

# โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ



นางชนิตา มณีรัตน์รุ่งโรจน์

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต

สาขาวิชาการจัดการ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

ปีการศึกษา 2559

# **CAPITAL STRUCTURE AFFECTING FIRM VALUE**

The logo of Suranaree University of Technology is a large, faint watermark in the center of the page. It features a stylized figure of a person standing on a pedestal, surrounded by a circular arrangement of red and orange geometric shapes. The Thai text 'มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี' is written in a circular path around the bottom of the logo.

**Chanisa Maneerattanarungrod**

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Doctor of Philosophy Program in Management**

**Suranaree University of Technology**

**Academic Year 2016**



## โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี อนุมัติให้นำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรปริญญาคุุณชีพัฒนิต

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์



(ศาสตราจารย์ ดร.ไพโรจน์ สัตยธรรม)

ประธานกรรมการ



(รองศาสตราจารย์ ดร.ชวัญกมล ดอนخوا)  
กรรมการ (อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์)



(รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคอัติ)  
กรรมการ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์)  
กรรมการ

อิทธิชัย อารีรักษ์

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธิดารัตน์ อารีรักษ์)  
กรรมการ



(ศาสตราจารย์ ดร.สันติ แม้นศิริ)  
รองอธิการบดีฝ่ายวิชาการและ  
พัฒนาความเป็นสากล



(รองศาสตราจารย์ ดร.วีรพงษ์ พลนิกรกิจ)  
คณบดีสำนักวิชาเทคโนโลยีสังคม



CHANISA MANEERATTANARUNGROD : CAPITAL STRUCTURE

AFFECTING FIRM VALUE. THESIS ADVISOR : ASSOC. PROF.

KWUNKAMOL DONKWA, Ph.D., 187 PP.

#### CAPITAL STRUCTURE/FIRM VALUE/STRUCTURAL EQUATION MODEL

The objectives of this research are to compare the capital structure of listed companies in each industry, to explore the influences of the firm characteristics on the capital structure and the firm value, and to find the effect of the capital structure on the corporate value. The firm characteristics and the capital structure are latent variables, each of which is measured from two or three financial data. Moreover, the capital structure is a mediator in the model. Then, the causal relationship is analyzed with the structural equation modelling technique. The secondary data of firms listed on the Stock Exchange of Thailand for three accounting periods from 2012 to 2014 are retrieved from SET Market Analysis and Reporting Tool (SETSMART). After removing multivariate outliers, the samples consist of 292 listed companies from six industries, which are agro and food industry, technology, services, industrials, consumer products, and property and construction.

The empirical results indicate that the capital structures of firms from various industries are different. Firms in property and construction industry have the highest level of long term debts. They also have the highest level of total debts, except for firms in the technology industry. Moreover, the firm characteristics, which are firm size, risk, and tangibility, positively affect the capital structure. However, liquidity negatively

affects the capital structure. The results also show that firm performance and growth opportunity have no effect on the capital structure. Furthermore, firm performance, capital structure, growth opportunity, and tangibility have positive effects on the firm value. Finally, financial managers can possibly use these results to develop their capital structure and to improve their firm value. These results will also fill the gap in an empirical knowledge of the mediating role of capital structure, affecting the firm value.



School of Management Technology

Student's Signature

Chanin H.

Academic Year 2016

Advisor's Signature

K. Donkwa



## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี โดยได้รับการสนับสนุน และการให้ความร่วมมือจากบุคคล และกลุ่มบุคคลที่กรุณาให้คำปรึกษาในเชิงวิชาการ และแนวทางปฏิบัติในขั้นตอนต่าง ๆ ของการวิจัย ผู้วิจัยขอขอบพระคุณบุคคลต่าง ๆ ดังรายนามต่อไปนี้

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.ขวัญกมล ดอนขวา อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้คำปรึกษาอันเป็นประโยชน์ต่อการดำเนินการวิจัยในทุก ๆ ขั้นตอน

ขอขอบพระคุณ ศาสตราจารย์ ดร.ไพโรจน์ สัตยธรรม ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาค้อต ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธิดารัตน์ อารีรักษ์ ในการให้คำแนะนำที่มีประโยชน์ สำหรับการปรับปรุงให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความครบถ้วนสมบูรณ์ทั้งในด้านเนื้อหา ระเบียบวิธีการวิจัย ตลอดจนแนวทางในการนำไปใช้ประโยชน์

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณ บิดามารดา ครอบครัว เพื่อนร่วมงาน และเพื่อนร่วมรุ่นที่สนับสนุนและเป็นกำลังใจในการศึกษาเป็นอย่างดีตลอดมา

ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ (ภาษาไทย).....	ก
บทคัดย่อ (ภาษาอังกฤษ).....	ข
กิตติกรรมประกาศ.....	ง
สารบัญ.....	จ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฉ
<b>บทที่</b>	
<b>1 บทนำ.....</b>	<b>1</b>
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 คำถามการวิจัย.....	3
1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย.....	3
1.4 สมมติฐานการวิจัย.....	3
1.5 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.6 ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย.....	5
1.7 คำนิยามศัพท์.....	6
<b>2 ปรัชญา วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....</b>	<b>7</b>
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	8
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	16
2.3 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	53
<b>3 ระเบียบวิธีการวิจัย.....</b>	<b>59</b>
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	59
3.2 ตัวแปรที่ทำการวิจัย.....	62
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	66
3.4 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล.....	66
3.5 ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ.....	71
3.6 ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง.....	74

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
<b>4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล และการอภิปรายผล.....</b>	<b>80</b>
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น.....	81
4.2 ผลการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	86
4.3 ผลการทดสอบสมมติฐาน.....	91
4.4 อภิปรายผลการวิจัย.....	95
<b>5 สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....</b>	<b>110</b>
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	111
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	113
5.3 ข้อจำกัดการวิจัย.....	117
รายการอ้างอิง.....	119
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน.....	128
ภาคผนวก ข การใช้ตัวแปรแทนในการวิจัยที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน.....	166
ประวัติผู้เขียน.....	187

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 อิทธิพลระหว่างตัวแปรตามโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎี.....	12
2.2 จำนวนอิทธิพลระหว่างตัวแปรตามบทความวิจัย.....	17
2.3 สรุปจำนวนอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	19
2.4 สรุปจำนวนอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	23
2.5 สรุปจำนวนอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	26
2.6 สรุปจำนวนอิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	29
2.7 สรุปจำนวนอิทธิพลของความเสถียรต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	32
2.8 สรุปจำนวนอิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	35
2.9 สรุปจำนวนอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการแยกตามกลุ่มตัวอย่าง.....	40
2.10 เทคนิคการวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรที่บทความวิจัยเลือกใช้.....	43
3.1 การทดสอบการกระจายแบบโค้งปกติของตัวแปรสังเกตได้.....	71
3.2 ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรสังเกตได้.....	72
3.3 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง.....	73
3.4 การทดสอบความเท่ากันของความแปรปรวน.....	74
3.5 ผลการวิเคราะห์ห้อยประกอบเชิงซ้อน.....	74
3.6 การตรวจสอบความตรงเชิงจำแนกด้วยค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน.....	78
4.1 ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์.....	81
4.2 ค่าสถิติของตัวแปรสังเกตได้.....	83
4.3 ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรสังเกตได้.....	84
4.4 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง.....	85
4.5 ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันของตัวแปรแฝงคุณลักษณะกิจการ.....	86
4.6 ค่าสถิติของตัวแปรโครงสร้างเงินทุน ตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	87
4.7 การเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างกัน.....	88
4.8 การเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างกัน (Robust tests) .....	88
4.9 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวของกิจการระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม.....	89
4.10 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะสั้นของกิจการระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม .....	90



## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.11 การเปรียบเทียบหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม.....	91
4.12 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้าง.....	92
4.13 อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมของแบบจำลองสมการ โครงสร้าง.....	95
ก.1 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว..	132
ก.2 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศ ตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกและแปซิฟิก.....	138
ก.3 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศ ตลาดเกิดใหม่ แถบยุโรปและเอเชียกลาง.....	141
ก.4 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศ ตลาดเกิดใหม่ แถบละตินอเมริกาและแคริบเบียน.....	142
ก.5 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศ ตลาดเกิดใหม่ แถบตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ.....	143
ก.6 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศ ตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียใต้.....	144
ก.7 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศ ตลาดเกิดใหม่ แถบแอฟริกาใต้ของทะเลทรายซารา.....	146
ก.8 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนทั้งประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศตลาดเกิดใหม่.....	148
ก.9 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว.....	151
ก.10 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกและแปซิฟิก.....	154
ก.11 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบยุโรปและเอเชียกลาง.....	156
ก.12 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบละตินอเมริกาและแคริบเบียน.....	157
ก.13 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ.....	158

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
ก.14 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียใต้.....	159
ก.15 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบแอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา.....	162
ก.16 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการทั้งประเทศที่พัฒนาแล้ว และประเทศตลาดเกิดใหม่.....	165
ข.1 ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน.....	167
ข.2 ตัวแปรแทนผลการดำเนินงานและขนาดกิจการ.....	173
ข.3 ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์มีตัวตน.....	177
ข.4 ตัวแปรแทนความเสี่ยงทางธุรกิจ.....	181
ข.5 ตัวแปรแทนสภาพคล่อง.....	183
ข.6 ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ.....	184

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ”.....	55
3.1 แบบจำลองสมการโครงสร้าง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” (หลังการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง).....	79
4.1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง .....	92



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในการบริหารธุรกิจ ผู้บริหารต้องวางแผนและดำเนินงาน เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ โดยมูลค่ากิจการอาจมองในลักษณะของกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งเป็นมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดอิสระที่กิจการสร้างจากการดำเนินงานในอนาคต การสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการสามารถดำเนินการได้ โดยการวางแผนการเพิ่มโอกาสในการขายและการลงทุน รวมทั้งการควบคุมต้นทุนการดำเนินงาน ในด้านการผลิต การตลาด การบริการ และการเงิน เพื่อให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไร โดยเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญอย่างหนึ่งในการลงทุนและการดำเนินงานของธุรกิจ ผู้บริหารฝ่ายการเงินมีหน้าที่ในการจัดโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการและสภาพแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้เงื่อนไขการชำระคืนเงินทุนและต้นทุนเงินทุนมีความเหมาะสม และเพื่อให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น เงินทุนจากแหล่งต่างกันย่อมมีต้นทุนเงินทุนและเงื่อนไขการชำระคืนที่แตกต่างกัน ซึ่งการระดมเงินทุนจากแหล่งหนึ่งสินนั้น กิจการต้องชำระคืนเงินต้นพร้อมทั้งดอกเบี้ยในอัตราและระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา ส่วนการระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของนั้น การคืนเงินทุนและจ่ายเงินปันผลให้กับเจ้าของกิจการนั้นขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการเป็นหลัก

โดยทั่วไปต้นทุนเงินทุนประเภทดอกเบี้ยเงินกู้มักจะต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนที่จ่ายให้กับเจ้าของกิจการ อีกทั้ง กิจการยังได้รับผลประโยชน์จากการประหยัดภาษีเงินได้ของดอกเบี้ยเงินกู้ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจึงช่วยลดต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weight Average Cost of Capital: WACC) นอกจากนี้ การมีหนี้สินยังถือเป็นกลไกในการกำกับดูแลการทำงานของผู้จัดการทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง และสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์ของกิจการจะเพิ่มขึ้น หากกิจการระดมทุนด้วยการก่อหนี้ เนื่องจากนักลงทุนภายนอกตีความหมายของระดมทุนด้วยการก่อหนี้ว่า กิจการมีความมั่นใจในการลงทุนของตนเอง ดังนั้น การจัดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจึงมีส่วนช่วยลดต้นทุนเงินทุน และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ (Tudose, 2012)

แม้ว่าการมีหนี้สินจะมีส่วนช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ แต่การมีหนี้สินทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางการเงินของกิจการ หากผลการดำเนินงานของกิจการหรือสภาพแวดล้อมทางธุรกิจไม่เป็นไปตามที่กิจการคาดไว้ กิจการอาจจะไม่สามารถชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยได้ตามสัญญา นำไปสู่การฟ้องร้องให้กิจการชำระหนี้ ทั้งนี้ตั้งแต่เดือนตุลาคม 2559 ถึงเดือนเมษายน 2560 มีคดีล้มละลายเกิดใหม่รวม 12,354 คดี ซึ่งโดยเฉลี่ยมีคดีล้ม

