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียน และต้นทุนของเงินทุน			*,+		

ตารางที่ 2.1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ที่	ผู้ศึกษา	ระดับนัยสำคัญและทิศทางตัวแปร				
		D/TA	RE/TE	TTA	ROA	GDP
6	นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558) ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการดำเนินงาน	*,-		*,+		
7	เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน			*,+	*,-	
8	ธัญวรัตน์ สุวรรณะ, สิทธิพร อินทวงศ์ และชาตรี จันทระโคสิกา (2557) นโยบายการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบต่อบริษัท จดทะเบียน		*,+			
9	ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาติกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน และปิยภัทร ธาระวานิช (2555) นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของ กระแสเงินสด และโครงสร้างผู้ถือหุ้น		*,-	*,+	*,+	

ตารางที่ 2.1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ที่	ผู้ศึกษา	ระดับนัยสำคัญและทิศทางตัวแปร				
		D/TA	RE/TE	TTA	ROA	GDP
10	รุจิรา ชินสุข (2553) การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน			*,+		ไม่มี นัยสำคัญ
11	Gizem (2018) ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน			*,+	*,-	
12	Shadab and Sattar (2015) ต้นทุนของทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และความสามารถในการทำกำไร	ไม่มี นัยสำคัญ		ไม่มี นัยสำคัญ		*,+
13	Azhar and Noriza (2012) ต้นทุนของทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และความสามารถในการทำกำไร	*,+		*,+		*,+
14	Gill (2011) ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อความสามารถ ในการทำกำไร	*,+				

+ หมายถึง มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน

- หมายถึง มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน

* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ

บทที่ 3

วิธีดำเนินวิจัย

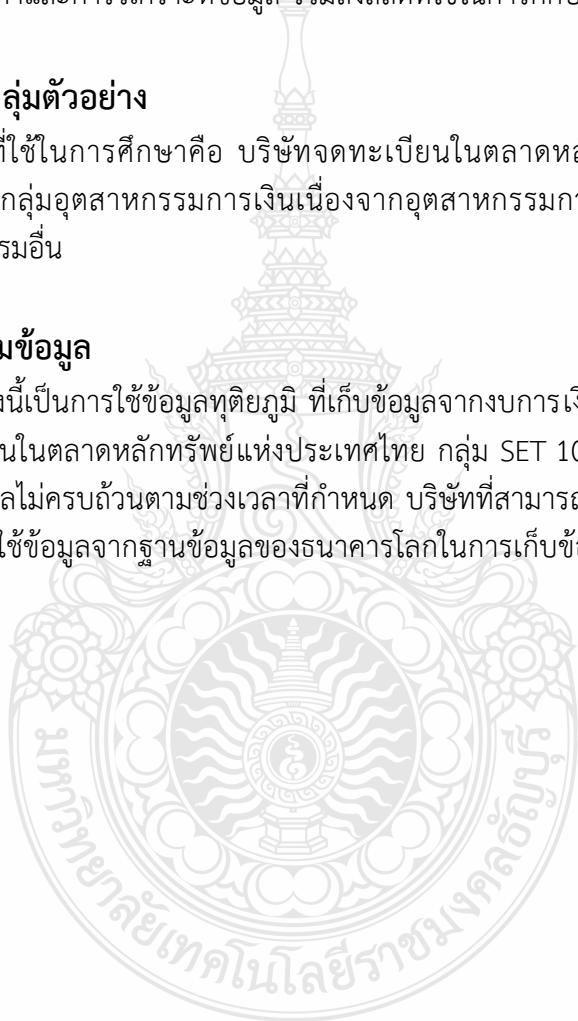
การศึกษา เรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ผู้วิจัยทำการศึกษาได้กำหนด แนวทางในการดำเนินการศึกษา โดยมีลำดับขั้นตอนในการศึกษา และมีระเบียบวิธีการศึกษาในด้านการกำหนดประชากร การเก็บรวบรวมข้อมูล การจัดทำและการวิเคราะห์ข้อมูล รวมถึงสถิติที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินเนื่องจากอุตสาหกรรมการเงินมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ที่เก็บข้อมูลจากงบการเงิน และรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ระหว่างปี 2556 - 2560 ทั้งนี้มีบางบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามช่วงเวลาที่กำหนด บริษัทที่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้มีจำนวน 46 บริษัท รวมทั้งการใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูลของธนาคารโลกในการเก็บข้อมูลผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ



ตารางที่ 3.1 แสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
ณ ปี 2560

ที่	บริษัท	หลักทรัพย์	สินทรัพย์รวม (หน่วย : พันบาท)
1	บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)	AAV	62,773,564.95
2	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC	284,067,354.27
3	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	AMATA	29,279,668.00
4	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	AOT	178,409,935.37
5	บริษัท เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	AP	43,936,043.00
6	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)	BANPU	268,751,366.00
7	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	BCP	114,110,476.97
8	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)	BEC	14,330,913.14
9	บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด (มหาชน)	BH	23,483,955.11
10	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)	BLAND	65,773,235.00
11	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	BTS	93,651,270.05
12	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	CENTEL	25,037,309.65
13	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	CK	79,274,460.90
14	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL	360,298,565.68
15	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	CPF	593,496,948.00
16	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN	120,573,590.46
17	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA	46,154,164.86
18	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	DTAC	114,500,589.83
19	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO	200,332,544.87
20	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW	106,030,890.90
21	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	GUNKUL	30,377,016.19

ตารางที่ 3.1 แสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
ณ ปี 2560 (ต่อ)

ที่	บริษัท	หลักทรัพย์	สินทรัพย์รวม (หน่วย : พันบาท)
22	บริษัท ชิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	INTUCH	50,959,609.01
23	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)	HMPRO	50,949,346.42
24	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC	184,543,829.38
25	บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	ITD	87,829,375.00
26	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	IVL	282,358,368.00
27	บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	LH	109,491,499.61
28	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	LPN	21,006,727.00
29	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	MAJOR	13,807,711.00
30	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	MINT	118,443,554.04
31	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	PTT	2,232,314,157.00
32	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP	628,121,291.52
33	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC	434,963,927.53
34	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)	QH	53,059,158.55
35	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS	27,553,741.65
36	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด(มหาชน)	SCC	573,412,032.00
37	บริษัท แสนลิริ จำกัด (มหาชน)	SIRI	80,149,699.54
38	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)	SPALI	55,701,802.00
39	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	STEC	33,159,956.78
40	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)	STPI	10,101,959.91
41	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	THAI	280,774,545.30
42	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	THCOM	25,939,194.15
43	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP	228,108,293.00

ตารางที่ 3.1 แสดงรายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
ณ ปี 2560 (ต่อ)

ที่	บริษัท	หลักทรัพย์	สินทรัพย์รวม (หน่วย : พันบาท)
44	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	TPIPL	103,177,635.00
45	บริษัท โทริเซนไทย เอเยนต์ซีส์ จำกัด (มหาชน)	TTA	35,584,770.00
46	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	TRUE	465,310,935.60
รวมสินทรัพย์ของกลุ่มประชากรจำนวน 46 บริษัท			9,041,466,982.19
สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET 100 จำนวน 87 บริษัท ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน			10,901,749,535.33
อัตราร้อยละของสินทรัพย์กลุ่มตัวอย่าง			82.94

จากตารางที่ 3.1 กลุ่มตัวอย่างประชากรมีสินทรัพย์รวมร้อยละ 82.94 ของสินทรัพย์ทั้งหมดจากประชากรจำนวน 87 บริษัท โดยยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จำนวน 13 บริษัท ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างประชากรสามารถเป็นตัวแทนของประชากรทั้งหมดได้

ตารางที่ 3.2 แสดงรายชื่อบริษัทแยกตามอุตสาหกรรม

ที่	กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนตัวอย่าง
1	อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2	10
2	อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	2	10
3	อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	15	75
4	อุตสาหกรรมทรัพยากร	9	45
5	อุตสาหกรรมบริการ	12	60
6	อุตสาหกรรมเทคโนโลยี	6	30

จากตารางที่ 3.2 สามารถจำแนกบริษัทตามอุตสาหกรรมได้ดังนี้คือ อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีจำนวน 2 บริษัท 10 กลุ่มตัวอย่าง อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวน 2 บริษัท 10 กลุ่มตัวอย่าง อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวน 15 บริษัท 75 กลุ่มตัวอย่าง อุตสาหกรรมทรัพยากร มีจำนวน 9 บริษัท 45 กลุ่มตัวอย่าง อุตสาหกรรมบริการ จำนวน 12 บริษัท 60 กลุ่มตัวอย่าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีจำนวน 6 บริษัท 30 กลุ่มตัวอย่าง

3.3 ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปรที่ทำการศึกษานั้นประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ตัวแปรควบคุม และตัวแปรตาม ดังต่อไปนี้

