



อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



อัสวเทพ อากาศวิภาต

วิทยานิพนธ์เสนอบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยนเรศวร
เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา 2565
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยนเรศวร

อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



วิทยานิพนธ์เสนอบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยนเรศวร
เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา 2565
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยนเรศวร

วิทยานิพนธ์ เรื่อง "อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย"

ของ อัครเทพ อากาศวิภาต

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ทัดพงษ์ อวีโรธนานนท์)

..... ประธานที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(รองศาสตราจารย์ ดร.สุจินดา เจียมศรีพงษ์)

..... กรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภัทรพร พงศาปรมัตต์)

..... กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(รองศาสตราจารย์ ดร.วิษุณันัน รัตนวิบูลย์สม)

..... กรรมการผู้ทรงคุณวุฒิภายใน
(รองศาสตราจารย์ ดร.เกตุจันทร์ จำปาไชยศรี)

อนุมัติ

.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.กรรองกาญจน์ ชูทิพย์)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

ชื่อเรื่อง	อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ผู้วิจัย	อัครเทพ อากาศวิภาต
ประธานที่ปรึกษา	รองศาสตราจารย์ ดร.สุจินดา เจียมศรีพงษ์
กรรมการที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภัทรพร พงศาปรมัตต์
ประเภทสารนิพนธ์	วิทยานิพนธ์ ปริญญาโท การบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยนเรศวร, 2565
คำสำคัญ	ปัจจัยเฉพาะของกิจการ, โครงสร้างเงินทุน, มูลค่ากิจการ

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม ศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ และศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในการวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 339 บริษัท ในระหว่างปี พ.ศ.2554-2563 โดยไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและบริษัทจดทะเบียนที่เป็นค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร

ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากสัดส่วนหนี้สินระยะยาว ของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีสัดส่วนหนี้สินระยะยาวสูงที่สุด แต่หากวัดจากสัดส่วนของหนี้สินรวมจะพบว่าบริษัทจดทะเบียนมีโครงสร้างเงินทุนไม่ต่างกัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยียังมีสัดส่วนหนี้สินรวมสูงที่สุด นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยที่ผลการดำเนินงานสินทรัพย์มีตัวตน และขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่โอกาสในการเติบโต และสภาพคล่องไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ โดยที่ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต และสภาพคล่องมีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่สินทรัพย์มีตัวตนและขนาดของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ ผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ จากผลการวิจัยในครั้งนี้ เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่านที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

ตลอดจนผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยไปใช้
ประโยชน์ในการจัดการโครงสร้างเงินทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในท้ายที่สุด



Title	THE INFLUENCE OF SPECIFIC FACTORS OF THE COMPANY AND THE CAPITAL STRUCTURE AFFECTING TO THE FIRM VALUE OF THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Ausawatap Akartwipart
Advisor	Associate Professor Sujinda Chemsripong, Ph.D.
Co-Advisor	Assistant Professor Pattaraporn Pongsaporamat, Ph.D.
Academic Paper	Ph.D. Dissertation in Business Administration - (Type 2.1), Naresuan University, 2022
Keywords	Specific Factors, Capital Structure, Firm Value

ABSTRACT

The objective of this research is to study the capital structure of listed companies according to industry groups, to study the influence of listed company characteristics on capital structure and Firm value, and to study the influence of capital structure on the Firm value of listed companies. This research relied on secondary data which provides annual financial information of 339 listed companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the year of 2011-2020. The financial industry and listed companies with multivariate outliers were excluded from this study.

The results showed that capital structure can be measured by the long-term debt ratio of companies listed in different industries that have different capital structures. The technology industry had higher long-term debt ratios. However, when evaluating the ratio of total liabilities, it was found that listed companies had no different capital structures. Listed companies in the technology sector had the highest percentage of total debt. It was also found that the specific factors of the entity had influenced the capital structure where the performance, tangible assets, and size of the business had casted positive influence on the capital structure, while the opportunity for growth and liquidity had no influence on the capital structure. It was also found that the specific factors of the entity influenced the value of the entity.

From the results of this research, It is an empirical evidence of capital structure as a transmission factor that affects corporate value. The executives of listed companies on the Stock Exchange of Thailand can use the research results to manage capital structure and ultimately add value to the business.



ประกาศคุณูปการ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จไปด้วยความเรียบร้อยและสมบูรณ์ จากความกรุณาของคณะที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.สุจินดา เจียมศรีพงษ์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภัทรพร พงศาปรมัตต์ ที่ได้ให้คำปรึกษา ตลอดจนตรวจสอบ แก้ไข ให้ข้อเสนอแนะที่มีคุณค่าตลอดระยะเวลาการศึกษา ผู้จัดทำรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาของคณาจารย์คณะที่ปรึกษาเป็นอย่างยิ่ง ตลอดจนคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ซึ่งได้แก่ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ทัตพงศ์ อวิโรธนานนท์ รองศาสตราจารย์ ดร.วิษญานัน รัตน์วิบูลย์สม และ รองศาสตราจารย์ ดร.เกตุจันทร์ จำปาไชยศรี อีกทั้งคณะกรรมการหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ ซึ่งได้แก่ ดร.สุกิจ ขอเชื้อกลาง และ ดร.กฤษชา ยาวีเศษ ที่ได้ให้ข้อชี้แนะเพิ่มเติมเพื่อให้งานวิจัยฉบับนี้มีความสมบูรณ์และมีความเข้มแข็งทางวิชาการมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยมีความสำนึกและซาบซึ้งที่ได้รับความเมตตากรุณาจากทุกท่านมาโดยตลอด ขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ มหาวิทยาลัยพะเยา ที่ให้โอกาสในการศึกษาต่อ เหนือสิ่งอื่นใดความสำเร็จนี้จะเกิดขึ้นไม่ได้หากไม่ได้รับการสนับสนุนจากครอบครัวที่ได้เสียสละ และให้กำลังใจมาโดยตลอด รวมถึง พี่ ๆ เพื่อน ๆ นิสิตปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ เพื่อนร่วมงาน ตลอดจนบุคคลอื่น ๆ ที่ผู้จัดทำไม่อาจกล่าวนามได้ทั้งหมดในที่นี้ ที่ได้ให้กำลังใจ และให้ความช่วยเหลือในทุก ๆ ด้านตลอดระยะเวลาในการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้จัดทำรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาและความปรารถนาดีของทุกท่าน จึงขอขอบพระคุณในน้ำใจที่ได้รับ และกำลังใจที่มีให้ผู้จัดทำเสมอมาไว้ในโอกาสนี้ คุณประโยชน์ที่ทรงคุณค่าในงานวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงขอมอบให้แก่อาจารย์ผู้มีพระคุณและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกท่าน

อัครเทพ อากาศวิภาต

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ค
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
ประกาศคุณูปการ.....	ช
สารบัญ.....	ซ
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ฐ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
คำถามการวิจัย.....	6
วัตถุประสงค์ของงานวิจัย.....	6
ประโยชน์ของงานวิจัย.....	6
ขอบเขตการวิจัย.....	7
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	7
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	9
แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน.....	9
แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ.....	18
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	19
ช่องว่างงานวิจัย กรอบแนวคิดการวิจัยและสมมติฐานในงานวิจัย.....	44
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	48

ตอนที่ 1 ประชากรและขนาดของกลุ่มตัวอย่าง	48
ตอนที่ 2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	52
ตอนที่ 3 ข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล	53
ตอนที่ 4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล.....	56
บทที่ 4 ผลการศึกษา.....	60
ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง	64
ตอนที่ 2 ผลการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม	66
ตอนที่ 3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดลแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการ กับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	69
ตอนที่ 4 ผลวิเคราะห์เชิงพรรณนาตัวแปรองค์ประกอบเชิงยืนยันอิทธิพลของโครงสร้าง เงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย	78
ตอนที่ 5 การวิเคราะห์ตรวจสอบสหสัมพันธ์ตัวแปรแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการกับ โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย	81
ตอนที่ 6 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis) ของ ปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	84
บทที่ 5 บทสรุป.....	95
สรุปผลการวิจัย.....	95
อภิปรายผล	98
ข้อเสนอแนะ	102

บรรณานุกรม.....	106
ภาคผนวก.....	119
ประวัติผู้วิจัย.....	136



สารบัญตาราง

	หน้า
ตาราง 1 สรุปจากทฤษฎีที่อธิบายทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปร.....	17
ตาราง 2 สรุปจากการทบทวนวรรณกรรมที่อธิบายอิทธิพลระหว่างตัวแปร.....	38
ตาราง 3 สรุป ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตัวแทน.....	42
ตาราง 4 รายละเอียดการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	50
ตาราง 5 รายละเอียดกลุ่มตัวอย่างแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ	50
ตาราง 6 ตัวแปรและแหล่งที่มาของข้อมูล	52
ตาราง 7 รายละเอียดตัวแปรและการวัดค่า	55
ตาราง 8 ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิเคราะห์ โดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	64
ตาราง 9 ค่าสถิติของตัวแปรโครงสร้างเงินทุน แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	66
ตาราง 10 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ แตกต่างกัน	67
ตาราง 11 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม ...	67
ตาราง 12 การเปรียบเทียบหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ แตกต่างกัน	68
ตาราง 13 โมเดลตัวแปรบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองมูลค่ากิจการของบริษัทที่ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	70
ตาราง 14 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านผลการดำเนินงาน (PERF).....	71
ตาราง 15 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านโอกาสในการเติบโต (GROW).....	72
ตาราง 16 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG).....	73

ตาราง 17 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านขนาดของกิจการ (SIZE)	74
ตาราง 18 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสภาพคล่อง (Liq)	76
ตาราง 19 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรตัวแทนด้านโครงสร้างเงินทุน (CAPIT).....	77
ตาราง 20 วิเคราะห์การตรวจสอบการแจกแจงค่าสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรตัวบ่งชี้อิทธิพล ของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จัด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	79
ตาราง 21 เมทริกซ์ค่าสหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของ อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	82
ตาราง 22 ค่าสถิติประเมินความกลมกลืนของโมเดลข้อมูลเชิงประจักษ์.....	84
ตาราง 23 โมเดลสมการโครงสร้างของตัวแปรสังเกตได้กับตัวแปรแฝงภายในและตัวแปร แฝงภายนอก.....	86
ตาราง 24 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน	90
ตาราง 25 เส้นทางอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัวแปรสังเกตได้ ตัวแปรสาเหตุภายใน และตัวแปรผล สมการโครงสร้าง	92
ตาราง 26 เส้นทางอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัวแปรสังเกตได้ ตัวแปรสาเหตุ และตัวแปรผล สมการโครงสร้าง	93

สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	47
ภาพ 2 โมเดลตัวแปรบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.....	69
ภาพ 3 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านผลการดำเนินงาน (PERF).....	71
ภาพ 4 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านโอกาสในการเติบโต (GROW).....	72
ภาพ 5 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG).....	73
ภาพ 6 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านขนาดของกิจการ (SIZE)	74
ภาพ 7 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสภาพคล่อง (Liq).....	75
ภาพ 8 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรตัวแทนด้านโครงสร้างเงินทุน (CAPIT).....	77
ภาพ 9 โมเดลอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	91

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

บทบาทหน้าที่ของผู้บริหารในการบริหารธุรกิจ คือ การวางแผนการดำเนินงาน เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายหลักของการดำเนินธุรกิจ คือ การสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือการเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ด้วยราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น และกระแสเงินปันผลที่กิจการจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (Rappaport, 1986) โดยการสร้างมูลค่ากิจการสามารถดำเนินการได้โดยการวางแผนการเพิ่มโอกาสในการขายและการลงทุน รวมทั้งการควบคุมต้นทุนการดำเนินงานในด้านการผลิต การตลาด และการเงิน เพื่อให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไร โดยเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งในการลงทุนและการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้เป็นหน้าที่และความรับผิดชอบหลักของผู้บริหารฝ่ายการเงิน มีหน้าที่ในการจัดโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการและสภาพแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้เงื่อนไขการชำระคืนเงินทุนและต้นทุนมีความเหมาะสม เพื่อให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น เงินทุนจากแหล่งต่างกันย่อมมีต้นทุนเงินทุนและเงื่อนไขการชำระคืนที่แตกต่างกัน ซึ่งการระดมทุนจากแหล่งหนึ่งสินนั้น กิจการต้องชำระคืนเงินต้นพร้อมทั้งดอกเบี้ยในอัตราและระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา ส่วนการระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของนั้น การจัดการเงินทุนและจ่ายเงินปันผลให้กับเจ้าของกิจการนั้นขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการเป็นหลัก ซึ่งกล่าวโดยสรุปได้ว่าหน้าที่หลักของผู้บริหารทางการเงินมี 3 อย่าง คือ 1) ด้านการลงทุนและจำนวนเงินที่จะต้องใช้ในการลงทุน 2) การจ่ายเงินปันผล และ 3) การวางแผนการจัดหาแหล่งเงินทุนและจำนวนเงินทุน (Porterfield, 1965) ซึ่งการวางแผนการดำเนินการจัดหาเงินนั้นเป็นเรื่องของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและเป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินงานของบริษัท เพราะเป็นเรื่องของการจัดหาและบริหารต้นทุนของเงินทุนเพื่อการได้มาของสินทรัพย์และการดำเนินธุรกิจ รวมถึงการลงทุนในโครงการใหม่ (Philippatos, 1973)

การตัดสินใจจัดหาเงินทุนมาใช้ในกิจการเพื่อดำเนินธุรกิจให้บรรลุวัตถุประสงค์ของกิจการอย่างมีประสิทธิภาพเป็นหน้าที่และความรับผิดชอบหลักของผู้บริหารด้านการเงิน การจัดการการเงินจึงเข้ามามีบทบาทสำคัญในยุคปัจจุบัน ผู้บริหารด้านการเงินจำเป็นต้องมีความรู้ ความสามารถและประสบการณ์ที่ช่วยให้กิจการสามารถสร้างขีดความสามารถในการบริหารจัดการ ให้บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้ การตัดสินใจด้านการเงินที่ประสบความสำเร็จจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้องค์กรธุรกิจดำเนินงานและสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน ที่สามารถนำทางไปสู่เป้าหมายที่วางไว้ได้

(Wheelen, & Hunger, 2012) โดยการตัดสินใจในทางเลือกของการจัดหาเงินทุนเป็นการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญที่สุดสำหรับกิจการที่จะช่วยให้กิจการมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลง ส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น (Brealey, Myers, & Allen, 2008) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจัดโครงสร้างเงินทุนมีความสำคัญและมีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

โดยทั่วไปต้นทุนเงินทุนประเภทดอกเบี้ยเงินกู้มักจะต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนที่จ่ายให้กับเจ้าของกิจการ อีกทั้ง กิจการยังได้รับผลประโยชน์จากการประหยัดภาษีเงินได้ของดอกเบี้ยเงินกู้ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจึงมีส่วนสำคัญในการช่วยลดต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital: WACC) (ชนิศา มณีรัตน์รุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา, 2561) นอกจากนี้ การมีหนี้สินยังถือเป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลการทำงานของผู้จัดการทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง และสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยทั่วไปแล้วราคาหลักทรัพย์ของกิจการจะเพิ่มสูงขึ้น เมื่อกิจการระดมทุนโดยการก่อหนี้ เนื่องมาจากนักลงทุนภายนอกตีความหมายของการระดมทุนโดยการก่อหนี้ว่า เมื่อใดที่ผู้บริหารกิจการระดมทุนโดยการก่อหนี้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมีความมั่นใจว่าผลตอบแทนจากการลงทุนจะสามารถนำมาชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของหนี้ที่ก่อไว้ตรงตามเวลาที่กำหนดได้ ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าการจัดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจึงมีส่วนสำคัญในการช่วยลดต้นทุนเงินทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ (Tudose, 2012)

แม้ว่าการที่กิจการก่อหนี้สินจะมีส่วนสำคัญในการช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ แต่การมีหนี้สินทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินจากต้นทุนการล้มละลายที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะกระทบต่อความมั่นคงทางการเงินของกิจการ ทั้งนี้ หากผลการดำเนินงานของกิจการหรือสภาพแวดล้อมทางธุรกิจไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ กิจการอาจจะไม่สามารถชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยได้ตามสัญญา นำไปสู่การฟ้องร้องให้กิจการชำระหนี้ ซึ่งนอกเหนือจากค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการฟ้องร้องบังคับคดีแล้วในระหว่างการฟ้องร้องบังคับคดีกิจการต้องเผชิญกับค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่เกิดเนื่องจากความล้มเหลวทางการเงินอีก อาทิเช่น การสูญเสียเวลาของผู้บริหารไปกับกระบวนการดำเนินคดี การสูญเสียขวัญและกำลังใจในการทำงานของพนักงาน เป็นต้น ซึ่งผลกระทบของการมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมอาจส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ ดังเช่นตัวอย่างการมีหนี้สินมากเกินไปของธุรกิจในประเทศไทย โดยเฉพาะหนี้สินระยะสั้นที่กู้จากต่างประเทศ ซึ่งถือเป็นสาเหตุหลักของการเกิดวิกฤติการทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ.2540 (เสาวณี จันทะพงษ์, และนิธินสาร พงศ์ปิยะไพบูลย์, 2560)

ดังนั้น การจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการถือว่าเป็นเรื่องเฉพาะของกิจการ โดยผู้บริหารจะต้องวางแผนตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเพื่อหาสัดส่วนที่เหมาะสมต่อกิจการและสภาพธุรกิจ การตัดสินใจในเรื่องดังกล่าวเป็นการตัดสินใจที่สำคัญ ผู้บริหารจะต้องตัดสินใจอย่างมีเหตุผลและรอบคอบซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ โดยผู้บริหารต้องนำปัจจัยเฉพาะของกิจการมาร่วมพิจารณาประกอบการตัดสินใจไม่ว่าจะเป็นขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต ผลการ

ดำเนินงาน สภาพคล่องของกิจการ เป็นต้น ทั้งนี้เพื่อให้ผลของการตัดสินใจมีความแม่นยำและก่อให้เกิดประโยชน์กับกิจการมากที่สุด

การศึกษาเชิงวิชาการที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนยังไม่มี ความชัดเจน โดยการศึกษาส่วนใหญ่จะศึกษาในมิติของระดับการก่อหนี้ ไม่มีทฤษฎีใดที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่สามารถอธิบายปรากฏการณ์ในทุกประเทศได้อย่างถูกต้องเพียงทฤษฎีเดียว (Myers, 1984) งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจะใช้ทฤษฎีหลัก 3 ทฤษฎี คือ ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade – off Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) และทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ซึ่งทฤษฎีดังกล่าวกลับนำเสนอผลของลักษณะของกิจการที่มีต่อการมีหนี้สินที่ไม่สอดคล้องกัน รวมทั้งผลของการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ศึกษาในประเด็นดังกล่าวยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน

ทฤษฎีแลกเปลี่ยนมีแนวคิดหลักว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะอยู่ในจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์จากการก่อหนี้กับต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน โดยเน้นไปที่ผลกระทบของภาษี และต้นทุนการล้มละลายที่ส่งผลต่อการทำนายโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยเมื่อกิจการเลือกโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้หมายความว่ากิจการจะต้องแบกรับภาระต้นทุนการล้มละลายจากดอกเบี้ยที่เกิดขึ้น แต่กิจการสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นนั้นมาใช้ประโยชน์ในเรื่องของภาษี ในขณะที่หากกิจการเลือกโครงสร้างเงินทุนจากส่วนของเจ้าของจะทำให้กิจการไม่ต้องแบกรับภาระต้นทุนการล้มละลายจากการจ่ายดอกเบี้ย แต่กิจการจะได้รับผลกระทบของภาษีอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้เช่นเดียวกัน (Leland, & Toft, 1996)

ส่วนทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนสะท้อนในรูปของพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนของผู้บริหาร เนื่องจากต้นทุนของความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน (Asymmetric Information Cost) (Myers, 1977, 1984) นักลงทุนกังวลว่าผู้บริหารจะปิดบังข้อมูล จนทำให้เกิดตัดสินใจผิดพลาด (Adverse Selection Problem) เนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการคาดการณ์อนาคตของกิจการ มากกว่านักลงทุนภายนอก

ดังนั้นนักลงทุน ไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้น หรือ เจ้าหนี้จะต้องคาดการณ์อนาคตของบริษัทจากการตัดสินใจและการกระทำของผู้บริหาร เช่น การตัดสินใจทางการเงินของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผล การตัดสินใจจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้หรือเพิ่มทุน เป็นต้น ส่งผลให้ผู้บริหารมีพฤติกรรมที่จะหลีกเลี่ยงการตัดสินใจที่มีผลกับการส่งสัญญาณในทางลบ ข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันดังกล่าวเป็นสาเหตุทำให้ต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งมีความแตกต่างกัน (Myers, & Majluf, 1984)

จากทฤษฎีที่กล่าวมาข้างต้นกิจการจะหลีกเลี่ยงการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกและพยายามเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในกิจการเป็นแหล่งเงินทุนหลักในการลงทุนโครงการที่มีมูลค่าสุทธิเป็นบวกก่อน หากเงินทุนจากแหล่งภายในไม่เพียงพอและกิจการมีความจำเป็น ที่จะต้องใช้

เงินทุนจากแหล่งภายนอกเพื่อลงทุนในโครงการ กิจการจะเลือกใช้การก่อหนี้และการจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นตามลำดับ (Myers, 1984) อย่างไรก็ตามยังคงไม่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ (Evidences) ยืนยันเป็นที่ชัดเจนว่าสถานการณ์ใดที่การจัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการจะสอดคล้องกับทฤษฎีหลักทั้ง 3 ทฤษฎี

ในการตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนจากภายใน เช่น กำไรสะสมและค่าเสื่อมราคาสะสม และแหล่งเงินทุนจากภายนอก เช่น หนี้กู้ หนี้บุริมสิทธิ์ หลักทรัพย์ แพลงสภาพและหุ้นสามัญ ในกรณีที่ผู้บริหารเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนระหว่างการก่อหนี้สินระยะยาวและส่วนผู้ถือหุ้น (โดยไม่รวมหนี้สินหมุนเวียน) (พุทธิสุทธิ์ ตรีรัตน์ดีลกกุล, และพัทธนันท์ เพชรเชิดชู, 2562) เพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ โดยลักษณะที่สำคัญของหนี้สิน คือ มีสิทธิเรียกร้องในกระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทก่อนผู้ถือหุ้น (Prior Claim) มีอายุและมูลค่าที่ต้องคืนตามที่กำหนดไว้ และดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปหักฐานภาษีเงินได้นิติบุคคล สำหรับลักษณะของหุ้นสามัญคือ สิทธิเรียกร้องภายหลัง (Residual Claim) ไม่มีกำหนดอายุการถือครอง มีอำนาจในการควบคุมฝ่ายบริหารและเงินปันผลไม่สามารถนำไปเป็นรายจ่ายทางภาษีได้ (Philippatos, 1973)

จากที่กล่าวมานั้น ความแตกต่างที่สำคัญระหว่างหนี้สินและส่วนทุนที่มีผลกระทบต่อหลักโดยตรงต่อผลการดำเนินงานของกิจการคือผลตอบแทนที่จ่ายให้เจ้าหนี้ (ดอกเบี้ยจ่าย) ซึ่งกิจการสามารถใช้ประโยชน์ทางภาษีได้แต่ในขณะเดียวกัน การก่อหนี้สินเพิ่มขึ้นทำให้กิจการเกิดต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Cost) เนื่องจากภาระดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งเกิดจากปัญหาตัวแทนเนื่องจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflicts of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการ และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ซึ่งผู้บริหารจะต้องพิจารณาในปัจจุบันหลายด้านเพื่อให้โครงสร้างเงินทุนสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการและผู้ถือหุ้น (Riahi-Belkaoui, 1999)

อย่างไรก็ดีแม้ว่าการใช้เงินทุนจากหุ้นทุนถือเสมือนเป็นการใช้เงินทุนจากเจ้าของกิจการ (หรือผู้ถือหุ้น) แต่ในความเป็นจริงแล้วก็มีต้นทุนเกิดขึ้นจากการใช้หุ้นทุน ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ ต้นทุนชัดแจ้ง (Explicit Costs of Capital) และต้นทุนแอบแฝง (Implicit Costs of Capital) ต้นทุนชัดแจ้งคืออัตราคิดลดมูลค่าปัจจุบันเพื่อหาผลตอบแทนที่ต้องการขั้นต่ำจากโอกาสการลงทุนนั้น ส่วนต้นทุนแอบแฝงหรือเรียกอีกอย่างว่าต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) ซึ่งเกิดจากแนวคิดที่ว่าผู้ถือหุ้นมีทางเลือกในการลงทุน ถ้าผู้ถือหุ้นตัดสินใจเลือกลงทุนในกิจการย่อมหมายถึงตัดโอกาสในการลงทุนอื่น (Philippatos, 1973)

ดังนั้น ในปัจจุบันบริษัททั้งในและต่างประเทศจึงให้ความสนใจเครื่องมือในการประเมินผลการปฏิบัติงานและการจัดการองค์กรจึงได้มีการพัฒนาเทคนิคตัววัดผลการปฏิบัติงานใหม่เพื่อให้

สอดคล้องกับวัตถุประสงค์หลักของการดำเนินธุรกิจ นั่นคือสร้างมูลค่าสูงสุดให้กิจการและสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Biddle, Bowen, & Wallace, 1997) เทคนิคดังกล่าวมีการปรับปรุงและพัฒนาจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) และทำให้เกิดความคิดที่เปลี่ยนไปโดยจากเดิมที่มุ่งเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value) กลายมาเป็นการเพิ่มมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Market Value Added: MVA) ของบริษัทแทน ซึ่งมูลค่าเพิ่มทางการตลาดถือเป็นการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทจากภายนอก ซึ่งให้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนกว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (การเปลี่ยนแปลงจากราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท รวมกับเงินปันผลที่ได้รับในช่วงเวลานั้น) เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดของหุ้นสามัญสามารถบอกได้แต่เพียงว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญสูงนั้นดีกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ต่ำกว่า แต่ผลลัพธ์ดังกล่าวไม่ได้พิจารณาว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ได้มานั้นแต่ละบริษัทก็มีต้นทุนของเงินทุนเพื่อการค้าได้มาซึ่งอัตราผลตอบแทนดังกล่าวที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงควรพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่บริษัทได้รับตามความเสี่ยงที่เกิดขึ้นซึ่งก็หมายถึง ต้นทุนเงินทุนของบริษัท จึงจะถือว่าเป็นการสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นโดยความมั่งคั่งที่เกิดขึ้นจะเป็นความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่บริษัทได้รับจากตลาดทุน (มูลค่าของบริษัท) กับเงินลงทุนที่นักลงทุนได้ให้กับบริษัท นั่นคือ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA)

ดังนั้น มูลค่ากิจการจึงเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งที่ผู้บริหารของกิจการต้องให้ความสนใจ เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่มีการระดมเงินทุนจากนักลงทุนเพื่อขยายการเติบโตของบริษัท ซึ่งหน้าที่หลักที่สำคัญของผู้บริหารก็คือการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นและพยายามสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนให้สูงเพื่อดึงดูดให้นักลงทุนนำเงินมาลงทุนกับบริษัท ด้วยปัจจุบันการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น นักลงทุนสามารถทำการลงทุนได้โดยง่าย จึงทำให้นักลงทุนสามารถโยกย้ายการลงทุนไปยังบริษัทที่ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าได้อย่างรวดเร็ว เพราะฉะนั้นมูลค่ากิจการจึงเป็นปัจจัยที่ผู้บริหารต้องนำมาพิจารณาและให้ความสำคัญเพิ่มมากขึ้น (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2005)

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเป็นเรื่องที่สำคัญ ผู้บริหารจำเป็นต้องพิจารณาหลายปัจจัยที่เกี่ยวข้องโดยใช้เครื่องมือชีวิตที่ครอบคลุมทั้งด้านการตลาด การเงินและการบัญชีเพื่อให้การตัดสินใจเกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ จึงเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ผู้วิจัยสนใจศึกษาเรื่อง อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาปัจจัยเฉพาะของกิจการที่ส่งผลไปยังโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่าน (mediating variable) ไปยังมูลค่ากิจการ เพื่อให้ได้ข้อสรุปถึงความเป็นเหตุเป็นผลของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้เพื่อลดความคลาดเคลื่อนในการวัด จึงใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) อีกทั้งผล

ของการวิจัยยังให้ข้อเสนอแนะในการจัดโครงสร้างเงินทุนให้สอดคล้องกับปัจจัยเฉพาะของกิจการ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ

คำถามการวิจัย

จากการศึกษาแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วยทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade – off Theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) และทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ผู้วิจัยจึงกำหนดคำถามในงานวิจัยดังนี้

1. รูปแบบโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างไร
2. ปัจจัยเฉพาะใดของบริษัทจดทะเบียนที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน
3. ปัจจัยเฉพาะใดของบริษัทจดทะเบียนที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ
4. รูปแบบโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่งผลอย่างไรต่อมูลค่ากิจการ

วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ของงานวิจัย

1. ทำให้ทราบรูปแบบโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามกลุ่มอุตสาหกรรม
2. ทำให้ทราบอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการและอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ผู้บริหารบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลที่ได้จากการวิจัยไปใช้ในการกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เพื่อเสริมสร้างให้กิจการเติบโตอย่าง

ยั่งยืน มีความมั่นคงทางการเงิน สามารถดำเนินการตามกลยุทธ์การแข่งขันทางธุรกิจ ตลอดจนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

4. นักลงทุน ประชาชนทั่วไปและผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัท สามารถใช้ผลของการวิจัยนี้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. องค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัยจะให้ข้อสรุปทางวิชาการ ในประเด็นเรื่องปัจจัยเฉพาะของกิจการมีผลต่อมูลค่ากิจการโดยมีโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรส่งผ่านอย่างไร ในบริบทของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้ใช้วิธีการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากแบบรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 775 บริษัท (เมษายน 2562) ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมวดในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ กลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด MAI และ บริษัทที่นำส่งข้อมูลรายการทางการเงินไม่ครบ เหลือจำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ จำนวนรวม 339 บริษัท ศึกษาระยะเวลา 10 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2554- พ.ศ. 2563

2. ขอบเขตด้านตัวแปรซึ่งผู้วิจัยศึกษา

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บรวบรวมจากระบบ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลจากแบบรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปี จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