ละลายเกิดใหม่เพิ่มขึ้นทุกปีตั้งแต่ปีงบประมาณ 2558 ถึงเดือนเมษายน 2560 (กรมบังคับคดี, 2560) นอกเหนือจากค่าใช้จ่ายที่เกิดจากความฟ้องร้องบังคับคดีแล้ว ในระหว่างการฟ้องร้องคดี กิจการยังต้องเผชิญกับค่าใช้จ่ายทางอ้อมอื่นๆ ที่เกิดจากความล้มเหลวทางการเงินอีก อาทิเช่น การสูญเสียเวลาของผู้บริหารไปกับกระบวนการดำเนินคดี การสูญเสียขวัญและกำลังใจในการทำงานของพนักงาน เป็นต้น ซึ่งผลกระทบของการมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมอาจส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจ ดังเช่นตัวอย่างของการมีหนี้สินมากเกินไปของธุรกิจในประเทศไทย โดยเฉพาะหนี้สินระยะสั้นที่กู้จากต่างประเทศ ซึ่งถือว่าเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ทำให้เกิดวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540 (อนุสรณ์ ธรรมใจ, 2557) ดังนั้น การจัดโครงสร้างเงินทุนจำเป็นต้องพิจารณาลักษณะเฉพาะตัวของแต่ละกิจการ ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สิทธิประโยชน์ตัวตน ความเสี่ยง หรือสภาพคล่องของกิจการ เพื่อหลีกเลี่ยงโอกาสเกิดความล้มเหลวทางการเงินสืบเนื่องมาจากการระดมเงินทุนจากแหล่งหนี้สิน แต่ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กลับเสนอผลของลักษณะกิจการที่มีต่อการมีหนี้สินไม่สอดคล้องกัน รวมทั้งผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ศึกษาสาเหตุและผลของการมีหนี้สินก็ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน

อย่างไรก็ตาม การศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2560 มักจะเป็นการศึกษาในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว แม้ว่าจะเริ่มมีความสนใจศึกษาโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่มากขึ้น แต่บทความวิจัยที่ศึกษาสาเหตุและผลของโครงสร้างเงินทุนในประเทศไทยที่ตีพิมพ์ในวารสารวิชาการในฐานะข้อมูลสาขายังมีจำนวนไม่มาก ทั้งที่ธุรกิจในประเทศไทยมีการใช้หนี้สินเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนกันอย่างแพร่หลาย โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 ถึงปี พ.ศ. 2559 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เทคโนโลยี บริการ สินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยหนี้สินรวมอยู่ระหว่างร้อยละ 49.9 และ 53.9 ของสินทรัพย์รวม หรือมีค่าเฉลี่ยหนี้สินตลอดระยะเวลา 11 ปีร้อยละ 52.0 ของสินทรัพย์รวม โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีการระดมทุนด้วยหนี้สินสูงขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) เพื่อรองรับการลงทุนจากการปฏิรูปประเทศ

อย่างไรก็ตาม ข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 ของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยกลับมีมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมลดลง เมื่ออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น สำหรับกิจการที่มีหนี้สินรวมไม่เกิน 1.5 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้น แต่กิจการที่มีหนี้สินรวมตั้งแต่ 1.5 เท่าขึ้นไปของส่วนของผู้ถือหุ้น กลับมีอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ โดยไม่คำนึงถึงปัจจัยที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน จึงเป็นที่มาของการศึกษาเรื่อง

“โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งเพื่อให้ได้ข้อสรุปถึงความเป็นเหตุและผลของโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่าน (mediating variable) รวมทั้งกำหนดให้คุณลักษณะของกิจการเป็นตัวแปรแฝง (latent variable) ซึ่งวัดจากตัวแปรสังเกตได้ที่เป็นข้อมูลหรืออัตราส่วนทางการเงิน 3 ตัวแปร เพื่อลดความคลาดเคลื่อนในการวัด และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (structural equation model) อีกทั้ง ผลการวิจัยยังให้ข้อเสนอแนะในการจัดโครงสร้างเงินทุนให้สอดคล้องกับคุณลักษณะของกิจการ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ

## 1.2 คำถามการวิจัย

โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ กำหนดคำถามการวิจัยไว้ 3 ข้อ ดังนี้

- (1) โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีลักษณะเป็นอย่างไร
- (2) คุณลักษณะเฉพาะใดของบริษัทจดทะเบียน มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ
- (3) นโยบายโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่ากิจการอย่างไร

## 1.3 วัตถุประสงค์การวิจัย

การวิจัยเรื่อง โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ได้กำหนดวัตถุประสงค์ในการศึกษาไว้ 3 ข้อ ดังนี้

- (1) เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ตามกลุ่มอุตสาหกรรม
- (2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน
- (3) เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะของบริษัทจดทะเบียน ได้แก่ ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโตและ สินทรัพย์มีตัวตน ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ
- (4) เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

## 1.4 สมมติฐานการวิจัย

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ การวิจัยเรื่อง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” ได้กำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐานจำนวน 10 ข้อ ดังนี้

- สมมติฐานที่ 1 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อ โครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานที่ 2 โอกาสการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อ โครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานที่ 3 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อ โครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานที่ 4 ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อ โครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานที่ 5 ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อ โครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานที่ 6 สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อ โครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานที่ 7 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- สมมติฐานที่ 8 โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- สมมติฐานที่ 9 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ
- สมมติฐานที่ 10 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

### 1.5 ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ” กำหนดขอบเขตในการวิจัย ดังนี้

#### 1.5.1 ขอบเขตด้านประชากร

การวิจัยศึกษาข้อมูลคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะรวบรวมข้อมูลจากทุกกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 583 บริษัท ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ทรัพยากร และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวอยู่ภายใต้การกำกับดูแล โดยกฎระเบียบของภาครัฐอย่างเข้มงวด ส่งผลให้การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนเหล่านี้แตกต่างไปจากบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างจึงมีจำนวน 354 บริษัท แต่จากการตรวจสอบทางสถิติพบว่า ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 62 บริษัท เป็นค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร (multivariate outlier) ส่งผลให้เหลือบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างในการวิจัย จำนวน 292 บริษัท

#### 1.5.2 ขอบเขตด้านตัวแปร

การวิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ผลิตโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นข้อมูลคุณลักษณะเฉพาะของกิจการประกอบด้วยข้อมูลผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง สภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน และมูลค่า



กิจการโดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินประจำปีของแต่ละกิจการ และรายงานข้อมูลการซื้อขาย และข้อมูลหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

- (1) ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สิทธิประโยชน์ตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่อง
- (2) ตัวแปรส่งผ่าน คือ โครงสร้างเงินทุน
- (3) ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ

### 1.5.3 ขอบเขตด้านระยะเวลารวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้รวบรวมข้อมูลประจำปีของตัวแปรอิสระในปี พ.ศ. 2555 ตัวแปรส่งผ่านปี พ.ศ. 2556 และตัวแปรตามปี พ.ศ. 2557 ตามแนวทางของ Yang, Lee, Gu, and Lee (2010) โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นมาประเทศไทยได้เผชิญกับวิกฤตการณ์ทางการเมือง ที่มีการเปลี่ยนแปลงคณะรัฐบาลในการปกครองประเทศ โดยในปี พ.ศ. 2557 เป็นปีที่มีรัฐบาลในการนำของพลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้มีการปฏิรูปประเทศในทุกๆ ด้าน จนทำให้นักลงทุนเริ่มมีความมั่นใจในการลงทุน บริษัทจดทะเบียนจึงมีการปรับนโยบายโครงสร้างเงินทุน เพื่อให้พร้อมสำหรับการลงทุนในโครงการต่างๆ ที่จะช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการต่อไป

### 1.6 ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

ผลจากการวิจัยเรื่อง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” เป็นประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติ ดังนี้

- (1) องค์ความรู้ที่ได้จากการวิจัยจะให้ข้อสรุปทางวิชาการ ในประเด็นเรื่องคุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีผลต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุนอย่างไร ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน หรือทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ ต่างมีข้อสรุปเกี่ยวกับปัจจัยที่เป็นสาเหตุและผลของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งที่เหมือนและแตกต่างกันออกไป อีกทั้งผลการวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนเรื่องคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างไร และคุณลักษณะของกิจการมีผลต่อมูลค่ากิจการอย่างไร
- (2) ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถใช้ผลการวิจัยนี้ในการกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เพื่อเสริมสร้างให้กิจการเติบโตอย่างยั่งยืน มีความมั่นคงทางการเงิน สามารถดำเนินการตามกลยุทธ์การแข่งขันทางธุรกิจ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย



- (3) นักลงทุนและประชาชนทั่วไป สามารถใช้ผลการวิจัยนี้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 1.7 คำนิยามศัพท์

ในการวิจัย ได้กำหนดคำนิยามศัพท์ในเชิงปฏิบัติการ ไว้ดังนี้

- (1) มูลค่ากิจการ (firm value) หมายถึง การกำหนดคุณค่าของกิจการ โดยพิจารณาจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด
- (2) โครงสร้างเงินทุน (capital structure) หมายถึง แหล่งเงินทุนที่กิจการใช้ในการลงทุน และการดำเนินงาน ซึ่งมีที่มาจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยโครงสร้างเงินทุนจะพิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นที่มีภาระผูกพันต้องชำระดอกเบี้ยเงินกู้ และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- (3) ผลการดำเนินงาน (performance) หมายถึง ผลประกอบการประจำปีของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินลงทุน อัตราส่วนกำไรสุทธิ และกระแสเงินสดอิสระ (free cash flow)
- (4) โอกาสในการเติบโต (growth opportunity) หมายถึง โอกาสในการลงทุนหรือขยายกิจการในอนาคต ซึ่งพิจารณาจากอัตราการเติบโตของรายได้สุทธิ สินทรัพย์รวม และเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร
- (5) สินทรัพย์มีตัวตน (tangibility) หมายถึง สินทรัพย์ที่มีรูปร่าง จับต้องทางกายภาพได้ ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร อัตราส่วนสินค้ำคงคลัง และอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นๆ
- (6) ขนาดกิจการ (size) หมายถึง ลักษณะที่บอกความใหญ่หรือเล็กของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งพิจารณาจากรายได้สุทธิ เงินลงทุนระยะยาว และอายุของกิจการ
- (7) ความเสี่ยง (risk) หมายถึง โอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนไม่เป็นไปตามที่คาดว่าจะได้รับ ซึ่งพิจารณาจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) หรือสัมประสิทธิ์เบต้า (beta coefficient)
- (8) สภาพคล่อง (liquidity) หมายถึง ความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้น ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนเงินสด

## บทที่ 2

### ปรัชญ่วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนากรอบแนวคิดในการวิจัย ได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

#### 2.1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1. มูลค่ากิจการ

2.1.2. โครงสร้างเงินทุน

#### 2.2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

##### 2.2.1. ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปร

2.2.1.1. อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุน

2.2.1.2. อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุน

2.2.1.3. อิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุน

2.2.1.4. อิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุน

2.2.1.5. อิทธิพลของความเสียดังกล่าวต่อโครงสร้างเงินทุน

2.2.1.6. อิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุน

2.2.1.7. อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ

2.2.1.8. อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการ

2.2.1.9. อิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ

2.2.1.10. อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ

##### 2.2.2. การใช้ตัวแปรแทนในการวิจัย

2.2.2.1. ตัวแปรแทน โครงสร้างเงินทุน

2.2.2.2. ตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน

2.2.2.3. ตัวแปรแทนขนาดกิจการ

2.2.2.4. ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต

2.2.2.5. ตัวแปรแทนสินทรัพย์ที่มีตัวตน

2.2.2.6. ตัวแปรแทนความเสี่ยง

2.2.2.7. ตัวแปรแทนสภาพคล่อง

2.2.2.8. ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ

#### 2.3. กรอบแนวคิดในการวิจัย

## 2.1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

### 2.1.1. มูลค่ากิจการ

มูลค่ากิจการ หมายถึง การวัดหรือการให้คุณค่าของกิจการในรูปตัวเงิน ทั้งนี้ การวัดหรือประเมินมูลค่ากิจการมี 3 วิธี คือ วิธีประเมินจากสินทรัพย์ (asset approach) วิธีประเมินจากราคาตลาด (market approach) และวิธีประเมินจากรายได้ (income approach) ดังนี้

#### 2.1.1.1. การประเมินมูลค่ากิจการจากสินทรัพย์

การประเมินมูลค่ากิจการจากสินทรัพย์ เป็นการปรับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์และหนี้สินตามงบแสดงฐานะการเงินของกิจการให้สะท้อนราคาตลาดที่เหมาะสมในปัจจุบัน (fair market value) ซึ่งวิธีการประเมินมูลค่ากิจการแบบนี้ไม่ได้พิจารณาความสามารถในการดำเนินงานของกิจการ เพื่อสร้างรายได้ในอนาคต แต่เป็นการประเมินมูลค่าของกิจการตามมูลค่าชำระบัญชีของสินทรัพย์ หรือตามหลักการทดแทน (substitution) สินทรัพย์หรือหนี้สินนั้นตามราคาตลาด ดังนั้น การประเมินมูลค่ากิจการจากสินทรัพย์จะเหมาะกับการประเมินมูลค่ากิจการที่ถูกจัดตั้งขึ้นมาเพื่อซื้อหุ้นของบริษัทอื่น (holding companies) หรือกิจการที่ไม่มีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน เช่น ค่าความนิยม (goodwill) หรือมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนต่ำ (Durham, 2016; Ward, 2016)