3.3.1 ตัวแปรอิสระ ที่ทำการศึกษาประกอบด้วย 4 ตัวแปร คือ

3.3.1.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) วัดค่าได้ โดย

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \quad (3.1)$$

3.3.1.2 อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RE/TE Ratio) วัดค่าได้ โดย

$$\text{อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสะสม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \quad (3.2)$$

3.3.1.3 ขนาดของกิจการ เป็นมูลค่าของสินทรัพย์ที่เป็นตัวแทนของขนาดกิจการ เพื่อผลของการเปรียบเทียบจึงคำนวณโดยใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Log) ในการประเมิน ดังนี้

$$\text{ขนาดของกิจการ} = \text{Ln}(\text{มูลค่าของสินทรัพย์รวม}) \quad (3.3)$$

3.3.1.4 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ วัดค่าได้โดย

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \quad (3.4)$$

3.3.2 ตัวแปรตาม ที่ทำการศึกษาประกอบด้วย 1 ตัวแปร คือ

มูลค่ากิจการ (Firm value) ประเมินโดยใช้มูลค่าตลาด ตามแนวคิดของ Chung และ Pruitt ปี ค.ศ. 1994 มาคำนวณในการศึกษาครั้งนี้ วัดค่าได้ โดย

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{MP} \times \text{OSV}) + \text{MVpfs} + \text{VoL}}{\text{BVA}} \quad (3.5)$$

โดย Tobin's Q = มูลค่ากิจการ
MP = ราคาตลาดของหุ้นสามัญ (Market Price)
OSV = จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น (Outstanding Share Volume)
MVpfs = มูลค่าตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (Market value of Preferred Share)

VoL = มูลค่าของหนี้สิน (Value of Liabilities)
 BVA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Book Value of Assets)

3.3.3 ตัวแปรควบคุม ที่ทำการศึกษประกอบด้วย 1 ตัวแปร คือ

อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP growth rate) โดยศึกษาข้อมูลจากฐานข้อมูลของธนาคารโลก (World Bank) ระยะเวลาตั้งแต่ปี 2556 -2560

ตารางที่ 3.3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	สัญลักษณ์ที่ใช้	การคำนวณ
ตัวแปรตาม		
1. มูลค่ากิจการ	Tobin's Q	(ราคาตลาดของหุ้นสามัญ × จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) + มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ + มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์
ตัวแปรต้น		
1. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	D/TA	หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม
2. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	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

3.4 เครื่องมือและสถิติที่ใช้ในการวิจัย

3.4.1 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย

แบบจำลองการศึกษาที่ 1 คือ

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{D/TA} + \beta_2 \text{RE/TE} + \beta_3 \text{TTA} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{GDP} + \varepsilon \quad (3.6)$$

โดย

Tobin's Q = มูลค่ากิจการ

D/TA = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนสินทรัพย์

RE/TE	= อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
TTA	= ขนาดของกิจการ
ROA	= อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
GDP	= อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ
β_i	= ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient) แสดงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่มีผลต่อตัวแปรตาม
ε	= ค่าความคลาดเคลื่อน

แบบจำลองการศึกษาที่ 2 คือ

$$\begin{aligned} \text{Tobin's Q} = & \beta_1 + \beta_2 D/TA + \beta_3 RE/TE + \beta_4 TTA + \beta_5 ROA + \beta_6 GDP + \\ & \beta_7 D_1 \text{อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร} + \beta_8 D_2 \text{อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม} + \\ & \beta_9 D_4 \text{อุตสาหกรรมทรัพยากร} + \beta_{10} D_5 \text{อุตสาหกรรมเทคโนโลยี} + \beta_{11} D_6 \text{อุตสาหกรรมบริการ} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.7)$$

โดย

Tobin's Q	=	มูลค่ากิจการ
D/TA	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนสินทรัพย์
RE/TE	=	อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
TTA	=	ขนาดของกิจการ
ROA	=	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
GDP	=	อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ
D_1	=	1 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมเกษตรและสินค้าเกษตร 0 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมอื่น
D_2	=	1 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 0 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมอื่น
D_4	=	1 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมทรัพยากร 0 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมอื่น
D_5	=	1 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมเทคโนโลยี 0 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมอื่น
D_6	=	1 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมบริการ 0 = ถ้าเป็นอุตสาหกรรมอื่น
β_i	=	ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient) แสดงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระแต่ละตัวที่มีผลต่อตัวแปรตาม
ε	=	ค่าความคลาดเคลื่อน