2.1 ตัวแปรอิสระ คือ ปัจจัยเฉพาะของกิจการ ประกอบด้วย ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเจริญเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และสภาพคล่อง

2.2 ตัวแปรส่งผ่าน คือ โครงสร้างเงินทุน

2.3 ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ

นิยามศัพท์เฉพาะ

ผลการดำเนินงาน (Performance) หมายถึง ผลการดำเนินงานประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนกำไรสุทธิ กระแสเงินสดอิสระ และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน

โอกาสในการเติบโต (Growth Opportunity) หมายถึง โอกาสในการขยายกิจการหรือ การขยายการลงทุนในอนาคต ซึ่งพิจารณาจากค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ย อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ และค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร

สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) หมายถึง สินทรัพย์ที่มีรูปร่าง มีลักษณะที่สามารถจับ ต้องได้ทางกายภาพ ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม

ขนาดกิจการ (Firm Size) หมายถึง ลักษณะที่สามารถบ่งบอกความเล็กหรือความใหญ่ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพิจารณาจากเงินลงทุนระยะยาว และ รายได้สุทธิ

สภาพคล่อง (Liquidity) หมายถึง ความสามารถของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการชำระหนี้สินระยะสั้นที่บริษัทได้ก่อไว้ ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนเงิน สดต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง แหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการที่ นำมาใช้ในการดำเนินงานและการลงทุนโดยมีแหล่งที่มาจากหนี้สินหรือส่วนของผู้ถือหุ้น โดยที่กิจการ สามารถสรรหาเงินทุนดังกล่าวมาจากแหล่งภายในและแหล่งภายนอก ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วน หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

มูลค่ากิจการ (Firm Value) หมายถึง การประเมินผลการดำเนินงานหรือการกำหนด คุณค่าของกิจการโดยพิจารณาจากมูลค่าตลาดของกิจการ ซึ่งพิจารณาจากมูลค่าเพิ่มทางการตลาด มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม และมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) หมายถึง ค่าใช้จ่ายภายในบริษัทประเภทหนึ่งซึ่งมาจาก การตรวจสอบ การควบคุมการกระทำของผู้บริหารที่ทำหน้าที่แทนผู้ถือหุ้นอาจใช้อำนาจในทางที่ผิด

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในบทนี้เป็นการทบทวนวรรณกรรมในหัวข้อที่ศึกษาทั้งในรูปแบบนำเสนอเอกสาร ความรู้ แนวคิด หลักการ ทฤษฎีแต่ละทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับดัชนีพันธบัตร รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ เรื่องที่ทำการศึกษา โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษาจากเอกสาร หนังสือ บทความวิจัย บทความวิชาการ โดยรวบรวมจากแหล่งข้อมูลทั้งในประเทศและต่างประเทศเพื่อแสดงถึงความเชื่อมโยงทฤษฎีและ แนวคิดระหว่างปัจจัยเฉพาะของบริษัท โครงสร้างเงินทุนจะเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งการ ทบทวนวรรณกรรมแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยในประเด็นดังกล่าวนำไปสู่การพัฒนากรอบแนวคิด การวิจัย (Conceptual Framework) โดยในบทที่ 2 ผู้วิจัยได้แบ่งเนื้อหาเป็น ดังนี้

- แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน
- แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ
- งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- ช่องว่างงานวิจัย กรอบแนวคิดการวิจัยและสมมติฐานในงานวิจัย

แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน หมายถึง แหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการที่นำมาใช้ในการดำเนินงาน และการลงทุนโดยมีแหล่งที่มาจากหนี้สินหรือส่วนของผู้ถือหุ้น โดยที่กิจการสามารถสรรหาเงินทุน ดังกล่าวมาจากแหล่งภายในและแหล่งภายนอก ซึ่งโครงสร้างเงินทุนเป็นความสัมพันธ์ของจำนวน หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งถูกใช้เป็นแหล่งเงินทุนที่กิจการใช้ในการลงทุนและการดำเนินงาน ให้แก่กิจการ โครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรหนึ่งที่มีความสำคัญในการกำหนดมูลค่าของกิจการ (Modigliani, & Miller, 1958, 1963) การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนหรือการจัดหาเงินทุน จึงเป็นปัจจัยหลักที่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการบริหารงาน สัดส่วนในการจัดหาเงินทุนมีผล ต่อการอยู่รอดและการเติบโตของกิจการในระยะยาว ความผิดพลาดในการจัดโครงสร้างเงินทุนอาจ ก่อให้เกิดผลกระทบต่อกิจการอย่างคาดไม่ถึง (Brealey et al., 2008) ถ้าผู้บริหารตัดสินใจผิดพลาด โดยการก่อหนี้เกินระดับที่จะสามารถชำระหนี้คืนได้ อาจเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้กิจการประสบภาวะ ล้มละลายได้ จึงมีความพยายามที่จะพัฒนาทฤษฎีและตัวแบบต่าง ๆ เพื่อใช้อธิบายและนำตัวแบบที่ เป็นทฤษฎีไปประยุกต์ใช้จริงในทางธุรกิจ ซึ่งมีทั้งงานวิจัยเชิงวิชาการและการวิเคราะห์ในทางการเงิน เชิงปฏิบัติ ซึ่งทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนแต่ละทฤษฎีต่างก็มีข้อกำหนดและบริบทในการประยุกต์ใช้ที่

แตกต่างกันออกไป ไม่ว่าจะเป็นทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน (irrelevance propositions) ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (trade off theory) ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (pecking order theory) และทฤษฎีตัวแทน (agency theory) โดยมีรายละเอียดที่สำคัญซึ่งจะได้ อธิบายตามลำดับต่อไป

1. ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน (irrelevance propositions)

Modigliani, & Miller (M&M) (1958) ได้นำเสนอแนวคิดภายใต้สมมติฐานบางประการ ว่ามูลค่าของกิจการจะไม่ถูกรบกวนโดยทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ไม่ว่ากิจการจะจัดหาเงินทุนโดยวิธีใดก็ตามจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ แนวคิดดังกล่าวจะถูกตั้งข้อสงสัยหากอยู่ ภายใต้สมมติฐานที่สำคัญดังนี้

1. ไม่มีภาษีเงินได้
2. ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์
3. ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย
4. ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้อัตราเดียวกันกับบริษัท
5. นักลงทุนมีข้อมูลเหมือนกับผู้บริหาร เกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของกิจการใน

อนาคต

หนี้สิน

จากผลการศึกษาของ M&M แม้สมมติฐานบางข้อไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติ เช่น การไม่มี ภาษีเงินได้ ซึ่งในความเป็นจริงรัฐบาลทุกประเทศล้วนมีการจัดเก็บภาษี เพื่อนำมาเป็นรายได้ของ รัฐบาลในการพัฒนาประเทศ หรือการไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย ซึ่งในความเป็นจริงเมื่อ บริษัทดำเนินการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ บริษัทจะมีภาระผูกพันในการชำระคืนเงินต้นพร้อม ดอกเบี้ยตามข้อตกลง ซึ่งบริษัทไม่สามารถที่จะหลีกเลี่ยงต้นทุนล้มละลายได้ ฯลฯ ทำให้ผลงานของ M&M ได้เป็นจุดเริ่มต้นของการให้ความสำคัญกับการวิจัยที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน จึงมีนัก เศรษฐศาสตร์หลายท่านได้ทำการวิจัยและพัฒนาแนวความคิดของ M&M เพื่อที่จะอธิบายโครงสร้าง เงินทุนได้อย่างเหมาะสมและใกล้เคียงกับความเป็นจริงในทางปฏิบัติให้มากขึ้น และหลังจากนั้นทฤษฎี โครงสร้างเงินทุนก็ได้ถูกพัฒนาขึ้นจากงานวิจัยจำนวนมากจากแนวคิดของ M&M

งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่จะศึกษาในมิติของระดับการก่อหนี้ (Leverage) และศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้ว โดยมุ่งเน้นที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมการจัดหา เงินทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา (Modigliani, & Miller, 1963) ได้ทบทวนทฤษฎีโครงสร้าง เงินทุนโดยผ่อนคลายนข้อสมมติฐานว่าไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคลและกฎหมายภาษีอากรอนุญาตให้นำ ดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนหักภาษีได้ แต่เงินปันผลที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้นสามัญไม่สามารถนำมาหักภาษี

ได้ ความแตกต่างนี้ทำให้กิจการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ เนื่องจากประโยชน์จากดอกเบี้ยที่สามารถนำมาหักภาษีได้ ทำให้มูลค่ากิจการที่มีการก่อหนี้มีค่ามากกว่ามูลค่าของกิจการที่ไม่มีการก่อหนี้เท่ากับ มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ทางภาษีของดอกเบี้ยจ่าย (Present Value of the Interest Tax Shield) (Modigliani, & Miller, 1963) ภายใต้ข้อสมมติฐานของการมีภาษีได้แสดงให้เห็นว่าการก่อหนี้ มีผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยประโยชน์จากดอกเบี้ยที่สามารถนำมาหักภาษีได้เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุน ถ้าสมมติฐานอื่น ๆ ดังที่กล่าวไว้แล้วข้างต้นเป็นจริงแล้ว โครงสร้างเงินทุนควรมีหนี้สินทั้ง 100%

หลังจากนั้น Miller (1977) ได้นำผลกระทบของภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเข้ามาพิจารณาในทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนด้วย โดยชี้ให้เห็นว่ารายได้จากหุ้นสามัญทั้งจากเงินปันผลและกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์เสียภาษีในอัตราต่ำกว่ารายได้ดอกเบี้ยจากพันธบัตร ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการลดลง ส่งผลให้บริษัทได้รับประโยชน์จากการใช้เงินทุนในส่วนของเจ้าของ ในขณะที่ดอกเบี้ยก็ยังสามารถนำมาหักภาษีได้ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนจึงถูกกระทบจากปัจจัยทั้ง 2 ประการ ส่วนใหญ่มีความเห็นว่าประโยชน์จากดอกเบี้ยที่สามารถนำมาหักภาษีได้นั้นมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนมากกว่า จึงทำให้กิจการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น การศึกษาดังกล่าวส่งผลให้ทั้งนักวิชาการและผู้ปฏิบัติงานสามารถศึกษาและพัฒนางานวิชาการเกี่ยวกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนอีกเป็นจำนวนมากตามมา

2. ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade - off Theory)

Kraus, & Litzenberger (1973) เป็นผู้พัฒนาทฤษฎีแลกเปลี่ยน เป็นทฤษฎีทางการเงินแบบดั้งเดิมที่มีแนวคิดพัฒนามาจากทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งถูกเสนอเป็นครั้งแรกโดย Modigliani & Miller (1958) ภายใต้สมมติฐานตลาดสมบูรณ์และประสิทธิภาพการจัดหาเงินทุนของบริษัทจะไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของบริษัท แต่ในความเป็นจริงตลาดไม่สมบูรณ์และมีปัญหาด้านภาษี ปัญหาตัวแทน (Agency problem) และ ปัญหาความอ่อนแอทางการเงิน (Financial distress problem) เพราะฉะนั้นจึงส่งผลกระทบต่อการศึกษาในการจัดหาเงินทุนเพราะมีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทและมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาจากผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น กล่าวได้ว่าบริษัทพยายามที่จะจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท

ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Kraus, & Litzenberger, 1973) ได้เสนอว่า การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยเฉพาะของกิจการ เช่น ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ สภาพคล่องเป็นต้น โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุน มีรายละเอียดดังนี้

1. ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Kyissima et al. (2020; Ifada et al., 2019; Abdullah, & Tursoy, 2019) เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูงจะต้องเสียภาษีในจำนวนมาก การที่กิจการมีโครงสร้างเงินทุนจากการกู้ยืมเงินจะช่วยให้กิจการจ่ายภาษีน้อยลง เพราะสามารถนำดอกเบี้ยเงินกู้มาหักเป็นค่าใช้จ่ายก่อนการคิดคำนวณภาษีได้

2. โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martin, & Saona (2017; Sun et al., 2016; Fauver, & McDonald, 2015) เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักจะมีกระแสเงินสดอิสระ (free cash flow) เหลือน้อย อันเนื่องมาจากกิจการต้องนำเงินสดไปใช้ลงทุนเพื่อขยายกิจการ อีกทั้งกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักเป็นธุรกิจในช่วงวงจรชีวิตที่กำลังเติบโตและอาจเป็นธุรกิจขนาดเล็ก ส่งผลให้มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงและมีโอกาสที่จะเกิดต้นทุนล้มละลายสูง ซึ่งสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมักจะมีมูลค่าค่อนข้างต่ำเมื่อใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ อีกทั้งสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนยังมีมูลค่าชำระบัญชี (liquidation value) ค่อนข้างต่ำ เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ดังนั้น กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจึงไม่ควรมีหนี้สินในปริมาณมาก

3. สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martin, & Saona (2017) Sun et al. (2016) เนื่องจากกิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ได้ โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพราะเมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน สินทรัพย์ที่มีตัวตนจะมีมูลค่าการชำระบัญชีสูงกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ส่งผลให้กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสามารถในการก่อหนี้สูง

4. ขนาดของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martin, & Saona (2017; Fauver, & McDonald, 2015) เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ มักใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง (diversified strategy) ไม่ว่าจะเป็นการกระจายการลงทุนไปยังสินค้าที่หลากหลาย หรือกระจายการลงทุนไปยังตลาดใหม่ ๆ นอกจากนี้กิจการที่มีขนาดใหญ่ จะมีโอกาสที่จะล้มละลายค่อนข้างต่ำ ส่งผลให้ต้นทุนการล้มละลายของกิจการขนาดใหญ่ต่ำกว่ากิจการขนาดเล็ก ดังนั้น กิจการที่มีขนาดใหญ่จึงมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก

5. สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Vo (2017; Min, & Jang, 2013) กิจการที่มีสภาพคล่องสูงย่อมหมายถึงกิจการที่มีความสามารถในการก่อหนี้และความสามารถในการชำระหนี้สูง และมีโอกาสล้มละลายต่ำ ดังนั้นกิจการที่มีสภาพคล่องสูงจึงมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้มากกว่ากิจการที่มีสภาพคล่องต่ำ

3. ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Jensen, & Meckling (1976) และ Jensen (1986) เสนอว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการที่เกิดจากการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและการควบคุมกิจการ (separation of ownership and control) โดยผู้จัดการทำหน้าที่เป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการ และต้องบริหารกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้เป็นเจ้าของกิจการเป็นหลัก แต่เป้าหมายในการดำเนินงานของผู้จัดการอาจไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของเจ้าของกิจการเสมอไป ในบางครั้งผู้จัดการอาจบริหารกิจการเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว อาทิเช่น การเพิ่มผลตอบแทนหรือสวัสดิการให้กับตนเอง การตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (net present value: NPV) เป็นบวกหรือเลือกระดมทุนจากการเพิ่มหุ้นสามัญ เพื่อเพิ่มความมั่นคงในตำแหน่งของตนเองแทนการเพิ่มมูลค่าของกิจการ เป็นต้น ส่งผลให้เจ้าของกิจการจำเป็นต้องสร้างกลไกในการกำกับดูแลกิจการ (corporate governance mechanisms) เพื่อจูงใจและกำกับให้ผู้จัดการบริหารกิจการเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการ ส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทน (agency cost) ที่ประกอบด้วยต้นทุนในการจูงใจผู้จัดการให้ดำเนินงานตามความสนใจของเจ้าของ รวมทั้งต้นทุนกำกับดูแลและตรวจสอบการทำงานของผู้จัดการ เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้จัดการบริหารกิจการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว นอกจากนี้ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกิจการและผู้จัดการยังก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทนทางอ้อม ที่เป็นผลมาจากการตัดสินใจเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของผู้จัดการ อาทิเช่น ต้นทุนเสียโอกาสในการตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก เนื่องจากเกรงว่าจะเพิ่มความเสี่ยงต่อความมั่นคงในตำแหน่งผู้บริหารของตนเอง เป็นต้น

โครงสร้างเงินทุนสามารถลดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้จัดการกับเจ้าของกิจการ โดยการมีหนี้สินจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้จัดการสามารถนำไปลงทุนเพิ่มเพื่อขยายขนาดของธุรกิจ เนื่องจากโครงการลงทุนนั้นอาจจะลดมูลค่าของกิจการลง เนื่องจากเป็นการตัดสินใจโดยมุ่งที่ผลประโยชน์ของตนเองแทนที่จะมุ่งที่ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ดังนั้น การมีหนี้สินจึงช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการตามหลักทฤษฎีตัวแทน ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์จากการกำกับดูแลกิจการที่มีหนี้สิน หรือผลประโยชน์จากการลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารที่มุ่งผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลักและความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น เนื่องมาจากการมีหนี้สิน กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินช่วยให้กิจการมีมูลค่าที่สูงขึ้นได้ (ฉัตรภรณ์ มีสวัสดิ์, 2565)

ทั้งนี้ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตามทฤษฎีตัวแทนมีรายละเอียดดังนี้

1. ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Kyissima et al. (2020; Ifada et al., 2019) เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูง จะมีกระแสเงินสดอิสระ

มาก การมีหนี้สินจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง ดังนั้น ผลการดำเนินงานจึงมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

2. โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martin, & Saona (2017; Sun et al., 2016) เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง จะมีต้นทุนตัวแทนค่อนข้างสูงจากปัญหาผู้จัดการหลีกเลี่ยงการลงทุนในโครงการที่มีกระแสเงินสดสุทธิเป็นบวก ซึ่งเป็นการตัดสินใจเพื่อเป้าหมายความมั่นคงในตำแหน่งของตนเอง แทนที่จะตัดสินใจลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการ อีกทั้งการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ดีเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้จัดการสามารถนำมาใช้เพื่อเป้าหมายส่วนตัวลง ดังนั้น กิจการมีโอกาสดำเนินทางธุรกิจสูง จึงควรมีหนี้สินที่สูงด้วยเพื่อลดต้นทุนตัวแทน

3. สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martin, & Saona, (2017; Sun et al., 2016) เนื่องจากสินทรัพย์ที่มีตัวตนจะช่วยลดต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของและเจ้าหนี้ กล่าวคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่เหลือจากการจ่ายให้กับเจ้าหนี้จะเป็นของผู้ถือหุ้นของกิจการ ในขณะที่ผลตอบแทนของเจ้าหนี้จะคงที่ตามอัตราดอกเบี้ย แต่ความเสี่ยงของเจ้าหนี้ อาจเพิ่มขึ้นหากกิจการลงทุนเพิ่มในโครงการที่มีกระแสเงินสดสุทธิเป็นบวก แต่เป็นโครงการที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น ดังนั้น กิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักประกันเงินกู้ เพื่อลดต้นทุนที่เจ้าหนี้ อาจเรียกร้องเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต ส่งผลให้กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากจะมีหนี้สินมากตามไปด้วย

4. ขนาดของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martin, & Saona (2017) เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่ มีโอกาสเกิดปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของกิจการและผู้จัดการที่สูงกว่ากิจการขนาดเล็ก กิจการขนาดใหญ่จึงมีต้นทุนตัวแทนค่อนข้างสูง การมีหนี้สินถือเป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่ช่วยลดต้นทุนตัวแทนลงได้ ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงมีหนี้สินมากกว่ากิจการขนาดเล็ก

5. สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Vo, (2017) เนื่องจากกิจการที่มีสภาพคล่องสูง มักจะมีกระแสเงินสดอิสระสูงซึ่งเป็นสาเหตุของต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของกิจการและผู้จัดการ ดังนั้น เพื่อลดต้นทุนตัวแทน กิจการจึงควรลดกระแสเงินสดอิสระโดยการก่อหนี้

4. ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ถูกเสนอครั้งแรกโดย Donaldson (1961) และได้รับการศึกษาพัฒนาแนวคิดเพิ่มเติมโดย Myers (1984) และ Myers, & Majluf (1984) โดยเสนอแนวความคิดในทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ตามสมมติฐานที่มีความเป็นไปได้ 2 ข้อ ซึ่งได้กล่าวถึงผู้บริหารของกิจการดังมีรายละเอียดต่อไปนี้ อย่างแรก ผู้บริหารรู้เกี่ยวกับรายได้และโอกาส

การลงทุนของกิจการมากกว่านักลงทุนภายนอก และอย่างที่สอง ผู้บริหารจะดำรงผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นปัจจุบันที่มีอยู่ สมมติฐานทั้งสองข้อดังกล่าวนี้มีเหตุผลที่สนับสนุนดังนี้ บนความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้นผู้บริหารไม่สามารถที่จะถ่ายทอดข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ เช่น โครงการลงทุนที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก ไปยังนักลงทุนได้ เพราะข้อมูลข่าวสารของผู้บริหารนั้นไม่น่าเชื่อถือ พิจารณาได้จากเมื่อผู้บริหารค้นพบโครงการลงทุนที่น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคต ฝ่ายผู้บริหารก็จะประกาศโครงการดังกล่าวออกมาเพื่อที่จะช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ของกิจการให้มีราคาสูงขึ้น แต่นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะรู้ว่ามีเป็นอย่างนั้นได้จนกว่าจะเกิดขึ้นจริง

ดังนั้นนักลงทุนก็จะประมาณค่าเฉลี่ยต่ำสุดของราคาหลักทรัพย์ไว้ และจะทำการเข้าซื้อเมื่อราคานั้นต่ำกว่าราคาตลาด หรืออยู่ในช่วงที่ต่ำกว่าราคาที่นักลงทุนประมาณค่าไว้ว่าควรจะเป็น ซึ่งผู้บริหารจะเข้าใจปัญหาเหล่านี้และมักจะไม่ทำการลงทุนในโครงการที่ถึงแม้จะมีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก แต่จำเป็นจะต้องพึ่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน เพราะเปรียบเสมือนเป็นการให้ผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายใหม่บนความเสียหายผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายเก่า จากการคิดค้นโครงการใหม่ที่กิจการได้สร้างขึ้น

ดังนั้นจึงเกิดความไม่เข้าใจขึ้นมาว่าทำไมนักลงทุนจึงไม่สามารถไว้วางใจผู้บริหารได้ เพราะผู้บริหารไม่สามารถทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นได้ และยังถูกผลักดันให้มองข้ามโอกาสในการลงทุนที่จะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทเพียงเพราะว่าไม่สามารถสร้างความน่าเชื่อถือให้เกิดขึ้นได้บนการสื่อสาร ถ้าพิจารณาอีก ๆ จะพบว่าปัญหาที่เกิดขึ้นจากข้อมูลข่าวสารในตลาดการเงินนั้นเป็นปัญหาที่มาจากธรรมชาติของมนุษย์ซึ่งบางอย่างก็ไม่สามารถอธิบายได้

Myers, & Majluf (1984) ได้เสนอทางออกในการแก้ปัญหาที่ว่าโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกนั้น ควรที่จะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ซึ่งก็คือเงินสดและหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด (Financial Slack) หรือการเลือกใช้การก่อหนี้ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk - Free Debt) ถ้ากิจการมีเงินสดและหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาดเพียงพอแล้ว กิจการก็จะไม่ก่อหนี้ที่มีความเสี่ยงหรือออกหุ้นทุน ในการที่จะจัดหาเงินทุนมาลงทุนในโครงการที่น่าลงทุน และเป็นวิธีที่ช่วยในการขจัดปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารได้ นอกจากนี้ยังอธิบายปฏิกิริยาที่ตลาดมีต่อการเพิ่มขึ้นและลดลงของการก่อภาระผูกพันจากการก่อหนี้ว่า ถ้ากิจการมีโครงการที่น่าลงทุนแล้วกิจการควรจะลงทุนโดยเลือกแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ หรือจำเป็นที่จะต้องใช้แหล่งเงินทุนภายนอก กิจการจะเลือกการก่อหนี้ที่ปราศจากความเสี่ยง แต่ถ้ากิจการไหนที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ของกิจการนั้นอยู่ในระดับสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalue) นักลงทุนก็จะเข้าใจถึงเหตุการณ์เหล่านี้ว่าผู้บริหารจงใจที่จะบอกว่ากิจการนั้นมีภาพดีกว่าที่เป็นจริงและทำให้การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการกลายเป็นข่าวร้ายสำหรับกิจการในมุมมองของนักลงทุน ในทางตรงกันข้าม

ที่กิจการประกาศเพิ่มขึ้นของการก่อภาระผูกพันโดยการก่อหนี้สิน เป็นเหตุการณ์ที่บอกว่าผู้บริหารของกิจการมีความมั่นใจในรายได้ในอนาคตของกิจการเป็นอย่างมาก จึงไม่ไปลดความสามารถในการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของภาระผูกพันของกิจการจึงเป็นเหมือนกับสัญญาณที่ดีในตลาดส่งมาให้กิจการ

Myers (1984) ได้เสนอแนวความคิดในเรื่องของ สมมติฐานของทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น โดยมีสมมติฐาน 4 ข้อดังต่อไปนี้

1. การกำหนดนโยบายเงินปันผลในอัตราส่วนคงที่ เป็นลักษณะของต่อหุ้น ซึ่งไม่ส่งผลต่อกำไรของบริษัทแต่อย่างใด

2. กิจการเลือกจัดหาเงินทุนโดยใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการก่อน เช่น กำไรสะสม ก่อนที่จะพิจารณาถึงแหล่งเงินทุนภายนอกไม่ว่าจะเป็นการก่อหนี้ หรือการออกหุ้นทุน

3. ถ้ากิจการจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ จะเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัยที่สุดก่อน

4. ถ้ากิจการจะต้องใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้น กิจการจะเลือกตามลำดับชั้น ดังนี้ เริ่มด้วยการก่อหนี้สินที่ปลอดภัยที่สุด แล้วตามด้วยหนี้สินที่มีความเสี่ยงหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนสภาพได้ หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นทุนเป็นแหล่งสุดท้ายที่กิจการจะเลือกใช้

ทั้งนี้ ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น มีรายละเอียดดังนี้

1. ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Martín & Saona (2017; Gomez et al., 2016) เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูง จะมีแหล่งเงินทุนภายในกิจการที่เพียงพอต่อการลงทุน ส่งผลให้การก่อหนี้ลดลง

2. โอกาสในการเติบโต มีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Kyissima et al. (2020; Gomez et al., 2016) เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตที่สูงจะมีโครงการที่น่าสนใจในการลงทุนเป็นจำนวนมาก ทำให้แหล่งเงินทุนภายในกิจการอาจไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินทุน หากผู้จัดการมีความมั่นใจว่ามูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการลงทุนเป็นบวก จะระดมทุนด้วยการก่อหนี้เพื่อนำมาลงทุนในโครงการ เพราะมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าและใช้เวลาในการดำเนินการน้อยกว่าการออกหุ้นสามัญ ดังนั้น การระดมทุนด้วยการก่อหนี้จึงถือเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับบุคคลภายนอก นอกจากนี้ กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง มักจะมีผลตอบแทนจากการดำเนินงานค่อนข้างสูง จึงมีความสามารถในการก่อหนี้สูง หากแหล่งเงินทุนภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการขยายการลงทุน ดังนั้น กิจการที่มีโอกาสเติบโตทางธุรกิจสูง จึงเลือกระดมทุนด้วยการก่อหนี้

3. สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Vo (2017; Hossain, & Hossain, 2015) โดยกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงจะเผชิญกับปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศน้อยกว่ากิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนน้อย เนื่องจากการกำกับดูแลหรือการตรวจสอบสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่ว่าจะเป็นที่ดิน อาคาร เครื่องจักร อุปกรณ์ สามารถทำได้ง่ายกว่าการตรวจสอบสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ดังนั้น กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงจึงสามารถเข้าถึงหรือมีความสามารถในการก่อหนี้สูง ส่งผลให้สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน

4. ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Vo (2017; Gomez et al., 2016) เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่มักจะอยู่ในวงจรชีวิตแบบเติบโตเต็มที่ (mature) มีโอกาสในการลงทุนเพื่อขยายกิจการน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก ส่งผลให้กิจการขนาดใหญ่มีความต้องการใช้เงินลงทุนในโครงการใหม่ ๆ น้อย อีกทั้ง กิจการขนาดใหญ่มักมีกำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอต่อการลงทุน ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงมีหนี้สินน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก

5. สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน Yusuf et al. (2015) เนื่องจากกิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมาก จะมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอต่อการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของกิจการ ดังนั้น กิจการที่มีสภาพคล่องสูงจึงไม่จำเป็นต้องระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก

ตาราง 1 สรุปจากทฤษฎีที่อธิบายทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปร

ตัวแปรอิสระ → ตัวแปรตาม	ทฤษฎี		
	การแลกเปลี่ยน	ตัวแทน	การจัดการเงินทุนตามลำดับ
ผลการดำเนินงาน → โครงสร้างเงินทุน	+	+	-
โอกาสในการเติบโต → โครงสร้างเงินทุน	-	+	+
สินทรัพย์ที่มีตัวตน → โครงสร้างเงินทุน	+	+	+
ขนาดกิจการ → โครงสร้างเงินทุน	+	+	-
สภาพคล่อง → โครงสร้างเงินทุน	+	+	-
โครงสร้างเงินทุน → มูลค่ากิจการ	+	+	+

หมายเหตุ: + = อิทธิพลทางบวก , - = อิทธิพลทางลบ

ที่มา: จากการทบทวนวรรณกรรม

แนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ

มูลค่ากิจการ หมายถึง การประเมินผลการดำเนินงานหรือการกำหนดคุณค่าของกิจการโดยพิจารณาจากมูลค่าตลาดของกิจการ ทั้งนี้ การประเมินมูลค่ากิจการ หรือ การวัดมูลค่ากิจการมี 3 วิธี (Durham, 2016) คือ วิธีการประเมินจากสินทรัพย์ (asset approach) วิธีการประเมินจากราคาตลาด (market approach) และวิธีการประเมินจากรายได้ (income approach) รายละเอียดดังนี้

1. การประเมินมูลค่ากิจการจากสินทรัพย์

การประเมินมูลค่ากิจการจากสินทรัพย์ ใช้วิธีการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์และหนี้สินตามงบแสดงฐานะการเงินของกิจการให้สะท้อนราคาตลาดที่เหมาะสมในปัจจุบัน (fair market value) โดยวิธีการประเมินมูลค่ากิจการแบบนี้ จะไม่ได้พิจารณาความสามารถในการดำเนินงานที่กิจการมีเพื่อสร้างรายได้ในอนาคต แต่จะเป็นการประเมินมูลค่ากิจการตามมูลค่าชำระบัญชีของสินทรัพย์ หรือ ตามหลักการทดแทน (substitution) สินทรัพย์หรือหนี้สินนั้นตามราคาตลาด ดังนั้น การประเมินมูลค่ากิจการจากสินทรัพย์จะเหมาะกับการประเมินมูลค่ากิจการที่ถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อซื้อหุ้นของบริษัทอื่น (holding companies) หรือ กิจการที่ไม่มีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน เช่น ค่าความนิยม (goodwill) ลิขสิทธิ์ (copyright) เป็นต้น

2. การประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาด

การประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาด เป็นวิธีการประเมินโดยการเปรียบเทียบจากข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์กับผลตอบแทนต่อหุ้น โดยใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร (price to earnings ratio; P/E) ของกิจการและกิจการอื่น ๆ ที่มีลักษณะใกล้เคียงกันในการกำหนดมูลค่ากิจการ ซึ่งการประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาดเป็นวิธีการที่กำลังได้รับความนิยมใช้อย่างแพร่หลาย โดยวิธีดังกล่าวเหมาะสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เนื่องจากข้อมูลเปรียบเทียบโดยตรง รวมทั้งยังนิยมใช้การประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาดเพื่อทดสอบความน่าเชื่อถือของการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีการประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้อีกด้วย แต่วิธีการประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาดอาจมีข้อจำกัดในกรณีที่ต้องการประเมินมูลค่ากิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เนื่องจากการหากิจการคู่เทียบที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน

3. การประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้

การประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้ เป็นวิธีการประเมินมูลค่ากิจการโดยมีแนวคิดที่ว่ามูลค่ากิจการขึ้นอยู่กับความสามารถในการสร้างความมั่งคั่งหรือสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคต โดยการประเมินกระแสเงินสดที่จะเกิดขึ้นในอนาคตแล้วคิดลดด้วยต้นทุนเงินทุนที่สะท้อนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ โดยปกติการประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้สามารถทำได้ 2 วิธี ได้แก่ วิธีการคิดผลตอบแทนทางตรง (direct capitalization) และวิธีคิดลดกระแสเงินสด (discounted cash flow)

โดยวิธีคิดผลตอบแทนทางตรงนั้น จะทำการประเมินมูลค่ากิจการจากการหากระแสเงินสดสุทธิตามปกติ (normalizaed cash flow) ด้วยอัตราผลตอบแทนของเงินลงทุน (capitalization rate) ซึ่งเป็นวิธีการประเมินมูลค่ากิจการที่กำหนดให้กระแสเงินสดสุทธิเพียงค่าเดียวสะท้อนผลการดำเนินงานในอนาคตทั้งหมดของกิจการ โดยที่วิธีคิดผลตอบแทนทางตรงจึงไม่เหมาะสมนักกับกิจการที่มีการดำเนินการในสภาพแวดล้อมที่มีการเปลี่ยนแปลงแบบพลวัต ส่วนวิธีการประเมินมูลค่ากิจการด้วยการคิดลดกระแสเงินสด ใช้การประเมินกระแสเงินสดสุทธิของกิจการในอนาคตตามระยะเวลาวงจรชีวิตของธุรกิจ แล้วคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบันของกิจการด้วยต้นทุนเงินทุนที่สะท้อนความเสี่ยงและโอกาสของธุรกิจ

ทั้งนี้ ในการประเมินมูลค่าของกิจการที่เหมาะสมควรจะใช้วิธีการประเมินหลายวิธีประกอบกัน นอกจากวิธีการประเมินมูลค่ากิจการทั้งสามวิธีดังกล่าวข้างต้นแล้ว นักวิจัยยังใช้วิธีการอื่น ๆ ในการประเมินมูลค่ากิจการ ซึ่งจะอธิบายอย่างละเอียดในหัวข้อตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยครั้งนี้ได้ดำเนินการศึกษาทบทวนวรรณกรรมจากงานวิจัย 2 กลุ่ม คือ 1) งานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยเฉพาะของแต่ละกิจการ ประกอบด้วย ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน และสภาพคล่อง ที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน และ 2) งานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ โดยผู้วิจัยได้ดำเนินการสรุปการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน ออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปร และตัวแปรตัวแทนในการวิจัย

1. ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปร

จากการทบทวนวรรณกรรม ทฤษฎีแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน สามารถอธิบายอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและอิทธิพลโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการตามที่ได้สรุปไว้ในตารางที่ 1 แล้วนั้น ผู้วิจัยได้ดำเนินการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่ผ่านมา พบว่าผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลระหว่างตัวแปรกลับมีทั้งสอดคล้องและไม่สอดคล้องกับข้อเสนอตามทฤษฎี จึงทำให้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานดังนี้

H1: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

H2: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

H3: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

ซึ่งในแต่ละสมมติฐานมีสมมติฐานย่อย รายละเอียดดังต่อไปนี้

1.1 อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุน

นอกจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสรุปอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันแล้ว ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ก็ยังสรุปผลอิทธิพลของผลการดำเนินงานของกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการแตกต่างกันอีกด้วย รายละเอียดดังนี้

ผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากผลการประกอบการของกิจการดี ก็จะส่งผลให้กิจการมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่ถ้าหากผลการดำเนินงานของกิจการไม่ดี กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย โดยมีการศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย (Ifada, Faidsl, Ghozali, & Udin, 2019) ประเทศเยอรมนี (Abdullah, & Tursoy, 2019) สหราชอาณาจักร (Sun, Ding, Guo, & Li, 2016) ประเทศไต้หวัน (Lee, & Kuo, 2014) และประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang, Kim, & Shin, 2014; Jiraporn, Chintrakarn, & Liu, 2012) ผลการศึกษพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน ขณะที่มีการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Chen, 2015) ผลการศึกษพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน นอกจากนี้การศึกษบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศโรมาเนีย (Serghiescu, & Vaidean, 2014) และการศึกษาในประเทศจีน (Kyissima, Xue, Kossele, & Abeid, 2020) ผลการศึกษพบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้ความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน อีกทั้งการศึกษบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015) ผลการศึกษพบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดจากอัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัยเชิงประจักษ์พบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ กิจการที่มีผลประกอบการที่ดี จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย โดย Yang et al. (2010) ได้วิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้าง และ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน ขณะเดียวกัน มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศชิลี (Martín, & Saona, 2017) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith, Chen, Anderson, & Cahan, 2015) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และ

สิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทรโคไลกา, 2559) ประเทศเทศไนจีเรีย (Oino, & Ukaegbu, 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha, & Sharma, 2015; Handoo, & Sharma, 2014; Komera, & Lukose, 2015) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Danis, Rettl, & Whited, 2014; Salama, & Putnam, 2015) ประเทศจีน (Chang, Chen, & Liao, 2014; Chen & Jiang, 2014; Tian, Han, & Zhang, 2015) ประเทศไทย (Thippayana, 2014; Tongkong, 2012; วิจิตร จำลองราษฎร์, 2554; วรณรพี บานชื่นวิจิตร, 2557) ประเทศเปรู (Gómez, Rivas, & Edmundo, 2014) และประเทศมาเลเซีย (Ebrahim, Girma, Shah, & Williams, 2014) ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะที่ผลการศึกษารัฐกิจอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศไนจีเรีย (Oino, & Ukaegbu, 2015) และการศึกษาธุรกิจเหมืองแร่ของเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิลและเปรู (Gómez, Castro, & Ortega, 2016) ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด มีผลเป็นไปในทิศทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่ม G20 (Fauver, & McDonald, 2015) ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์บางส่วนพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ กล่าวคือ ผลการดำเนินงานของกิจการไม่มีผลใด ๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) ประเทศออสเตรเลีย (Islam, & Khandaker, 2015) ประเทศจอร์แดน (Yusuf, Attar, & Shattarat, 2015) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain, & Hossain, 2015) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli, & Nelson, 2014) ประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) และประเทศจีน (Liang, Li, & Song, 2014; Tse, & Rodgers, 2014) และบริษัทอุตสาหกรรมเกษตรที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová, & Hlavsa, 2013) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในขณะเดียวกัน การศึกษารัฐกิจภัตตาคารร้านอาหารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Min, & Jang, 2013) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุน จำนวน 42 เรื่อง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 57.15% พบว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนดังนี้

H1a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

1.2 อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสรุปอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตของกิจการต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั้งในทิศทางบวกและทิศทางลบ อีกทั้งจากการทบทวนวรรณกรรมและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องก็ยังสรุปผลอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตของกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ในทิศทางที่แตกต่างกัน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

โอกาสในการเติบโตของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ กิจการที่มีโอกาสในการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจมาก กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากขึ้น โดย Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้างแล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวซึ่งวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี โดยทำการศึกษาในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา อเมริกา ยุโรป และตะวันออกกลาง ส่วน Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะที่มีการศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนของประเทศอินโดนีเซีย (Chandra, Junaedi, & Wijaya, 2019) ประเทศไทย (จิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง, 2561; วิจิตรา จำลองราษฎร์, 2554) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทรโคสิกา, 2559) ประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศไนจีเรีย (Oino, & Ukaegbu, 2015) ประเทศอินเดีย (Handoo, & Sharma, 2014) และประเทศจีน (Chang et al. 2014) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีผลเป็นไปในทิศทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะที่การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Kyissima et al., 2020) ธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิล และเปรู (Gomez et al., 2016) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014) ประเทศไต้หวัน (Lee, & kuo, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim, 2014) ประเทศไทย (Tongkong, 2012) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีผลทางบวกต่อ

โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราส่วนเงินลงทุนเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัยเชิงประจักษ์บางส่วนพบว่าโอกาสในการเติบโตของกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยงานวิจัยกลุ่มนี้ สรุปว่ากิจการที่มีโอกาสในการลงทุนเพื่อการขยายธุรกิจมาก กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อยลง ซึ่งเป็นผลมากจากการที่กิจการมีโอกาสในการเติบโตสูง มีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น โดย Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินซึ่งใช้มูลค่าตลาดเป็นตัวชี้วัด ในขณะที่ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ Mets Analysis แล้ว ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้ จากการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Chandra et al., 2019) ประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ประเทศบังกลาเทศ (Hossain, & Hossain, 2015) ประเทศจีน (Tian et al., 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha, & Sharma, 2015) ประเทศโรมาเนีย (Onofrei, Tudose, Durdureanu, & Anton, 2015) และประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการ ที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ขณะที่การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใน 19 ประเทศในกลุ่ม G20 (Fauver, & McDonald, 2015) บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Jiraporn et al., 2012) และธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Min, & Jang, 2013) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเจริญเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราเงินลงทุนเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์บางส่วนพบว่าโอกาสในการเติบโตของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ งานวิจัยในกลุ่มนี้พบว่าโอกาสในการเติบโตของกิจการไม่มีอิทธิพลใด ๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบังกลาเทศ (Uddin, 2015) ประเทศเปรู (Gómez et al., 2014) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu, & Oino, 2014) และ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา (Lemma, & Negash, 2014) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Chang et al., 2014)

ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราส่วนเงินลงทุนของกิจการไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุน จำนวน 36 เรื่อง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 52.94% พบว่า โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุนดังนี้

H1b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

1.3 อิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุน

ถึงแม้ว่าข้อสรุปทางทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะสรุปอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการ ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการเป็นไปในทิศทางบวกสอดคล้องตรงกัน แต่ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ก็ยังคงสรุปผลอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ในทิศทางที่แตกต่างกัน ทั้งในทิศทางบวก ทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิจัยสรุปว่า กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมาก โครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีหนี้สินมากตามไปด้วย แต่ถ้ากิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนน้อย โครงสร้างเงินทุนของกิจการก็จะมีหนี้สินน้อย โดย Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ส่วน Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในกลุ่มประเทศแถบอเมริกา เอเชียแปซิฟิกและยุโรป นอกจากนี้ยังมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (จิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง, 2561) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจและกอบกุล จันทโรคลิกา, 2559) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain, & Hossain, 2015) ประเทศไต้หวัน (Lee, & Kuo, 2014) ประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศจีน (Tse, & Rodgers, 2014) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 7 ประเทศในทวีปยุโรป (Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินระยะยาว ในขณะที่การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ประเทศนิวซีแลนด์

(Smith et al., 2015) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli, & Nelson, 2014; Danis et al., 2014; Jiraporn et al., 2012; Feras, & Putnam, 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha, & Sharma, 2015; Komera, & Lukose, 2015) และประเทศจีน (Chang et al., 2014) ประเทศไทย (Thippayana, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา (Lemma, & Negash, 2014) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินในภาพรวม ขณะที่การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Handoo, & Sharma, 2014) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น และในบริบทของประเทศไทยมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา, 2561) ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนโดยใช้อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรและสินทรัพย์รวมต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในขณะเดียวกันก็มีการวิจัยเชิงประจักษ์พบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยงานวิจัยในกลุ่มนี้ สรุปว่า ถ้ากิจการมีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมาก โครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีหนี้สินน้อย ส่วนกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนน้อย โครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีหนี้สินมาก โดย Kumar et al. (2017) ได้ทำการวิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในกลุ่มประเทศแถบตะวันออกกลาง นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศชิลี (Martin, & Saona, 2017) กลุ่มธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิล และเปรู (A. P. Gómez et al., 2016) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain, & Hossain, 2015) ประเทศโรมาเนีย (Serghiescu, & Vaidean, 2014) และประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014) ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม ขณะเดียวกันมีการศึกษากิจการในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมยาในประเทศบังคลาเทศ (Uddin, 2015) และมีการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินระยะยาว หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินในภาพรวม นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยงานวิจัยกลุ่มนี้สรุปว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีอิทธิพลใด ๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว หนี้สินรวม โดย Kumar et al. (2017) ได้ทำการวิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา ทั้งนี้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมการเกษตรของ

ประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová, & Hlavsa, 2013) การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 9 ประเทศกำลังพัฒนาในทวีปแอฟริกา (Lemma, & Negash, 2014) และประเทศอินโดนีเซีย (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Chandra et al., 2019) ประเทศจีน (Kyissima et al., 2020; Liang et al., 2014; Tian et al., 2015) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu, & Oino, 2014) และประเทศไทย (Tongkong, 2012; วิจิตรา จำลองราษฎร์, 2554) พบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินภาพรวม นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ดำเนินการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไนจีเรีย (Oino, & Ukaegbu, 2015) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ถาวรไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และหนี้สินในภาพรวม นอกจากนี้ยังมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Thippayana, 2014) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ถาวรไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีหนี้สินระยะยาว

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุน จำนวน 46 เรื่อง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 54.35% พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุนดังนี้

H1c: สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

1.4 อิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสรุปอิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั้งในทิศทางบวกและทิศทางลบ อีกทั้งผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ก็ยังสรุปผลอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการแตกต่างกันอีกด้วย ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ขนาดของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากกิจการที่มีขนาดใหญ่โครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีหนี้สินมาก แต่หากกิจการมีขนาดเล็ก กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ทั้งนี้ Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า ขนาดของกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินระยะยาว ซึ่งวัดด้วยมูลค่าตลาด ส่วน Kumar et al. (2017) ได้ทำการวิเคราะห์ Mets Analysis แล้วพบว่า ขนาดของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา อเมริกา ยุโรป และตะวันออกกลาง นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยและผลการศึกษาเชิงประจักษ์ การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศชิลี (Martín, & Saona,

2017) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศไนจีเรีย (Oino, & Ukaegbu, 2015) ประเทศไทย (Thippayana, 2014; Tongkong, 2012; จิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง, 2561; วรรณรพี บานชื่นวิจิตร, 2557; วิจิตรรา จำลองราษฎร์, 2554) ประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Chen, 2015; Chen, & Jiang, 2014; Tian et al., 2015) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทร์โคติกา, 2559) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014; Salama, & Putnam, 2015) และกลุ่มประเทศ G20 (Fauver, & McDonald, 2015) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะเดียวกัน การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Kyissima et al., 2020) ประเทศอินเดีย (Komera, & Lukose, 2015) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Danis et al., 2014) ประเทศเปรู (Gómez et al., 2014) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา (Lemma, & Negash, 2014) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้จ่ายได้สุทธิเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Chadha, & Sharma, 2015) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้อายุกิจการเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัย พบว่าขนาดของกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หรือ กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ขณะที่กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก ทั้งนี้ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า ขนาดของกิจการมีอิทธิพลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก อีกทั้งยังพบว่า อายุของกิจการซึ่งเป็นตัวแปรตัวแทนในการวัดขนาดของกิจการก็มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในกลุ่มประเทศแถบอเมริกาและยุโรป ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Chadha, & Sharma, 2015; Handoo, & Sharma, 2014) ประเทศไต้หวัน (Lee, & Kuo, 2014) ประเทศนิวซีแลนด์ (Wellalage, & Locke, 2015) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน โดยมีการศึกษากลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเหมืองแร่ในประเทศเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิลและเปรู (Gómez et al., 2016) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้จ่ายได้สุทธิเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยบางส่วนพบว่า ขนาดของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ กล่าวคือ งานวิจัยกลุ่มนี้สรุปว่าขนาดของกิจการไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ โดย Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า ขนาด

ของกิจการไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวซึ่งวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี ตลอดจน การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) ประเทศบังคลาเทศ (Uddin, 2015) ประเทศโรมาเนีย (Serghiescu, & Vaidean, 2014) ประเทศ ไนจีเรีย (Ukaegbu, & Oino, 2014) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Ellili, 2011) ผลการศึกษาพบว่า ขนาด ของกิจการที่ใช้สินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะที่ การศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศออสเตรเลีย (Islam, & Khandaker, 2015) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้รายได้สุทธิเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ของกิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัทที่ใช้ยอดขายเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้าง เงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของขนาดกิจการต่อ โครงสร้างเงินทุน จำนวน 35 เรื่อง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 74.29% พบว่า ขนาดกิจการมีมี อิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของขนาด กิจการต่อโครงสร้างเงินทุนดังนี้

H1d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

1.5 อิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนได้สรุปอิทธิพลของสภาพคล่องของกิจการที่มีต่อโครงสร้าง เงินทุนของกิจการทั้งในทิศทางบวกและทิศทางลบ ส่วนผลการวิจัยเชิงประจักษ์ก็ยังคงสรุปผลอิทธิพล ของสภาพคล่องของกิจการแตกต่างกันทั้งในทิศทางบวก ทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของ ซึ่งรายละเอียดมีดังนี้

สภาพคล่องของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมี นัยสำคัญทางสถิติ โดยมีข้อสรุปว่ากิจการที่มีสภาพคล่องสูงจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่กิจการที่มีสภาพคล่องต่ำจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย โดยมีการศึกษาบริษัทกลุ่ม อุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบังคลาเทศ (Hossain, & Hossain, 2015) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทร์โคลิกา, 2559) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่อง ของกิจการที่ใช้อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อหนี้สินระยะยาวของกิจการ อีกทั้ง ยังพบว่าสภาพคล่องของกิจการที่ใช้เงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อ

โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวของกิจการ ขณะที่การศึกษาในกลุ่มธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Min, & Jang, 2013) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้เงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวมของกิจการแต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัยบางส่วนพบว่าสภาพคล่องของกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือถ้ากิจการที่มีสภาพคล่องสูง กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่ในขณะที่กิจการที่มีสภาพคล่องต่ำจำเป็นต้องกู้ยืมเงินเพื่อมาเสริมสภาพคล่องของกิจการจึงมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากขึ้น โดย Kumar et al. (2017) ได้ทำการวิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า สภาพคล่องของกิจการมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการในกลุ่มประเทศแถบอเมริกา เอเชียแปซิฟิก ยุโรป และตะวันออกกลาง ในขณะที่การศึกษาริชที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวของกิจการ ส่วนการศึกษาริชที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Ifada et al., 2019) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu, & Oino, 2014) ประเทศจีน (Chen, 2015; Liang et al., 2014) และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศบังคลาเทศ (Hossain, & Hossain, 2015) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวมของกิจการ อีกทั้งการศึกษาริชที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้เงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวของกิจการ ในขณะที่การศึกษาในกลุ่มธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Min, & Jang, 2013) และบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทร์โคลิกา, 2559) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้เงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวมของกิจการ ส่วนการศึกษาริชที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) และประเทศที่พัฒนาแล้วในกลุ่ม G20 (Fauver, & McDonald, 2015) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวมของกิจการ นอกจากนี้ยังมีการศึกษาริชที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) และธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová, & Hlavsa, 2013) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และในภาพรวม ทั้งนี้ในบริบทของประเทศไทยมีการศึกษาริชที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(ชนิศา มณีนันต์รุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา, 2561) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องที่ใช้ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัด มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยบางส่วนพบว่า สภาพคล่องของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ กล่าวคือ สภาพคล่องของกิจการไม่มีผลใด ๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินระยะยาว และหนี้สินในภาพรวม โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) ประเทศเปรู (Gómez et al., 2014) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวของกิจการ ในขณะที่การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Chandra et al., 2019) ประเทศอินเดีย (Chadha, & Sharma, 2015; Handoo, & Sharma, 2014) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัด ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินในภาพรวม โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตลาดเกิดใหม่ของกลุ่ม G20 (Fauver, & McDonald, 2015) ผลการวิจัยพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุน จำนวน 24 เรื่อง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 62.50% พบว่า สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุนดังนี้

H1e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

1.6 อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนบทความวิจัย ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงานของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบทั้งอิทธิพลในทางบวก ทางลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างผลการดำเนินงานของกิจการและมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศอินโดนีเซีย (Daeli, & Endri, 2018; Ha, & Tai, 2017; Ifada et al., 2019; Ruslim, & Michael, 2019; Winarto, 2015) กลุ่มประเทศในแถบลาตินอเมริกา (Saona, & Martín, 2018) ประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) และประเทศญี่ปุ่น (O'Brien, David, Yoshikawa, & Delios, 2014) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฝรั่งเศส (Atiyet, 2012)

ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการ ขณะเดียวกันมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยของอินเดีย (Khanna, Srivastava, & Medury, 2016) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด อีกทั้งการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (Osazuwa, & Che-Ahmad, 2016) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการช่วยทำให้มูลค่ากิจการที่วัดจากราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Ha, & Tai, 2017) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) เป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัดกลับไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งการศึกษาในบริษัทกลุ่มธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Park, & Jang, 2013) ผลการศึกษากลับพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้กระแสเงินสดอิสระเป็นตัวชี้วัดทำให้มูลค่ากิจการลดลง

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 86.67% พบว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

1.7 อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการ

บทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์พบทั้งอิทธิพลทางบวก ทางลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างโอกาสในการเติบโตของกิจการกับมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย สหราชอาณาจักร (Fosu, Danso, Ahmad, & Coffie, 2016) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศกานา (Boadi, & Li, 2015) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ขณะที่การศึกษาในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย Kompas 100 (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu, Paeglis, & Rahnmaei, 2016) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้ค่าใช้จ่ายในการวิจัยพัฒนาและเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีส่วน ช่วยสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ ทั้งนี้

การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Ha, & Tai, 2017) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนของประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) ที่พบว่า โอกาสในการเติบโตที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Winarto, 2015) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้นเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งการศึกษาบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Min, & Jang, 2013) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square) แต่ไม่พบอิทธิพลระหว่างตัวแปร เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุดขั้นที่สอง (Second stage least square) ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฝรั่งเศส (Atiyet, 2012) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่โอกาสในการเติบโตของกิจการที่อัตราการเติบโตของยอดขายของกิจการเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Ruslim, & Michael, 2019) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตวัดจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด สอดคล้องกับการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไนจีเรีย (Salawu, Asaolu, & Yinusa, 2012) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่วัดจากอัตราการเติบโตมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่พบว่าไม่มีอิทธิพลระหว่างตัวแปรเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่ นอกจากนี้การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมอริเชียส (Seetanah, Seetah, Appadu, & Padachi, 2014) และประเทศอินเดีย (Dawar, 2014) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ขณะที่การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตูนิเซีย (Assidi, Aliani, & Omri, 2016) ประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) และประเทศปากีสถาน (Sheikh, & Wang, 2013) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่ใช้เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ สำหรับในบริบทของประเทศไทยมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, และดวงกมล นีรพัฒน์กุล, 2560) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 52.63% พบว่า โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

1.8 อิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาทบทวนบทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบทั้งอิทธิพลในทิศทางบวก ทางลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนและมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu et al., 2016) และประเทศญี่ปุ่น (O'Brien et al., 2014) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด ส่วน การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (จิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง, 2561) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) ประเทศอินเดีย (Dawar, 2014) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด แต่การศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในประเทศสหราชอาณาจักร (Fosu et al., 2016) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลแบบสุ่มและเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่ นอกจากนี้การศึกษารัฐบาลหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนของประเทศไนจีเรีย (Salawu et al., 2012) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่และเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ถาวรที่มีต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคโมเมนต์น้อยทั่วไป ส่วนการศึกษารัฐบาลหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย Kampas 100 (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ สำหรับในบริบทของประเทศไทยมีการศึกษารัฐบาลหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ และคณะ 2560) ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 55.55% พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

H2c: สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

1.9 อิทธิพลของขนาดกิจการต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาทบทวนบทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลขนาดของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบทั้งอิทธิพลในทิศทางบวก ทางลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างขนาดของกิจการและมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (Salim, & Yadav, 2012) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด ในขณะที่การศึกษารัฐที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเคนยา (Adan, & Omaswa, 2018) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ใช้กำไรต่อหุ้นเป็นตัวชี้วัด ส่วนการศึกษารัฐที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกานา (Boadi, & Li, 2015) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ มูลค่ากิจการที่ใช้อัตรากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์ทั้งสิ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด ส่วนการศึกษารัฐที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย Kompas 100 (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่วัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษารัฐที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Le, & Phan, 2017) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้เงินลงทุนและการเปลี่ยนแปลงของยอดขายเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี แต่ในการศึกษารัฐที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศกานา (Boadi, & Li, 2015) ผลการศึกษากลับพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของยอดขายของกิจการเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้อัตรากำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด และในการศึกษารัฐที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Du, Wu, & Liang, 2016) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์

เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ในขณะที่บริบทของการศึกษาในประเทศไทยได้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ และคณะ, 2560) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของขนาดกิจการต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 62.50% พบว่า ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของขนาดกิจการต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

H2d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

1.10 อิทธิพลของสภาพคล่องต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาทบทวนบทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของสภาพคล่องของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์พบว่าอิทธิพลของสภาพคล่องของกิจการต่อมูลค่ากิจการ เป็นไปในทิศทางบวก กล่าวคือ ถ้ากิจการสามารถทำการบริหารสภาพคล่องได้สูง มูลค่าของกิจการก็จะสูงขึ้นเช่นกัน โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Hidayat, Wahyudi, Muharam, Shaferi, & Puspitasari, 2019) ประเทศเวียดนาม (Le, & Phan, 2017) ประเทศจีน (Du et al., 2016) และ ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่วัดจากกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการวัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ในขณะที่การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Pouraghajan, Malekian, Emamgholipour, Lotfollahpour, & Bagheri, 2012) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Ifada et al., 2019; Marsha, & Murtaq, 2017) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการที่วัดจากราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี แต่มีการศึกษาบริษัทในกลุ่ม Kompos 100 ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอินโดนีเซีย (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาบริษัทกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Daeli, & Endri, 2018) ที่พบว่าสภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดจากราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของสภาพคล่องต่อมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 55.55% พบว่า สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของสภาพคล่องต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

H2e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

1.11 อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี สรุปลงไปในแนวทางเดียวกันว่า โครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ เนื่องจากดอกเบี้ยเงินกู้สามารถนำมาคิดเป็นค่าใช้จ่ายก่อนการคำนวณภาษี ทำให้การมีหนี้สินสามารถประหยัดภาษีได้ ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนลดลง อีกทั้งการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ โดยทั่วไปจะเลือกใช้การระดมทุนจากเจ้าหนี้เพราะใช้เวลาและต้นทุนในการดำเนินการน้อยกว่าการระดมทุนจากเจ้าของกิจการ และการระดมทุนจากเจ้าหนี้ยังเป็นการส่งสัญญาณที่ดีหรือเป็นการส่งสัญญาณในทิศทางบวกไปยังนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับกิจการ ว่าผู้บริหารของกิจการมีความมั่นใจในการลงทุนในโครงการลงทุนของตนในตอนนี้อย่างมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก นอกจากนี้โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินยังช่วยลดต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของกิจการกับผู้จัดการและระหว่างเจ้าของกิจการกับเจ้าหนี้ ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจึงมีส่วนช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ แต่ยังมีผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์สรุปผลของโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่าของกิจการในทิศทางที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งรายละเอียดมีดังนี้

โครงสร้างเงินทุนของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะให้ข้อสรุปไปในแนวทางเดียวกันว่า โครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ โดยการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Khanna et al., 2016) ประเทศกานา (Boadi, & Li, 2015) ประเทศบังกลาเทศ (Hasan, Ahsan, Rahaman, & Alam, 2014) และประเทศไนจีเรีย (Salawu et al., 2012) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด ในขณะที่การศึกษาบริษัทจดทะเบียนของประเทศบังกลาเทศ (Rouf, 2015) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตรากำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด ส่วนการศึกษาในอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Gill, Biger, & Mathur, 2011) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด ทั้งนี้ในการศึกษาบริษัทที่จด

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย (พุทธิมน เพชรคง, และภวัต ยุพาภรณ์, 2562) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศอินโดนีเซีย (Daeli, & Endri, 2018; Ifada et al., 2019; Ruslim, & Michael, 2019; Winarto, 2015) ประเทศปากีสถาน (Sheikh, & Wang, 2013) ประเทศไนจีเรีย (Olokoyo, 2013) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัด นอกจากนี้การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตุรกี (Altan, & Arkan, 2011) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม และในบริบทของประเทศไทยมีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา, 2561) ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ใช้สินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด แต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัยเชิงประจักษ์พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Le, & Phan, 2017) ประเทศสหราชอาณาจักร (Fosu et al., 2016) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu et al., 2016) ประเทศญี่ปุ่น (O'Brien et al., 2014) และประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฝรั่งเศส (Atiyet, 2012) ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นตัวชี้วัด สำหรับการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Vo, & Ellis, 2016) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด สำหรับการศึกษาในบริบทของประเทศไทยนั้นได้มีการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ และคณะ 2560) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนของกิจการที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558) ซึ่งพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด มีความสัมพันธ์เชิงลบ ต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Ha, & Tai, 2017) ประเทศบังคลาเทศ (Hasan et al., 2014) ประเทศสเปน (Sanchez-Ballesta, & Garcia-Meca, 2011) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด และการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (Salim, & Yadav, 2012)

ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่ใช้กำไรสุทธิต่อหุ้นเป็นตัวชี้วัด

จากการศึกษาทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ จำนวน 29 เรื่อง ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ 58.62% พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ในงานวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

H3: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

จากการศึกษาทบทวนทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน และปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (ตามตาราง 2) ในการวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดให้ โครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างอิทธิพลของความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะของกิจการกับมูลค่ากิจการ

ตาราง 2 สรุปจากการทบทวนวรรณกรรมที่อธิบายอิทธิพลระหว่างตัวแปร

นักวิจัย	โครงสร้างเงินทุน			มูลค่ากิจการ		
	ผลการดำเนินงาน	โอกาสในการเติบโต	สินทรัพย์ที่มีตัวตน	ขนาดกิจการ	สภาพคล่อง	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
Kyissima et al. (2020)	+	+	n			
Ifada et al. (2019)	+					+
Abdullah, & Tursoy (2019)	+					
Sun et al. (2016)	+	-	+			
Fauver, & McDonald (2015)	+	-		+	-	
Chen (2015)	+			+	-	
Alipour et al. (2015)	+	-	+	-	-	
Martin, & Saona (2017)	-	-	-	+		
Gomez et al. (2016)	-	+	-	-		

นักวิจัย	↑										
	ผลการดำเนินงาน	โอกาสในการเติบโต	สินทรัพย์มีตัวตน	ขนาดกิจการ	สภาพคล่อง	ผลการดำเนินงาน	โอกาสในการเติบโต	สินทรัพย์มีตัวตน	ขนาดกิจการ	สภาพคล่อง	โครงสร้างเงินทุน
วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทรโคติกา (2559)	-	+	+	+	+						
Smith et al. (2015)	-	+	+	+							
Oino, & Ukaegbu (2015)	-	+	n	+							
Chadha, & Sharma (2015)	-	-	+	+	n						
Komera, & Lukose (2015)	-	-	+	+							
Salama, & Putnam (2015)	-		+	+							
Vo (2017)	n		+	-	n	+					
Yusuf et al. (2015)	n	+	-	n	-						
Islam, & Khandaker (2015)	n	n		n							
Hossain, & Hossain (2015)	n	-	+		+						
Tian et al. (2015)		-	n	+							
Chandra et al., (2019)		+	n	n	n		+		+	n	
จิราวัฒน์ แสงเป้า, และสุภา ทองคง (2561)		+	+	+							
Onofrei et al. (2015)		-									
Uddin (2015)		n	-	n							
Vo & Ellis (2016)		n									-
ชนิศา มณีรัตน์รุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา (2561)			+		-						+
Wellalage, & Locke (2015)				-							
Min, & Jang (2013)					+						
Liang et al. (2014)					-						
Loncan, & Caldeira (2014)					-	+	n				
Ukaegbu, & Oino (2014)					-						
Aulová, & Hlavsa (2013)					-						
Saona, & Martín (2018)						+					
Ruslim, & Michael (2019)						+	-				+
Daeli, & Endri (2018)						+			n		+

นักวิจัย	โครงการดำเนินงาน	↑	โครงการสร้างเงินทุน				
	โอกาสในการเติบโต	↑	โครงการสร้างเงินทุน				
	สินทรัพย์มีตัวตน	↑	โครงการสร้างเงินทุน				
	ขนาดกิจการ	↑	โครงการสร้างเงินทุน				
	สภาพคล่อง	↑	โครงการสร้างเงินทุน				
	ผลการดำเนินงาน	↑	มูลค่ากิจการ				
	โอกาสในการเติบโต	↑	มูลค่ากิจการ				
	สินทรัพย์มีตัวตน	↑	มูลค่ากิจการ				
	ขนาดกิจการ	↑	มูลค่ากิจการ				
	สภาพคล่อง	↑	มูลค่ากิจการ				
	โครงการสร้างเงินทุน	↑	มูลค่ากิจการ				
Marsha, & Murtaq (2017)			+		-		
Hong (2017)			+	+		+	
Khanna et al. (2016)			+			+	
Osazuwa, & Che-Ahmad (2016)			+			n	
Winarto (2015)			+	+		+	
Seetanah et al. (2014)			+	n			
O'Brien et al. (2014)			+		-		
Atiyet (2012)			+				
Park, & Jang (2013)			-				
Ha, & Tai (2017)			n	+		n	
Fosu et al. (2016)			+		-	-	
Basu et al., (2016)			+		-	-	
Boadi & Li, (2015)			+		+	+	
Salawu et al. (2012)			-		n		
สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ และคณะ (2560)			-	+	-	-	
Assidi et al. (2016)					n	-	
Dawar (2014)					n	+	
Du et al. (2016)					-	+	
Le, & Phan (2017)					+	+	-
Adan, & Omagwa (2018)					+		
Salim, & Yadav (2012)					+		
Hidayat et al. (2019)						+	+
Pouraghajan et al. (2012)						+	
พุทธิมน เพชรคง, และภวัต ยูฬารณ์ (2562)							+
Rouf (2015)							+

นักวิจัย	ผลการดำเนินงาน	↑	โครงสร้างเงินทุน
	โอกาสในการเติบโต	↑	โครงสร้างเงินทุน
	สินทรัพย์มีตัวตน	↑	โครงสร้างเงินทุน
	ขนาดกิจการ	↑	โครงสร้างเงินทุน
	สภาพคล่อง	↑	โครงสร้างเงินทุน
	ผลการดำเนินงาน	↑	มูลค่ากิจการ
	โอกาสในการเติบโต	↑	มูลค่ากิจการ
	สินทรัพย์มีตัวตน	↑	มูลค่ากิจการ
	ขนาดกิจการ	↑	มูลค่ากิจการ
	สภาพคล่อง	↑	มูลค่ากิจการ
	โครงสร้างเงินทุน	↑	มูลค่ากิจการ
Ramadan, & Ramadan (2015)			-
Yazdanfar, & Öhman (2015)			-
นฤมลวรรณม์ ตั้งกิจเจริญพร (2558)			n

หมายเหตุ: + = อิทธิพลทางบวก , - = อิทธิพลทางลบ , n = ไม่ส่งอิทธิพล

ที่มา: จากการทบทวนวรรณกรรม

2. การใช้ตัวแปรตัวแทนในการวิจัย

จากการทบทวนทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง และงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา ที่ศึกษาโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรตามหรือตัวแปรอิสระ ซึ่งสามารถสรุปตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรตัวแปรคุณลักษณะหรือตัวแปรแฝง (Latent Variable) ที่ใช้ในงานวิจัยได้ 7 กลุ่ม ซึ่งผู้วิจัยจึงสรุปเป็นตัวแปรและความสัมพันธ์รายละเอียดดังนี้

ตาราง 3 สรุป ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตัวแทน

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ผู้วิจัยในอดีต
มูลค่ากิจการ	VAL	
- มูลค่าเพิ่มทางการตลาด	MVA	Sandhar et al., (2014)
- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	MB	Hong, S. (2017). Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Fosu et al. (2016). Basu et al., (2016). Rouf, A. (2015). Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014).
- มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม	MTA	Altan, M., & Arkan, F. (2011).
ปัจจัยเฉพาะของกิจการ		
1. ผลการดำเนินงาน	PERF	
- อัตราส่วนกำไรสุทธิ	PM	Gómez et al. (2016). Chen, J. (2015). Ukaegbu, B., & Oino, I. (2014). Mateev et al. (2013).
- กระแสเงินสดอิสระ	FCF	Seetanah et al. (2014). O'Brien et al. (2014) Min, P. K., & Jang, S. S. (2013).
- อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน	ROIC	Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014).
2. โอกาสในการเติบโต	GROW	
- ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม	GTA	Alipour et al. (2015). Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Chen, J. (2015). Sun et al. (2016). Yusuf et al. (2015). Uddin, N. (2015). Tian et al. (2015). Wellalage, N. H., & Locke, S. (2015).
- ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ	GTR	Alipour et al. (2015). Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Lemma, T. T., & Negash, M. (2014).
- ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	GCAP	Min, P. K., & Jang, S. S. (2013). Yang et al. (2010).

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ผู้วิจัยในอดีต
3. สินทรัพย์ที่มีตัวตน	TANG	
- อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม	FA	Saona, P., & Martín, P. S. (2018). Gómez et al. (2016). Sun et al. (2016). Smith et al. (2015). Wellalage, N. H., & Locke, S. (2015). Salama Feras, M., & Putnam, K. (2015). Yusuf et al. (2015). Uddin, N. (2015). Hossain, I., & Hossain, A. (2015). Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015).
4. ขนาดของกิจการ	SIZE	
- เงินลงทุน	CAP	Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Chang et al. (2014).
- รายได้สุทธิ	TR	Gómez et al. (2016). Islam, S. Z., & Khandaker, S. (2015). Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Gómez et al. (2014). Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Chen, J., & Jiang, C. (2014).
5 สภาพคล่อง	Liq	
- อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม	CASH	Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014).
- อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	CR	Vo, X. V. (2017). Alipour et al. (2015). Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Chen, J. (2015). Hossain, I., & Hossain, A. (2015). Onofrei et al., (2015). Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015).
- อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม	WCTA	Alipour et al. (2015). Yusuf et al. (2015). Min, P. K., & Jang, S. S. (2013).

ตัวแปร	สัญลักษณ์	ผู้วิจัยในอดีต
โครงสร้างเงินทุน	CAPIT	
- อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	LTD	Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Vo, X. V. (2017). Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). Yusuf et al. (2015). Ramadan, Z. S., & Ramadan, I. Z. (2015). Hossain, I., & Hossain, A. (2015). Alipour et al. (2015). Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Uddin, N. (2015). Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Handoo, A., & Sharma, K. (2014). Twairesh, A. E. M. (2014). Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014).
- อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE	Assidi et al. (2016). Rouf, A. (2015). Winarto, J. (2015). Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015).

ช่องว่างงานวิจัย กรอบแนวคิดการวิจัยและสมมติฐานในงานวิจัย

1. ช่องว่างงานวิจัย

จากการทบทวนทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตพบว่ายังมีบางประเด็นที่เป็นช่องว่างของงานวิจัยที่ยังไม่ได้ทำการศึกษา รายละเอียดดังนี้

1.1 ช่องว่างจากทฤษฎีของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี ยังมีผลสรุปทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนทั้งเหมือนและแตกต่างกัน แต่ละทฤษฎีมีบริบทในการสรุปทิศทางของอิทธิพลที่แตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น แม้ว่าทฤษฎีแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทนจะสรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินเช่นเดียวกัน แต่ทฤษฎีแลกเปลี่ยนอธิบายสาเหตุว่าเป็นเรื่องผลประโยชน์ในการประหยัดภาษีของดอกเบี้ย ทำให้กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดี ควรมีหนี้สินมาก ส่วนทฤษฎีตัวแทนให้เหตุผลว่าหนี้สินช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ จึงช่วยลดต้นทุนตัวแทน ดังนั้นกิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีและมีกระแสเงินสดมาก จึงควรมีหนี้สินมากตามไปด้วย อย่างไรก็ตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน สรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน โดยให้เหตุผลว่า กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีจะมีแหล่งเงินทุนภายใน

เพียงพอ จึงไม่จำเป็นต้องระดมเงินทุนจากภายนอกกิจการ เป็นต้น นอกจากนี้ในงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมาใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียงอัตราส่วนเดียวเป็นตัวแทนในการวัดตัวแปรแฝงที่ศึกษา ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการวัดตัวแปรอีกทั้งอัตราส่วนทางการเงินตัวเดียวกันยังสามารถเป็นตัวแปรแทนได้หลายปัจจัยเฉพาะของกิจการเช่น อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมถูกใช้เป็นตัวแปรแทนของมูลค่ากิจการในการศึกษาของ Le, & Phan (2017) แต่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์ซึ่งเป็นอัตราส่วนเดียวกัน กลับถูกใช้เป็นตัวแปรตัวแทนของโอกาสในการเติบโต ในการศึกษาของ Gomez et al. (2016) พบว่า โอกาสในการเติบโตวัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม เป็นต้น นอกจากนี้การใช้อัตราส่วนที่แตกต่างกันเป็นตัวแปรแทนปัจจัยเฉพาะของกิจการเดียวกันอาจทำให้ข้อสรุปแตกต่างกันไปด้วย เช่น ผลของการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศบังคลาเทศ (Rouf, 2015) พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตรากำไรสุทธิ แต่โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แม้ว่าจะวิเคราะห์ด้วยเทคนิคเช่นเดียวกัน เป็นต้น

1.2 ช่องว่างจากวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) ซึ่งที่ผ่านมางานวิจัยส่วนใหญ่ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน และอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ โดยแยกการศึกษาเป็นสองสมการด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ ซึ่งอาจมีผลให้ข้อสรุปอิทธิพลแตกต่างกัน เช่น Salama, & Putnam (2015) พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีอิทธิพลคงที่ แต่กลับพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีตัวแบบเชิงเส้นน้อยทั่วไป ส่วน Park, & Jang (2013) พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น แต่กลับพบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เป็นต้น

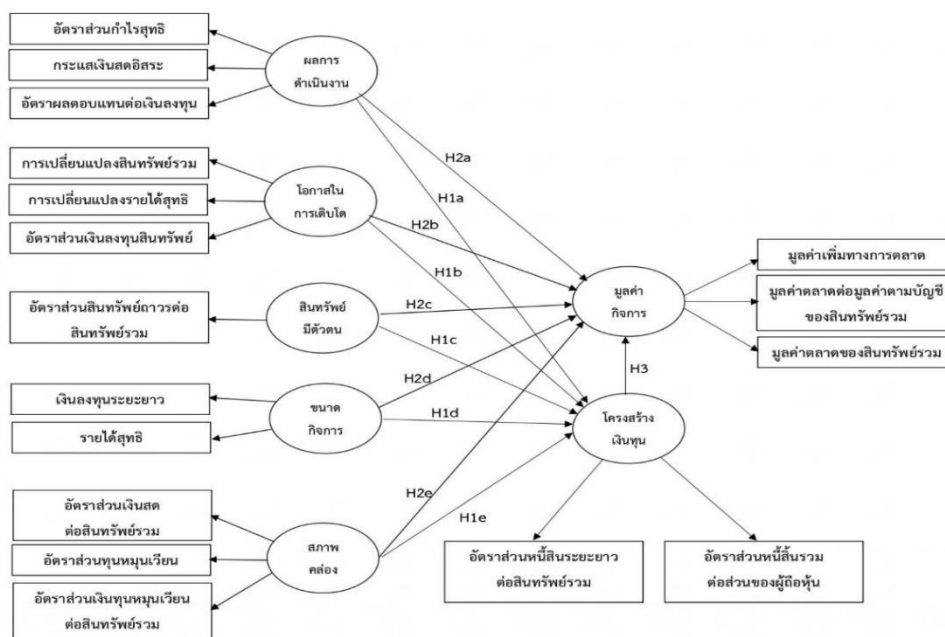
1.3 ช่องว่างในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากมูลค่าการซื้อขายในรอบปีที่ผ่านมา มาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พึ่งพาการซื้อขายจากนักลงทุนต่างประเทศ ดังจะเห็นได้ว่าในปี 2565 นักลงทุนต่างประเทศดำเนินการซื้อหลักทรัพย์มูลค่ารวม 2,951,424.14 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 46.25% ของมูลค่าการซื้อขายรวม ส่วนนักลงทุนในประเทศดำเนินการซื้อหลักทรัพย์มูลค่ารวม 2,221,359.17 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 31.12% ของมูลค่าการซื้อขายรวม ในปีเดียวกัน นักลงทุนต่างประเทศดำเนินการขายหลักทรัพย์มูลค่ารวม 2,833,184.46 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 45.39% ของการขายรวม ส่วนนักลงทุนในประเทศดำเนินการขายหลักทรัพย์มูลค่ารวม 2,339,582.35 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 35.31% ของการขายรวม ซึ่งผลการวิจัยนี้จะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์สามารถอธิบายอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผล

ต่อมูลค่ากิจการในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มูลค่าการซื้อขายพึ่งพานักลงทุนต่างชาติเป็นหลัก

1.4 ช่องว่างจากกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย เนื่องจากแต่ละงานวิจัยมีบริบทที่แตกต่างกัน ทั้งด้านเวลา สภาพเศรษฐกิจ การเมืองและสังคม ฯลฯ ส่งผลให้ข้อสรุป ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของงานวิจัยแต่ละเรื่องมีความแตกต่างกัน เช่น ในการวิเคราะห์อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตโดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด ต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินเป็นตัวชี้วัด ซึ่งดำเนินการวิจัยโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ แบบกำลังสองน้อยที่สุดจากกลุ่มตัวอย่างในประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) พบว่าโอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน แต่ในการศึกษาของประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) กลับพบว่าโอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน และในทางกลับกันการศึกษาของประเทศบังกลาเทศ (Uddin, 2015) กลับพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เป็นต้น

จากช่องว่างของงานวิจัยที่ได้กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยจึงกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัย เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการ ซึ่งประกอบไปด้วย ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และสภาพคล่องที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งผู้วิจัยกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐาน จำนวน 13 ข้อ โดยอ้างอิงจากทฤษฎีและผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม และดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model)

2. กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

3. สมมติฐานในการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังกล่าว จึงเป็นที่มาของการตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H1: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

- H1a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

H2: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

- H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- H2c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- H2d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- H2e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

H3: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาข้อมูลเชิงปริมาณ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิและนำมาวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ มีวัตถุประสงค์ 4 ประการดังนี้ 1) เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม 2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 3) เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 4) เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการทบทวนวรรณกรรมทางวิชาการทั้งหมดในบทที่ 2 นำมาสู่การกำหนดแนวทางการวิจัยเพื่อให้การศึกษานี้สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการวิจัย จึงได้กำหนดวิธีการวิจัยประกอบด้วยหัวข้อต่าง ๆ โดยผู้วิจัยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 4 ตอน มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตอนที่ 1 ประชากรและขนาดของกลุ่มตัวอย่าง

ตอนที่ 2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ตอนที่ 3 ข้อมูลและการรวบรวมข้อมูล

ตอนที่ 4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

ตอนที่ 1 ประชากรและขนาดของกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผ่านโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2554 – พ.ศ.2563 รวมระยะเวลา 10 ปี กลุ่มประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษา ดังนี้

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งหมวดอุตสาหกรรมออกเป็น 8 กลุ่มอุตสาหกรรม 27 หมวดธุรกิจ จำนวนรวม 775 บริษัท (ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เมษายน 2562)

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาคั้งนี้ คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินการอยู่ ยกเว้น

1. บริษัทจดทะเบียนซึ่งมีรายชื่อในกลุ่มจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากกิจการเหล่านี้บางแห่งไม่มีข้อมูลครบถ้วนในการวิเคราะห์ และหากพิจารณาในแง่ของความเกี่ยวข้องกับงานวิจัยแล้ว

ผู้วิจัยเห็นว่า ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์กับการศึกษาเท่าที่ควร เนื่องจากกิจการประสบปัญหาในการดำเนินธุรกิจ การมีภาระหนี้ที่สูงเกินปกติซึ่งไม่อาจสะท้อนต้นทุนที่แท้จริงในการดำเนินธุรกิจตามปกติ โครงสร้างเงินทุนมีความไม่แน่นอนเนื่องจากจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงอีกภายหลังที่มีการจัดทำแผนฟื้นฟู ซึ่งทั้งหมดจะไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ เนื่องจากกิจการดำเนินธุรกิจในสถานการณ์ที่ไม่ปกติ ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้ไม่นำกิจการในกลุ่มดังกล่าวมาใช้เช่นเดียวกับงานวิจัยของ ภาณุพงษ์ โหมกไธสง (2556)

2. บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย หมวดประกันภัย และประกันชีวิต หมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ และหมวดธนาคาร เนื่องจากมีหน่วยงานที่กำกับดูแล โดยเฉพาะ และกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินดังกล่าวจะต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์และข้อบังคับของธนาคารแห่งประเทศไทยหรือหน่วยงานที่มีหน้าที่กำกับธุรกิจในกลุ่มนี้อยู่แล้ว ซึ่งมีข้อกำหนดสำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจสถาบันการเงินโดยเฉพาะ ทำให้กลุ่มธุรกิจการเงินมีความแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ โดยมีประเด็นที่สำคัญในเรื่องการจัดการโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตามกฎหมายสถาบันการเงินมีข้อกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจสถาบันการเงินต้องปฏิบัติตามในเรื่องดังกล่าว จีรวรรณ ครูกระโทก (2548) ทำให้งานวิจัยนี้ไม่นำบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน มาเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาของ ภาณุพงษ์ โหมกไธสง (2556)

3. กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (Property Fund) สำหรับกลุ่มนี้ไม่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้เนื่องจากการก่อตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่จะก่อตั้งโดยกิจการที่เป็นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่แล้ว ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นข้อมูลในการศึกษาอยู่แล้ว ดังนั้นจึงไม่พิจารณาใช้ข้อมูลในส่วนของกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในการงานวิจัยครั้งนี้ เพราะจะเกิดความซ้ำซ้อนในส่วนของข้อมูล

4. กลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดเอ็ม เอ ไอ สำหรับกลุ่มนี้ไม่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้ต้องการศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ SET ซึ่งบริษัทมีเงินทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป ในขณะที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI บริษัทมีเงินทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป ดังนั้นจึงไม่นำข้อมูลของบริษัทหลักทรัพย์กลุ่ม MAI มาทำการศึกษา เพราะการศึกษาครั้งนี้มุ่งสะท้อนภาพของบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ SET

5. กลุ่มบริษัทที่นำส่งข้อมูลรายงานทางการเงินไม่ครบ สำหรับกลุ่มนี้ไม่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจากบริษัทที่นำส่งข้อมูลรายงานทางการเงินไม่ครบ ตอเนกข้อมูลอาจมีปัญหา ซึ่งจะทำให้ผลการวิจัยเกิดความคลาดเคลื่อน

คงเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม 23 หมวดธุรกิจ รวม 339 บริษัท ทั้งนี้ในการเลือกกลุ่มตัวอย่างจะใช้เฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลตัวแปรและจำนวนปีที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วนข้างต้น (รายละเอียดตามภาคผนวก ก)

ตาราง 4 รายละเอียดการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

รายละเอียดการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	จำนวนบริษัท
จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	775 บริษัท
หัก บริษัทจดทะเบียนซึ่งมีรายชื่อในกลุ่มจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ	6 บริษัท
บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	60 บริษัท
กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์	67 บริษัท
กลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด MAI	161 บริษัท
บริษัทที่นำส่งข้อมูลไม่ครบ	142 บริษัท
จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษารวม	339 บริษัท

ตาราง 5 รายละเอียดกลุ่มตัวอย่างแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1.1 การเกษตร	9
	1.2 อาหารและเครื่องดื่ม	28
	รวม	37
2. ทรัพยากร	2.1 หมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค	26
	รวม	26
3. เทคโนโลยี	3.1 ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	7
	3.2 เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	23
	รวม	30
4. บริการ	4.1 การท่องเที่ยวและสันทนาการ	11
	4.2 การแพทย์	14
	4.3 ขนส่งและโลจิสติก	11

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	จำนวนกลุ่ม ตัวอย่าง
	4.4 บริการเฉพาะกิจ	2
	4.5 พาณิชยกรรม	14
	รวม	73
5. สินค้าอุตสาหกรรม	5.1 กระดาษและวัสดุการพิมพ์	1
	5.2 บรรจุภัณฑ์	14
	5.3 ปีโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	11
	5.4 ยานยนต์	15
	5.5 วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	9
	5.6 เหล็ก	21
	รวม	71
6. สินค้าอุปโภคบริโภค	6.1 ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	9
	6.2 ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	4
	6.3 แพชั่น	17
	รวม	30
7. อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง	7.1 บริการรับเหมาก่อสร้าง	17
	7.2 พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	40
	7.3 วัสดุก่อสร้าง	15
	รวม	72
	รวมจำนวน	339

สำหรับการพิจารณาความเหมาะสมของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการพิจารณาถึงขนาดกลุ่มตัวอย่างที่มีความเหมาะสมกับการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรม AMOS โดยการใช้เทคนิคการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ซึ่งผู้วิจัยใช้วิธีการกำหนดขนาดตัวอย่างตาม Hair et al. 1998 ที่แนะนำว่าขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสมคือ 200-300 ตัวอย่าง และ Comrey, & Lee (1992; Hair et al., 2010) ได้แนะนำว่ากลุ่มตัวอย่างควรมีขนาด 15 เท่าของตัวแปรสังเกตในงานนั้น ๆ ซึ่งการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมีตัวแปรสังเกตจำนวน 17 ตัวแปร ขนาดตัวอย่างที่เหมาะสมและเพียงพอจึงควรมีอย่างน้อย 15 เท่า X 17 ตัวแปร เท่ากับ 255 ตัวอย่าง ซึ่งจากผลการคำนวณเป็นขนาดกลุ่มตัวอย่างขั้นต่ำที่สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ด้วย

เทคนิคการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ดังนั้นการวิจัยครั้งนี้มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 339 ตัวอย่าง ซึ่งมีจำนวนเพียงพอและมากกว่าขนาดของกลุ่มตัวอย่างขั้นต่ำที่สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ด้วยเทคนิคโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM)

ตอนที่ 2 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือสำคัญที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้แก่ แบบบันทึกข้อมูลจากเอกสาร หรือหลักฐาน ซึ่งทำการบันทึกจากงบการเงินและแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในรอบระยะเวลา 10 ปี นับตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 – พ.ศ.2563 ซึ่งเป็นข้อมูลที่รวบรวมไว้โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน SETSMART

โดยตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ มาจากการทบทวนทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งเป็นตัวแปรที่มีความเกี่ยวข้องกับปัจจัยเฉพาะของกิจการ โครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการซึ่งตัวแปรต่าง ๆ ที่เลือกใช้ในการศึกษาได้แก่

ตาราง 6 ตัวแปรและแหล่งที่มาของข้อมูล

ตัวแปรคุณลักษณะ	ตัวแปรสังเกตได้	แหล่งที่มาของข้อมูล
มูลค่ากิจการ	มูลค่าเพิ่มทางการตลาด	แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) SETSMART
	อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) SETSMART
	มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม	แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) SETSMART
ผลการดำเนินงาน	อัตราส่วนกำไรสุทธิ	งบการเงิน
	กระแสเงินสดอิสระ	แบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) SETSMART
	อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน	งบการเงิน
โอกาสในการเติบโต	ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม	งบการเงิน
	ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงรายได้สุทธิ	งบการเงิน

ตัวแปรคุณลักษณะ	ตัวแปรสังเกตได้	แหล่งที่มาของข้อมูล
	ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ ถาวร	งบการเงิน
สินทรัพย์ที่มีตัวตน	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม	งบการเงิน
ขนาดของกิจการ	เงินลงทุนระยะยาว	งบการเงิน
	รายได้สุทธิ	งบการเงิน
สภาพคล่อง	อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม	งบการเงิน
	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	งบการเงิน
	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม	งบการเงิน
โครงสร้างเงินทุน	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	งบการเงิน
	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	งบการเงิน

ตอนที่ 3 ข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล

1. ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มาจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) รวบรวมได้จากงบการเงินและแบบรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในรอบระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 – พ.ศ.2563 โดยมีได้ในปี 2564-2565 มาพิจารณาเนื่องจาก สถานการณ์แพร่ระบาดของโควิด-19 จะส่งผลต่อความเสถียรของข้อมูล ที่จะนำไปวิเคราะห์ ทำการเก็บข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่รวมไว้ใน SETSMART โดยไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทที่มีการดำเนินงานในลักษณะกองทุนรวม บริษัทที่มีการส่งข้อมูลงบการเงินไม่ครบ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม MAI บริษัทจดทะเบียนซึ่งมีรายชื่อในกลุ่มจัดทำแผนฟื้นฟู คงเหลือบริษัทที่สามารถจัดเก็บข้อมูลได้ครบถ้วน จำนวน 339 บริษัท โดยสาเหตุที่เลือกใช้ข้อมูลข้างต้นเนื่องจากรายงานงบการเงินประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีรับอนุญาตซึ่งได้มีการจัดทำรายงานงบการเงินประจำปีเป็นไปตามพระราชบัญญัติวิชาชีพบัญชี รวมทั้งผู้สอบบัญชีรับอนุญาตทั้งหมดได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นหน่วยงานที่ควบคุมดูแลทางด้านรายงานงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ขณะที่รายงานข้อมูลประจำปีของบริษัทจดทะเบียนถูกจัดทำขึ้นตามข้อกำหนดของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เพื่อเปิดเผยข้อมูลอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียน ทำให้เชื่อได้ว่าข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีความน่าเชื่อถือที่จะใช้สำหรับการวิจัยได้

2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

แหล่งข้อมูลหลักที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลที่มาจากกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก่อตั้งขึ้นเมื่อปี 2518 ปัจจุบันมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดรวม 775 บริษัท มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 17,128,529.46 ล้านบาท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เมษายน 2562) ในการศึกษาครั้งนี้จะใช้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดทุกกิจการ ยกเว้นรวมกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทที่มีการดำเนินงานในลักษณะกองทุนรวม บริษัทจดทะเบียนซึ่งมีรายชื่อในกลุ่มจัดทำแผนฟื้นฟู บริษัทที่มีการส่งงบการเงินไม่ครบ ซึ่งปัจจุบันมีจำนวนรวม 339 บริษัท โดยเก็บข้อมูล 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 – พ.ศ. 2563