#### 2.1.1.2. การประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาด

การประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาด เป็นการประเมินด้วยวิธีการเปรียบเทียบจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์กับผลตอบแทนต่อหุ้น โดยใช้อัตราส่วนราคาต่อกำไร (price to earnings ratio: P/E) ของกิจการและกิจการอื่นที่มีลักษณะคล้ายกันในการกำหนดมูลค่ากิจการ ซึ่งการประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาดเป็นวิธีที่นิยมใช้สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เนื่องจากมีข้อมูลเปรียบเทียบโดยตรง รวมทั้งยังนิยมใช้การประเมินมูลค่ากิจการจากราคาตลาดเพื่อทดสอบความน่าเชื่อถือของการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีการประเมินจากรายได้อีกด้วย แต่การประเมินมูลค่ากิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยวิธีนี้อาจมีข้อจำกัดเรื่องของการหาการคู่เทียบที่มีลักษณะคล้ายกัน (Durham, 2016; Ward, 2016)

#### 2.1.1.3. การประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้

การประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้ เป็นวิธีการประเมินตามแนวคิดที่ว่า มูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับความสามารถในการสร้างความมั่งคั่งหรือการสร้างมูลค่าเพิ่มในอนาคต โดยการประเมินกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในอนาคตแล้วคิดลดด้วยต้นทุนเงินทุนที่สะท้อนอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนที่ต้องการ โดยการประเมินมูลค่ากิจการจากรายได้ทำได้ 2 วิธี คือ วิธีคิดผลตอบแทนทางตรง

(direct capitalization) และวิธีคิดลดกระแสเงินสด (discounted cash flow) โดยวิธีคิดผลตอบแทนทางตรงประเมินมูลค่ากิจการจากการหารกระแสเงินสดสุทธิตามปกติ (normalized cash flow) ด้วยอัตราผลตอบแทนของเงินลงทุน (capitalization rate) ซึ่งเป็นวิธีประเมินมูลค่ากิจการที่กำหนดให้กระแสเงินสดสุทธิเพียงค่าเดียวสะท้อนผลการดำเนินงานในอนาคตทั้งหมดของกิจการ วิธีคิดผลตอบแทนทางตรงจึงไม่เหมาะกับกิจการที่มีดำเนินการในสภาพแวดล้อมที่มีการเปลี่ยนแปลงแบบพลวัต ส่วนวิธีประเมินมูลค่ากิจการด้วยการคิดลดกระแสเงินสด ใช้การประเมินกระแสเงินสดสุทธิของกิจการในอนาคตตามระยะเวลาวงจรชีวิตของธุรกิจ แล้วคิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบันของกิจการด้วยต้นทุนเงินทุนที่สะท้อนความเสี่ยงและโอกาสของธุรกิจ (Durham, 2016; Ward, 2016)

ในการกำหนดมูลค่าของกิจการควรจะใช้วิธีการประเมินหลายวิธีร่วมกัน นอกจากวิธีการประเมินมูลค่ากิจการทั้งสามวิธีที่กล่าวแล้วข้างต้น นักวิจัยยังใช้วิธีการอื่นในการประเมินมูลค่ากิจการ โดยรายละเอียดเกี่ยวกับการใช้ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการในงานวิจัยจะกล่าวถึงในหัวข้อ 2.2.2.8. ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ

### 2.1.2. โครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน เป็นแหล่งเงินทุนที่กิจการใช้ในการลงทุนและการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย แหล่งเงินทุนระยะยาวที่มาจากส่วนของเจ้าของและหนี้สิน ทั้งนี้ นักวิชาการหลายท่านได้ศึกษาสัดส่วนเงินลงทุนระหว่างส่วนของเจ้าของและหนี้สิน เพื่อเสนอโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ที่จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น ซึ่งทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนแต่ละทฤษฎีต่างก็มีข้อกำหนดและบริบทในการประยุกต์ใช้ที่แตกต่างกันออกไป ไม่ว่าจะเป็นทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน (irrelevance propositions) ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (trade off theory) ทฤษฎีการจัดลำดับ (pecking order theory) และทฤษฎีตัวแทน (agency theory) โดยมีรายละเอียดที่สำคัญซึ่งจะได้อธิบายตามลำดับต่อไป

#### 2.1.2.1. ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน

Modigliani and Miller (1958) เสนอว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบใดๆ ต่อมูลค่าของกิจการและต้นทุนเงินทุนของกิจการ ภายใต้ข้อกำหนดเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมในการดำเนินงานของกิจการที่ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงหลายประการ อาทิเช่น ปราศจากภาษีเงินได้ ไม่มีต้นทุนของการล้มละลาย และการแข่งขันของตลาดเป็นไปอย่างสมบูรณ์ (no market imperfection) โดยสาระสำคัญของทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน สรุปได้ดังนี้

- (1) มูลค่าของกิจการที่ไม่มีหนี้สิน (value of unleveraged firm:  $V_U$ ) เท่ากับมูลค่าของกิจการที่มีหนี้สิน (value of leveraged firm:  $V_L$ ) หรือเท่ากับผลรวมของส่วนของผู้ถือหุ้นและหนี้สิน [ $V_U = V_L = \text{debt value} + \text{equity value}$ ] และ

(2) ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (return on asset: ROA) หรือต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (weighted average cost of capital: WACC) ของกิจการที่มีหนี้สินและของกิจการที่ไม่มีหนี้สินจะเท่ากัน เนื่องจากผลการดำเนินงานของกิจการจึงขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ (business risk) และความสามารถในการทำกำไรของกิจการ แต่กิจการที่มีหนี้สินจะมีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity: ROE) สูงกว่ากิจการที่ไม่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีหนี้สินจะมีความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักคำนวณจากผลคูณของสัดส่วนของผู้ถือหุ้น (equity/firm value: E/V) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) บวกกับผลคูณของสัดส่วนของหนี้สิน (debt/firm value: D/V) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (interest rate: I) หรือ  $WACC = ROA = (E/V)(ROE) + (D/V)(I)$

ดังนั้น ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุนจึงสรุปว่า โครงสร้างของเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการและต้นทุนเงินทุนของกิจการ อย่างไรก็ตาม ในสภาพแวดล้อมที่กิจการต้องชำระภาษีเงินได้และดอกเบี้ยเงินกู้เป็นค่าใช้จ่ายที่ช่วยประหยัดภาษีเงินได้ โครงสร้างเงินทุนจึงมีผลต่อมูลค่าของกิจการและต้นทุนเงินทุนของกิจการ โดย Modigliani and Miller (1963) ได้เสนอเพิ่มเติมดังนี้

- (1) มูลค่าของกิจการที่มีหนี้สินสูงกว่ามูลค่าของกิจการที่ไม่มีหนี้สิน เนื่องจากผลประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษีเงินได้ของดอกเบี้ยเงินกู้ กล่าวคือ มูลค่าของกิจการที่มีหนี้สินเท่ากับผลรวมของมูลค่าของกิจการที่ไม่มีหนี้สินและมูลค่าปัจจุบันของเงินที่ประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยเงินกู้ [ $V_L = V_U + (\text{tax rate})(\text{debt value})$ ] และ
- (2) ต้นทุนเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินจะต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนของกิจการที่ไม่มีหนี้สิน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายจริงจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่เจ้าหน้าที่กำหนด เนื่องจากดอกเบี้ยสามารถประหยัดภาษีได้ หรือ  $WACC = (E/V)(ROE) + (D/V)(I)(1 - \text{tax rate})$

ดังนั้น หากกิจการต้องชำระภาษีเงินได้และดอกเบี้ยช่วยประหยัดภาษีได้ โครงสร้างของเงินทุนจึงมีผลต่อมูลค่าของกิจการและต้นทุนเงินทุนของกิจการ กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ ด้วยการลดต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกิจการ ส่งผลให้มูลค่ากิจการที่คำนวณจากการคิดลดกระแสเงินสดอิสระมีมูลค่าสูงขึ้น

#### 2.1.2.2. ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน

Kraus and Litzenberger (1973) เป็นผู้พัฒนาทฤษฎีการแลกเปลี่ยนต่อจากทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958, 1963) เนื่องจากกิจการดำเนินงานภายใต้ระบบที่ดอกเบี้ยเงินกู้สามารถประหยัดภาษีเงินได้ และมีต้นทุนการล้มละลายหรือต้นทุนที่เกิด

จากความล้มเหลวทางการเงิน (financial distress costs) ที่เกิดจากการมีหนี้สินของกิจการ โดยทฤษฎีการแลกเปลี่ยนเสนอว่าระดับหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการขึ้นอยู่กับมูลค่าปัจจุบันของเงินที่ประหยัดภาษีได้และต้นทุนความล้มเหลวทางการเงิน ดังนั้น ภายในช่วงเวลาที่กำหนด เช่น 1 ปี มูลค่าตลาดของกิจการที่มีหนี้สินจะเท่ากับมูลค่าตลาดของกิจการที่ไม่มีหนี้สินบวกมูลค่าปัจจุบันของเงินที่ประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยเงินกู้ ลบมูลค่าปัจจุบันของต้นทุนการล้มละลาย (มูลค่าตลาดของกิจการที่มีหนี้สิน = มูลค่าตลาดของกิจการที่ไม่มีหนี้สิน + มูลค่าปัจจุบันของเงินที่ประหยัดภาษี - มูลค่าปัจจุบันของต้นทุนการล้มละลาย) สรุปได้ว่า (1) มูลค่าของกิจการที่มีหนี้สินในระดับที่เหมาะสมจะสูงกว่ามูลค่าของกิจการที่ไม่มีหนี้สิน และ (2) ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักหรือ WACC ของกิจการที่มีหนี้สินจะต่ำกว่าต้นทุนเงินทุนของกิจการที่ไม่มีหนี้สิน โดยต้นทุนเงินทุนจะต่ำที่สุดเมื่อกิจการมีหนี้สินในระดับที่เหมาะสม ดังนั้น การมีหนี้สินจึงช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ เนื่องจากกิจการที่มีหนี้สินจะมีต้นทุนเงินทุนรวมต่ำลง ทำให้ผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการสูงขึ้น

ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Kraus & Litzenberger, 1973) ได้เสนอว่า การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการ เช่น ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ สภาพคล่อง เป็นต้น โดยปัจจัยคุณลักษณะของกิจการที่มีผลต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุน ได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.1 ซึ่งมีรายละเอียดของอิทธิพล ดังนี้

- 1) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูง ต้องเสียภาษีในจำนวนมาก การมีหนี้สินจะช่วยให้กิจการจ่ายภาษีน้อยลงจากการประหยัดภาษีเงิน ได้ของดอกเบี้ยเงินกู้
- 2) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง มักจะมีกระแสเงินสดอิสระ (free cash flow) เหลือน้อย เนื่องจากนำไปลงทุนเพื่อขยายกิจการ อีกทั้งกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักเป็นธุรกิจในช่วงวงจรชีวิตที่กำลังเติบโตและอาจเป็นธุรกิจขนาดเล็ก ส่งผลให้มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงและมีโอกาสที่จะเกิดต้นทุนล้มละลายสูง นอกจากนี้ กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักจะมีสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนค่อนข้างสูง ซึ่งสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมักจะมีมูลค่าค่อนข้างต่ำเมื่อใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ อีกทั้งสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนยังมีมูลค่าชำระบัญชี (liquidation value) ค่อนข้างต่ำ เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ดังนั้น ธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตสูง จึงไม่ควรมีหนี้สินในปริมาณมาก
- 3) สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ได้ โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพราะเมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน สินทรัพย์ที่มีตัวตนจะมีมูลค่าการชำระบัญชี



สูงกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ส่งผลให้กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงมีความสามารถในการก่อหนี้สูง

- 4) ขนาดของกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ มักใช้กลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง (diversified strategy) ไม่ที่จะเป็นการกระจายการลงทุนไปยังสินค้าที่หลากหลาย หรือกระจายการลงทุนไปยังตลาดใหม่ๆ นอกจากนี้ กิจการที่มีขนาดใหญ่ จะมีโอกาสที่จะล้มละลายก่อนข้างต่ำ ส่งผลให้ต้นทุนล้มละลายของกิจการขนาดใหญ่ต่ำกว่ากิจการขนาดเล็ก ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงมีหนี้สินได้มากกว่ากิจการขนาดเล็ก