3.4.2 กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูลมีขั้นตอน ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ทำการวิเคราะห์ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยอาศัยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของตัวแปรต่าง ๆ เพื่อสะท้อนสถานการณ์และความแตกต่างระหว่างบริษัทที่ทำการศึกษา

ขั้นตอนที่ 2 ทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ขั้นตอนที่ 3 ทำการวิเคราะห์สมมติฐานสมการถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)



บทที่ 4

ผลการศึกษา

จากผลการศึกษา เรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินและงบการเงินรวมรายปีของบริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2560 จำนวน 46 บริษัท ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน โดยมีการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

4.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานโดยสมการถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regression Analysis)

4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากการศึกษาข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง จะได้ค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยอาศัยสถิติเชิงพรรณนา

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's Q (เท่า)	230	0.308	33.309	3.322	4.113

จากตารางที่ 4.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 จำนวน 46 บริษัท มีผลการวิเคราะห์ ดังนี้

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

อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สะท้อนถึงอายุการดำเนินงานของกิจการที่เป็นปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.426 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -13.697 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.989 เท่า และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.986 เท่า

ขนาดของกิจการ สะท้อนถึงมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 18.277 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 15.337 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.526 เท่า และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.182 เท่า

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สะท้อนถึงการวัดประสิทธิภาพของบริษัทโดยการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.870 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 23.378 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 45.145 และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 7.122

อัตราการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ หากเศรษฐกิจมีการขยายตัวเงินเฟ้อก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นและหากเศรษฐกิจหดตัวเงินเฟ้อก็ปรับลดลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 2.776 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0.984 ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 3.903 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.982

มูลค่ากิจการ สะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันของกิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.322 เท่า โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.308 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 33.309 เท่า ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.113 เท่า

4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ผลการวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรรายคู่ โดยวิธี Pearson correlation สามารถสรุปผลได้ ดังตารางที่ 4.2 ดังนี้

ตารางที่ 4.2 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's Q						1

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.2 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2560 พบว่าตัวแปรทุกคู่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่เกิน 0.80 ทำให้ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันโดยมีนัยสำคัญทางสถิติ มีจำนวน 7 คู่ สามารถอธิบายผล ได้ดังนี้

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงการข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.302 ซึ่งแสดงว่าถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจะสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับขนาดของกิจการ มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.334 ซึ่งแสดงว่าถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์จะเพิ่มขึ้นจะสัมพันธ์กับขนาดของกิจการที่เพิ่มขึ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.357 ซึ่งแสดงว่าถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นจะสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์จะลดลง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับมูลค่ากิจการ มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.271 ซึ่งแสดงว่าถ้าอัตราส่วนหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการลดลง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.132 ซึ่งแสดงว่าถ้าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจะสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น

ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.273 ซึ่งแสดงว่าถ้าขนาดของกิจการที่เพิ่มขึ้นจะมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับมูลค่ากิจการ มีระดับความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.248 ซึ่งแสดงว่าถ้าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้นจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น

ตารางที่ 4.3 การทดสอบค่า Variance inflation factor (VIF) ของตัวแปรอิสระ เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปร

	D/TA	RE/TE	TTA	ROA	GDP
VIF	1.337	1.102	1.164	1.193	1.014

จากตารางที่ 4.3 จากการวิเคราะห์จะพบว่า VIF มีค่าสูงสุดคือ 1.337 ซึ่งไม่เกิน 4 ซึ่งแสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กัน ทำให้ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้นตัวแปรทุกตัวสามารถนำเข้าไปวิเคราะห์โดยสมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณต่อไปได้

4.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานโดยสมการถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regression)

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) เพื่อทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 โดยมีแบบจำลองในการศึกษา ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{D/TA} + \beta_2 \text{RE/TE} + \beta_3 \text{TTA} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{GDP} + \varepsilon \quad (4.1)$$

4.3.1 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุ ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี 2556 - 2560

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในช่วงปี 2556 - 2560

ปัจจัย	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

$R^2 = 0.103$

$F = 5.133$

$\text{Sig} = 0.000$

*, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, 0.01

จากตารางที่ 4.4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในช่วงปี 2556 - 2560 ได้ดังนี้

พบว่าค่าสถิติ F statistic มีผลระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนถึงแบบจำลองในการศึกษานี้ที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้ โดยที่ตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้ในอัตราร้อยละ 10.3