แหล่งข้อมูลที่ใช้และการเก็บรวบรวมข้อมูล การเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary data) โดยลักษณะของการเก็บรวบรวมข้อมูลจะเป็น Balance panel data คือ มีจำนวนข้อมูลครบถ้วนทุกตัวแปรในระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งมีระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 – พ.ศ.2563 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลของตัวแปรทั้งหมดรวบรวมจากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยแหล่งที่มาของข้อมูลจะเก็บรวบรวมจากระบบ SET SMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นอีกหนึ่งช่องทางเลือกให้แก่นักลงทุนรายย่อยในการเข้าถึงข้อมูลบริษัทจดทะเบียนและราคาซื้อขายหลักทรัพย์ได้เท่าเทียมกับนักลงทุนมืออาชีพ

3. มาตรการวัดตัวแปร

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยกำหนดตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร รายละเอียดดังนี้

ตาราง 7 รายละเอียดตัวแปรและการวัดค่า

ตัวแปร	การวัดค่า
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	
มูลค่ากิจการ	
- มูลค่าเพิ่มทางการตลาด	มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น - มูลค่าตามบัญชีของส่วนผู้ถือหุ้น
- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม / มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม	ราคาตามบัญชีของหนี้สินรวม + มูลค่าตลาดของส่วนผู้ถือหุ้น
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	
ปัจจัยเฉพาะของกิจการ	
1. ผลการดำเนินงาน	
- อัตราส่วนกำไรสุทธิ	(กำไรสุทธิ / รายได้สุทธิ) X 100
- กระแสเงินสดอิสระ	กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี + ค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด - ภาษีเงินได้ - เงินลงทุนสินทรัพย์ถาวร - เงินลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน
- อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน	((กำไรจากการดำเนินงาน - ภาษีเงินได้) / เงินลงทุน) X 100
2. โอกาสในการเติบโต	
- ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม	(อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมแต่ละปี) / 9
- ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ	(อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิแต่ละปี) / 9
- ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	(เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรแต่ละปี / สินทรัพย์รวมแต่ละปี) / 10
3. สินทรัพย์ที่มีตัวตน	
- อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม	(ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ / สินทรัพย์รวม) X 100
4. ขนาดของกิจการ	
- เงินลงทุนระยะยาว	มูลค่าเงินลงทุนระยะยาว
- รายได้สุทธิ	มูลค่ารายได้สุทธิประจำปี
5. สภาพคล่อง	
- อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม	(เงินสด / สินทรัพย์รวม) X 100
- อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน

ตัวแปร	การวัดค่า
- อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม	$(\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{หนี้สินระยะสั้น}) / \text{สินทรัพย์รวม} \times 100$
ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable)	
โครงสร้างเงินทุน	
- อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	$(\text{หนี้สินระยะยาว} / (\text{หนี้สินรวม} + \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น})) \times 100$
- อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	$(\text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}) \times 100$

ตอนที่ 4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อให้ข้อมูลมีความพร้อมสำหรับการวิเคราะห์ ผู้วิจัยจึงทำการตรวจสอบข้อมูลโดยจะไม่นำกิจการที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนมาร่วมในการวิเคราะห์ จากนั้นจึงดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการทางสถิติใน 4 ลักษณะ คือ การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน และการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยมีรายละเอียดดังนี้

ขั้นที่ 1 การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ

การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของสถิติประกอบด้วยวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรใน 4 ลักษณะ ดังนี้

1. การตรวจสอบการแจกแจงแบบโค้งปกติ (normality) ของตัวแปร โดยการทดสอบสมมติฐานของค่าสถิติ Shapiro-Wilk เนื่องจากค่าสถิติ Shapiro-Wilk มีอำนาจการทดสอบการแจกแจง ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานจะต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรือค่า p-value มีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไปจึงจะถือว่าตัวแปรมีการแจกแจงแบบปกติ (Hair et al.,2010)

2. การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปร (linearity) โดยหาค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน ซึ่งตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงแต่ละตัวต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน และตัวแปรอิสระและตัวแปรตามต้องมีความสัมพันธ์กัน ค่า VIF (variance inflation factor) ของตัวแปรอิสระมีค่าไม่เกิน 5.0 (Hair et al.,2010)

3. การตรวจสอบหาค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร (multivariate outliers) ด้วยการใช้ระยะทางแบบมหาลาโนบิส (Mahalanobis distance) แล้วทดสอบสมมติฐานของค่าสถิติระยะทางแบบมหาลาโนบิสของทุกตัวอย่าง โดยตัวอย่างใดที่พบว่าค่าสถิติระยะทางแบบมหาลาโนบิสมีนัยสำคัญทางสถิติจะถือเป็นค่าผิดปกติ และไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ได้ (Hair et al.,2010)

4. การทดสอบความเท่ากันของความแปรปรวน (homogeneity of variances) ด้วยการทดสอบสมมติฐานของค่าสถิติ Levene ก่อนการวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนระหว่างอุตสาหกรรม ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานจะต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรือค่า p-value มีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไปจึงจะถือว่าตัวแปรมีความแปรปรวนเท่ากัน (Hair et al.,2010)

ขั้นที่ 2 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร เป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรในแบบจำลองด้วยสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าความเบ้ และค่าความโด่ง

ขั้นที่ 3 การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม เป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นตัวแปรโครงสร้างเงินทุนด้วยสถิติเชิงพรรณนาตามกลุ่มอุตสาหกรรม ด้วยค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมด้วยสถิติเชิงอนุมาน (inferential statistics) ด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวและการหาค่าสถิติ Welch เพื่อทดสอบความทนทานของผลการทดสอบในกรณีที่ขนาดตัวอย่างและความแปรปรวนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

ขั้นที่ 4 การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง

การตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง (construct validity) เป็นการตรวจสอบคุณภาพเครื่องมือ โดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้ในการวัดเป็นตัวแทนของการวัดตัวแปรแฝงได้หรือไม่ ซึ่งต้องตรวจสอบว่าแบบจำลองการวัด (measurement model) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์หรือไม่ โดยการเปรียบเทียบเมทริกซ์ความแปรปรวนร่วมของค่าสังเกตได้จากข้อมูลเชิงประจักษ์และค่าประมาณจากแบบจำลอง (observed and estimated covariance matrices) ทั้งนี้ขนาดกลุ่มตัวอย่างมากกว่า 250 ชุดและจำนวนตัวแปรสังเกตได้อยู่ระหว่าง 12-30 ตัวแปร ค่าความสอดคล้องของแบบจำลองจะพิจารณาโดยใช้เกณฑ์ดังต่อไปนี้ (Hair et al.,2010)

1. ค่าไคสแควร์ ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากเมื่อมีจำนวนตัวแปรสังเกตได้มากขึ้นและเมื่อขนาดกลุ่มตัวอย่างมากขึ้น ค่าไคสแควร์จะสูงขึ้น ส่งผลให้ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แต่การเพิ่มจำนวนตัวแปรสังเกตได้และจำนวนตัวอย่างทำให้แบบจำลองมีความตรงมากขึ้น ดังนั้น การตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์จึงต้องพิจารณาเกณฑ์ความสอดคล้องอื่น ๆ ประกอบกับค่าไคสแควร์ด้วย

2. ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI หรือ Tucker Lewis Index: TLI) มีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 1 โดย CFI หรือ TLI ที่มีค่าสูงถือว่าแบบจำลองมีความ

สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดย CFI หรือ TLI ตามแนวคิดของ Diamantopoulos, & Siguaw (2000) ค่าที่ยอมรับได้ควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไปถือว่าแบบจำลองมีความเหมาะสม

3. ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ (Relative Chi-square: CMIN/DF) ควรจะต้องมีค่าน้อยกว่า 3 ตามแนวคิดของ Hair et al. (2006) ถ้าค่าเข้าใกล้ 0 มากเท่าไร แสดงว่าแบบจำลองนั้นยังมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น

4. ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) เป็นการแสดงถึงปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยโมเดล ผลของค่าดัชนีเป็นไปตามแนวคิดของ Hair et al. (2006) และ Mueller (1996) ค่าที่ดีควรมีค่า 0.90 ขึ้นไป แสดงว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์

5. ดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้ไขแล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) เป็นการแสดงถึงปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยโมเดลปรับแก้ด้วยองศาความเป็นอิสระ ผลของค่าดัชนีเป็นไปตามแนวคิดของ Hair et al. (2010) และ Mueller (1996) ค่าที่ดีควรมีค่า 0.90 ขึ้นไป หรือมากกว่า 0.80 ตามแนวคิดของ Gefen et al (2000) ถือว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์

6. ดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) และดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความคลาดเคลื่อน (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) โดยแบบจำลองที่ SRMR หรือ RMSEA ที่มีค่าใกล้ศูนย์ ถือว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แต่หากมีค่าเกินกว่า 0.10 ถือว่าแบบจำลองไม่สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ทั้งนี้ตามแนวคิดของ Diamantopoulos, & Siguaw (2000) อธิบายถึงแบบจำลองที่มีตัวแปรสังเกตได้จำนวนมากและขนาดใหญ่ SRMR และ RMSEA ไม่เกิน 0.08 ถือว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

เมื่อแบบจำลองการวัดผ่านเกณฑ์ความสอดคล้องแล้ว จึงจะประเมินความตรงตามทฤษฎี ด้านความตรงเชิงสอดคล้อง (convergent validity) และความตรงเชิงจำแนก (discriminant validity) ดังนี้

1. ความตรงเชิงสอดคล้อง พิจารณาจากค่าน้ำหนักปัจจัยมาตรฐาน หรือน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (standardized factor loading) ของตัวแปรสังเกตได้มากกว่าหรือเท่ากับ 0.5 (Hair et al.,2010)

2. ความตรงเชิงจำแนก โดยพิจารณาจากค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงมีความสัมพันธ์กันต่ำหรือไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือ ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันไม่เกิน 0.80 (Garson, 2001)

ขั้นที่ 5 การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย

ในการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน ผู้วิจัยดำเนินการโดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง หรือ SEM เพื่อให้การวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรตามสามารถทำได้ในการวิเคราะห์แบบจำลองในคราวเดียว แทนการแยกวิเคราะห์อิทธิพลเป็นสองแบบจำลองด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณและการวิเคราะห์เส้นทาง (path analysis) อีกทั้ง การวิเคราะห์ข้อมูลด้วย SEM สามารถมีตัวแปรสังเกตได้ทำหน้าที่เป็นตัวแปรแทนปัจจัยเฉพาะของกิจการได้หลายตัวพร้อม ๆ กัน ทำให้การวิเคราะห์ด้วย SEM ช่วยลดความคลาดเคลื่อนในการวัด ซึ่งเป็นข้อจำกัดของการวิเคราะห์ด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณที่กำหนดให้ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเอง (Hair et al., 2010)

แบบจำลองการวัดและแบบจำลองโครงสร้างจะต้องมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (CFI หรือ TLI) มีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ควรมีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป ดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้ไขแล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) มีค่าตั้งแต่ 0.80 ขึ้นไป ค่าดัชนีความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ SRMR และ RMSEA น้อยกว่า 0.08 (Hair et al., 2010) ทั้งนี้เพื่อให้แบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ตามเกณฑ์ข้างต้น จะมีการปรับแบบจำลองโดยพิจารณาจาก Modification Indices (MI) และการมีทฤษฎี หรือผลการวิจัยในอดีตรองรับ เมื่อแบบจำลองการวัดและแบบจำลองโครงสร้างสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์แล้วจึงพิจารณา ค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลองโครงสร้าง ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ปรับมาตรฐาน (estimate standardization) ค่าความคลาดเคลื่อน (S.E.) และค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (coefficient of determination: R^2) เพื่อทดสอบสมมติฐาน (Hair et al., 2010)

บทที่ 4

ผลการศึกษา

การวิจัยเรื่องอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติบรรยาย (Descriptive Statistics) การแจกแจงความถี่ของข้อมูลด้วยค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน วิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) มีการใช้สถิติในการวิเคราะห์ ประกอบด้วย วิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis หรือ CFA) ตรวจสอบความกลมกลืนของโมเดลการวิจัยกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Model Fit) โดยผู้วิจัยทำการตรวจสอบความสอดคล้องของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Assessment of Model Fit) โดยดัชนีที่ใช้ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ประกอบด้วย ดัชนีค่า Chi-Square, CMIN/df, CFI, AGFI, RMSEA และ RMR โดยเกณฑ์ในการตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลประมวลผลข้อมูลจากโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปทางสถิติ นำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลและการแปลผลในรูปแบบตารางประกอบคำอธิบาย สรุปผลงานวิจัยได้เป็น 6 ตอน มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ตอนที่ 2 ผลการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ตอนที่ 3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดลแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

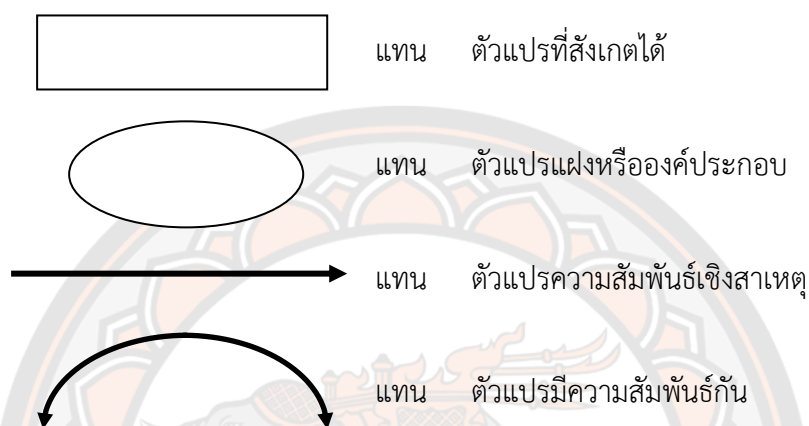
ตอนที่ 4 ผลวิเคราะห์เชิงพรรณนาตัวแปรองค์ประกอบเชิงยืนยันอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตอนที่ 5 การวิเคราะห์ตรวจสอบสหสัมพันธ์ตัวแปรแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตอนที่ 6 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis) ของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การกำหนดสัญลักษณ์และอักษรย่อที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อให้เกิดความเข้าใจตรงกันในการนำเสนอและการแปลความหมายผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่นำเสนอในบทที่ 4 นี้ ผู้วิจัยกล่าวถึงสัญลักษณ์และอักษรย่อที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล และผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถานภาพของกลุ่มตัวอย่าง หลังจากนั้นจะนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามลำดับของวัตถุประสงค์ของการวิจัยกำหนดสัญลักษณ์ของโมเดลเชิงสาเหตุของเครื่องหมายที่ใช้



สัญลักษณ์ที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

Mean	หมายถึง	ค่าเฉลี่ย
SD	หมายถึง	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
r.	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's product moment correlation coefficient)
χ^2	หมายถึง	ค่าสถิติไค-สแควร์ (chi - square)
λ	หมายถึง	น้ำหนักองค์ประกอบ (factor loading)
e.	หมายถึง	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (error) ของตัวบ่งชี้
P-Value	หมายถึง	ค่าความน่าจะเป็นสำหรับบอกนัยสำคัญทางสถิติ
df.	หมายถึง	ค่าองศาอิสระ
R ²	หมายถึง	ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุคูณกำลังสอง
**	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01
*	หมายถึง	มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05
CFI	หมายถึง	ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index)
GFI	หมายถึง	ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI)

AGFI	หมายถึง	ดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้ไขแล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index)
RMSEA	หมายถึง	ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองของการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation)
SRMR	หมายถึง	ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน หรือ รากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual)
CFA	หมายถึง	การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis)
AVE	หมายถึง	ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนที่ถูกสกัดได้
CR.	หมายถึง	ค่าความเที่ยงรวม

ความหมายและตัวของตัวแปรงานวิจัย

ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	สัญลักษณ์
มูลค่ากิจการ	VAL
- มูลค่าเพิ่มทางการตลาด	MVA
- อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม	MB
- มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม	MTA
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	
ปัจจัยเฉพาะของกิจการ	
ผลการดำเนินงาน	PERF
- อัตราส่วนกำไรสุทธิ	PM
- กระแสเงินสดอิสระ	FCF
- อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน	ROIC
โอกาสในการเติบโต	GROW
- ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม	GTA
- ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ	GTR
- ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร	GCAP

	สัญลักษณ์
สินทรัพย์ที่มีตัวตน	TANG
- อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม	FA
ขนาดของกิจการ	SIZE
- เงินลงทุน	CAP
- รายได้สุทธิ	TR
สภาพคล่อง	Liq
- อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม	CASH
- อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	CR
- อัตราส่วนเงินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม	WCTA
ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable)	
โครงสร้างเงินทุน	CAPIT
- อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	LTD
- อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	DE
เกณฑ์ค่าสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	

ค่า Chi-Square (χ^2 -test) ควรมีค่าน้อยกว่า 2.00 แสดงว่า โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ตามแนวคิดของ Hair et al. (2010; Bollen, 1989; Sorbon, 1996)

ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI) การพิจารณาความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ โดย CFI ที่ดีควรมีค่า 0.90 ขึ้นไป แสดงว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ ผลของค่าดัชนีเป็นไปตามแนวคิดของ Hair et al. (2010)

ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) เป็นการแสดงถึงปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยโมเดล ผลของค่าดัชนีเป็นไปตามแนวคิดของ Hair et al. (2010) และ Mueller (1996) ค่าที่ดีควรมีค่า 0.90 ขึ้นไป แสดงว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์

ดัชนีวัดความกลมกลืนที่ปรับแก้ไขแล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI) เป็นการแสดงถึงปริมาณความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมที่อธิบายได้ด้วยโมเดลปรับแก้ด้วยองศาความเป็นอิสระ ผลของค่าดัชนีเป็นไปตามแนวคิดของ Hair et al. (2010) และ Mueller (1996) ค่าที่ดีควรมีค่า 0.90 ขึ้นไป หรือมากกว่า 0.80 ตามแนวคิดของ Gefen et al. (2000) ถือว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์

ดัชนีรากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองของการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน โดยค่า RMSEA ที่ดีควรมีค่าน้อยกว่า 0.05 หรือมีค่าระหว่าง 0.05 ถึง 0.08 ตามแนวคิดของ Hair et al. (2010)

ดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนในรูปความคลาดเคลื่อน หรือ รากที่สองของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (Standardized Root Mean Square Residual: SRMR) ควรมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงจะสรุปได้ว่าโมเดลสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ตามแนวคิดของ Hair et al. (2010)

ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 339 บริษัท ใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ความถี่ ร้อยละ ตามตาราง 8

ตาราง 8 ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิเคราะห์ โดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1.1 การเกษตร	9	2.66
	1.2 อาหารและเครื่องดื่ม	28	8.26
	รวม	37	10.92
2. ทรัพยากร	2.1 หมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค	26	7.67
	รวม	26	7.67
3. เทคโนโลยี	3.1 ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	7	2.06
	3.2 เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	23	6.78
	รวม	30	8.84
4. บริการ	4.1 การท่องเที่ยวและสันทนาการ	11	3.24
	4.2 การแพทย์	14	4.13
	4.3 ขนส่งและโลจิสติก	11	3.24
	4.4 บริการเฉพาะกิจ	2	0.59

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	จำนวน บริษัท	ร้อยละ
	4.5 พาณิชยกรรม	14	4.13
	รวม	73	21.53
5. สินค้าอุตสาหกรรม	5.1 กระดาษและวัสดุการพิมพ์	1	0.29
	5.2 บรรจุภัณฑ์	14	4.13
	5.3 ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	11	3.24
	5.4 ยานยนต์	15	4.43
	5.5 วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	9	2.66
	5.6 เหล็ก	21	6.20
	รวม	71	20.95
6. สินค้าอุปโภคบริโภค	6.1 ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	9	2.66
	6.2 ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	4	1.18
	6.3 แพชั่น	17	5.01
	รวม	30	8.85
7. อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง	7.1 บริการรับเหมาก่อสร้าง	17	5.01
	7.2 พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	40	11.80
	7.3 วัสดุก่อสร้าง	15	4.43
	รวม	72	21.24
	รวมจำนวน	339	100

จากตาราง 8 พบว่าจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 339 บริษัท ส่วนใหญ่มาจาก กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ร้อยละ 21.53) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ร้อยละ 21.24) และกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรม (ร้อยละ 20.95) มากที่สุดสามอันดับแรก และมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (ร้อยละ 7.67) น้อยที่สุด เมื่อพิจารณาตามหมวดธุรกิจพบว่า กลุ่มตัวอย่างมาจาก หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ร้อยละ 11.80) หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (ร้อยละ 8.26) หมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค (ร้อยละ 7.67) มากที่สุดสามอันดับแรก และมาจาก หมวดธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์ (ร้อยละ 0.29) น้อยที่สุด

ตอนที่ 2 ผลการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม ใช้สถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว

ตาราง 9 ค่าสถิติของตัวแปรโครงสร้างเงินทุน แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทโครงสร้าง เงินทุน	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร N = 37	LTD (%)	10.36	9.06	0.03	44.68
	DE (%)	99.96	90.17	3.54	388.54
ทรัพยากร N = 26	LTD (%)	24.77	13.46	3.11	50.78
	DE (%)	91.56	69.30	19.86	299.18
เทคโนโลยี N = 30	LTD (%)	36.33	90.56	0.00	158.97
	DE (%)	98.91	97.96	19.09	488.32
บริการ N = 73	LTD (%)	19.50	18.26	0.63	134.75
	DE (%)	98.76	94.44	7.98	425.98
สินค้าอุตสาหกรรม N = 71	LTD (%)	9.18	8.88	0.29	38.17
	DE (%)	92.93	98.42	0.25	450.82
สินค้าอุปโภคบริโภค N = 30	LTD (%)	7.53	4.66	1.77	20.74
	DE (%)	62.97	82.90	9.87	447.59
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง N = 72	LTD (%)	20.10	12.06	0.03	42.48
	DE (%)	93.10	93.90	0.00	459.37
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม N = 339	LTD (%)	17.30	33.86	0.00	158.97
	DE (%)	87.42	87.15	0.00	488.32

1. หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของแต่ละอุตสาหกรรม

จากตาราง 9 พบว่า กิจกรรมที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมดมีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมอยู่ระหว่าง 0.00 ถึง 158.97% และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.30% ซึ่งกิจกรรมที่มีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมากที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ตามมาด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ส่วนกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค มีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมต่ำที่สุด โดยกิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (36.33%) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (24.77%) และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (20.10%) มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุด

สามอันดับแรก ส่วนกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมน้อยที่สุด (7.53%)

ตาราง 10 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

แหล่งความแปรปรวน	Sum of Squares	df	Mean Square	F	p-value
ระหว่างกลุ่ม	22,557.931	6	1,546.212	11.825	<0.001
ภายในกลุ่ม	365,035.373	333	130.753		
รวม	387,593.304	339			

ตาราง 11 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
Tukey HSD	ค่าเฉลี่ย	10.36	24.77	36.33	19.50	9.18	7.53	20.10
(1) เกษตรและอาหาร	10.36	-						
(2) ทรัพยากร	24.77	14.409	-					
(3) เทคโนโลยี	36.33	25.974*	11.566	-				
(4) บริการ	19.50	-9.136	-5.273	-16.839	-			
(5) สินค้าอุตสาหกรรม	9.18	-1.174	-15.584	-27.149*	-10.310	-		
(6) สินค้าอุปโภคบริโภค	7.53	-2.830	-17.239	-28.804*	-11.965	-1.655	-	
(7) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	20.10	9.743	-4.667	-16.232	0.607	10.917	12.572	-

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตาราง 10 พบว่า ค่าเฉลี่ยของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของกิจการในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน มีความแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จากนั้นจึงดำเนินการเปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

จากตาราง 11 พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมสูงกว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

2. หนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของแต่ละอุตสาหกรรม

จากตาราง 11 พบว่า กิจกรรมที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมดมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อยู่ระหว่าง 0.00 ถึง 488.32% และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 87.42% ซึ่งกิจกรรมที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากที่สุดในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ตามลำดับ ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำที่สุด โดยกิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (99.96%) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (98.91%) และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (98.76%) มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุดสามอันดับแรก ส่วนกิจกรรมในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำที่สุด (62.97%)

ตาราง 12 การเปรียบเทียบหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

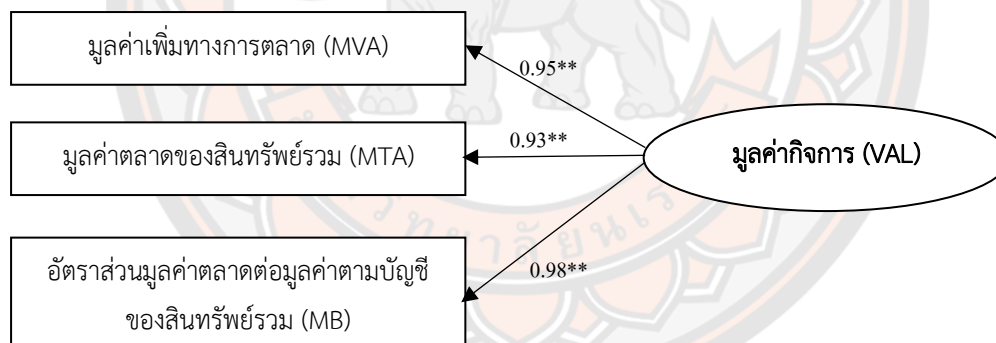
แหล่งความแปรปรวน	Sum of Squares	df	Mean Square	F	p-value
ระหว่างกลุ่ม	4184104.670	6	697350.778	1.685	0.124
ภายในกลุ่ม	137370128.931	333	413765.449		
รวม	141554233.600	339			

จากตาราง 12 พบว่า ค่าเฉลี่ยของหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกัน อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงสรุปได้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมีค่าเฉลี่ยของหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่แตกต่างกัน

ตอนที่ 3 การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดลแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในส่วนนี้เป็นการตรวจสอบความกลมกลืนของโมเดลโดยใช้การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโมเดลแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยนำตัวแปรมาใช้ในการวิเคราะห์ประกอบด้วย 7 องค์ประกอบ ตัวแปรตาม (Dependent Variable) ได้แก่ มูลค่ากิจการ (VAL) ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ ปัจจัยเฉพาะของกิจการ ได้แก่ ผลการดำเนินงาน (PERF) โอกาสในการเติบโต (GROW) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) ขนาดของกิจการ (SIZE) สภาพคล่อง (Liq) ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable) คือ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ซึ่งนำมาทำการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน และใช้เทคนิคการเชื่อมลูกศรระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนระหว่างสองตัวแปรโดยพิจารณาจากค่า MI (Modification Indices) สรุปผลการวิเคราะห์เป็นรายตัวแปรดังนี้

1. มูลค่ากิจการ (VAL)



Chi - Square = 0.680, df = 1, p-value = 0.224, CMIN/df. = 0.680,

GFI = 0.997, AGFI = 0.945, RMSEA = 0.021

ภาพ 2 โมเดลตัวแปรบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

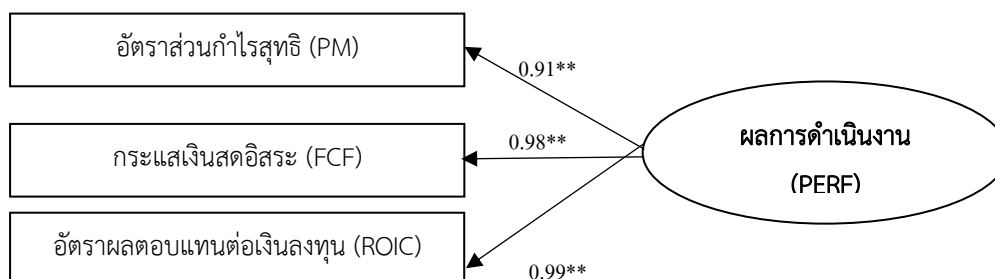
ตาราง 13 โมเดลตัวแปรบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้านมูลค่ากิจการ	λ	SE.	t-value	R ²	AVE	CR.
ด้านมูลค่ากิจการ					0.508	0.825
มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) (ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.95	-	-	55.0%		
มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตาม	0.93	0.15	8.841**	56.0%		
บัญชีของสินทรัพย์รวม (MB)	0.98	0.17	8.560**	49.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) ตัวแปรสังเกตได้ มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.93 – 0.98 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุคูณกำลังสอง (R²) ระหว่าง 49.0% - 56.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) ระหว่าง 0.508 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่า โมเดลการวัดมีความตรงเชิงลู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) ระหว่าง 0.825 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านมูลค่ากิจการทุกตัวความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงซึ่งมีการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ผลการดำเนินงาน (PERF)



Chi - Square = 0.324, df = 1, p-value = 0.512, CMIN/df. = 0.324,
GFI = 0.995, AGFI = 0.972, RMSEA = 0.004

ภาพ 3 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านผลการดำเนินงาน (PERF)

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ตาราง 14 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านผลการดำเนินงาน (PERF)

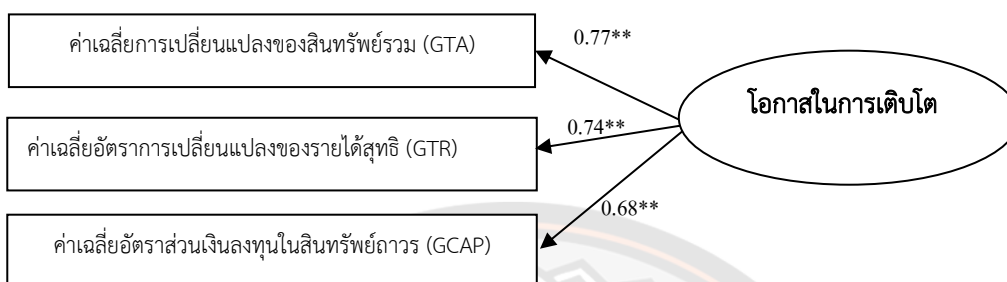
ด้านผลการดำเนินงาน	λ	SE.	t-value	R ²	AVE	CR.
ด้านผลการดำเนินงาน (PERF)					0.641	0.887
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) (ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.91	-	-	51.0%		
กระแสเงินสดอิสระ (FCF)	0.98	0.10	16.554**	49.0%		
อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC)	0.99	0.12	15.389**	55.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองผลการดำเนินงาน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) ตัวแปรสังเกตได้ มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.91 – 0.99 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุคูณกำลังสอง (R²) ระหว่าง 49.0% - 55.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) ระหว่าง 0.641 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่า โมเดลการวัดมีความตรงเชิงลู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) ระหว่าง 0.887 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านผลการดำเนินงาน ทุกตัวความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูง

ซึ่งมีค่าการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบผลการดำเนินงาน

3. โอกาสในการเติบโต (GROW)