ตารางที่ 2.1 อิทธิพลระหว่างตัวแปรตามโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎี

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

หมายเหตุ: + และ - หมายถึง ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลต่อการมีหนี้สินทางบวกและลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

- 5) ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่หนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ไม่ควรที่จะเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินด้วยการก่อหนี้เพิ่ม เพราะจะทำให้โอกาสที่จะเกิดปัญหาทางการเงินสูงขึ้น และมีต้นทุนการล้มละลายสูง
- 6) สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน กิจการที่มีสภาพคล่องสูงย่อมมีความสามารถในการชำระหนี้และความสามารถในการก่อหนี้สูง และมีโอกาสล้มละลายต่ำ ดังนั้น กิจการที่มีสภาพคล่องสูงจึงสามารถมีหนี้สินได้มากกว่ากิจการที่มีสภาพคล่องต่ำ

### 2.1.2.3. ทฤษฎีตัวแทน

Jensen and Meckling (1976) เสนอว่ามีความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการ ที่เกิดจากการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและการควบคุมกิจการ (separation of ownership and control) โดยผู้จัดการทำหน้าที่เป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการและต้องบริหารกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์

ของผู้เป็นเจ้าของกิจการเป็นหลัก แต่เป้าหมายในการดำเนินงานของผู้จัดการอาจไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของเจ้าของกิจการเสมอไป ในบางครั้งผู้จัดการอาจบริหารกิจการเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว อาทิเช่น การเพิ่มผลตอบแทนหรือสวัสดิการให้กับตนเอง การตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (net present value: NPV) เป็นบวกหรือเลือกระดมทุนจากการเพิ่มหุ้นสามัญ เพื่อเพิ่มความมั่นคงในตำแหน่งของตนเอง แทนการเพิ่มมูลค่าของกิจการ เป็นต้น ส่งผลให้เจ้าของกิจการจำเป็นต้องสร้างกลไกในการกำกับดูแลกิจการ (corporate governance mechanisms) เพื่อจูงใจและกำกับให้ผู้จัดการบริหารกิจการเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการ ส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทน (agency costs) ที่ประกอบด้วยต้นทุนในการจูงใจผู้จัดการให้ดำเนินงานตามความสนใจของเจ้าของ รวมทั้งต้นทุนกำกับดูแลและตรวจสอบการทำงานของผู้จัดการ เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้จัดการบริหารกิจการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว นอกจากนี้ ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของและผู้จัดการยังก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทนทางอ้อม ที่เป็นผลมาจากการตัดสินใจเพื่อประโยชน์ส่วนตัวของผู้จัดการ อาทิเช่น ต้นทุนเสียโอกาสจากการตัดสินใจไม่ลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก เนื่องจากเกรงว่าจะเพิ่มความเสี่ยงต่อความมั่นคงในตำแหน่งผู้บริหารของตนเอง เป็นต้น

โครงสร้างเงินทุนสามารถลดปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของและผู้จัดการได้ โดยการมีหนี้สินช่วยลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้จัดการสามารถนำไปลงทุนเพิ่ม เพื่อขยายขนาดของธุรกิจ แต่โครงการลงทุนนั้นอาจจะลดมูลค่าของกิจการลง เนื่องจากการตัดสินใจโดยมุ่งที่ผลประโยชน์ของตนเอง แทนที่จะมุ่งที่ประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ดังนั้น การมีหนี้สินจึงช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการตามหลักของทฤษฎีตัวแทน ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์จากการกำกับดูแลกิจการจากการมีหนี้สิน หรือผลประโยชน์จากการลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารที่มุ่งผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลัก และความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น เนื่องจากการมีหนี้สิน กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินช่วยให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นได้

ทั้งนี้ ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตามทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) ได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.1 โดยมีรายละเอียด ดังนี้

- 1) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูง จะมีกระแสเงินสดอิสระมาก การมีหนี้สินจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง ดังนั้น ผลการดำเนินงานจึงมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน
- 2) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง จะมีต้นทุนตัวแทนค่อนข้างสูงจากปัญหาผู้จัดการหลีกเลี่ยงการลงทุนในโครงการที่มีกระแสเงินสดสุทธิเป็นบวก ซึ่งเป็นการตัดสินใจเพื่อเป้าหมายความมั่นคงในตำแหน่งของตนเอง แทนที่จะตัดสินใจลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าของ



กิจการ อีกทั้งการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ดีเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้จัดการสามารถจะนำมาใช้เพื่อเป้าหมายส่วนตัวลง ดังนั้น กิจการมีโอกาสนในการเติบโตทางธุรกิจสูง จึงควรมีหนี้สินเพื่อลดต้นทุนตัวแทน

- 3) สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนจะช่วยลดต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของและเจ้าหนี้ กล่าวคือ ผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่เหลือจากการจ่ายให้กับเจ้าหนี้จะเป็นของผู้ถือหุ้นของกิจการ ในขณะที่ผลตอบแทนของเจ้าหนี้จะคงที่ตามอัตราดอกเบี้ย แต่ความเสี่ยงของเจ้าหนี้อาจจะเพิ่มขึ้นหากกิจการลงทุนเพิ่มในโครงการที่มีกระแสเงินสดสุทธิเป็นบวก แต่เป็นโครงการที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น ดังนั้น กิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ เพื่อลดต้นทุนที่เจ้าหนี้อาจจะเรียกร้องเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ส่งผลให้กิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากจะมีหนี้สินมากตามไปด้วย
- 4) ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่ มีโอกาสเกิดปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของและผู้จัดการสูง กิจการขนาดใหญ่จึงมีต้นทุนตัวแทนค่อนข้างสูง การมีหนี้สินถือเป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการที่ช่วยลดต้นทุนตัวแทนลงได้ ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงมีหนี้สินมากกว่ากิจการขนาดเล็ก
- 5) ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน กิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงมักจะมีต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของและเจ้าหนี้สูง เนื่องจากผลตอบแทนของกิจการจะตกอยู่กับเจ้าของกิจการ ส่วนผลตอบแทนของเจ้าหนี้จะคงที่ตามอัตราดอกเบี้ย แต่หากกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ความเสี่ยงของเจ้าของจะคงที่เท่ากับเงินลงทุนของตน แต่ความเสี่ยงของเจ้าหนี้จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากมีโอกาสไม่ได้รับการชำระหนี้ตามสัญญา เจ้าหนี้จึงพยายามจำกัดความเสี่ยงของตน โดยการเพิ่มข้อกำหนดต่างๆ ในสัญญาเงินกู้ ทำให้การบริหารกิจการที่เป็นลูกหนี้ขาดความคล่องตัว อีกทั้งเจ้าหนี้ยังจะเรียกร้องอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น ดังนั้น กิจการที่มีความเสี่ยงสูงจึงควรมีหนี้สินน้อย
- 6) สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีสภาพคล่องสูง มักจะมีกระแสเงินสดอิสระสูง ซึ่งเป็นสาเหตุของต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของและผู้จัดการ ดังนั้น เพื่อลดต้นทุนตัวแทน กิจการจึงควรลดกระแสเงินสดอิสระด้วยการก่อหนี้

#### 2.1.2.4. ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ

Myers (1984) เสนอว่า กิจการมีลำดับของการจัดหาเงินทุน หากกิจการมีความต้องการใช้เงินทุน กิจการจะใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการ (ถ้าไรสะสม) ก่อน หากกำไรสะสมของกิจการมีไม่

เพียงพอ กิจการจึงจะระดมทุนด้วยการก่อหนี้สิน และระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพิ่มเป็นลำดับสุดท้าย เนื่องจากการใช้เงินทุนภายในจากกำไรสะสมในการลงทุนโครงการต่าง ๆ ใช้เวลาในการดำเนินงานสั้นกว่าการระดมเงินทุนจากภายนอก ทั้งนี้ การระดมเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่จะมีต้นทุนสูงกว่าและใช้เวลาดำเนินการนานกว่าการระดมเงินทุนจากเจ้าหนี้ นอกจากนี้ยังมีประเด็นเรื่องความไม่สมมาตรของสารสนเทศ (asymmetric information) ของแหล่งเงินทุน กล่าวคือ ผู้จัดการมีข้อมูลเกี่ยวกับกิจการของตนเองมากกว่าบุคคลภายนอก ดังนั้น การระดมเงินทุนจากภายนอกด้วยวิธีเพิ่มส่วนของผู้ออกหุ้น นักลงทุนจะถือเป็นสัญญาณว่า ผู้จัดการเชื่อว่ามูลค่าตลาดของกิจการสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของกิจการ (overvalue) แต่การระดมทุนด้วยการเพิ่มหนี้สิน ถือเป็นสัญญาณว่าผู้จัดการมีความมั่นใจเกี่ยวกับกระแสเงินสดสุทธิในอนาคตของกิจการของตนเอง หรือเป็นสัญญาณว่าราคาตลาดของหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (undervalue) กล่าวคือ ทฤษฎีการจัดการตามลำดับ สรุปว่า ภายใต้ภาวะที่มีความไม่สมมาตรของสารสนเทศ การมีหนี้สินถือเป็นการส่งสัญญาณถึงนักลงทุนว่า ผู้บริหารเห็นว่าราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็นและโครงการลงทุนที่กิจการกำลังดำเนินงานอยู่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก ดังนั้น การระดมทุนด้วยการก่อหนี้จึงส่งบวกต่อมูลค่ากิจการ

ทั้งนี้ ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตามทฤษฎีการจัดการตามลำดับ (Myers, 1984) ได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.1 โดยมีรายละเอียด ดังนี้

- 1) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูง จะมีแหล่งเงินทุนภายในกิจการเพียงพอต่อการลงทุน ส่งผลให้ก่อหนี้สินน้อยลง
- 2) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีโครงการที่น่าสนใจลงทุนเป็นจำนวนมาก ทำให้แหล่งเงินทุนภายในกิจการไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินทุน นอกจากนี้ยังมีประเด็นเรื่องความไม่สมมาตรของสารสนเทศหรือสารสนเทศของบุคคลภายในกิจการ (insider information) หากผู้จัดการมีความมั่นใจว่ามูลค่าปัจจุบันสุทธิของโครงการลงทุนเป็นบวก จะระดมทุนด้วยการก่อหนี้เพื่อนำมาลงทุนในโครงการ เพราะมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าและใช้เวลาดำเนินการน้อยกว่าการออกหุ้นสามัญ ดังนั้น การระดมทุนด้วยการก่อหนี้จึงถือเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับบุคคลภายนอก นอกจากนี้ กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง มักจะมีผลตอบแทนจากการดำเนินงานค่อนข้างสูง จึงมีความสามารถในการก่อหนี้สูง หากแหล่งเงินทุนภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการขยายการลงทุน ดังนั้น กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจสูง จึงควรระดมทุนด้วยการก่อหนี้
- 3) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน โดยกิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูงจะเผชิญกับปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศน้อยกว่ากิจการ

ที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย เนื่องจากการกำกับดูแลหรือการตรวจสอบสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่ว่าจะเป็นที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ เครื่องจักร หรือสินค้าคงคลังทำได้ง่ายกว่าการตรวจสอบสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ดังนั้น กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงจึงสามารถเข้าถึงหรือมีความสามารถในการก่อหนี้ก่อนข้างสูง ส่งผลให้สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน

- 4) ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ มักจะอยู่ในวงจรชีวิตแบบเติบโตเต็มที่ (mature) มีโอกาสในการลงทุนเพื่อขยายกิจการน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก ส่งผลให้กิจการขนาดใหญ่มีความต้องการใช้เงินลงทุนในโครงการใหม่ๆ น้อย อีกทั้ง กิจการขนาดใหญ่มักจะมีกำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอต่อการลงทุน ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงมีหนี้สินน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก
- 5) ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน กิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงจากการมีต้นทุนคงที่ในการดำเนินงานสูง หรือสภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีความแปรปรวนสูง ไม่ควรเพิ่มความเสี่ยงให้กับกิจการโดยการก่อหนี้ ดังนั้น กิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงจึงควรระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในหรือระดมทุนจากเจ้าของเป็นหลัก
- 6) สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมาก จะมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอต่อการลงทุนในโครงการต่างๆ ของกิจการ ดังนั้น กิจการที่มีสภาพคล่องสูงจึงไม่จำเป็นต้องระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก

## 2.2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยนี้ศึกษาทบทวนวรรณกรรมจากงานวิจัย 2 กลุ่ม คือ (1) งานวิจัยที่ศึกษาปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการ ประกอบด้วย ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่อง ที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน และ (2) งานวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งตีพิมพ์ในวารสารวิชาการที่มีการทบทวนโดยผู้ทรงคุณวุฒิ หรือ peer-review ระหว่างปี ค.ศ. 2010 ถึง 2017 จำนวน 88 บทความ (รายละเอียดแสดงดังภาคผนวก ก และ ข) โดยได้สรุปการทบทวนบทความวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปร และการใช้ตัวแปรแทนในการวิจัย

### 2.2.1. ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปร

แม้ว่าทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการจัดหาตามลำดับจะได้เสนอทิศทางของอิทธิพลของคุณลักษณะของกิจการที่มีต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน และอิทธิพลของ

โครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการตามที่ได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.1 แล้วนั้น ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์อิทธิพลระหว่างตัวแปรกลับมีทั้งสอดคล้องและไม่สอดคล้องกับข้อเสนอตามทฤษฎี โดยตารางที่ 2.2 ได้สรุปจำนวนอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนของบทความวิจัยทั้ง 89 บทความ พบว่า ทิศทางของอิทธิพลระหว่างตัวแปรมีทั้งสอดคล้องและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี โครงสร้างเงินทุน (รายละเอียดแสดงดังภาคผนวก ก ตาราง ก.1 – ก.16) ซึ่งในการทบทวนบทความวิจัยจึงได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัย โดยแบ่งประเภทของกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่มใหญ่ๆ ดังตารางที่ 2.2 คือ (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มตลาดเกิดใหม่ (International Monetary Fund, 2017) และ (3) กลุ่มที่ศึกษาทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ รวมทั้งยังแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาในประเทศในตลาดเกิดใหม่ตามภูมิภาค เป็นอีก 6 กลุ่มย่อยตามภูมิภาค คือ (2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก (2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง (2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน (2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ (2.5) เอเชียใต้ และ (2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา (Sub-Saharan Africa) (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ก)

**ตารางที่ 2.2 จำนวนอิทธิพลระหว่างตัวแปรตามบทความวิจัย**

ตัวแปรอิสระ → ตัวแปรตาม	ทิศทางอิทธิพล			รวม
	บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	
ผลการดำเนินงาน → โครงสร้างเงินทุน	31 (18.3%)	100 (59.2%)	38 (22.5%)	169
โอกาสในการเติบโต → โครงสร้างเงินทุน	54 (33.8%)	49 (30.6%)	57 (35.6%)	160
สินทรัพย์ที่มีตัวตน → โครงสร้างเงินทุน	72 (48.3%)	39 (26.2%)	38 (25.5%)	149
ขนาดกิจการ → โครงสร้างเงินทุน	92 (55.4%)	23 (13.9%)	51 (30.7%)	166
ความเสี่ยง → โครงสร้างเงินทุน	8 (8.5%)	33 (35.1%)	53 (56.4%)	94
สภาพคล่อง → โครงสร้างเงินทุน	8 (9.9%)	58 (71.6%)	15 (18.5%)	81
ผลการดำเนินงาน → มูลค่ากิจการ	14 (66.7%)	2 (9.5%)	5 (23.8%)	21
โอกาสในการเติบโต → มูลค่ากิจการ	19 (48.7%)	5 (12.8%)	15 (38.5%)	39
สินทรัพย์ที่มีตัวตน → มูลค่ากิจการ	2 (20.0%)	6 (60.0%)	2 (20.0%)	10
โครงสร้างเงินทุน → มูลค่ากิจการ	32 (22.9%)	64 (45.7%)	44 (31.7%)	140

หมายเหตุ: - รวบรวมจากบทความวิจัยที่ตีพิมพ์ระหว่าง ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 89 บทความ

- บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

ทั้งนี้ หัวข้อผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปรนี้ได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 10 ส่วน คือ อิทธิพลของผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดกิจการ ความเสี่ยงและสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุน และอิทธิพลของผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน และโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ

### 2.2.1.1. อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุน

นอกจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสรุปอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันแล้ว ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ดีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 53 บทความก็ยังสรุปผลอิทธิพลของผลการดำเนินงานที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันอีกด้วย ซึ่งตารางที่ 2.3 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ ในการทบทวนวรรณกรรมได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ประเด็น คือ ผลการดำเนินงานมีผลทางบวกทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

- (1) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากกิจการมีผลการดำเนินงานดี ก็จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่ถ้ากิจการมีผลประกอบการไม่ดี ก็จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ซึ่งบทความวิจัยร้อยละ 18.3 สรุปว่าผลการดำเนินงานมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang, Kim, & Shin, 2014; Pomsit, Pandej, & Yixin, 2012) ประเทศสหราชอาณาจักร (Sun, Ding, Guo, & Li, 2016) ประเทศไต้หวัน (Lee & Kuo, 2014) และธุรกิจขนาดย่อมในประเทศนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Daoud Ellili, 2011) ประเทศที่พัฒนาแล้วในกลุ่ม G20 (Fauver & McDonald, 2015) และอีก 39 ประเทศทั่วโลก (Gao & Zhu, 2015) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Jiachun Chen, 2015) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015) และประเทศโรมาเนีย (Serghiescu & Văidean, 2014) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนเพียงร้อยละ 20.9, 18.1, และ 13.3 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.3 สรุปจำนวนอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวน บทความ	จำนวนอิทธิพล			
		บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	20	14 (20.9%)	32 (47.8%)	21 (31.3%)	67 (100%)
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	24	13 (18.1%)	44 (61.1%)	15 (20.8%)	72 (100%)
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	10	2 (9.1%)	16 (72.7%)	4 (18.2%)	22 (100.0%)
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง	2	2 (40.0%)	3 (60.0%)		5 (100.0%)
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	4		6 (85.7%)	1 (14.3%)	7 (100.0%)
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	2	3 (20.0%)	7 (46.7%)	5 (33.3%)	15 (100.0%)
(2.5) เอเชียใต้	4		6 (75.0%)	2 (25.0%)	8 (100.0%)
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	2	6 (40.0%)	6 (40.0%)	3 (20.0%)	15 (100.0%)
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	9	4 (13.3%)	24 (80.0%)	2 (6.7%)	30 (100%)
<b>รวม</b>	<b>53</b>	<b>31 (18.3%)</b>	<b>100 (59.2%)</b>	<b>38 (22.5%)</b>	<b>169 (100.0%)</b>

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

- (2) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ กิจกรรมที่มีผลการดำเนินงานดี จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ทั้งนี้ บทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 59.2) สรุปว่าผลการดำเนินงานมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุน โดย Kumar, Colombage, and Rao (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณ (meta analysis) และ Yang, Lee, Gu, and Lee (2010) ได้วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง แล้วพบว่า ผลการดำเนินงานมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา (Danis, Rettl, & Whited, 2014; Salama & Putnam, 2015) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith, Chen, & Anderson, 2015) ประเทศไต้หวัน (Pan, Lin, Lee, & Ho, 2015) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015; Handoo & Sharma, 2014; Komera & Lukose P.J, 2015) ประเทศจีน (Chang, Chen, & Liao, 2014; Jian Chen, Jiang, & Lin, 2014; Tian, Han, & Zhang, 2015) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim, Girma, Shah, & Williams, 2014) ประเทศไทย (Thippayana, 2014; Tongkong, 2012) ประเทศเปรู (G. Gómez, Mena Rivas, & Lizarzaburu Bolaños, 2014) ประเทศไนจีเรีย (Oino & Ukaegbu, 2015) ประเทศชิลี (San Martín & Saona, 2017) ใน 9 ประเทศกำลังพัฒนาของทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) ใน 33 ประเทศ (Alves, Couto, & Francisco, 2015) ใน 36 ประเทศ (Arosa, Richie, & Schuhmann, 2014) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศกรีซ (Daskalakis, Eriotis, Thanou,



- & Vasiliou, 2014) และประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) ธุรกิจครอบครัวขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศอิตาลี (Gottardo & Maria Moisélo, 2014) และธุรกิจครอบครัวในประเทศสเปน (Crespí & Martín-Oliver, 2015) ธุรกิจขนาดเล็กในประเทศโรมาเนีย (Onofrei, Tudose, Durdureanu, & Anton, 2015) และฟาร์มในประเทศเนเธอร์แลนด์ (Wu, Guan, & Myers, 2014) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน รวมทั้งการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศตลาดเกิดใหม่ในกลุ่ม G20 (Fauver & McDonald, 2015) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาธุรกิจ ในอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป (Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013) และธุรกิจเหมืองแร่ของประเทศเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิล และเปรู (A. P. Gómez, Castro, & Ortega, 2016) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน และการศึกษาธุรกิจครอบครัวขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศอิตาลี (Gottardo & Maria Moisélo, 2014) พบว่า ส่วนแบ่งตลาดมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุป ทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนสูงถึงร้อยละ 47.8, 61.1, และ 80.0 ตามลำดับ
- (3) ผลการดำเนินงานไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน บทความที่วิจัยร้อยละ 22.5 สรุปว่าผลการดำเนินงานไม่มีผลใดๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli & Nelson, 2014) ประเทศออสเตรเลีย (Islam & Khandaker, 2015) ประเทศจีน (Liang, Fang Li, & Song, 2014; Tse & Rodgers, 2014) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศจอร์แดน (Yusuf, Al-Attar, & Al-Shattarat, 2015) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) และอีก 7 ประเทศมุสลิมและ 9 ประเทศที่ไม่ใช่มุสลิม (Gunn & Shackman, 2014) รวมทั้งธุรกิจในอุตสาหกรรมเกษตรของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013)

พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ผลการดำเนินงานไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 31.3, 20.8, และ 6.7 ตามลำดับ

### 2.2.1.2. อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสรุปอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุนทั้งในทิศทางบวกและลบ อีกทั้ง ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ดีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 49 บทความก็ยังสรุปผลอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันอีกด้วย กล่าวคือ บทความวิจัยสรุปว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวก ลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ร้อยละ 33.8, 30.6, และ 35.6 ตามลำดับ ซึ่งตารางที่ 2.4 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุนตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ ในการทบทวนวรรณกรรมได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ประเด็น คือ โอกาสในการเติบโตมีผลทางบวก ทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

- (1) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ งานวิจัยกลุ่มนี้ สรุปว่ากิจการที่มีโอกาสในการลงทุนเพื่อการขยายธุรกิจมาก จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากขึ้น โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา อเมริกา ยุโรป และตะวันออกกลาง ส่วน Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวซึ่งวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Chang et al., 2014) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศอินเดีย (Handoo & Sharma, 2014) ประเทศไนจีเรีย (Oino & Ukaegbu, 2015) ประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) และธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศกรีซ (Daskalakis et al., 2014) ธุรกิจครอบครัวและธุรกิจที่ไม่ใช่ของครอบครัวในประเทศออสเตรเลียเหนือ (Burgstaller & Wagner, 2015) อีกทั้งธุรกิจฟาร์มในประเทศเนเธอร์แลนด์ (Wu et al., 2014) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมมีผลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมของประเทศสวีเดนพบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิมีผล



- ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Öhman & Yazdanfar, 2017) อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014) ประเทศไต้หวัน (Lee & Kuo, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศไทย (Tongkong, 2012) ประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Arosa et al., 2014) ธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศเม็กซิโก โคมลัมเบีย ชิลี บราซิล และเปรู (A. P. Gómez et al., 2016) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมมีผลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน และ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราส่วนเงินลงทุนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 30 ประเทศ (Lam, Zhang, & Lee, 2013) และธุรกิจขนาดกลาง และขนาดย่อมใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป (Mateev et al., 2013) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 32.1, 35.8, และ 30.8 ตามลำดับ
- (2) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ งานวิจัยกลุ่มนี้ สรุปว่ากิจการที่มีโอกาสในการลงทุนเพื่อการขยายธุรกิจมาก จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อยลง ซึ่งเป็นผลมาจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง มีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจมากขึ้น โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิ มาณแล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลลบต่อหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบเอเชียแปซิฟิก ส่วน Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างแล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวซึ่งวัดด้วยมูลค่าตลาด ทั้งนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศจีน (Tian et al., 2015) รวมทั้งบริษัททั้งหมดในประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ธุรกิจขนาดย่อมในประเทศนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) และประเทศโรมาเนีย (Onofrei et al., 2015) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราส่วนการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อหนี้สิน อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ