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นพหุของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -5.476 มีค่า sig = 0.002 หมายความว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.102 มีค่า sig = 0.011 หมายความว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ

อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ปัจจัยอื่น ๆ ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

4.3.2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุ ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี 2556 - 2560 แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีแบบจำลองการศึกษา ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Tobin's Q} = & \beta_1 + \beta_2 \text{D/TA} + \beta_3 \text{RE/TE} + \beta_4 \text{TTA} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_6 \text{GDP} + \\ & \beta_7 \text{D}_{1\text{อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร}} + \beta_8 \text{D}_{2\text{อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม}} + \\ & \beta_9 \text{D}_{4\text{อุตสาหกรรมทรัพยากร}} + \beta_{10} \text{D}_{5\text{อุตสาหกรรมเทคโนโลยี}} + \beta_{11} \text{D}_{6\text{อุตสาหกรรมบริการ}} + \varepsilon \end{aligned} \quad (4.2)$$

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี 2556 - 2560

ปัจจัย	มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)			
	B	t	Sig	Std. Error
(Constant)	2.708	0.602	0.548	4.498
D/TA	-5.970	-3.527	0.001**	1.693
RE/TE	0.009	0.033	0.973	0.270
TTA	0.128	0.497	0.620	0.257
ROA	0.078	1.949	0.053	0.040
GDP	-0.198	-0.788	0.432	0.251
d1	0.543	0.423	0.672	1.284
d2	2.434	1.843	0.067	1.321
d4	1.443	1.895	0.059	0.761
d5	3.748	5.789	0.000**	0.648
d6	1.404	1.612	0.108	0.871

d3 = กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอ้างอิง

R² = 0.178

F = 8.031

Sig = 0.000

*, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, 0.01

จากตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุของอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี 2556 - 2560 ได้ดังนี้

พบว่าค่าสถิติ F statistic มีผลระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 สะท้อนถึงแบบจำลองในการศึกษาสามารถอธิบายตัวแปรตามได้ โดยที่ตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้ในอัตราร้อยละ 17.8

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงเส้นพหุปัจจัยของอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของอุตสาหกรรมมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ -5.970 มีค่า sig = 0.001 หมายความว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่อุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 3.748 มีค่า sig = 0.000 หมายความว่า ปัจจัยที่ศึกษาส่งผลให้อุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการมากกว่าอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อยู่ที่ 3.748 เท่า อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่อุตสาหกรรมอื่น ๆ ปัจจัยที่ศึกษาเมื่อนำมาเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างนั้นจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย การอภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษา เรื่อง ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2556 – 2560 จำนวน 46 บริษัท ที่ถูกจัดอันดับไว้ตลอดทั้ง 5 ปีที่ทำการศึกษา โดยใช้ข้อมูลจากรายงานทางการเงินและงบการเงินรวมรายปีของบริษัท สถิติที่ใช้การวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation) และการวิเคราะห์สมมติฐานโดยสมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression) สามารถสรุปผลการศึกษา ได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

สรุปผลการศึกษาจะนำเสนอตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา ดังนี้

5.1.1 เพื่อศึกษาปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

ตารางที่ 5.1 สรุปการวิเคราะห์ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 แยกตามข้อสมมติฐาน

ข้อสมมติฐาน	ทิศทางและระดับนัยสำคัญ
H ₁	**
H ₂	
H ₃	
H ₄	*

*, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, 0.01

+ หมายถึง มีส่งผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

- หมายถึง มีส่งผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามต่อมูลค่ากิจการ

ข้อสมมติฐาน

H₁ : อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามต่อมูลค่ากิจการ

H₂ : อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

H₃ : ขนาดของกิจการ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

H₄ : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันต่อมูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 5.1 พบว่าอัตราส่วนนี้สินต่อสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่มีปัจจัยอัตราส่วนนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และปฏิเสธสมมติฐานที่มีปัจจัยขนาดของกิจการ และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

5.1.2 เพื่อศึกษาเปรียบเทียบอุตสาหกรรมที่มีกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในแต่ละอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

ตารางที่ 5.2 สรุปการวิเคราะห์ปัจจัยของอุตสาหกรรมมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 แยกตามข้อสมมติฐาน