Chi - Square = 0.279, df = 1, p-value = 0.504, CMIN/df. = 0.279,
GFI = 1.000, AGFI = 0.967, RMSEA = 0.009

ภาพ 4 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านโอกาสในการเติบโต (GROW)

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

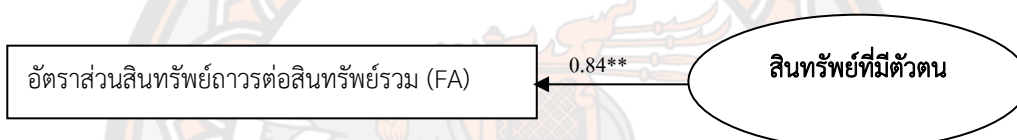
ตาราง 15 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านโอกาสในการเติบโต (GROW)

ด้านโอกาสในการเติบโต	λ	SE.	t-value	R ²	AVE	CR.
ด้านโอกาสในการเติบโต					0.546	0.857
ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA)(ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.77	-	-	64.0%		
ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR)	0.74	0.07	13.643**	59.0%		
ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP)	0.68	0.06	11.661**	43.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองด้านโอกาสในการเติบโต ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) และค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) ตัวแปรสังเกตได้ มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.68 – 0.77 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุคูณกำลังสอง (R^2) ระหว่าง 43.0% - 64.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) ระหว่าง 0.546 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่า โมเดลการวัดมีความตรงเชิงคู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) ระหว่าง 0.857 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านโอกาสในการเติบโตทุกตัวความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงซึ่งมีค่าการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบด้านโอกาสในการเติบโต

4. สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)



Chi - Square = 0.000, df = 0, p-value = 0.999, CMIN/df. = 0.000,
GFI = 1.000, AGFI = 1.000, RMSEA = 0.000

ภาพ 5 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

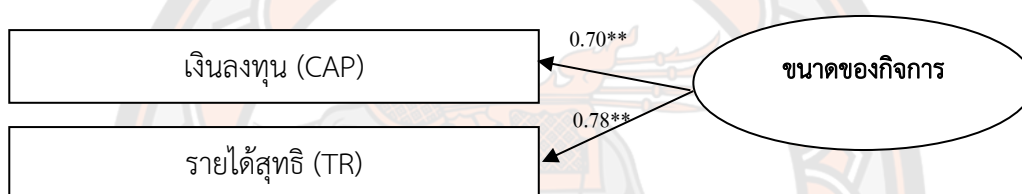
ตาราง 16 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)

ด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน	λ	SE.	t-value	R^2	AVE	CR.
ด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน					0.659	0.952
อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) (ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.84	-	-	69.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) ตัวแปรสังเกตได้มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ 0.84 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุยกกำลังสอง (R^2) 69.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) 0.659 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่า โมเดลการวัดมีความตรงเชิงลู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) 0.952 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตนทุกตัวมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูง ซึ่งมีค่าการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน

5. ขนาดของกิจการ (SIZE)



Chi - Square = 0.000, df = 0, p-value = 0.999, CMIN/df. = 0.000,
GFI = 1.000, AGFI = 1.000, RMSEA = 0.000

ภาพ 6 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านขนาดของกิจการ (SIZE)

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

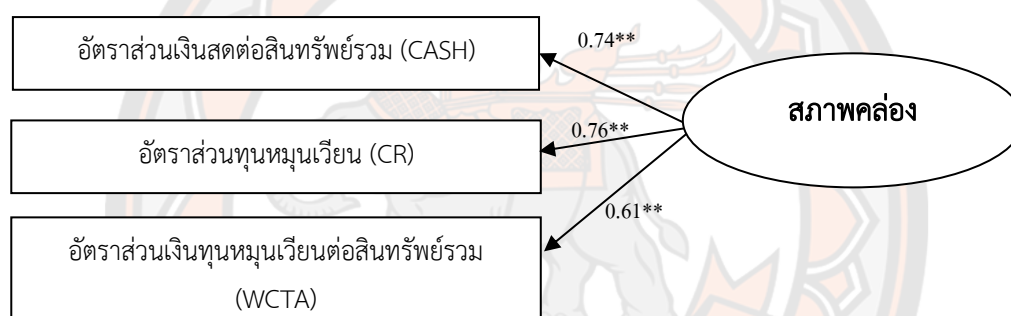
ตาราง 17 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านขนาดของกิจการ (SIZE)

ด้านขนาดของกิจการ (SIZE)	λ	SE.	t-value	R2	AVE	CR.
ขนาดของกิจการ (SIZE)					0.611	0.748
เงินลงทุน (CAP) (ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.70	-	-	60.0%		
รายได้สุทธิ (TR)	0.78	0.13	10.729**	59.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองด้านขนาดของกิจการ (SIZE) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ เงินลงทุน (CAP) และ รายได้สุทธิ (TR) ตัวแปรสังเกตได้ มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.70 – 0.78 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุคูณกำลังสอง (R^2) ระหว่าง 59.0% - 60.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) ระหว่าง 0.611 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่า โมเดลการวัดมีความตรงเชิงลู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) ระหว่าง 0.748 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านขนาดของกิจการ (SIZE) ทุกตัวความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูง ซึ่งมีค่าการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบด้านขนาดของกิจการ (SIZE)

6. สภาพคล่อง (Liq)



Chi - Square = 0.486, df = 1, p-value = 0.868, CMIN/df. = 0.486,
GFI = 1.000, AGFI = 0.977, RMSEA = 0.001

ภาพ 7 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสภาพคล่อง (Liq)

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

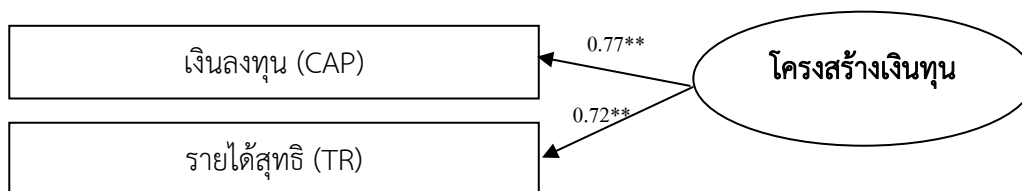
ตาราง 18 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรแฝงด้านสภาพคล่อง (Liq)

ด้านสภาพคล่อง	λ	SE.	t-value	R ²	AVE	CR.
ด้านสภาพคล่อง					0.533	0.850
อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH)						
(ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.74	-	-	55.0%		
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	0.76	0.08	13.722**	58.0%		
อัตราส่วนเงินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์						
รวม (WCTA)	0.61	0.09	10.605**	37.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองด้านสภาพคล่อง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) และอัตราส่วนเงินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCTA) ตัวแปรสังเกตได้ มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.61 – 0.76 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุยกกำลังสอง (R²) ระหว่าง 37.0% - 58.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) ระหว่าง 0.533 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่าโมเดลการวัดมีความตรงเชิงลู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) ระหว่าง 0.850 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านสภาพคล่อง ทุกตัวมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูง ซึ่งมีค่าการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบด้านสภาพคล่อง

7. โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)



Chi - Square = 0.000, df = 0, p-value = 0.999, CMIN/df. = 0.000,
GFI = 1.000, AGFI = 1.000, RMSEA = 0.000

ภาพ 8 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรตัวแทนด้านโครงสร้างเงินทุน (CAPIT)

หมายเหตุ: ** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ตาราง 19 โมเดลการวัดสำหรับปัจจัยตัวแปรตัวแทนด้านโครงสร้างเงินทุน (CAPIT)

ด้านโครงสร้างเงินทุน	λ	SE.	t-value	R ²	AVE	CR.
ด้านโครงสร้างเงินทุน					0.544	0.853
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) (ค่าคงที่พารามิเตอร์)	0.77	-	-	60.0%		
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)	0.72	0.07	13.390**	51.0%		

** อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลองด้านโครงสร้างเงินทุน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001 ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) และ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ตัวแปรสังเกตได้ มีน้ำหนักค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.72 – 0.77 มากกว่า 0.40 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงพหุคูณกำลังสอง (R²) ระหว่าง 51.0% - 60.0% ค่าเฉลี่ยความแปรปรวนถูกสกัดได้ (AVE) ระหว่าง 0.544 มากกว่า 0.50 กล่าวได้ว่า โมเดลการวัดมีความตรงเชิงลู่เข้าที่ดีถือว่าตัวแปรมีความเป็นเอกภาพที่ดี และมีค่าความเที่ยงรวม (CR) ระหว่าง 0.853 มากกว่า 0.60 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรแบบจำลององค์ประกอบด้านโครงสร้างเงินทุน ทุกตัวความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูง ซึ่งมีค่าการวัดมีความเที่ยงตรงเชิงจำแนกสูงที่บ่งบอกถึงความเป็นเอกภาพตัว

แปรแฝงซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ สามารถนำเข้าโมเดลแบบจำลองดัชนีชี้วัดองค์ประกอบด้านโครงสร้าง
เงินทุน

ตอนที่ 4 ผลวิเคราะห์เชิงพรรณนาตัวแปรองค์ประกอบเชิงยืนยันอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์การตรวจสอบค่าสถิติตัวแปรตัวบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันของอิทธิพลของ
ปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 7 องค์ประกอบ ตัวแปรตาม (Dependent Variable)
ได้แก่ มูลค่ากิจการ (VAL) ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ ปัจจัยเฉพาะของกิจการ
ได้แก่ ผลการดำเนินงาน (PERF) โอกาสในการเติบโต (GROW) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) ขนาดของ
กิจการ (SIZE) สภาพคล่อง (Liq) ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable) คือ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)
รวมทั้ง 17 ตัวแปรสังเกตได้ พบว่า ค่าความเบ้ (Skewness) หรือความสมมาตรของการแจกแจง
ในภาพรวม ตัวแปรมีการแจกแจงในลักษณะเบ้ขวาจนถึงเบ้ซ้าย แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรทั้งหมดมี
ค่าคะแนนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย โดยมีค่าความเบ้อยู่ระหว่าง (-4.850) ถึง (7.371) มีค่าความโด่ง (Kurtosis)
มีค่าระหว่าง (1.508) ถึง (7.221) จึงถือว่าตัวแปรมีความโด่งสูงกว่าโค้งปกติเล็กน้อย ซึ่งเกณฑ์ของ
ความเบ้และความโด่งที่ยอมรับได้ได้โค้งปกติมีความเบ้ไม่เกินบวกลบ 10.00 และค่าความโด่งไม่
เกินบวกลบ 10.00 (พูลพงษ์ สุขสว่าง, 2556) แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรมีลักษณะการแจกแจงไม่เบ้
และไม่โด่งจนผิดปกติแสดงให้เห็นว่าข้อมูลมีการกระจายที่สมมาตรตัวแปรมีความเที่ยงความเหมาะสม
ที่จะนำไปวิเคราะห์นำเข้าโมเดลตัวบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับ
โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ได้

ตาราง 20 วิเคราะห์การตรวจสอบการแจกแจงค่าสถิติเชิงพรรณนาตัวแปรตัวบ่งชี้อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปร	Descriptive Statistics						
	Min	Max	Mean	SD.	Median	Skewness	Kurtosis
ตัวแปรตาม (Dependent Variable)							
มูลค่ากิจการ (VAL)							
มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) (ล้านบาท)	-721,469	373,509	6,966.57	72,501.76	3,721.98	-4.850	4.002
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) (เท่า)	0	8	1.08	1.00	0.78	2.814	1.508
มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) (ล้านบาท)	7	1,039,976	27,474.59	90,977.17	13,408.5	4.000	4.206
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)							
ผลการดำเนินงาน (PERF)							
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) (%)	-503	769	4.75	52.58	4.39	6.401	5.693
กระแสเงินสดอิสระ (FCF) (ล้านบาท)	-11,487	237,697	2,888.23	15,289.06	2,649.4	4.000	7.221
อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) (%)	-22	455	6.36	29.89	3.5	4.397	5.367
โอกาสในการเติบโต (GROW)							
ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) (%)	-16	10,989	54.21	609.01	49.5	3.328	3.221
ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) (%)	-1,760	1,671	8.24	136.38	6.2	-1.049	4.771
ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) (%)	0	5	0.37	0.37	0.32	5.855	6.381
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)							
อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) (%)	0	473	36.89	36.88	32.25	5.858	6.399
ขนาดของกิจการ (SIZE)							
เงินลงทุน (CAP) (ล้านบาท)	277	787,904	11,746	48,712	9,251.09	3.219	9.270

ตัวแปร	Descriptive Statistics						
	Min	Max	Mean	SD.	Median	Skewness	Kurtosis
รายได้สุทธิ (TR) (ล้านบาท)	59.918	155,704	8,826	14,756	3,460.9	4.662	3.293
สภาพคล่อง (LIQ)							
อัตราส่วนเงินสดต่อ สินทรัพย์รวม (CASH) (%)	0	345	8.62	19.71	5.65	4.863	5.962
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) (เท่า)	0	88	3.55	8.26	1.75	7.371	6.808
อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียนต่อสินทรัพย์ รวม (WCTA) (%)	-75	152	17.28	24.57	14.09	0.781	2.955
ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable)							
โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)							
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อสินทรัพย์รวม (LTD) (%)	0	158.97	17.30	33.86	11.13	2.690	1.518
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (%)	0	488.32	87.42	87.15	87.79	1.097	4.425

จากตาราง 20 ผลการศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) อยู่ระหว่าง -721,469 ล้านบาท ถึง 373,509 ล้านบาท และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6,966.57 ล้านบาท อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.08 เท่า และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 27,474.59 ล้านบาท ผลการดำเนินงาน (PERF) พบว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) อยู่ระหว่าง -503% ถึง 769% มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.75% กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อยู่ระหว่าง -11,487 ล้านบาท ถึง 237,697 ล้านบาท มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,888.23 ล้านบาท และ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) อยู่ระหว่าง -22% ถึง 455% มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.36% โอกาสในการเติบโต (GROW) พบว่า ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 54.21% ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.24% และ ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.37% ในขณะที่สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) พบว่า อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 36.89% ทั้งนี้ ขนาดของกิจการ (SIZE) พบว่า เงินลงทุน (CAP) อยู่ระหว่าง 277 ล้านบาท ถึง 787,904 ล้านบาท มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11,746 ล้านบาท รายได้สุทธิ (TR) อยู่ระหว่าง 59.918 ล้านบาท ถึง 155,704 ล้านบาท มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8,826 ล้านบาท ในขณะที่ สภาพคล่อง (LIQ) พบว่า

อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.62% อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.55 เท่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.28% และโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.30% และ 87.42% ตามลำดับ

ตอนที่ 5 การวิเคราะห์ตรวจสอบสหสัมพันธ์ตัวแปรแบบจำลองปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในส่วนนี้วิเคราะห์ตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแบบจำลองโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อองค์ประกอบเชิงยืนยันอันอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบว่าเกิดปัญหาภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multi Collinearity) ประมวลผลข้อมูลโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปทางสถิติ สรุปผลได้ดังนี้

ในส่วนนี้ทำการวิเคราะห์เพื่อทำการตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์ตัวแปรเชิงองค์ประกอบโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อองค์ประกอบเชิงยืนยันอันอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง $-0.488 - 0.786$ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่เกิน 0.80 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระมีความเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันมากไม่มีการควบคุมตัวแปรใดๆ ไว้ มีความเที่ยงตรงมีความเป็นเอกภาพตัวแปรแฝงเป็นไปตามเกณฑ์นำเข้าโมเดลแบบจำลองโมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อองค์ประกอบเชิงยืนยันอันอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ดังตาราง 21

ตาราง 21 เมทริกซ์ค่าสหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ของอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้าง
เงินทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	PM	FCF	ROIC	GTA	GTR	GCAP	FA	CAP	TR	CASH	CR	WCTA	LTD	DE	MVA	MB	MTA
ผลการ	PM	1.000															
ดำเนินงาน	FCF	.393**	1.000														
(PERF)	ROIC	.363**	.118*	1.000													
โอกาสใน	GTA	.172**	0.020	0.048	1.000												
การเติบโต	GTR	.212**	0.025	0.105	.513**	1.000											
(GROW)	GCAP	-0.027	.137*	0.019	-0.071	0.071	1.000										
สินทรัพย์ที่	FA	-0.027	.136*	0.017	0.070	-0.073	.185**	1.000									
มีตัวตน																	
(TANG)																	
ขนาดของ	CAP	.316**	.696**	0.043	0.065	.181**	-0.063	-0.065	1.000								
กิจการ	TR	.191**	.680**	0.022	-0.042	0.025	-0.052	-0.054	.709**	1.000							
(SIZE)																	
สภาพคล่อง	CASH	0.082	0.007	-0.488**	0.064	-0.007	0.062	0.062	-0.117*	-0.090	1.000						
(Liq)	CR	.154**	-.185**	-.162**	0.034	-0.009	-.258**	-.133*	-.311**	.382**	1.000						
	WCTA	.163**	-.200**	-0.098	-0.065	-0.030	-.350**	-.140**	-.209**	.363**	.744**	1.000					
โครงสร้าง	LTD	0.029	.191**	.140**	0.104	.241**	.244**	.309**	.205**	-0.092	-.344**	-.350**	1.000				
เงินทุน	DE	-.296**	0.085	0.023	0.003	.108	-0.093	.127	.348**	-.253**	-.632**	-.524**	.428**	1.000			
(CAPIT)																	
มูลค่า	MVA	.272**	0.012	0.100	.145**	0.019	.173**	-.317**	-.252**	.294**	.133*	.113*	-.246**	-.347**	1.000		
กิจการ	MB	.371**	.206**	0.085	.206**	.131*	.164**	-.045	-0.051	.365**	.166**	0.083	-0.102	-.297**	.700**	1.000	
(VAL)	MTA	.381**	.746**	0.102	.133*	.218**	-0.017	.762**	.786**	-0.023	-.176**	-.190**	.282**	.193**	-.017	.325**	1.000

มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ ** 0.01, *0.05

จากตาราง 21 เมื่อพิจารณาตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) เป็นตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงาน (PERF) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.206 ถึง 0.381 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ โอกาสในการเติบโต (GROW) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.131 ถึง 0.206 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.164 ถึง 0.173 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ขนาดของกิจการ (SIZE) และสภาพคล่อง (Liq) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.176 ถึง 0.786 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกและลบกับ ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable) คือ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.102 ถึง 0.282 โดยที่โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ด้านอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) มีความสัมพันธ์เชิงลบตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) ในขณะที่มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ ผลการดำเนินงาน (PERF) จะส่งผลให้เกิด มูลค่ากิจการ (VAL) รวมถึงส่งผลให้เกิดโอกาสในการเติบโต (GROW) เพิ่มมากขึ้นด้วย และเมื่อขนาดของกิจการ (SIZE) สภาพคล่อง (Liq) และโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ด้านมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) เพิ่มขึ้นก็จะส่งผลต่อ มูลค่ากิจการ (VAL) เพิ่มขึ้นด้วย แต่ในขณะที่โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ด้านอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) ลดลงจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (VAL) เพิ่มขึ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตอนที่ 6 ผลการวิเคราะห์ห้องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis) ของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในส่วนนี้เป็นการตรวจสอบความกลมกลืนของโมเดลองค์ประกอบเชิงยืนยันอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งนำมาทำการวิเคราะห์ห้องค์ประกอบเชิงยืนยัน และใช้เทคนิคการเชื่อมลูกศรระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนระหว่างสองตัวแปรโดยพิจารณาจากค่า MI (Modification Indices) ซึ่งยอมให้ความคลาดเคลื่อนในการวัดมีความสัมพันธ์กันได้ สรุปผลการวิเคราะห์เป็นรายตัวแปรดังนี้

ตาราง 22 ค่าสถิติประเมินความกลมกลืนของโมเดลข้อมูลเชิงประจักษ์

ค่าดัชนีความสอดคล้อง	เกณฑ์ที่ใช้พิจารณา	ค่าสถิติที่ได้จากการวิเคราะห์	ผลการทดสอบ
Chi-square (X^2)	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	150.522	ผ่านเกณฑ์
Degree of freedom (df)		109	ผ่านเกณฑ์
Probability level	มากกว่า 0.05	0.219	ผ่านเกณฑ์
χ / df (CMIN/ DF)	น้อยกว่า 3	1.381	ผ่านเกณฑ์
Goodness of fit index (GFI)	ไม่น้อยกว่า 0.90	0.915	ผ่านเกณฑ์
Adjusted goodness of fit index (AGFI)	ไม่น้อยกว่า 0.90	0.902	ผ่านเกณฑ์
Root Mean Squared Error of Approximate Residual (RMSEA)	น้อยกว่า 0.05	0.048	ผ่านเกณฑ์

ที่มา: Hair et al., 2010

จากตาราง 22 โมเดลตัวบ่งชี้ห้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลององค์ประกอบอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังปรับโมเดล เป็นการปรับโมเดลให้มีความสมบูรณ์ เพื่อให้ค่าสถิติเป็นที่ยอมรับโดยวิธีเชื่อมตัวแปร Modification Indices และทำการตรวจสอบความเหมาะสมและความถูกต้องของโมเดลสมการเชิงโครงสร้างด้วยการพิจารณาค่าน้ำหนักของตัวแปรและค่า R^2 และค่าความผันแปรร่วมของตัวบ่งชี้ที่สัมพันธ์กันสูง พบว่าหลังปรับโมเดล มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิง

ประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ มีค่า Chi - Square = 150.522, p-value = 0.219 > 0.05 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ค่า χ^2/df เท่ากับ = 1.381 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.915 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.902 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนเปรียบเทียบ (CFI) เท่ากับ 1.00 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความคลาดเคลื่อน (RMSEA) เท่ากับ 0.048 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (SRMR) เท่ากับ 0.010 ทั้งหมดผ่านเกณฑ์ทุกดัชนีนั้นแสดงให้เห็นว่าข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกับรูปแบบโมเดลตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยสร้างขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีทั้ง 6 ตัว มีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ชี้ให้เห็นว่าตัวบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลององค์ประกอบอภิปิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ตามเงื่อนไขในระดับการยอมรับทางสถิติ ประกอบด้วยตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) ผลการดำเนินงาน (PERF) โอกาสในการเติบโต (GROW) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) ขนาดของกิจการ (SIZE) สภาพคล่อง (Liq) และโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) รวมทั้งหมด 17 ตัวแปรสังเกตได้มีความสอดคล้องเป็นไปตามเกณฑ์การกำหนดค่าซึ่งแสดงว่าโมเดลในการวัดนี้มีความเที่ยงตรง (Validity) หรือ OK Fit Confirm สรุปลงทดสอบอภิปิพลได้ดังตาราง 17 และภาพ 2

ผลการวิเคราะห์อภิปิพลเส้นทาง (Path Analysis)

งานวิจัยครั้งนี้ได้ทดสอบสมมติฐานงานวิจัยโดยใช้การวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (Path Analysis) เพื่อบอกขนาดอภิปิพลทางตรงและทางอ้อมของความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างระหว่างตัวแปรสาเหตุ (Cause variable) 7 ตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ ผลการดำเนินงาน (PERF) โอกาสในการเติบโต (GROW) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) ขนาดของกิจการ (SIZE) สภาพคล่อง (Liq) และตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable) คือ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) และตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ มูลค่ากิจการ (VAL) โดยสมมติฐานงานวิจัยนี้มี 13 สมมติฐานดังนี้

- H1: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอภิปิพลต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1a: ผลการดำเนินงานมีอภิปิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1b: โอกาสในการเติบโตมีอภิปิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1c: สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอภิปิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1d: ขนาดกิจการมีอภิปิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน
- H1e: สภาพคล่องมีอภิปิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

- H2: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ
 H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
 H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
 H2c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
 H2d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
 H2e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
 H3: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

ตาราง 23 โมเดลสมการโครงสร้างของตัวแปรสังเกตได้กับตัวแปรแฝงภายในและตัวแปรแฝงภายนอก

ตัวแปรแฝง	ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนักองค์ประกอบ				R ²
		λ	SE.	t	p-value	
CAPIT	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.707	0.02	34.964**	0.001	0.46
PERF	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.609	0.058	7.788**	0.001**	0.67
GROW	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.884	0.097	11.194**	0.002	
TANG	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	-0.359	0.208	-1.238	0.216	
Liq	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.805	0.055	10.932**	0.001	
SIZE	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.331	0.124	2.728	0.106	
TANG	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.621	0.298	4.696**	0.001	0.56
Liq	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.194	0.076	2.716	0.117	
SIZE	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.667	0.177	5.479**	0.001	
GROW	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	-0.083	0.137	-0.868	0.386	
PERF	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.389	0.082	5.019**	0.001	
ROIC	---> ผลการดำเนินงาน (PERF)	0.991	0.029	48.078**	0.001	0.98
FCF	---> ผลการดำเนินงาน (PERF)	0.942	0.004	11.206**	0.001	0.89
PM	---> ผลการดำเนินงาน (PERF)	0.982	0.03	45.412**	0.001	0.97
GCAP	---> โอกาสในการเติบโต (GROW)	0.984	0.003	10.172**	0.001	0.97
GTR	---> โอกาสในการเติบโต (GROW)	0.977	0.002	9.012*	0.045	0.96
GTA	---> โอกาสในการเติบโต (GROW)	0.893	0.02	35.19**	0.001	0.80
WCTA	---> สภาพคล่อง (Liq)	0.99	0.033	42.518**	0.008	0.98

ตัวแปรแฝง	ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนักองค์ประกอบ				R ²
		λ	SE.	t	p-value	
CR	---> สภาพคล่อง (Liq)	0.925	0.003	2.707	0.237	0.86
CASH	---> สภาพคล่อง (Liq)	0.987	0.033	41.624**	0.001	0.97
TR	---> ขนาดของกิจการ (SIZE)	0.991	0.004	11.761**	0.001	0.98
CAP	---> ขนาดของกิจการ (SIZE)	0.964	0.002	2.956	0.143	0.93
MVA	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.928	0.019	38.748**	0.001	0.86
MB	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.97	0.002	12.005**	0.006	0.94
MTA	---> มูลค่ากิจการ (VAL)	0.898	0.017	42.816**	0.001	0.81
FA	---> สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)	0.901	0.001	10.132**	0.001	0.81
LTD	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.902	0.004	12.911**	0.001	0.81
DE	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.986	0.037	38.664**	0.001	0.97

มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ ** 0.01, *0.05

จากตาราง 23 สามารถวิเคราะห์ผลการทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานการวิจัย H1 เป็นการทดสอบปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.389 ถึง 0.667 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับโครงสร้างเงินทุนได้อย่างร้อยละ 56

สมมติฐานการวิจัย H1a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.389 แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1a ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H1b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.083 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1b โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H1c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.621 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1c สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H1d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.667 แสดงให้เห็นว่า ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1d ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H1e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) สภาพคล่องมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.194 แสดงให้เห็นว่า สภาพคล่องไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1e สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H2 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.609 ถึง 0.884 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 67

สมมติฐานการวิจัย H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.609 แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2a ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.884 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2b โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H2c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.359 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตนไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2c สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H2d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.331 แสดงให้เห็นว่า ขนาดกิจการไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2d ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H2e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

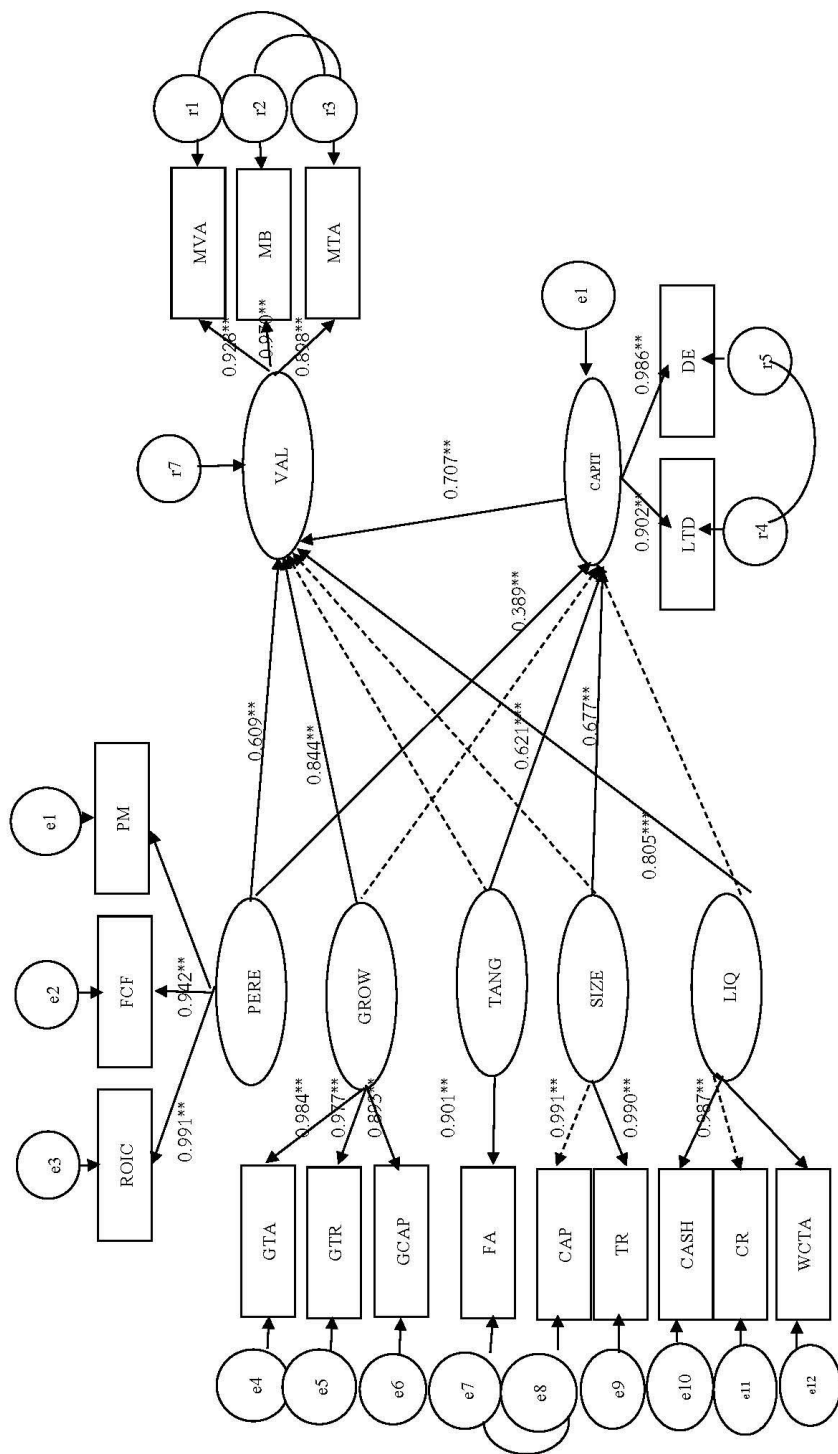
เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) สภาพคล่องมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.805 แสดงให้เห็นว่า สภาพคล่องมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2e สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H3 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.707 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H3 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยโครงสร้างเงินทุนสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 46 สามารถสรุปผลทดสอบอิทธิพลได้ดังภาพ 9