อิหร่าน พบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Alipour et al., 2015) นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Danis et al., 2014; Salama & Putnam, 2015) ประเทศไต้หวัน (Pan et al., 2015) ประเทศจีน (Chang et al., 2014) ประเทศอินเดีย (Komera & Lukose P.J., 2015) ประเทศชิลี (San Martín & Saona, 2017) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (Arosa et al., 2014) และอีก 39 ประเทศ (Gao & Zhu, 2015) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Pomsit et al., 2012) 19 ประเทศในกลุ่ม G20 (Fauver & McDonald, 2015) ธุรกิจกักตุนเงินในประเทศสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราเงินลงทุนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Chang et al., 2014) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราค่าใช้จ่ายในการบริหารมีผลลบต่อหนี้สิน ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปพิเศษทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า โอกาสในการเติบโตมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 37.7, 22.2, และ 42.3 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.4 สรุปจำนวนอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวนบทความ	จำนวนอิทธิพล			
		บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	18	17 (32.1%)	20 (37.7%)	16 (30.2%)	53 (100%)
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	24	29 (35.8%)	18 (22.2%)	34 (42.0%)	81 (100%)
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	10	9 (28.1%)	4 (12.5%)	19 (59.4%)	32 (100%)
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง	1		1 (100%)		1 (100%)
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	4	4 (57.1%)	2 (28.6%)	1 (14.3%)	7 (100%)
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	2	6 (50%)	5 (41.7%)	1 (8.3%)	12 (100%)
(2.5) เอเชียใต้	5	3 (21.4%)	5 (35.7%)	6 (42.9%)	14 (100%)
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	2	7 (46.7%)	1 (6.6%)	7 (46.7%)	15 (100%)
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	7	8 (30.8%)	11 (42.3%)	7 (26.9%)	26 (100%)
รวม	49	54 (33.8%)	49 (30.6%)	57 (35.6%)	160 (100%)

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

(3) โอกาสในการเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน งานวิจัยในกลุ่มนี้พบว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีผลใดๆ ต่อโครงสร้างเงินทุน โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศบังกลาเทศ (Uddin, 2015) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) และธุรกิจรอบครัวในประเทศสเปน (Crespi & Martín-Oliver, 2015) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli & Nelson, 2014) ประเทศไทย (Thippayana, 2014) ประเทศเวียดนาม (Vo & Ellis, 2016) บริษัททั้งหมดในประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ธุรกิจเหมืองแร่และธุรกิจอื่นๆ ในประเทศออสเตรเลีย (Islam & Khandaker, 2015) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราส่วนเงินลงทุนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Chang et al., 2014) แต่การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Jian Chen et al., 2014; Liang et al., 2014; Tse & Rodgers, 2014) และใน 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมยาในประเทศบังกลาเทศ พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราค่าใช้จ่ายในการบริหารไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Uddin, 2015) และ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Chang et al., 2014) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 30.2, 42.0, และ 26.9 ตามลำดับ

### 2.2.1.3. อิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุน

แม้ว่าทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะสรุปอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางบวกตรงกัน แต่ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ตีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 47 บทความก็ยังสรุปผลอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันทั้งในทิศ

ทางบวก ลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตารางที่ 2.5 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุนตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ ในการทบทวนวรรณกรรมได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ประเด็น คือ สินทรัพย์มีตัวตนมีผลทางบวก ทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

- (1) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 48.3) สรุปว่า กิจกรรมที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมาก จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากตามไปด้วย แต่กิจกรรมที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบอเมริกา เอเชียแปซิฟิก และยุโรป ส่วน Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาว นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศบังกลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศจีน (Tse & Rodgers, 2014) ประเทศไต้หวัน (Lee & Kuo, 2014) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) และใน 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) 39 ประเทศ (Gao & Zhu, 2015) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่รวม 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) รวมทั้งธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) และใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป (Mateev et al., 2013) พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาว ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli & Nelson, 2014; Danis et al., 2014; Pomsit et al., 2012; Salama & Putnam, 2015) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ประเทศจีน (Chang et al., 2014) ประเทศไต้หวัน (Pan et al., 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015; Komera & Lukose P.J, 2015) ประเทศไทย (Thippayana, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) และในอีก 30 ประเทศ (Lam et al., 2013) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) และธุรกิจรับขนส่งสินค้าทั่วโลก (Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, & Laios, 2015) และธุรกิจขนาดย่อมในประเทศนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย พบว่า สินทรัพย์ถาวรมีผลต่อโครงสร้าง

เงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว และหนี้สินรวม (Handoo & Sharma, 2014) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางการอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 55.2, 31.3, และ 74.1 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.5 สรุปจำนวนอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวน		จำนวนอิทธิพล			
	บทความ	บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล	
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	18	32 (55.2%)	10 (17.2%)	16 (27.6%)	58 (100%)	
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	22	20 (31.3%)	25 (39.1%)	19 (29.7%)	64 (100%)	
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	8	8 (47.1%)	1 (5.9%)	8 (47.1%)	17 (100%)	
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง	2		2 (66.7%)	1 (33.3%)	3 (100%)	
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	3	2 (33.3%)	4 (66.7%)		6 (100%)	
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	2	1 (8.3%)	10 (83.4%)	1 (8.3%)	12 (100%)	
(2.5) เอเชียใต้	5	6 (54.5%)	5 (45.5%)		11 (100%)	
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	2	3 (20.0%)	3 (20.0%)	9 (60.0%)	15 (100%)	
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	7	20 (74.1%)	4 (14.8%)	3 (11.1%)	27 (100%)	
รวม	47	72 (48.3%)	39 (26.2%)	38 (25.5%)	149 (100%)	

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

- (2) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บทความวิจัยกลุ่มนี้ (ร้อยละ 26.2) สรุปว่า กิจกรรมที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมาก จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ส่วนกิจกรรมที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้ว พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบ ตะวันออกกลาง ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ อิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) และในอีก 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) รวมทั้ง ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) และ ใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป (Mateev et al., 2013) พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014) ประเทศอิหร่าน

- (Alipour et al., 2015) ประเทศบังกลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศชิลี (San Martín & Saona, 2017) ประเทศโรมาเนีย (Serghiescu & Văidean, 2014) ธุรกิจครอบครัวในประเทศสเปน (Crespi & Martín-Oliver, 2015) ธุรกิจครอบครัวขนาดย่อมในประเทศอิตาลี (Gottardo & Maria Moisélo, 2014) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศกรีซ (Daskalakis et al., 2014) ธุรกิจขนาดย่อมในประเทศโรมาเนีย (Onofrei et al., 2015) ธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิล และเปรู (A. P. Gómez et al., 2016) พบว่า สิ้นทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) และกิจการในอุตสาหกรรมยาของประเทศบังกลาเทศ (Uddin, 2015) พบว่า สิ้นทรัพย์ถาวรมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และหนี้สินในภาพรวม ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า สิ้นทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 17.2, 39.1, และ 14.8 ตามลำดับ
- (3) สิ้นทรัพย์มีตัวตนไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน บทความวิจัยร้อยละ 25.5 พบว่า สิ้นทรัพย์มีตัวตนไม่มีอิทธิพลใดๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว หนี้สินรวม หรือหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า สิ้นทรัพย์มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา ทั้งนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 9 ประเทศกำลังพัฒนาในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) ธุรกิจอุตสาหกรรมการเกษตรของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) พบว่า สิ้นทรัพย์มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย พบว่า สิ้นทรัพย์ถาวรไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาว (Thippayana, 2014) อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Liang et al., 2014; Tian et al., 2015) ประเทศไทย (Tongkong, 2012) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) ธุรกิจครอบครัวในประเทศออสเตรเลียเหนือ (Burgstaller & Wagner, 2015) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่ไม่เป็นของครอบครัวในประเทศอิตาลี (Gottardo & Maria Moisélo, 2014) ธุรกิจฟาร์มในประเทศเนเธอร์แลนด์ (Wu et al., 2014) พบว่า สิ้นทรัพย์มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินใน



ภาพรวม นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไนจีเรีย ยังพบว่า สินทรัพย์ถาวรไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้นระยะยาว และหนี้สินในภาพรวม (Oino & Ukaegbu, 2015) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า สินทรัพย์มีตัวตนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 27.6, 29.7, และ 11.1 ตามลำดับ

#### 2.2.1.4. อิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสรุปอิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุนทั้งในทิศทางบวกและลบ อีกทั้ง ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ดีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 52 บทความก็ยังสรุปผลอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันอีกด้วย ซึ่งตารางที่ 2.6 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุนตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ ในการทบทวนวรรณกรรมได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ประเด็น คือ ขนาดกิจการมีผลทางบวกทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

- (1) ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ หากกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ซึ่งบทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 55.4) สรุปว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ทั้งนี้ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา อเมริกา ยุโรป และตะวันออกกลาง ส่วน Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างแล้วพบว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวซึ่งวัดด้วยมูลค่าตลาด นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014; Pomsit et al., 2012; Salama & Putnam, 2015) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Jiachun Chen, 2015; Jian Chen et al., 2014; Liang et al., 2014; Tian et al., 2015; Tse & Rodgers, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศไทย (Thippayana, 2014; Tongkong, 2012) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศไนจีเรีย (Oino & Ukaegbu, 2015) ประเทศชิลี (San Martín & Saona, 2017) กลุ่มประเทศ G20 (Fauver & McDonald, 2015) ธุรกิจขนส่งสินค้าจากทั่วโลก (Merika et al., 2015) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมใน 7 ประเทศของยุโรป (Mateev et al., 2013) และธุรกิจครอบครัวในประเทศสเปน

(Crespí & Martín-Oliver, 2015) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Danis et al., 2014) ประเทศไต้หวัน (Pan et al., 2015) ประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศอินเดีย (Komera & Lukose P.J, 2015) ใน 30 ประเทศ (Lam et al., 2013) ใน 9 ประเทศกำลังพัฒนาในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) ใน 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) ใน 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) และธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศกรีซ (Daskalakis et al., 2014) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากอายุกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนสูงถึงร้อยละ 43.6, 52.0, และ 80.6 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.6 สรุปจำนวนอิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวน		จำนวนอิทธิพล		
	บทความ	บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	19	24 (43.6%)	9 (16.4%)	22 (40.0%)	55 (100.0%)
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	24	39 (52.0%)	10 (13.3%)	26 (34.7%)	75 (100.0%)
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	10	20 (76.9%)	2 (7.7%)	4 (15.4%)	26 (100.0%)
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง	2	1 (33.3%)	1 (33.3%)	1 (33.3%)	3 (100.0%)
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	4	4 (57.1%)	2 (28.6%)	1 (14.3%)	7 (100.0%)
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	2	3 (25.0%)	1 (8.3%)	8 (66.7%)	12 (100.0%)
(2.5) เอเชียใต้	4	2 (16.7%)	2 (16.7%)	2 (16.7%)	2 (16.7%)
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	2	9 (60.0%)		6 (40.0%)	15 (100.0%)
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	9	29 (80.6%)	4 (11.1%)	3 (8.3%)	36 (100.0%)
รวม	52	92 (55.4%)	23 (13.9%)	51 (30.7%)	166 (100.0%)

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

- (2) ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หรือกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่กิจการที่มีขนาดเล็กจะมี

โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก ซึ่งบทความวิจัยเพียงร้อยละ 13.9 สรุปว่าขนาดกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ทั้งนี้ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า ขนาดกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบเอเชียแปซิฟิก รวมทั้งพบว่า อายุกิจการซึ่งเป็นตัวแทนเพื่อวัดขนาดกิจการก็มีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบอเมริกาและยุโรป โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) ประเทศไต้หวัน (Lee & Kuo, 2014) ประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015; Handoo & Sharma, 2014) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) ใน 39 ประเทศ (Gao & Zhu, 2015) และธุรกิจขนาดเล็กในประเทศโรมาเนีย (Onofrei et al., 2015) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษาธุรกิจเหมืองแร่ในประเทศเม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิล และเปรู (A. P. Gómez et al., 2016) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Tse & Rodgers, 2014) และธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากอายุกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ขนาดกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนเพียงร้อยละ 16.4, 13.3, และ 11.1 ตามลำดับ

- (3) ขนาดกิจการไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน บทความวิจัยร้อยละ 30.7 สรุปว่าขนาดกิจการไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ โดย Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างแล้วพบว่า ขนาดกิจการไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาวซึ่งวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Daoud Ellili, 2011) ประเทศบังคลาเทศ (Uddin, 2015) ประเทศโรมาเนีย (Serghiescu & Văidean, 2014) ประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) กลุ่มประเทศมุสลิม 7 ประเทศและประเทศที่ไม่ใช่มุสลิมอีก 9 ประเทศ (Gunn & Shackman, 2014) และธุรกิจฟาร์มในประเทศเนเธอร์แลนด์ (Wu et al., 2014) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากสินทรัพย์ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ การศึกษา