กลุ่มอุตสาหกรรม	ทิศทางและระดับนัยสำคัญ
อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	
อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	
อสังหาริมทรัพย์	
และก่อสร้าง	
อุตสาหกรรมเทคโนโลยี	+
อุตสาหกรรมบริการ	**

*, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, 0.01

+ หมายถึง มีส่งผลกระทบมากกว่าอุตสาหกรรมอ้างอิง

- หมายถึง มีส่งผลกระทบน้อยกว่าอุตสาหกรรมอ้างอิง

ข้อสมมติฐาน

H₅ : ปัจจัยของอุตสาหกรรมมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 5.2 ปัจจัยที่ศึกษาส่งผลให้อุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการมากกว่าอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานว่า ปัจจัยของอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และปฏิเสธสมมติฐานว่า ปัจจัยของอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ปัจจัยของอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ปัจจัยของอุตสาหกรรมทรัพยากร และปัจจัยของอุตสาหกรรมบริการ ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

5.2 การอภิปรายผลการศึกษา

5.2.1 ปัจจัยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า หากกิจการมีความต้องการในการระดมเงินทุนจะพิจารณาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) เป็นอันดับแรก แต่หากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการมีไม่เพียงพอต่อความต้องการ ผู้บริหารของกิจการจะต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอก โดยจะพิจารณาการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) ก่อนการพิจารณาการจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน (Equity) ที่จะเป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งสนับสนุนสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking Order Theory) การจัดหาเงินทุนจากก่อหนี้จะเป็นไปในรูปแบบของการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุน บริษัทที่มีความน่าเชื่อถือมากจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือน้อย โดยจะต้องจ่ายดอกเบี้ยและต้นเงินคืนให้แก่เจ้าของแหล่งเงินทุนเหล่านั้นหากกิจการที่กู้ยืมเงินมีผลการดำเนินงานที่ไม่เป็นไปตามความคาดหวังก็จะส่งผลให้ไม่สามารถในการชำระหนี้จนทำให้เกิดต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Costs) ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการหักล้าง (Trade-off Theory) สอดคล้องกับ นฤมลวรรณ (2558) ซึ่งพบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ เพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีความน่าเชื่อถือมากทำให้สามารถก่อหนี้ได้ในปริมาณที่มาก รวมถึงมีหลักทรัพย์มาเป็นหลักประกันให้เจ้าของแหล่งเงินทุนได้ จึงทำให้มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ โดยที่บริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีความน่าเชื่อถือน้อยกว่าจึงทำให้สามารถก่อหนี้ได้ในปริมาณที่น้อยและเสี่ยงที่จะล้มละลายสูง แต่ไม่สอดคล้องกับ Azhar and Noriza (2012) และ Gill (2011) ที่อัตราส่วนหนี้สินส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญ และ Shadab and Sattar (2015) ที่อัตราส่วนหนี้สินไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

5.2.2 ปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 โดยทั่วไปบริษัทเหล่านี้มีพื้นฐานบริษัทที่ดี แต่ไม่สามารถรับประกันได้ว่าบริษัทดังกล่าวจะมีผลกำไรเสมอไป เพราะบริษัทที่ถูกจัดอันดับไว้ในกลุ่ม SET 100 จะมีเกณฑ์การคัดเลือกโดยวัดจากตัวหุ้นของบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงที่สุด 100 อันดับแรก เป็นหุ้นที่มีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอหรืออาจเรียกได้ว่าเป็นหุ้นที่มีสภาพคล่องที่สูง มีอัตราส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) มากกว่า 20% และสิ่งที่สำคัญที่สุดคือต้องไม่ใช่หุ้นที่กำลังจะถูกเพิกถอนหรือเป็นหุ้นที่กำลังถูกพักการซื้อขายอยู่ ดังนั้นการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Analysis) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการแข่งขัน นักลงทุนส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับการวิเคราะห์ผลกำไรของกิจการเพื่อใช้ในการตัดสินใจลงทุน หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี นักลงทุนย่อมเกิดความเชื่อมั่นว่าตนจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูง ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดผลการดำเนินงาน นอกจากนี้เกี่ยวเนื่องกับคุณลักษณะ และคณะ (2555) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังส่งผลในทิศทางเดียวกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นงานของ เนาวรัตน์ (2558) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ยังส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งเป็นงานของ Gizem (2018) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ไม่ส่งผลราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นงานของภาณุวัฒน์ (2560)