ตาราง 24 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
H1: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H1a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H1b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H1c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H1d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H1e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H2: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน
H2d: ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน
H2e: สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H3: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน



Chi - Square = 150.522, df = 109, p-value = 0.219, CMIN/df. = 1.381,

GFI = 0.915, AGFI = 0.902, RMSEA = 0.048

ภาพ 9 โมเดลอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมแบบจำลอง โครงสร้างเชิงสาเหตุ

ความสัมพันธ์ของโมเดลเชิงโครงสร้าง สามารถพิจารณาได้จาก ค่าอิทธิพลโดยรวม คือ ค่าอิทธิพลของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตามนั้นๆ โดยพิจารณาทั้งอิทธิพลทางตรง และอิทธิพลทางอ้อม ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้าง สามารถนำเสนอรายละเอียดได้ดังต่อไปนี้

ตาราง 25 เส้นทางอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัวแปรสังเกตได้
ตัวแปรสาเหตุภายใน และตัวแปรผล สมการโครงสร้าง

ตัวแปรเชิงสาเหตุ ภายใน	ตัวแปรผล (Consequences)					
	มูลค่ากิจการ (VAL)			โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE
CAPIT	0.707**	0.707**	-	-	-	-
TANG	0.014	-0.359	0.373**	0.621**	0.621**	-
SIZE	0.678**	0.331	0.672**	0.667**	0.667**	-
Liq	0.976**	0.805**	0.195**	0.194	0.194	-
GROW	0.976**	0.884**	-0.084	-0.083	-0.083	-
PERF	0.213**	0.609**	0.392**	0.389**	0.389**	-
R²		0.46			0.56	

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

หมายเหตุ: DE = อิทธิพลทางตรง, IE = อิทธิพลทางอ้อม, TE = อิทธิพลรวม

จากตาราง 25 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้างที่มีอิทธิพลทางตรง ทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ สรุปได้ดังนี้

มูลค่ากิจการ (VAL) พบว่า ตัวแปรแฝงที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) มีผลทางตรง และอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการ (VAL) มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.707 ขนาดของกิจการ (SIZE) มีผลทางอ้อม ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.672 และอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการ (VAL) มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.678 ในขณะที่ สภาพคล่อง (Liq) และผลการดำเนินงาน (PERF) มีผลต่อมูลค่ากิจการ (VAL) ซึ่งมีผลทางตรง ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.805

และ 0.609 ผลทางอ้อม ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.195 และ 0.392 และอิทธิพลรวม มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.976 และ 0.213 ตามลำดับ และโอกาสในการเติบโต (GROW) มีผลต่อมูลค่ากิจการ (VAL) ซึ่งมีผลทางตรง ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.884 และอิทธิพลรวม มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.976 ตามลำดับ

โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) พบว่า ตัวแปรแฝงที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) ขนาดของกิจการ (SIZE) และผลการดำเนินงาน (PERF) มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ซึ่งมีผลทางตรง และอิทธิพลรวม ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.621, 0.667 และ 0.389 ตามลำดับ

ตาราง 26 เส้นทางอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัวแปรสังเกตได้ ตัวแปรสาเหตุ และตัวแปรผล สมการโครงสร้าง

ตัวแปรเชิงสาเหตุ ภายนอก	ตัวแปรผล (Consequences)					
	มูลค่ากิจการ (VAL)			โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE
LTD	0.909**	-	0.909**	0.902**	0.902**	-
DE	0.993**	-	0.993**	0.986**	0.986**	-
FA	0.914**	-	0.914**	0.828**	-	0.828**
MTA	0.898**	0.898**	-	-	-	-
MB	0.970**	0.970**	-	-	-	-
MVA	0.928**	0.928**	-	-	-	-
CAP	0.967	-	0.967	0.643**	-	0.643**
TR	0.994**	-	0.994**	0.661**	-	0.661**
CASH	0.987**	-	0.987**	0.191	-	0.191
CR	0.926	-	0.926	0.179	-	0.179
WCTA	0.991**	-	0.991**	0.192	-	0.192
GTA	0.893**	-	0.893**	-0.074	-	-0.074
GTR	0.977**	-	0.977**	-0.081	-	-0.081
GCAP	0.984**	-	0.984**	-0.082	-	-0.082
PM	0.982**	-	0.982**	0.382**	-	0.382**

ตัวแปรเชิงสาเหตุ ภายนอก	ตัวแปรผล (Consequences)					
	มูลค่ากิจการ (VAL)			โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE
FCF	0.943**	-	0.943**	0.367**	-	0.367**
ROIC	0.992**	-	0.992**	0.386**	-	0.386**

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

หมายเหตุ: DE = อิทธิพลทางตรง, IE = อิทธิพลทางอ้อม, TE = อิทธิพลรวม

จากตาราง 26 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้างที่มีอิทธิพลทางตรง ทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ สรุปได้ดังนี้

มูลค่ากิจการ (VAL) พบว่า ตัวแปรเชิงสังเกตภายนอกที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มีผลต่อมูลค่ากิจการ (VAL) ซึ่งมีผลทางตรง และอิทธิพลรวมค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.898, 0.970 และ 0.928 ตามลำดับ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) รายได้สุทธิ (TR) อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCTA) ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) มีผลทางอ้อม และอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการ (VAL) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางระหว่าง 0.893 ถึง 0.994

โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) พบว่า ตัวแปรเชิงสังเกตภายนอกที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีผลทางตรง และอิทธิพลรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.902 และ 0.986 ตามลำดับ ในขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) เงินลงทุน (CAP) รายได้สุทธิ (TR) อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) มีผลทางอ้อม และอิทธิพลรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางระหว่าง 0.367 ถึง 0.828

บทที่ 5

บทสรุป

การวิจัยเรื่องอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) สถิติในการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติบรรยาย (Descriptive Statistics) การแจกแจงความถี่ของข้อมูลด้วยค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน วิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) มีการใช้สถิติในการวิเคราะห์ ประกอบด้วย วิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis หรือ CFA) สรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

สรุปผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ สรุปผลการวิจัยได้ดังต่อไปนี้

1. กิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมดมีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมอยู่ระหว่าง 0.00 ถึง 158.97% และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.30% ซึ่งกิจการที่มีอัตราค่าเฉลี่ยส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมต่ำที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ส่วนกิจการที่มีหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมากที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคเช่นเดียวกัน ส่วนอัตราค่าเฉลี่ยหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กิจการที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยอยู่ระหว่าง 0.00 ถึง 488.32% และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 87.42% ซึ่งกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ส่วนกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร

เมื่อเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนระหว่างกลุ่ม พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด มีความแตกต่างกันในกรณีที่กลุ่มตัวอย่างต่างกลุ่มอุตสาหกรรม โดยพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมสูงกว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด พบว่า ไม่มีความแตกต่างกันในกรณีที่กิจการที่เป็นกลุ่มตัวอย่างต่างกลุ่มอุตสาหกรรม

2. ผลการศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6,966.57 ล้านบาท อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.08 เท่า และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 27,474.59 ล้านบาท ผลการดำเนินงาน (PERF) พบว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.75% และ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.36% โอกาสในการเติบโต (GROW) พบว่า ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 54.21% และ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.30% และ 87.42% ตามลำดับ และผลการศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงาน (PERF) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.206 ถึง 0.381 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ โอกาสในการเติบโต (GROW) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.133 ถึง 0.206 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.164 ถึง 0.173 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ขนาดของกิจการ (SIZE) และสภาพคล่อง (Liq) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.176 ถึง 0.786 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable) คือ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

3. ผลการวิเคราะห์หาค่าประจักษ์ของอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังปรับโมเดล มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ มีค่า Chi - Square = 150.522, p-value = 0.219 > 0.05 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ค่า CMIN/df เท่ากับ = 1.381 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.915 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.902 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนเปรียบเทียบ (CFI) เท่ากับ 1.00 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความคลาดเคลื่อน (RMSEA) เท่ากับ 0.048 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (SRMR) เท่ากับ 0.010 ทั้งหมดผ่านเกณฑ์ทุกดัชนี นั้นแสดงให้เห็นว่าข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกับรูปแบบโมเดลตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยสร้างขึ้น ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้างที่มีอิทธิพลทางตรงทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ สรุปได้ดังนี้

3.1 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.389 ถึง 0.667 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 56

3.2 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.389 แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1a ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

3.3 โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.083 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1b โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

3.4 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.621 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1c สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

3.5 ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.667 แสดงให้เห็นว่า ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1d ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

3.6 สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.194 แสดงให้เห็นว่า สภาพคล่องไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1e สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

3.7 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.609 ถึง 0.884 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 67

3.8 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.609 แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2a ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

3.9 โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.884 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2b โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

3.10 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.359 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตนไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2c สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

3.11 ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.331 แสดงให้เห็นว่า ขนาดกิจการไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2d ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

3.12 สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.805 แสดงให้เห็นว่า สภาพคล่องมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2e สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

3.13 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.707 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H3 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยโครงสร้างเงินทุนสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 46

อภิปรายผล

1. ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.389 ถึง 0.667 แสดงให้เห็นว่าปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ หากผลการประกอบการของกิจการดี ก็จะส่งผลให้กิจการมีโครงสร้าง

เงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่ถ้าหากผลการดำเนินงานของกิจการไม่ดี กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ifada et al. (2019) การศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนของประเทศอินโดนีเซีย ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินและเป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Chen (2015) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน นอกจากนี้การศึกษารายบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศโรมาเนีย Serghiescu, & Vaidean, (2014) และการศึกษาในประเทศจีน Kyissima et al. (2020) พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเป็นมีผลเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน อีกทั้งการศึกษารายบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน Alipour et al. (2015) ซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของ Martín, & Saona, (2017) Gomez et al., (2016) ซึ่งพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ กิจการที่มีผลประกอบการที่ดี จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย

2. โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.083 ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน กล่าวคือ กิจการที่มีโอกาสในการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจมาก กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากขึ้น แต่เนื่องจากข้อมูลโอกาสในการเติบโตเป็นช่วงที่ได้รับผลกระทบของสถานการณ์โควิด 19 มีการระบาดจึงทำให้โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ตลอดจนผลการศึกษาของ Gomez et al. (2016; Tongkong, 2012; วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทโรลลิกา, 2559) พบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในงานวิจัยของ Alipour et al. (2015) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการ ที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ซึ่งเป็นการศึกษารายบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน และในงานวิจัยขึ้นเดียวกันของ Alipour et al. (2015) ยังพบอีกว่าโอกาสในการเติบโตที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะที่การศึกษารายบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใน 19 ประเทศในกลุ่ม G20 ของ Fauver, & McDonald, (2015) บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ของ Jiraporn et al. (2012) และธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา ของ Min, & Jang (2013) พบว่า โอกาสในการ

เจริญเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราเงินลงทุนสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

3. สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.621 และขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.667 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตน และขนาดกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ หากกิจการที่มีขนาดใหญ่โครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีหนี้สินมาก แต่หากกิจการมีขนาดเล็ก กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kumar et al. (2017) ได้ทำการวิเคราะห์ Mets Analysis แล้วพบว่า ขนาดของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา อเมริกา ยุโรป และตะวันออกกลาง นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยและผลการศึกษาระดับปริญญาโท การศึกษาปริญญาตรีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศชิลี (Martín, & Saona, 2017) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศไนจีเรีย (Oino, & Ukaegbu, 2015) ประเทศไทย (Thippayana, 2014; Tongkong, 2012; จิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง, 2561; วรณรพี บานชื่นวิจิตร, 2557; วิจิตรา จำลองราษฎร์, 2554) ประเทศบราซิล (Loncan, & Caldeira, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Chen, 2015; Chen, & Jiang, 2014; Tian et al., 2015) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทร์โคติกา, 2559) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014; Salama, & Putnam, 2015) และกลุ่มประเทศ G20 (Fauver, & McDonald, 2015) ผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการที่ใช้เงินลงทุนระยะยาวเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

4. สภาพคล่องของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับ โดยมีข้อสรุปว่ากิจการที่มีสภาพคล่องสูงจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่กิจการที่มีสภาพคล่องต่ำจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Hossain, & Hossain (2015) โดยมีการศึกษาบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบังคลาเทศ บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทร์โคติกา, 2559) ผลการศึกษาพบว่าสภาพคล่องของกิจการที่ใช้อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อหนี้สินระยะยาวของกิจการ อีกทั้งยังพบว่าสภาพคล่องของกิจการที่ใช้เงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวของกิจการ

5. ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.609 ถึง 0.884 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.609 โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.884 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Atiyet (2012) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ha, & Tai (2017) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) เป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัดกลับไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ

6. สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางลบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.359 ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของจิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง (2561) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด แต่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fosu et al. (2016) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลแบบสุ่มและเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่ นอกจากนี้การศึกษาระดับปริญญาโทที่จดทะเบียนของประเทศไนจีเรีย (Salawu et al., 2012) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่และเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ถาวรที่มีต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคโมเมนต์น้อยทั่วไป

7. ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.331 และสภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.805 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Adan, & Omagwa, (2018; Le, & Phan, 2017; Salim, & Yadav, 2012) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด นอกจากนี้ยังพบอีกว่า ขนาดของกิจการที่วัดจากเงินลงทุนระยะยาวมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่าของกิจการที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นตัวชี้วัด ส่วนการศึกษาระดับปริญญาโทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย Kompas 100 (Chandra et al., 2019) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่วัดจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิมีความสัมพันธ์ทางบวก

กับมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนามประเทศเวียดนาม (Le, & Phan, 2017) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการที่ใช้เงินลงทุนระยะยาวเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

8. โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.707 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hidayat et al. (2019) พุทธิมน เพชรคง, และภวัต ยูภากรณ์ (2562) ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด ขนาดของกิจการที่ใช้เงินลงทุนระยะยาวเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าเพิ่มทางการตลาดเป็นตัวชี้วัด และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rouf (2015) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558) ซึ่งพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด มีความสัมพันธ์เชิงลบ ต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Ha & Tai, 2017) ประเทศบังคลาเทศ (Hasan et al., 2014) ประเทศสเปน (Sanchez-Ballesta, & Garcia-Meca, 2011) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (Salim, & Yadav, 2012) ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐาน ข้อมูลปัจจัยเฉพาะของกิจการ ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม และการทดสอบอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเฉพาะของกิจการ โครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ นำไปสู่การเสนอแนะแนวทางการนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้สำหรับผู้จัดการฝ่ายการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการเสนอแนะแนวทางในการทำวิจัยครั้งต่อไป โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้

ผู้จัดการฝ่ายการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการวิจัยครั้งนี้ ไปใช้ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ได้ดังนี้

1.1 ระดับหนี้สิน เพื่อให้กิจการมีความคล่องตัวและมีความได้เปรียบทางการแข่งขัน ตลอดจนไม่ให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินที่มากเกินไปหรือสูงกว่าคู่แข่ง ผู้จัดการทางการเงินจึงควรบริหารกิจการให้มีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากผู้ถือหุ้น และจัดการระดับหนี้สินของกิจการให้มีความใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ตลอดจนใช้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว โดยกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสามารถมีระดับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวสูงกว่ากิจการจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

1.2 การกำหนดโครงสร้างเงินทุน ต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

ผลการดำเนินงาน กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่สูง แสดงว่ากิจการมีศักยภาพในการดำเนินงาน มีผลกำไรจากการประกอบธุรกิจ กิจการจึงมีความจำเป็นในการก่อหนี้ที่น้อย เนื่องจากกิจการมีกำไรจากการดำเนินงาน ในขณะที่กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ต่ำ ผลการประกอบการขาดทุน กิจการมีแนวโน้มในการก่อหนี้ที่สูง เนื่องจากต้องนำเงินมาใช้ในการหมุนเวียนสร้างสภาพคล่องในการดำเนินงานของกิจการ วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทรโคติกา (2559; Oino, & Ukaegbu, 2015) โดยผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนสูงสุด

สินทรัพย์ที่มีตัวตน กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูง กิจการจะสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ยืมได้ จิราวัฒน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง (2561; วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทรโคติกา, 2559; Sun et al., 2016) ดังนั้น กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงจึงมีโอกาสที่จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้มาก แต่กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนน้อยควรเลือกระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

ขนาดของกิจการ กิจการที่มีขนาดใหญ่มักใช้กลยุทธ์ในการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจได้ดี มีความน่าเชื่อถือสูง จึงมีความสามารถในการก่อหนี้ได้มาก Martín, & Saona (2017; วัฒนา ศักยชีวกิจ, และกอบกุล จันทรโคติกา, 2559; Ramaswamy, 2011; Frank, & Goyal, 2003) ดังนั้นกิจการที่มีขนาดใหญ่จึงควรระดมทุนด้วยการก่อหนี้ แต่กิจการที่มีขนาดเล็กควรระดมทุนด้วยการเพิ่มส่วนของผู้ถือหุ้น โดยขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนสูงสุด

1.3 การเพิ่มมูลค่ากิจการ ต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

ผลการดำเนินงาน กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่สูงจะมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น Ifada et al. (2019; Ruslim, & Michael, 2019) ดังนั้นเพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่ากิจการให้มีผลตอบแทนที่สูงขึ้น กิจการควรหาแนวทางในการเพิ่มยอดขายเพิ่มรายรับของกิจการตลอดจนเข้มงวดควบคุมค่าใช้จ่ายของกิจการ

โอกาสในการเติบโต กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีมูลค่าของกิจการสูงขึ้น Hong (2017; Ha, & Tai, 2017) ดังนั้นในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ กิจการควรหาแนวทางใน

การลงทุน ทั้งสินทรัพย์หมุนเวียน สินทรัพย์ถาวร ตลอดจนสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน เพื่อสร้างความสำเร็จได้เปรียบทางการแข่งขันและเพิ่มเพิ่มยอดขายให้กับกิจการ โดยโอกาสในการเติบโตที่วัดจากค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการสูงที่สุด

สภาพคล่อง เนื่องจากสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องสูง สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้น้อยกว่าสินทรัพย์ถาวร Marsha, & Murtaq (2017) ดังนั้นกิจการที่มีสภาพคล่องสูงจนเกินไปจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง กิจการจึงควรมีระดับสภาพคล่องที่เหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจของตนเอง เพื่อให้กิจการสามารถมีโครงสร้างเงินทุนที่จะเพิ่มมูลค่ากิจการโดยตรงต่อไป โดยสภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการสูงที่สุด

โครงสร้างเงินทุน กิจการควรกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากการที่กิจการมีหนี้สินจะช่วยประหยัดภาษีได้จากดอกเบี้ยเงินกู้ตลอดจนเป็นการลดต้นทุนตัวแทน การมีหนี้สินจึงช่วยให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นโดยตรง โดยหนี้สินระยะสั้นจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้กิจการได้มากกว่าหนี้สินระยะยาว อย่างไรก็ตามกิจการควรมีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากผู้ถือหุ้น ชนิดคามณีรัตนรุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา, (2561) เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินที่สูงเกินไปทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น ซึ่งอาจจะมีผลให้มูลค่ากิจการลดลงได้ โดยโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการสูงที่สุด

ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการจำเป็นที่จะต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการประกอบกัน ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน เป็นต้น โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการตามแบบจำลองสมการโครงสร้าง ก็คือ โอกาสในการเติบโต

นอกจากการที่กิจการมีโอกาสในการเติบโตที่สูงจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการแล้ว กิจการยังสามารถบริหารโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้อีกด้วย ทั้งนี้ผู้จัดการฝ่ายการเงินควรจัดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและหนี้สินเพื่อให้ต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยลดลง เมื่อกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีมีขนาดของกิจการที่เหมาะสม พร้อมกับการมีต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยที่ต่ำ มูลค่าของกิจการจะเพิ่มสูงขึ้น

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

ในการวิจัยครั้งต่อไป นักวิจัยสามารถศึกษาในประเด็นต่อไปนี้เพิ่มเติมได้

2.1 เทคนิคในการวิจัย

2.1.1 งานวิจัยถัดไปสามารถปรับเป็นการวิจัยแบบผสมผสาน (Mixed Methods Research) โดยการนำผลการวิจัยไปสอบถามผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง เช่น นักลงทุน หรือผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อความสมบูรณ์ของงานวิจัย ตลอดจนยังสามารถอธิบายราคาหลักทรัพย์และมูลค่าของกิจการได้ดียิ่งขึ้น

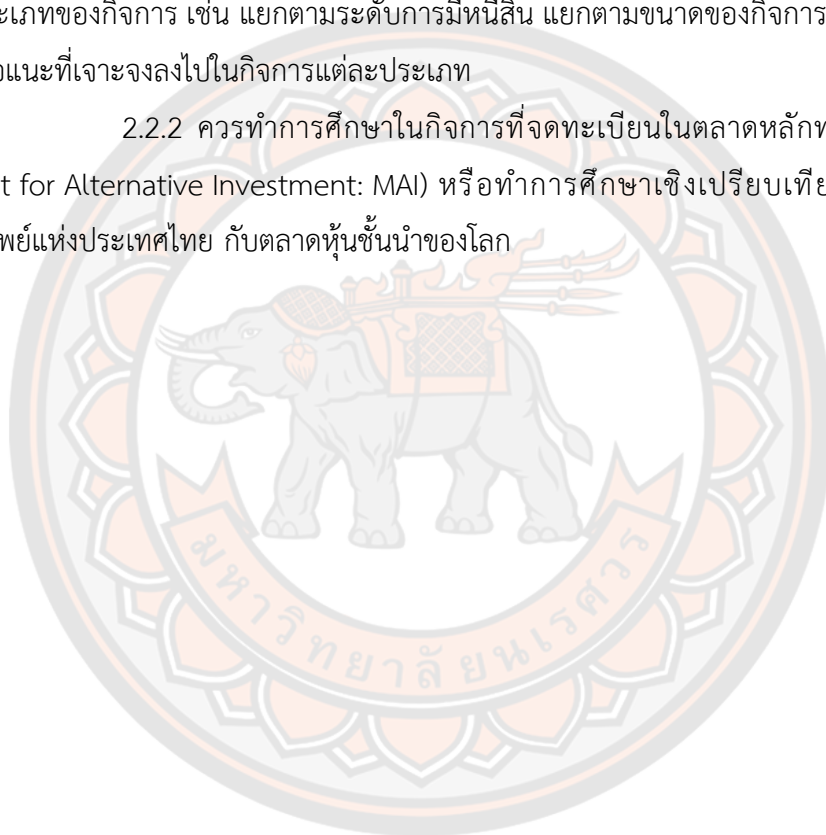
2.1.2 งานวิจัยถัดไปอาจใช้ข้อมูลเชิงคุณภาพเพิ่มเติมเช่น แนวคิดของนักลงทุนที่มีผลต่อโครงการหรือนโยบายของรัฐบาล แนวคิดผู้บริหารที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น เป็นต้น

2.1.3 การวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบแบบจำลองด้วยเทคนิคการวิเคราะห์อื่นๆ และนำมาเปรียบเทียบแบบจำลองระหว่างกิจการที่อยู่กลุ่มอุตสาหกรรมที่ต่างกัน

2.2 ตัวอย่างในการวิจัย

2.2.1 ควรศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแยกตามประเภทของกิจการ เช่น แยกตามระดับการมีหนี้สิน แยกตามขนาดของกิจการ เพื่อที่จะทำได้ข้อเสนอแนะที่เจาะจงลงไปในการแต่ละประเภท

2.2.2 ควรทำการศึกษาในกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) หรือทำการศึกษาเชิงเปรียบเทียบระหว่างตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับตลาดหุ้นชั้นนำของโลก



บรรณานุกรม



บรรณานุกรม

- จิรวรรณ ครูกระโทก. (2548). ปัจจัยภายในที่ผลต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). ชลบุรี: มหาวิทยาลัยบูรพา.
- จิรวัดน์ แสงเป่า, และสุภา ทองคง. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 10(1), 101-107.
- ฉัตรภรณ์ มีสวัสดิ์. (2565). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย โดยวิธี Panel GMM two step. (สารนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยมหิดล.
- ชนิศา มณีรัตน์รุ่งโรจน์, และขวัญกมล ดอนขวา. (2561). สาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงิน. *WMS Journal of Management*, 7(3), 1-14.
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. (2558). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- พุทธิมน เพชรคง, และภวัต ยุพาภรณ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี*, 1(3), 62-78.
- พุทธิสุทธิ์ ตรีรัตน์ดิลกกุล, และพัชรนันท์ เพชรเชิดชู. (2562). โครงสร้างเงินทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล และคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *สุทธิปริทัศน์*, 33(106), 70-91.
- พูลพงษ์ สุขสว่าง. (2556). *โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural equation modeling)*. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์วัฒนาพานิช.
- ภาณุพงษ์ โหมกไธสง. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่าง กลไกการกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างของผู้ถือหุ้น ต้นทุนตัวแทน กับคุณภาพกำไร ของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต). มหาวิทยาลัยนเรศวร,
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin – Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 28(106), 13-22.

- วรรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2557). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*, 9(2), 18-26.
- วัฒนา ศักยชีวกิจและกอบกุล จันทร์โคติกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารสมาชิพัญชี*, 12(33), 50-63.
- วิจิตรรา จำลองราษฎร์. (2554). แบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการและสารสนเทศศาสตร์*, 6(2), 56-70.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, และดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 1(3), 1-17.
- เสาวณี จันทะพงษ์, และนิธินสาร พงศ์ปิยะไพบูลย์. (2560). 20 ปีวิกฤตเศรษฐกิจ 2540: บทเรียนสู่เส้นทางเศรษฐกิจที่สมดุลและยั่งยืน. *Focused and Quick (FAQ)*, 115, 1-14
- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2019). Capital structure and firm performance: evidence of Germany under IFRS adoption. *Review of Managerial Science*, 15(2), 379-398.
- Adan, F. A., & Omagwa, J. (2018). Relationship between firm financials and dividend policy of firm listed at nairobi securities exchange, KENYA. *International Journal of Scientific and Education Research*, 2(5), 13-30.
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(4), 354-368.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.
- Altan, M., & Arkan, F. (2011). Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal of Business & Economics Research*, 9(9), 61-65.
- Arshanapalli, B., & Nelson, W. (2014). Using Quantile Regressions to Examine the Capital Structure Decision of US Firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, 8(5), 1-8.

- Assidi, S., Aliani, K., & Omri, M. A. (2016). Tax optimization and the firm's value: Evidence from the Tunisian context. *Borsa Istanbul Review*, 16(3), 177-184.
- Atiyet, B. A. (2012). The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 44-63.
- Aulová, R., & Hlavsa, T. (2013). Capital Structure of Agricultural Businesses and its Determinants. *AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics*, 05(2), 23-36.
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(3), 66-78.
- Baxter, N. D. (1967). Leverage, Risk of Ruin and the cost of capital. *Journal of Finance*, 22(3), 395-403.
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., & Wallace, J. S. (1997). Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values. *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 301 - 336.
- Boadi, E. K., & Li, Y. (2015). An empirical analysis of leverage and financial performance of listed non-financial firms in Ghana. *International Journal of Economics and Finance*, 7(9), 120-135.
- Bollen, K. A., (1989). *Structural equations with latent variables*. New York: Wiley.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance*. Boston: McGraw-Hill.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of capital structure: an empirical evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3-14.
- Chandra, T., Junaedi, A. T., & Wijaya, E. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns Empirical analysis of firms listed in Kompas 100 *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade*, 12(2), 74-89.
- Chang, C., Chen, X., & Liao, G. (2014). What are the reliably important determinants of capital structure in china? *Pacific-Basin Finance Journal*, 30(3), 87-113.
- Chen, J. (2015). An Empirical Research: The Determining Factors of Capital Structure of Strategic Emerging Industry, Based on Data of Listed Enterprises in China. *Modern Economy*, 6(4), 458-464.

- Chen, J., & Jiang, C. (2014). What determine firms' capital structure in China? *Managerial Finance*, 40(10), 1024-1039.
- Comrey, A. L., & Lee, H. B. (1992). *A First Course in Factor Analysis* (2nd ed.). New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Dang, V., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 33(3), 226-242.
- Danis, A., Rettl, D. A., & Whited, T. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 114(3), 424-443.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Diamantopoulos, A. & Siguaw, A. D. (2000). *Introducing LISREL: A guide for the uninitiated*. London: Sage Publications.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity; a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Harvard University.
- Du, J., Wu, F., & Liang, X. (2016). Corporate liquidity and firm value: evidence from China's listed firms. *International Seminar on Social Science and Humanistic Education*, 24, 1-4.
- Durham, C. J. (2016). Understanding the basic business valuation methods. *Control Engineering*, 63, 24-42.
- Ebrahim, M. S., Girma, S., Shah, M. E., & Williams, J. (2014). Dynamic capital structure and political patronage : the case of Malaysia. *International Review of Financial Analysis*, 31(1), 117-128.
- Ellili, N. O. D. (2011). Ownership Structure, Financial Policy and Performance of the Firm: US Evidence. *International Journal of Business and Management*, 6(10), 80-93.
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34(3), 1-23.

- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information Asymmetry, Leverage and Firm Value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46(1), 140-150.
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Garson, G. D. (2001). *Guide to writing empirical papers, theses, and dissertations*. New York: Marcell Dekker.
- Gefen, D., Straub, D. W., & Boudreau, M. (2000). Structural equation modeling and regression: guidelines for research practice. *Communications of the association for information systems*, 4(7), 1-77.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management Practice*, 28(4), 3-15.
- Gómez, A. P., Castro, G. Á., & Ortega, M. F. (2016). Determinants of leverage in mining companies, empirical evidence for Latin American countries. *Contaduría y Administración*, 61(1), 26-40.
- Gómez, G., Rivas, A. M., & Bolaños, E. R. L. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 27(3), 341-354.
- Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Impact of Capital Structure and Cash Holdings on Firm Value: Case of Firms Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 24-30.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (1998). *Multivariate data analysis* (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*. New Jersey: Pearson.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *Indian Institute of Management Bangalore*, 26(3), 170-182.
- Hasan, B., Ahsan, A. M., Rahaman, A., & Alam, N. (2014). Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184-194.