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) ธุรกิจเหมืองแร่และธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับเหมืองแร่ในประเทศออสเตรเลีย (Islam & Khandaker, 2015) ธุรกิจครอบครัวและไม่ใช่ของครอบครัวขนาดกลางในประเทศอิตาลี (Gottardo & Maria Moisello, 2014) ธุรกิจครอบครัวและธุรกิจที่ไม่เป็นของครอบครัวในประเทศออสเตรียเหนือ (Burgstaller & Wagner, 2015) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิไม่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Chang et al., 2014; Tian et al., 2015) และประเทศอินเดีย (Handoo & Sharma, 2014) พบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากอายุกิจการไม่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปที่ศึกษาทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ขนาดกิจการไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 40.0, 34.7, และ 8.3 ตามลำดับ

#### 2.2.1.5. อิทธิพลของความเสี่ยงต่อโครงสร้างเงินทุน

แม้ว่าทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะสรุปอิทธิพลของความเสี่ยงทางธุรกิจที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางลบ แต่ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ตีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 25 บทความก็ยังสรุปผลอิทธิพลของความเสี่ยงทางธุรกิจแตกต่างกันทั้งในทิศทางบวก ลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตารางที่ 2.7 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของความเสี่ยงต่อโครงสร้างเงินทุนตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ ในการทบทวนวรรณกรรมได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ประเด็น คือ ความเสี่ยงทางธุรกิจมีผลทางบวก ทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

- (1) ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บทความวิจัยเพียงร้อยละ 8.5 สรุปว่า กิจการที่มีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูง ควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่กิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ ควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์อภิธานแล้วพบว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบยุโรป ทั้งนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Chang et al., 2014; Jian Chen et al., 2014) ประเทศไทย (Thippayana, 2014) และประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินรวมทั้งวัดด้วยราคาตามบัญชี ส่วนการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมยา พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากอัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา มีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มี

หนี้สินระยะยาวและหนี้สินในภาพรวม (Uddin, 2015) นอกจากนี้ การศึกษาธุรกิจขนาดย่อมในประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Hewa Wellalage & Locke, 2015) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 3.4, 14.0, และ 4.5 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.7 สรุปจำนวนอิทธิพลของความเสี่ยงต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวนบทความ	จำนวนอิทธิพล			
		บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	9	1 (3.4%)	12 (41.4%)	16 (55.2%)	29 (100%)
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	12	6 (14.0%)	5 (11.6%)	32 (74.4%)	43 (100%)
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	5	4 (36.4%)		7 (63.6%)	11 (100%)
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง					
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	1			1 (100%)	1 (100%)
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	2		2 (13.3%)	13 (86.7%)	15 (100%)
(2.5) เอเชียใต้	3	2 (20.0%)	1 (10.0%)	7 (70.0%)	10 (100%)
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	1		2 (33.3%)	4 (66.7%)	6 (100%)
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	4	1 (4.5%)	16 (72.8%)	5 (22.7%)	22 (100%)
รวม	25	8 (8.5%)	33 (35.1%)	53 (56.4%)	94 (100%)

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

- (2) ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บทความวิจัยร้อยละ 35.1 สรุปว่า กิจกรรมที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่กิจกรรมที่มีความเสี่ยงน้อย ควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า ความเสี่ยงมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบอเมริกา เอเชียแปซิฟิก และตะวันออกกลาง ทั้งนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่รวม 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) และธุรกิจครอบครัวในประเทศออสเตรเลียเหนือ (Burgstaller & Wagner, 2015) พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ส่วนการศึกษายบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Salama & Putnam, 2015) และใน 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากอัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา มีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน นอกจากนี้ การศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมทั้งที่เป็นและไม่เป็นของครอบครัวในประเทศอิตาลี พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Gottardo & Maria Moisello, 2014) และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไต้หวัน พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากสัมประสิทธิ์เบต้ามีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Lee & Kuo, 2014) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ความเสี่ยงมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 41.4, 11.6, และ 72.8 ตามลำดับ

- (3) ความเสี่ยงไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน บทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 56.4) พบว่า ความเสี่ยงไม่มีผลใดๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ โดย Yang et al. (2010) วิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างแล้วพบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจไม่มีผลต่อหนี้สินระยะยาว และ Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า ความเสี่ยงไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Danis et al., 2014) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) ประเทศอินเดีย (Handoo & Sharma, 2014) ประเทศจีน (Tse & Rodgers, 2014) ประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) อุตสาหกรรมยาในประเทศบังคลาเทศ (Uddin, 2015) และธุรกิจฟาร์มในประเทศเนเธอร์แลนด์ (Wu et al., 2014) พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนไม่มีผลต่อการมีหนี้สิน ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015) และกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในทวีปแอฟริกา 9 ประเทศ (Lemma & Negash, 2014) พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากอัตราเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนไม่มีผลต่อหนี้สิน และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจที่วัดจากอัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาไม่มีผลต่อหนี้สิน (Dang et al., 2014) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา



(1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า ความเสี่ยงไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 55.2, 74.4, และ 22.7 ตามลำดับ

#### 2.2.1.6. อิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนได้สรุปอิทธิพลของสภาพคล่องที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนทั้งในทิศทางบวกและทิศทางลบ ส่วนผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ตีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 23 บทความก็ยังสรุปผลอิทธิพลของสภาพคล่องแตกต่างกันทั้งในทิศทางบวก ลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตารางที่ 2.8 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุนตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง ทั้งนี้ ในการทบทวนวรรณกรรมได้แบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ประเด็นคือ สภาพคล่องมีผลทางบวก ทางลบ และไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

- (1) สภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บทความวิจัยเพียงร้อยละ 9.9 สรุปว่า กิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูง จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่กิจกรรมที่มีสภาพคล่องต่ำ จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลบวกต่อหนี้สินระยะสั้น (Alipour et al., 2015) ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศบังกลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) รวมทั้งธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในทวีปยุโรป 7 ประเทศ (Mateev et al., 2013) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลบวกต่อหนี้สินระยะยาว นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากเงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาว (Alipour et al., 2015) อีกทั้งการศึกษารัฐกิจที่ไม่เป็นของครอบครัวในประเทศออสเตรียเหนือ (Burgstaller & Wagner, 2015) และธุรกิจในกลุ่มกัฏดาการในประเทศสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากเงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า สภาพคล่องมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 6.5, 14.3, และ 6.7 ตามลำดับ

ตารางที่ 2.8 สรุปจำนวนอิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวน บทความ	จำนวนอิทธิพล			
		บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	7	2 (6.5%)	25 (80.6%)	4 (12.9%)	31 (100%)
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	12	5 (14.3%)	21 (60.0%)	9 (25.7%)	35 (100%)
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	3		6 (85.7%)	1 (14.3%)	7 (100%)
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง	1		1 (100%)		1 (100%)
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	2		1 (50%)	1 (50%)	2 (100%)
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	2	4 (26.7%)	9 (60.0%)	2 (13.3%)	15 (100%)
(2.5) เอเชียใต้	3	1 (14.3%)	2 (28.6%)	4 (57.1%)	7 (100%)
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	1		2 (66.7%)	1 (33.3%)	3 (100%)
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	4	1 (6.7%)	12 (80.0%)	2 (13.3%)	15 (100%)
<b>รวม</b>	<b>23</b>	<b>8 (9.9%)</b>	<b>58 (71.6%)</b>	<b>15 (18.5%)</b>	<b>81 (100%)</b>

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

- (2) สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 71.6) สรุปว่า กิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูง จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่กิจกรรมที่มีสภาพคล่องต่ำ จำเป็นต้องกู้ยืมเงินเพิ่มเสริมสภาพคล่องให้กับกิจการ จึงมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากขึ้น โดย Kumar et al. (2017) ได้วิเคราะห์ห่อภิมาณแล้วพบว่า สภาพคล่องมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบอเมริกา เอเชียแปซิฟิก ยุโรป และตะวันออกกลาง ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่รวม 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) และธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมของประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาว รวมทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Jiachun Chen, 2015; Liang et al., 2014) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) ธุรกิจอุตสาหกรรมการผลิตของประเทศบังคลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมทั้งที่เป็นและไม่เป็นของครอบครัว (Gottardo & Maria Moissello, 2014) และธุรกิจขนาดเล็กในประเทศโรมาเนีย (Onofrei et al., 2015) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) พบว่า สภาพคล่องที่วัด

จากเงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว ส่วนการศึกษาธุรกิจกัฏดาการในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าสภาพคล่องที่วัดจากเงินทุนหมุนเวียนสุทธิต่อสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม (Park & Jang, 2013) อีกทั้ง การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศที่พัฒนาแล้วในกลุ่ม G20 (Fauver & McDonald, 2015) ธุรกิจครอบครัวในประเทศสเปน (Crespi & Martín-Oliver, 2015) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม ส่วนการศึกษาธุรกิจในอุตสาหกรรมเกษตรของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) พบว่า สภาพคล่องมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และในภาพรวม ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า สภาพคล่องมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 80.6, 60.0, และ 80.0 ตามลำดับ

- (3) สภาพคล่องไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน บทความวิจัยร้อยละ 18.5 พบว่า สภาพคล่องไม่มีผลใดๆ ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม หนี้สินระยะยาว หรือหนี้สินระยะสั้น โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) และประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินระยะยาว ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม (Chadha & Sharma, 2015; Handoo & Sharma, 2014) ทั้งนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไต้หวัน (Pan et al., 2015) และประเทศตลาดเกิดใหม่ของกลุ่ม G20 (Fauver & McDonald, 2015) พบว่า สภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในภาพรวม ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษา (1) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (2) กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ และ (3) ทั้งกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า สภาพคล่องไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 12.9, 25.7, และ 13.3 ตามลำดับ

### 2.2.1.7. อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ

บทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงานที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบทั้งอิทธิพลในทิศทางบวก ลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศฝรั่งเศส พบว่า ผลการดำเนินงานมีผลบวกต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการ (Atiyet, 2012) ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศญี่ปุ่น (O'Brien, David, Yoshikawa, & Delios, 2014) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) กลุ่มประเทศในแถบลาตินอเมริกา (Saona & San Martín, 2016) และประเทศอินโดนีเซีย (Winarto, 2015) พบว่า ผลการดำเนินงานช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม สำหรับการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย พบว่า ผลการดำเนินงานช่วยทำให้มูลค่ากิจการที่วัดจากราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น (Osazuwa & Che-Ahmad, 2016) อีกทั้งการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Khanna, Srivastava, & Medury, 2016) และประเทศมอริเชียส (Seetanah, Seetah, Appadu, & Padachi, 2014) ก็พบว่า ผลการดำเนินงานมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

อย่างไรก็ตาม การศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม พบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) มีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิกลับไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (Ha & Tai, 2017) อีกทั้งการศึกษารัฐกิจกัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา กลับพบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระทำให้มูลค่าของกิจการลดลง (Park & Jang, 2013)

### 2.2.1.8. อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการ

บทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบทั้งอิทธิพลในทิศทางบวก ลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างโอกาสในการเติบโตกับมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา และอีก 21 ประเทศทั่วโลก พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ (Yu & Zhao, 2014) รวมทั้งการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ที่พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากทั้งค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาและเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร ช่วยสร้างมูลค่าให้แกกิจการ (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016) เช่นเดียวกับการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหราชอาณาจักร (Fosu, Danso, Ahmad, & Coffie, 2016) และประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ที่พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตรากำไรสุทธิของยอดขายมีผลบวกกับมูลค่ากิจการ ส่วนการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในประเทศเวียดนาม พบว่า เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Ha & Tai, 2017) และอัตราส่วนมูลค่าตลาด

ต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Vo, 2017) มีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งการศึกษาริชัยทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย ยังพบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรต่อหุ้นมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ (Winarto, 2015)

แต่การศึกษาริชัยทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเติบโตของยอดขายมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด (ordinary least square) แต่ไม่พบอิทธิพลระหว่างตัวแปร เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุดขั้นที่สอง (second stage least square) (Park & Jang, 2013) ในขณะที่การศึกษาริชัยทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฝรั่งเศส พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเติบโตของยอดขายมีผลลบต่อมูลค่ากิจการ (Atiyet, 2012) ส่วนการศึกษาริชัยทจดทะเบียนของประเทศไนจีเรีย พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเติบโตมีผลลบต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุดและเทคนิคโมเมนต์นัยทั่วไป (generalized method of moment) แต่พบว่าไม่มีอิทธิพลระหว่างตัวแปรเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่ (fixed effect) (Salawu, Asaolu, & Yinusa, 2012)