5.3 ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษา

5.3.1 จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่ศึกษาเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่เพราะมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงที่สุด 100 อันดับแรก มีค่าเฉลี่ยการเกิดอัตราหนี้สินเท่ากับ 0.537 เท่าหรือเกือบครึ่งหนึ่งของสินทรัพย์ที่มีทั้งหมด ดังนั้นบริษัทเหล่านี้ควรมีอัตราหนี้สินในปริมาณที่น้อย และควรใช้กำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนจากภายในก่อนเป็นอันดับแรก ถ้ายังไม่เพียงพอจึงจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกและควรที่จะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุดเพื่อเป็นการลดภาระค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่เกิดขึ้น การลดค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นก็จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานมีประสิทธิภาพดีขึ้น

5.3.2 จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่ศึกษาที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 5.87 ซึ่งแสดงให้เห็นบริษัทเหล่านี้บริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้เกิดผลตอบแทนในปริมาณที่น้อย ดังนั้นควรเพิ่มกำไรโดยการเพิ่มยอดขายหรือบริหารสินทรัพย์ที่มีอยู่โดยเลือกลงทุนให้เหมาะสม รวมทั้งลดการลงทุนที่เกินความจำเป็น วิธีดังกล่าวอาจจะเป็นส่วนหนึ่งจะทำให้มีบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นแล้วจะส่งผลต่อกำไรสะสมที่จะเพิ่มมากขึ้นตลอดจนสามารถวางแผนและกำหนดนโยบายการจ่ายปันผลได้อย่างเหมาะสม

5.3.3 จากการศึกษาสามารถช่วยให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ถึงความสามารถและศักยภาพของแต่ละบริษัทได้เพียงบางส่วนเท่านั้น ดังนั้นควรศึกษาถึงปัจจัยอื่น ๆ ด้วย เช่น ปัจจัยด้านนโยบายเงินทุนของบริษัท ปัจจัยผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เป็นต้น เพื่อที่จะช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจลงทุนในแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิผล

5.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอนาคต

5.4.1 เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ปัญหาที่เกิดขึ้นมาจากบางอุตสาหกรรมมีจำนวนบริษัทน้อย ดังนั้นควรศึกษาข้อมูลทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้วจำแนกแต่ละอุตสาหกรรมเพื่อการศึกษาเชิงเปรียบเทียบ

5.4.2 ควรเพิ่มช่วงระยะเวลาของการศึกษาให้มากขึ้นเพื่อสะท้อนผลกระทบของปัจจัยที่เกี่ยวข้องแบบระยะยาว

5.4.3 ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ประกอบด้วย ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต จึงควรไปศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวหรือพิจารณาเป็นพิเศษ

5.4.4 ควรเพิ่มตัวแปรอื่นในการศึกษาให้มากขึ้น เช่น เรื่องของสภาพคล่อง ปัจจัยทางการเมือง ความเสี่ยงต่าง ๆ ที่ธุรกิจต้องเผชิญ เป็นต้น

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



บรรณานุกรม

- จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี).
- จินดารัตน์ โพธิ์นอก. (2552). วัฏจักรธุรกิจ. สำนักงานราชบัณฑิตยสภา. สืบค้นจาก <http://www.royin.go.th/?knowledges=วัฏจักรธุรกิจ-๒๙-ตุลาคม-๒๕๕๒>
- เฉลิมพงษ์ คงเจริญ. (2547). เศรษฐศาสตร์มหภาคสำนักวัฏจักรธุรกิจที่แท้จริง. (เอกสารประกอบการบรรยาย). คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณุศณี มีแก้วกฤษ. (2561). บทที่ 11 ต้นทุนของเงินทุน. สืบค้นจาก <http://site.bsru.ac.th/nusanee.me/wp-content/uploads/2018/04/บทที่-11-ต้นทุนของเงินทุน.pdf>.
- ฐาปนา ฉันทไพศาล. (2551). การเงินธุรกิจ. กรุงเทพฯ: ห้างหุ้นส่วนจำกัด ยงพลเทรดดิ้ง.
- ชัยลักษณ์ วิจิตรสารวงค์. (2560). การวิเคราะห์เจาะลึกรายงานทางการเงินและการประเมินมูลค่าตราสารทุน. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ชัยวัฒน์ สุวรรณะ สิทธิพร อินทวงศ์ และธাত্রี จันทระโคติกา. (2547). นโยบายการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียน. วารสารวิชาชีพบัญชี, 10(29), 24-34.
- ธงชัย สันติวงษ์ และชัยยศ สันติวงษ์. (2541). การเงินธุรกิจ (พิมพ์ครั้งที่ 6). กรุงเทพฯ : ไทยวัฒนาพานิช.
- นภาพร นิลภรณ์กุล. (2551). การบริหารการเงิน. กรุงเทพฯ : ทริปเพิ้ล เอ็ดดูเคชั่น
- นฤพนธ์ สุขสมยา. (2560). ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน ในกลุ่มธุรกิจการแพทย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. (2558). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- นภดล สังข์ลา. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกิจจการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยบูรพา).
- เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2558). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- ณัฐชา วัฒนเขจร. (2559). ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและต้นทุนของเงินทุน. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).