- Hidayat, R., Wahyudi, S., Muharam, H., Shaferi, I., & Puspitasari, I. (2019). The improve level of firm value with liquidity, debt policy and investment in Indonesian emerging market. *Revista ESPACIOS*, 40(40), 22-30.
- Hong, S. (2017). The effect of debt choice on firm value. *The Journal of Applied Business Research*, 33(1), 135-140.
- Hossain, I., & Hossain, A. (2015). Determinants of Capital Structure and Testing of Theories: A Study on the Listed Manufacturing Companies in Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance*, 7(4), 176-190.
- Ifada, L. M., Faisal, F., Ghozali, I., & Udin, U. (2019). Company attributes and firm value: Evidence from companies listed on Jakarta Islamic index. *Espacios*, 40(37), 11-23.
- Islam, S. Z., & Khandaker, S. (2015). Firm leverage decisions: Does industry matter? *The North American Journal of Economics and Finance*, 31(3), 94-107.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of financial services research: JFSR*, 42(3), 139-158.
- Khanna, S., Srivastava, A., & Medury, Y. (2016). A study of capital structure dynamics on the value of Indian firms using panel threshold regression model. *International Journal of Management Practice*, 9(1), 40-55.
- Komera, S., & Lukose, J. P. J. (2015). Capital structure choice, information asymmetry, and debt capacity: evidence from India. *Journal of Economics and Finance*, 39(4), 807-823.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
- Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Kossele, T. P. Y., & Abeid, A. R. (2020). Analysis of capital structure stability of listed firms in China. *China Finance Review International*, 10(2), 213-228.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42(3), 710-726.
- Lee, C.-F., & Kuo, N.-T. (2014). Effects of ultimate ownership structure and corporate tax on capital structures: Evidence from Taiwan. *International Review of Economics & Finance*, 29(3), 409-425.
- Leland, H. E., & Toft, K. B. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *The Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure: Evidence from developing economies. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 64-99.
- Liang, J., Li, L. F., & Song, H.-S. (2014). An explanation of capital structure of China's listed property firms. *Property Management*, 32(1), 4-15.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 25(64), 46-59.
- Martin, P. S., & Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance*, 40(3), 163-174.
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, 27(1), 28-51.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

- Min, P. K., & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: a holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management, 33*(1), 51-63.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review, 48*(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review, 53*(3), 433-443.
- Mueller, R. O. (1996). Basic Principles of Structural Equation Modeling. An Introduction to LISREL and EQS. New York: Springer-Verlag.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics, 5*(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance, 39*(3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187-221.
- O'Brien, J. P., David, P., Yoshikawa, T., & Delios, A. (2014). How Capital Structure Influences Diversification Performance: A Transaction Cost Perspective. *Strategic Management Journal, 35*(7), 1013-1031.
- Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance, 35*(1), 111-121.
- Olokoyo, F. O. (2013). Capital Structure and Corporate Performance of Nigerian Quoted Firms: A Panel Data Approach. *African Development Review, 25*(3), 358-369.
- Ong, T. S., & Teh, B. H. (2011). Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector. *International Journal of Humanities and Social Science, 1*(2), 28-36.

- Onofrei, M., Tudose, M. B., Durdureanu, C., & Anton, S. G. (2015). Determinant factors of firm leverage: An empirical analysis at Iasi county level. *Procedia Economics and Finance*, 20(1), 460-466.
- Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms. *Social Responsibility Journal*, 12(2), 295-306.
- Philippatos, G. C. (1973). *Financial management: Theory and techniques*. New York: McGraw-Hill Book Co.
- Porterfield, J. T. S. (1965). *Investment Decisions and Capital Costs*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., & Bagheri, M. M. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange *International Journal of Business and Commerce* 9(1), 166-181.
- Pratheepkanth, P. (2011). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Business Companies in Colombo Stock Exchange, Sri-lanka. *Researchers World Journal of Arts Science and Commerce*, 2(2), 171-180.
- Ramadan, Z. S., & Ramadan, I. Z. (2015). Capital Structure and Firm's Performance of Jordanian Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Finance*, 7(6), 279-284.
- Ramaswamy, K. (2011). Organizational ownership, competitive intensity, and firm performance: an empirical study of Indian manufacturing sectors. *Strategic Management Journal*, 22(10), 989-998.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value : the new standard for business performance*. New York: Simer and Schuster Publishing Group.
- Riahi-Belkaoui, A. (1999). Productivity, Profitability, and Firm Value. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10(3), 188-201.
- Rouf, A. (2015). Capital Structure and Firm Performance of Listed Non-Financial Companies in Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 9(1), 25-32.

- Salama, F. M., & Putnam, K. (2015). Accounting conservatism, capital structure, and global diversification. *Pacific Accounting Review*, 27(1), 119-138.
- Salawu, R. O., Asaolu, T. O., & Yinusa, D. O. (2012). Financial policy and corporate performance : an empirical analysis of Nigerian listed companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 175-181.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65(1), 156-166.
- Sanchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2011). Ownership Structure and the Cost of Debt. *European Accounting Review*, 20(2), 389-416.
- Saona, P., & Martín, P. S. (2018). Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors. *Review of Managerial Science*, 12(1), 65-112.
- Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014). Capital structure and firm performance: evidence from an emerging economy. *The Business & Management Review*, 4(4), 185-196.
- Serghiescu, L., & Vaidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15(1), 1447-1457.
- Smith, D. J., Chen, J., Anderson, H. D., & Cahan, S. (2015). The influence of firm financial position and industry characteristics on capital structure adjustment. *Accounting and Finance*, 55(4), 1135-1169.
- Sorbon Dag. (1996). *LISREL 8: User's reference guide*. Chicago: Scientific Software International.
- Sun, J., Ding, L., Guo, M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. *British accounting review*, 48(4), 448-463.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143(1), 1074 – 1077.
- Tian, L., Han, L., & Zhang, S. (2015). Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms. *China & World Economy*, 23(2), 22-39.

- Tongkong, S. (2012). Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40(1) 716-720.
- Tse, C.-B., & Rodgers, T. (2014). The capital structure of Chinese listed firms: is manufacturing industry special? *Managerial Finance*, 40(5), 469-486.
- Tudose, M. B. (2012). Corporate finance theories. challenges and trajectories. *Management & Marketing*, 7(2), 277-294.
- Twairesh, A. E. M. (2014). The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 183-193.
- Uddin, N. (2015). Determinants of corporate capital structure: a theoretical integration and some empirical evidences. *International Journal of Economics and Finance*, 7(7), 254-277.
- Ukaegbu, B., & Oino, I. (2014). The determinants of capital structure: A comparison of financial and non-financial firms in a regulated developing country – Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 5(3), 341-368.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40(3), 105-113.
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2016). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22(3), 90-94.
- Wellalage, N. H., & Locke, S. (2015). Impact of ownership structure on capital structure of New Zealand unlisted firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 22(1), 127-142.
- Wheelen, T. L., & Hunger, J. D. (2012). *Strategic Management and Business Policy*. New Jersey: Pearson.
- Winarto, J. (2015). The Determinants of Manufacturer Firm Value in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Information, Business and Management*, 7(4), 323-349.

- Yang, C.-C., Lee, C.-f., Gu, Y.-X., & Gu, Y.-X. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns--A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222-233.
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *Journal of Risk Finance*, 16(1), 102-118.
- Yusuf, A., Al-Attar, A. M., & Al-Shattarat, H. K. (2015). Empirical Evidence on Capital Structure Determinants in Jordan. *International Journal of Business and Management*, 10(5), 134-152.





ภาคผนวก

รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา
ครั้งนี้ จำนวนทั้งสิ้น 339 บริษัท

1. กลุ่มอุตสาหกรรม เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 37 บริษัท

1.1 หมวดธุรกิจ ธุรกิจการเกษตร จำนวน 9 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	CHOTI	บริษัท ห้างเย็นโซติวัฒน์ขนาดใหญ่ จำกัด (มหาชน)
2	EE	บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)
3	GFPT	บริษัท จีเอฟพีที จำกัด (มหาชน)
4	LEE	บริษัท ลีพัฒนาผลิตภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
5	PPPM	บริษัท พีพี ไพร์ม จำกัด (มหาชน)
6	STA	บริษัท ศรีตรังแอมโกลอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
7	TRUBB	บริษัท ไทยรับเบอร์ลาเท็กซ์คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
8	UPOIC	บริษัท สหอุตสาหกรรมน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)
9	UVAN	บริษัท ยูนิวานิชน้ำมันปาล์ม จำกัด (มหาชน)

1.2 หมวดธุรกิจ อาหารและเครื่องดื่ม จำนวน 28 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	บริษัท
1	APURE	บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
2	ASIAN	บริษัท ห้างเย็นเอเชีย ซีฟู้ด จำกัด (มหาชน)
3	CFRESH	บริษัท ซีเฟรชอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
4	CM	บริษัท เชียงใหม่โพรเซสฟู้ดส์ จำกัด(มหาชน)
5	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
6	F&D	บริษัท ฟู้ดแอนด์ดีริงส์ จำกัด (มหาชน)
7	HTC	บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)
8	KBS	บริษัท น้ำตาลครบุรี จำกัด (มหาชน)
9	KSL	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
10	LST	บริษัท ลำสูง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
11	M	บริษัท เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
12	MALEE	บริษัท มาลีกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
13	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
14	OISHI	บริษัท โออิชิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
15	PB	บริษัท เพอร์ซิเดนซ์ เบเกอร์รี่ จำกัด (มหาชน)
16	PM	บริษัท พรีเมียร์ มาร์เก็ตติ้ง จำกัด (มหาชน)
17	PRG	บริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน)
18	SAUCE	บริษัท ไทยเทพรส จำกัด (มหาชน)
19	SFP	บริษัท อาหารสยาม จำกัด(มหาชน)
20	SNP	บริษัท เอส แอนด์ พี ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)
21	SORKON	บริษัท ส. ขอนแก่นฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
22	SSC	บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)
23	SSF	บริษัท สุรพลฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
24	SST	บริษัท ทรัพย์ศรีไทย จำกัด (มหาชน)
25	TC	บริษัท ทropicคอลแคนนิง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
26	TIPCO	บริษัท ทิปปโก้ฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)
27	TU	บริษัท ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
28	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)

2. กลุ่มอุตสาหกรรม ทรัพยากร จำนวน 26 บริษัท

2.1 หมวดธุรกิจ พลังงานและสาธารณูปโภค จำนวน 26 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
2	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)
3	SUSCO	บริษัท ซัสโก้ จำกัด (มหาชน)
4	SUPER	บริษัท ซุปเปอร์ เอนเนอร์ยี คอร์เปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
5	SOLAR	บริษัท โซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)
6	DEMCO	บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)
7	TTW	บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)
8	TCC	บริษัท ไทย แคปปิตอล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
9	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
10	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
11	BCP	บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
12	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
13	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
14	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
15	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
16	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
17	LANNA	บริษัท ลานนารีเซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
18	SGP	บริษัท สยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)
19	SCG	บริษัท สหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)
20	RPC	บริษัท อาร์พีซีจี จำกัด (มหาชน)
21	AKR	บริษัท เอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)
22	AI	บริษัท เอเชีย อินซูเลเตอร์ จำกัด (มหาชน)
23	MDX	บริษัท เอ็ม ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน)
24	ESSO	บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
25	SPCG	บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)
26	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)

3. กลุ่มอุตสาหกรรม เทคโนโลยี จำนวน 30 บริษัท

3.1 หมวดธุรกิจ ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ จำนวน 7 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	KCE	บริษัท เคซีอี อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
2	CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
3	TEAM	บริษัท ทีมพีซีซี จำกัด (มหาชน)
4	SMT	บริษัท สตาร์ส ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
5	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
6	DELTA	บริษัท เดลต้า อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7	METCO	บริษัท มูราโมโต้ อิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

3.2 หมวดธุรกิจ เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร จำนวน 23 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	JTS	บริษัท จัสมิน เทเลคอม ซิสเต็มส์ จำกัด (มหาชน)
2	JMART	บริษัท เจ มาร์ท จำกัด (มหาชน)
3	SYNEX	บริษัท ซินเน็ค (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
4	SYMC	บริษัท ซิมโฟนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
5	7UP	บริษัท เซเว่น ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน)
6	TRUE	บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
7	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
8	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
9	BLISS	บริษัท บลิส-เทล จำกัด (มหาชน)
10	PT	บริษัท พรีเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
11	FORTH	บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
12	MSC	บริษัท เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
13	SDC	บริษัท สามารถ ดิจิตอล จำกัด (มหาชน)
14	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
15	SAMTEL	บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)
16	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอุมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)
17	INTUCH	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
18	INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
19	MFEC	บริษัท เอ็ม เอฟ อี ซี จำกัด (มหาชน)
20	SVOA	บริษัท เอสวีโอเอ จำกัด (มหาชน)
21	SIS	บริษัท เอสไอเอส ดิสทริบิวชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
22	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
23	JAS	บริษัทจัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

4. กลุ่มอุตสาหกรรม บริการ จำนวน 73 บริษัท

4.1 หมวดธุรกิจ การท่องเที่ยวและสันทนาการ จำนวน 11 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	GRAND	บริษัท แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด(มหาชน)
2	SHANG	บริษัท แชนกรี-ลา โฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
3	ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
4	DTC	บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
5	CSR	บริษัท เทพธานีกรีธา จำกัด (มหาชน)
6	MANRIN	บริษัท แมนดารินโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
7	CENDEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
8	ROH	บริษัท โรงแรมรอยัล ออคิด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
9	LRH	บริษัท ลาгуน่า รีสอร์ท แอนด์ โฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
10	ASIA	บริษัท เอเชียโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
11	OHTL	บริษัท โอเอชทีแอล จำกัด (มหาชน)

4.2 หมวดธุรกิจ การแพทย์ จำนวน 14 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด(มหาชน)
2	CMR	บริษัท เชียงใหม่รามธุรกิจการแพทย์ จำกัด (มหาชน)
3	KDH	บริษัท ธนบุรี เมดิเคิล เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
4	BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทอล จำกัด (มหาชน)
5	PRINC	บริษัท พรินซิเพิล แคปิตอล จำกัด (มหาชน)
6	NTV	บริษัท โรงพยาบาลนนทเวช จำกัด (มหาชน)
7	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)
8	M-CHAI	บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน)
9	RAM	บริษัท โรงพยาบาลรามคำแหง จำกัด (มหาชน)
10	VIBHA	บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน)
11	AHC	บริษัท โรงพยาบาลเอกชล จำกัด (มหาชน)
12	NEW	บริษัท วัฒนาการแพทย์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
13	SKR	บริษัท ศิครินทร์ จำกัด (มหาชน)
14	SVH	บริษัท สมิตีเวช จำกัด (มหาชน)

4.3 หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ จำนวน 11 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	KWC	บริษัท กรุงเทพโสภณ จำกัด (มหาชน)
2	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
3	JUTHA	บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน)
4	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
5	TTA	บริษัท โทรคมนาคมไทย เอเยนซ์ จำกัด (มหาชน)
6	TSTE	บริษัท ไทยซูการ์ เทอร์มิเนล จำกัด (มหาชน)
7	B	บริษัท บี จิสติกส์ จำกัด (มหาชน)
8	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
9	PSL	บริษัท พรีเมียมชิปปิง จำกัด (มหาชน)
10	RCL	บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)
11	ASIMAR	บริษัท เอเชีย มาร์ีน เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)

4.4 หมวดธุรกิจบริการเฉพาะกิจ จำนวน 2 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
2	GENCO	บริษัทบริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน)

4.5 หมวดธุรกิจพาณิชย์ จำนวน 14 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	บริษัท
1	KAMART	บริษัท คาร์มาร์ท จำกัด (มหาชน)
2	SINGER	บริษัท ซิงเกอร์ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
3	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)
4	BIG	บริษัท บิ๊ก คาเมร่า คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
5	BJC	บริษัท เบอร์ลี ยูคเกอร์ จำกัด (มหาชน)
6	MIDA	บริษัท ไมต้า แอสเซ็ท จำกัด (มหาชน)
7	LOXLEY	บริษัท ล็อกซเลย์ จำกัด (มหาชน)
8	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
9	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
10	SPC	บริษัท สหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)
11	SPI	บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
12	RS	บริษัท อาร์เอส จำกัด (มหาชน)
13	IT	บริษัท ไอที ซิตี จำกัด (มหาชน)
14	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

4.6 หมวดธุรกิจ สื่อและสิ่งพิมพ์ จำนวน 21 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	GRAMMY	บริษัท จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่ จำกัด (มหาชน)
2	SE-ED	บริษัท ซีเอ็ดดูเคชั่น จำกัด (มหาชน)
3	TH	บริษัท ตงฮั่ว โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
4	TKS	บริษัท ที.เค.เอส. เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
5	TBSP	บริษัท ไทยบริติช ซีเคียวริตี้ พรินติ้ง จำกัด (มหาชน)
6	TRITN	บริษัท ไทรทัน โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
7	NMG	บริษัท เนชั่น มัลติมีเดีย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
8	POST	บริษัท บางกอก โพสต์ จำกัด (มหาชน)
9	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
10	FE	บริษัท ฟาร์อีสท์ เฟมไลน์ ดีตีบี จำกัด (มหาชน)
11	MATI	บริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)
12	MACO	บริษัท มาสเตอร์ แอด จำกัด (มหาชน)
13	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
14	MATCH	บริษัท แม็ทชิง แม็กซีไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
15	WAVE	บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
16	WORK	บริษัท เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
17	AQUA	บริษัท อควา คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
18	AMARIN	บริษัท อมารินทร์พรินติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
19	MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)
20	AS	บริษัท เอเชียซอฟต์แวร์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
21	MPIC	บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)

5. กลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 71 บริษัท

5.1 หมวดธุรกิจ กระดาษและวัสดุสิ่งพิมพ์ จำนวน 1 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	UTP	บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน)

5.2 หมวดธุรกิจ บรรจุก๊าซ จำนวน 14 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	THIP	บริษัท ทานตะวันอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
2	TOPP	บริษัท ไทย โอ.พี.พี. จำกัด (มหาชน)
3	TPP	บริษัท ไทยบรรจุก๊าซและการพิมพ์ จำกัด (มหาชน)
4	TFI	บริษัท ไทยฟิล์มอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
5	CSC	บริษัท ฝาจีบ จำกัด (มหาชน)
6	PTL	บริษัท โพลีเพทริกซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7	SITHAI	บริษัท ศรีไทยซูเปอร์แวร์ จำกัด (มหาชน)
8	SMPC	บริษัท สหมิตรถังแก๊ส จำกัด (มหาชน)
9	ALUCON	บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน)
10	TMD	บริษัท อุตสาหกรรมถังโลหะไทย จำกัด (มหาชน)
11	TCOAT	บริษัท อุตสาหกรรมผ้าเคลือบพลาสติกไทย จำกัด (มหาชน)
12	AJ	บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน)
13	NEP	บริษัท เอ็นอีพี อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
14	SPACK	บริษัท เอส. แพ็ค แอนด์ พรินท์ จำกัด (มหาชน)

5.3 หมวดธุรกิจ ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ จำนวน 11 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	GIFT	บริษัท แกรททีทูด อินฟินิท จำกัด (มหาชน)
2	GC	บริษัท โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ จำกัด (มหาชน)
3	TCCC	บริษัท ไทยเซ็นทรัลเคมี จำกัด (มหาชน)
4	TPA	บริษัท ไทยโพลีอะคริลิค จำกัด (มหาชน)
5	BCT	บริษัท เบอร์ล่า คาร์บอน (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
6	PATO	บริษัท พาโตเคมีอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
7	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)
8	UP	บริษัท ยูเนียนพลาสติก จำกัด (มหาชน)
9	VNT	บริษัท วินไทย จำกัด (มหาชน)
10	IVL	บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน)
11	NFC	บริษัท เอ็นเอฟซี จำกัด (มหาชน)

5.4 หมวดธุรกิจ ยานยนต์ จำนวน 15 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	GYT	บริษัท กู๊ดเยียร์(ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
2	CWT	บริษัท ชัยวัฒนา แทนเนอรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
3	TKT	บริษัท ที.กรุงไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
4	TNPC	บริษัท ไทยนามพลาสติกส์ จำกัด (มหาชน)
5	TRU	บริษัท ไทยรุ่งยูเนี่ยนคาร์ จำกัด (มหาชน)
6	TSC	บริษัท ไทยสตีลเคเบิล จำกัด (มหาชน)
7	STANLY	บริษัท ไทยสแตนเลย์การไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
8	SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
9	SPG	บริษัท สยามภัณฑ์กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
10	AH	บริษัท อาปิโก ไฮเทค จำกัด (มหาชน)
11	IHL	บริษัท อินเตอร์ไฮด์ จำกัด (มหาชน)
12	EASON	บริษัท อีซัน เพ้นท์ จำกัด (มหาชน)
13	IRC	บริษัท อีโนเว รับเบอร์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
14	APCS	บริษัท เอเชีย พรีซิชั่น จำกัด (มหาชน)
15	HFT	บริษัท ฮิวฟง รับเบอร์ (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)

5.5 หมวดธุรกิจ วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร จำนวน 9 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	KKC	บริษัท กุศลนครคอร์ป จำกัด (มหาชน)
2	CTW	บริษัท จรุงไทยไวร์แอนด์เคเบิล จำกัด (มหาชน)
3	CRANE	บริษัท ชูโก จำกัด (มหาชน)
4	TCJ	บริษัท ที.ซี.เจ.เอเชีย จำกัด (มหาชน)
5	PK	บริษัท พัฒน์กล จำกัด (มหาชน)
6	FMT	บริษัท ฟรุททาวา เม็ททัล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
7	VARO	บริษัท วโรปกรณ์ จำกัด (มหาชน)
8	SNC	บริษัท เอส เอ็น ซี พอร์เมอร์ จำกัด (มหาชน)
9	HTECH	บริษัท แอลเซียน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)

5.6 หมวดธุรกิจ เหล็ก จำนวน 21 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	CEN	บริษัท แคปปิตอล เอ็นจิเนียริง เน็ตเวิร์ค จำกัด (มหาชน)
2	GJS	บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน)
3	CITY	บริษัท ซิตี้ สตีล จำกัด (มหาชน)
4	CSP	บริษัท ซีเอสพี สตีลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
5	THE	บริษัท เดอะ สตีล จำกัด (มหาชน)
6	TSTH	บริษัท ทาทา สตีล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
7	TMT	บริษัท ทีเอ็มที สตีล จำกัด (มหาชน)
8	TGPRO	บริษัท ไทย-เยอรมัน โปรดัคส์ จำกัด (มหาชน)
9	TWP	บริษัท ไทยไวร์โปรดักต์ จำกัด (มหาชน)
10	BSBM	บริษัท บางสะพานบาร์มิล จำกัด (มหาชน)
11	PAP	บริษัท แปซิฟิกไพพ์ จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
12	PERM	บริษัท เพิ่มสินสตีลเว็คส์ จำกัด (มหาชน)
13	INOX	บริษัท โพลโค-ไทยน็อกซ์ จำกัด (มหาชน)
14	MILL	บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)
15	LHK	บริษัท โลหะกิจ เม็ททอล จำกัด (มหาชน)
16	SSSC	บริษัท ศูนย์บริการเหล็กสยาม จำกัด (มหาชน)
17	SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)
18	SAM	บริษัท สามชัย สตีล อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
19	AMC	บริษัท เอเชีย เมทัล จำกัด (มหาชน)
20	MCS	บริษัท เอ็ม.ซี.เอส.สตีล จำกัด (มหาชน)
21	TYCN	บริษัทไทยคูน เวลด์ไวต์ กรุ๊ป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

6. กลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 30 บริษัท

6.1 หมวดธุรกิจ ของใช้ในครัวและสำนักงาน จำนวน 9 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	KYE	บริษัท กันยงอีเลคทริก จำกัด (มหาชน)
2	DTCI	บริษัท ดี.ที.ซี.อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
3	FANCY	บริษัท แฟนซีวูด อินดัสตรีส์ จำกัด (มหาชน)
4	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟอร์มกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
5	ROCK	บริษัท ร็อกเวิช จำกัด (มหาชน)
6	L&E	บริษัท ไลท์ติ้ง แอนด์ อีควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
7	SIAM	บริษัท สยามสตีลอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
8	ACC	บริษัท แอดวานซ์ คอนเนคชั่น คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
9	OGC	บริษัท โอเชียนกลาส จำกัด (มหาชน)

6.2 หมวดธุรกิจ ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ จำนวน 4 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	JCT	บริษัท แจ็กเจียอุตสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน)
2	TOG	บริษัท ไทยออปติคอลล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
3	APCO	บริษัท เอเชียไฟโอดีคอลล จำกัด (มหาชน)
4	OCC	บริษัท โอ ซี ซี จำกัด (มหาชน)

6.3 .หมวดธุรกิจ แฟชั่น จำนวน 17 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	CPH	บริษัท คาสเซอร์พีคโฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
2	SABINA	บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน)
3	TTTTM	บริษัท ไทยโทเรเท็กซ์ไทมิลลิส จำกัด (มหาชน)
4	TR	บริษัท ไทยเรยอน จำกัด (มหาชน)
5	WACOAL	บริษัท ไทยวาโก้ จำกัด (มหาชน)
6	TNL	บริษัท ธนลักษณ์ จำกัด (มหาชน)
7	NC	บริษัท นิวซิตี (กรุงเทพฯ) จำกัด (มหาชน)
8	PG	บริษัท ประชาอารมณ์ จำกัด (มหาชน)
9	PAF	บริษัท แพนเอเชียฟุตแวร์ จำกัด (มหาชน)
10	PDJ	บริษัท แพรนต้า จิวเวลรี่ จำกัด (มหาชน)
11	UPF	บริษัท ยูเนียนไฟโอเนียร์ จำกัด (มหาชน)
12	UT	บริษัท ยูเนียนอุตสาหกรรมสิ่งทอ จำกัด (มหาชน)
13	TTI	บริษัท โรงงานผ้าไทย จำกัด (มหาชน)
14	SAWANG	บริษัท สว่างเอ็กซ์พอร์ต จำกัด (มหาชน)
15	SUC	บริษัท สหยูเนียน จำกัด (มหาชน)
16	AFC	บริษัท เอเชียไฟเบอร์ จำกัด (มหาชน)
17	ICC	บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)

7. กลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 72 บริษัท

7.1 หมวดธุรกิจ บริการรับเหมาก่อสร้าง จำนวน 17 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	CNT	บริษัท คริสเตียนีและนิลเส็น (ไทย) จำกัด (มหาชน)
2	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
3	SYNTEC	บริษัท ซินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
4	STEC	บริษัท ซิโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด(มหาชน)
5	SEAFCO	บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน)
6	TTCL	บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน)
7	TRC	บริษัท ทีอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
8	TPOLY	บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน)
9	PREB	บริษัท พรีเมิลท์ จำกัด (มหาชน)
10	PAE	บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
11	PLE	บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน)
12	PYLON	บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน)
13	UNIQ	บริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
14	ITD	บริษัท อิตาลีเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
15	EMC	บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน)
16	STPI	บริษัท เอสทีพี แอนด์ ไอ จำกัด (มหาชน)
17	NWR	บริษัท เนาวรัตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน)

7.2 หมวดธุรกิจ พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 40 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	GREEN	บริษัท กรีน รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
2	GLAND	บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน)
3	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)
4	CGD	บริษัท คันทรี กรุ๊ป ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
5	JCK	บริษัท เจซีเค อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
6	CI	บริษัท ชาญอิสสระ ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน)
7	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
8	NUSA	บริษัท อนุศาสนิธิ จำกัด (มหาชน)
9	NNCL	บริษัท นวนคร จำกัด (มหาชน)
10	NOBLE	บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
11	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)
12	BROCK	บริษัท บ้านร็อคคาร์เด็น จำกัด (มหาชน)
13	PRIN	บริษัท ปริญญาสิริ จำกัด (มหาชน)
14	PRECHA	บริษัท ปรีชากรู๊ป จำกัด (มหาชน)
15	PF	บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน)
16	FPT	บริษัท เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
17	MK	บริษัท มั่นคงเคหะการ จำกัด (มหาชน)
18	MJD	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
19	U	บริษัท ยู ซิตี้ จำกัด (มหาชน)
20	UV	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)
21	RML	บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)
22	LALIN	บริษัท ลลิล พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
23	SPALI	บริษัท ศุภาลัย จำกัด (มหาชน)
24	SF	บริษัท สยามฟิวเจอร์ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
25	WIN	บริษัท สวนอุตสาหกรรม วินโคสต์ จำกัด (มหาชน)
26	ROJNA	บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)
27	SAMCO	บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)
28	SENA	บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
29	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
30	A	บริษัท อารีญา พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
31	ESTAR	บริษัท อีสเทอร์น สตาร์ เรียล เอสเตท จำกัด (มหาชน)
32	AQ	บริษัท เอคว เอสเตท จำกัด (มหาชน)
33	NCH	บริษัท เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิง จำกัด (มหาชน)
34	AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
35	APEX	บริษัท เอเพ็กซ์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
36	MBK	บริษัท เอ็ม บี เค จำกัด (มหาชน)

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
37	EVER	บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน)
38	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
39	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
40	LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)

7.3 หมวดธุรกิจ วัสดุก่อสร้าง จำนวน 15 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อบริษัท
1	Q-CON	บริษัท ควอลิตี้คอนสตรัคชั่นโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
2	GEL	บริษัท เจนเนอรัล เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
3	DCON	บริษัท ดีคอนโปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
4	DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)
5	SCP	บริษัท ทักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน)
6	TASCO	บริษัท ทีพีโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)
7	TCMC	บริษัท ทีซีเอ็ม คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
8	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
9	SCC	บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
10	SCCC	บริษัท ปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
11	CCP	บริษัท ผลิตภัณฑ์คอนกรีตชลบุรี จำกัด (มหาชน)
12	DRT	บริษัท ผลิตภัณฑ์ตราเพชร จำกัด (มหาชน)
13	VNG	บริษัท วนชัย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
14	UMI	บริษัท สหไมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
15	WIJK	บริษัท วิก แอนด์ ฮุกแลนด์ จำกัด (มหาชน)