บรรณานุกรม (ต่อ)

- ภาณุวัฒน์ คณะโต. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างTOBIN'S Qกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรม เทคโนโลยีหมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). เครื่องมือเพื่อการวิเคราะห์การลงทุนการเงินธุรกิจ. กรุงเทพฯ : อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- วรภพ เสือพลาย. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัท. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- สหราช จันทร์หอม. (2558). ผลกระทบของขนาด คุณลักษณะและความรับผิดชอบของคณะกรรมการต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาลัยวิทยาลัยสงขลานครินทร์).
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, ดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น,1(3), 1-17.
- ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน และ ปิยภัสร ธาระวานิช. (2555). นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty) และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure). วารสารจุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์,34(131), 107-144
- รุจิรา ชินสุข. (2553). การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช).
- วรพงศ์ แก้วคา. (2557). ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าของกิจการ: หลักฐานจากบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์).
- อัญญา ชันธวิทย์. (บรรณาธิการ). (2545). กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย. กรุงเทพฯ : อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง
- Frank Murray Z. and Goyal Vidhan.(2007). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt. *Journal of Empirical Corporate Finance*, 2,135 - 202.
- Amarjit Gill.(2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*,28(4).3-15.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and René Stulz.(2006).Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics**,81(2), 227-254.
- Merve Gizem.(2018).Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. **Journal of Management and Sustainability**, 8(1), 31-45.
- Muhammad Shadab and Abdul Sattar.(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.
- Nor Edi Azhar Binti and Noriza Binti.(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.



ภาคผนวก



รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET 100 แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

1. CPF บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
2. MINT บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

1. IVL บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
2. PTTGC บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

1. AMATA บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
2. AP บริษัท เอเชีย นพรีอเพอริตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
3. BLAND บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)
4. CK บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
5. CPN บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
6. ITD บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
7. LH บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
8. LPN บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
9. QH บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
10. SIRI บริษัท แสสนสิริ จำกัด (มหาชน)
11. SPALI บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)
12. STEC บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
13. SCC บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
14. STPI บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
15. TPIPL บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

1. BANPU บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
2. BCP บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
3. EGCO บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
4. GLOW บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
5. GUNKUL บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
6. IRPC บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
7. PTT บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
8. PTTEP บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
9. TOP บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

1. CENTEL บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
2. BH บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด (มหาชน)
3. AAV บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน)
4. AOT บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
5. BTS บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
6. THAI บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
7. CPALL บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
8. HMPRO บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
9. ROBINS บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
10. BEC บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
11. MAJOR บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
12. TTA บริษัท โทรคมนาคมไทย เอเยนตีชีส์ จำกัด (มหาชน)

กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

1. ADVANC บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
2. INTUCH บริษัท อิน คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
3. THCOM บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
4. DELTA บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
5. DTAC บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
6. TRUE บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ประวัติผู้เขียน

ประวัติผู้เขียน	นางสาวจิราภรณ์ ชูพูล
วัน เดือน ปีเกิด	6 มีนาคม 2533
ที่อยู่	58 หมู่ที่ 3 ตำบล นาพระ อำเภอ เมืองตรัง จังหวัด ตรัง 92000
ประวัติการศึกษา	ปริญญาตรี คณะบริหารธุรกิจ สาขาการบัญชี มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี ประกาศนียบัตรวิชาชีพ (ปวช.) วิทยาลัยเทคนิคตรัง
ประวัติการทำงาน	พนักงานการเงิน ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร พ.ศ. 2558 - ปัจจุบัน
เบอร์โทรศัพท์	093-124-1548
อีเมล	chakhoy@gmail.com, jiraporn.cho@baac.or.th