นอกจากนี้ การศึกษาริชัยทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศตูนิเซีย (Assidi, Aliani, & Omri, 2016) และประเทศปากีสถาน (Ahmed Sheikh & Wang, 2013) พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ สำหรับการศึกษาริชัยทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบังกลาเทศ (Chowdhury & Chowdhury, 2010) ประเทศอินเดีย (Dawar, 2014) และประเทศมอริเชียส (Seetanah et al., 2014) ก็พบว่า โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเติบโตของยอดขายไม่มีผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ

#### 2.2.1.9. อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ

บทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนที่มีต่อมูลค่ากิจการ พบทั้งอิทธิพลในทิศทางบวก ลบ และไม่มีอิทธิพลระหว่างสินทรัพย์มีตัวตนและมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาริชัยทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Dawar, 2014) ส่วนการศึกษาริชัยทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu et al., 2016) และประเทศญี่ปุ่น (O'Brien et al., 2014) พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม แต่การศึกษาริชัยทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหราชอาณาจักร พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลแบบสุ่ม (random



effect) และเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่ (Fosu et al., 2016) นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไนจีเรีย พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีผลต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่และเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ถาวรที่มีต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคโมเมนต์น้อยทั่วไป (Salawu et al., 2012)

#### 2.2.1.10. อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี สรุปรตรงกันว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่าของกิจการ เนื่องจากดอกเบี้ยเงินกู้ช่วยประหยัดภาษีเงินได้ ทำให้ต้นทุนเงินทุนลดลง อีกทั้งการระดมทุนจากแหล่งภายนอกกิจการ โดยการระดมทุนจากเจ้าหนี้ใช้เวลาและต้นทุนดำเนินการน้อยกว่าการระดมทุนจากเจ้าของกิจการ และการระดมทุนจากเจ้าหนี้ยังส่งสัญญาณบวกถึงนักลงทุนว่าผู้บริหารกิจการมีความมั่นใจในโครงการลงทุนของตน นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินยังช่วยลดต้นทุนตัวแทนระหว่างเจ้าของและผู้จัดการ และระหว่างเจ้าของและเจ้าหนี้ ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินจึงช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ แต่ผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ที่ดีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 – 2017 จำนวน 34 บทความสรุปผลอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการแตกต่างกัน ซึ่งตารางที่ 2.9 ได้สรุปจำนวนทิศทางอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการตามประเภทกลุ่มตัวอย่าง โดยสามารถแบ่งเป็น 3 ประเด็น คือ โครงสร้างเงินทุนส่งผลทางบวก ทางลบและไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

- (1) โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แม้ว่าทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนจะสรุปรตรงกันว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่บทความวิจัยเพียงร้อยละ 22.9 ที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยจากการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Khanna et al., 2016) ประเทศไนจีเรีย (Salawu et al., 2012) และกิจการที่ทำการค้าระหว่างประเทศที่ตั้งกิจการในประเทศไทย (Vithessonthi & Tongurai, 2015) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน (Cheng, Liu, & Chien, 2010) และประเทศสาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบังกลาเทศ (Rouf, 2015) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิ ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศ



ไนจีเรีย (Collins, Filibus, & Clement, 2012) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศปากีสถาน (Ahmed Sheikh & Wang, 2013) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศไนจีเรีย (Olokoyo, 2013) ประเทศอินโดนีเซีย (Winarto, 2015) ประเทศสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา และอีก 21 ประเทศทั่วโลก (Yu & Zhao, 2014) กลุ่มประเทศในลาตินอเมริกา (Saona & San Martín, 2016) และการศึกษาธุรกิจกัฏตาคารที่ประเทศสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศตุรกี (Altan & Arkan, 2011) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า บทความที่ศึกษากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วร้อยละ 10.1 บทความที่ศึกษากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ร้อยละ 25.0 และบทความที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างทั้งที่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ทุกบทความ สรุปว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ

ตารางที่ 2.9 สรุปจำนวนอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการแยกตามกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างการวิจัย	จำนวน		จำนวนอิทธิพล		
	บทความ	บวก	ลบ	ไม่มีอิทธิพล	รวมอิทธิพล
(1) ประเทศที่พัฒนาแล้ว	10	3 (10.0%)	20 (66.7%)	7 (23.3%)	30 (100.0%)
(2) ประเทศตลาดเกิดใหม่	24	27 (25.0%)	44 (40.7%)	37 (34.3%)	108 (100%)
(2.1) เอเชียตะวันออกและแปซิฟิก	8	6 (30.0%)	9 (45.0%)	5 (25.0%)	20 (100.0%)
(2.2) ยุโรปและเอเชียกลาง	1	2 (100.0%)			2 (100.0%)
(2.3) ละตินอเมริกาและแคริบเบียน	2	1 (33.3%)	2 (66.7%)		3 (100.0%)
(2.4) ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ	3		7 (63.6%)	4 (36.4%)	11 (100.0%)
(2.5) เอเชียใต้	6	4 (12.9%)	18 (58.1%)	9 (29.0%)	31 (100.0%)
(2.6) แอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา	4	14 (34.1%)	8 (19.5%)	19 (46.4%)	41 (100.0%)
(3) ทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่	1	2 (100.0%)			2 (100.0%)
รวม	34	32 (22.9%)	64 (45.7%)	44 (31.7%)	140 (100.0%)

หมายเหตุ: บางบทความวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรมากกว่าหนึ่งสมการ

- (2) โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 45.7) สรุปว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่า

- กิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฝรั่งเศส (Atiyet, 2012) ประเทศปากีสถาน (Ahmed Sheikh & Wang, 2013) ประเทศตูนิเซีย (Assidi et al., 2016) ประเทศอินเดีย (Dawar, 2014) ประเทศบังกลาเทศ (Hasan, Ahsan, Rahaman, & Alam, 2014; Rouf, 2015) ประเทศจอร์แดน (Ramadan & Ramadan, 2015) ประเทศซาอุดีอาระเบีย (Twairesh, 2014) ประเทศมอริเชียส (Sectanah et al., 2014) ประเทศสาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) ประเทศสวีเดน (Yazdanfar & Öhman, 2015) และประเทศไทย (Vithessonthi & Tongurai, 2015) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Dawar, 2014) และประเทศมอริเชียส (Sectanah et al., 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ การศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) และประเทศอินเดีย (Mahesh & Daddikar, 2013) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิ รวมทั้งการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu et al., 2016) ประเทศสหราชอาณาจักร (Fosu et al., 2016) ประเทศญี่ปุ่น (O'Brien et al., 2014) ประเทศจีน (Ruan, Tian, & Ma, 2011) และประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Vo & Ellis, 2016) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของหุ้น สำหรับการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศฝรั่งเศส พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (Atiyet, 2012) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า ทั้งบทความที่ศึกษากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว และบทความที่ศึกษากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลลบต่อมูลค่ากิจการ สูงถึงร้อยละ 66.7 และ 40.7 ตามลำดับ
- (3) โครงสร้างเงินทุนไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ บทความวิจัยร้อยละ 31.7 พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลใดๆ ต่อมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอินเดีย (Mahesh & Daddikar, 2013) ประเทศไนจีเรีย (Olokoyo, 2013) และกิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ

ประเทศตูนิเซีย (Assidi et al., 2016) รวมทั้งสหกรณ์ในประเทศนิวซีแลนด์ (Reddy & Locke, 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่วนการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอินเดีย (Mahesh & Daddikar, 2013) ประเทศไนจีเรีย (Olokoyo, 2013) ประเทศซาอุดีอาระเบีย (Twaresh, 2014) และกิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) และประเทศบังกลาเทศ (Hasan et al., 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ การศึกษากิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิ ส่วนการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศบังกลาเทศ (Chowdhury & Chowdhury, 2010) ประเทศมาเลเซีย (Osazuwa & Che-Ahmad, 2016) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากราคาหลักทรัพย์ รวมทั้งการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสเปน (García-Meca & Pedro Sánchez-Ballesta, 2011) ประเทศเวียดนาม (Ha & Tai, 2017) และประเทศบังกลาเทศ (Hasan et al., 2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากกำไรสุทธิต่อหุ้น (Mahesh & Daddikar, 2013) ซึ่งหากพิจารณาข้อสรุปทิศทางอิทธิพลแยกตามกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า ทั้งบทความที่ศึกษากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและบทความที่ศึกษากลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ สรุปว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ร้อยละ 23.3 และ 34.3 ตามลำดับ

การทบทวนวรรณกรรมจากบทความวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน พบว่า ผลการวิจัยมีทั้งสอดคล้องและขัดแย้งกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน อีกทั้งยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจนว่าตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างไร และโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการอย่างไร สาเหตุส่วนหนึ่งมาจากกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยที่มีบริบทของแต่ละประเทศแตกต่างกัน รวมทั้งวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลที่แตกต่างกันทำให้ผลการวิเคราะห์อิทธิพลแตกต่างกันไปด้วย ยกตัวอย่างเช่น Dang et al. (2014) พบว่า ผลการดำเนินงานมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณด้วยวิธีอิทธิพลคงที่ (fixed effect) และวิธีกำลังสองน้อยที่สุด

(ordinary least squares) แต่เมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีโมเมนต์น้อยทั่วไป (generalized method of moments) และวิธีตัวแปรเชิงเครื่องมือ (instrumental variables) กลับพบว่า ผลการดำเนินงานมีผลบวกกับโครงสร้างเงินทุน เป็นต้น จากตารางที่ 2.10 จะเห็นได้ว่าบทความวิจัยทั้ง 89 บทความที่ได้รวบรวมมาเลือกใช้วิธีการในการวิเคราะห์ข้อมูลเพียง 3 วิธี คือ การวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ แบบจำลองสมการโครงสร้าง และการวิเคราะห์ห่อภิมาณ โดยบทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 98.4) วิเคราะห์ห่อภิพลระหว่างตัวแปรด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ ไม่ว่าจะป็นด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด วิธีอิทธิพลคงที่ วิธีอิทธิพลสุ่ม (random effect) ฯลฯ ส่งผลให้นักวิจัยจำเป็นต้องแยกการวิเคราะห์ออกเป็น 2 แบบจำลอง กล่าวคือ การวิเคราะห์ตัวแปรโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรอิสระหรือตัวแปรตาม แทนการวิเคราะห์ตัวแปรโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่าน นอกจากนี้ การเลือกอัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 ตัวเป็นตัวแทนวัดคุณลักษณะของกิจการ ก็อาจมีผลให้ผลการวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนยังไม่สอดคล้องกัน ซึ่งการเลือกใช้ตัวแปรแทนจะกล่าวถึงในหัวข้อที่ 2.2.2

**ตารางที่ 2.10** เทคนิคการวิเคราะห์ห่อภิพลระหว่างตัวแปรที่บทความวิจัยเลือกใช้

ประเภทเทคนิค	จำนวน (ร้อยละ)
<b>เทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ</b>	
- วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares)	42 (33.1%)
- วิธีอิทธิพลคงที่ (Fixed Effect)	38 (29.9%)
- วิธีอิทธิพลสุ่ม (Random Effect)	13 (10.2%)
- วิธีโมเมนต์น้อยทั่วไป (Generalized Method of Moments)	12 (9.4%)
- ไม่ระบุวิธีในการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ	7 (5.5%)
- วิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองขั้น (Two-Stage Least Squares)	4 (3.1%)
- วิธีควอร์ไทล์ (Quartile)	2 (1.6%)
- วิธีตัวแปรเชิงเครื่องมือ (Instrumental Variables)	2 (1.6%)
- วิธีกำลังสองน้อยที่สุดน้อยทั่วไป (Generalized Least Squares)	2 (1.6%)
- วิธีแบบจำลองเชิงเส้นน้อยทั่วไป (Generalized Linear Model)	1 (0.8%)
- วิธีโมเมนต์น้อยทั่วไปสองขั้น (Two-Stage Generalized Method of Moments)	1 (0.8%)
- วิธีกำลังสองน้อยที่สุดสามขั้น (Three-Stage Least Squares)	1 (0.8%)
<b>รวมเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ</b>	<b>123 (98.4%)</b>
<b>แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model)</b>	<b>1 (0.8%)</b>
<b>การวิเคราะห์ห่อภิมาณ (Meta Analysis)</b>	<b>1 (0.8%)</b>
รวม	127 (100%)

หมายเหตุ: บางบทความวิจัยใช้เทคนิคการวิเคราะห์หลายเทคนิค

### 2.2.2. การใช้ตัวแปรแทนในการวิจัย

ในหัวข้อนี้ได้สรุปตัวแปรแทนหรือ proxy ที่ใช้ในงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน โดยรวบรวมงานวิจัยที่ตีพิมพ์ระหว่างปี ค.ศ. 2010 - 2017 ที่ศึกษาโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรอิสระ หรือเป็นตัวแปรตามในงานวิจัย ซึ่งตัวแปรแทนที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนแบ่งเป็น 8 กลุ่ม ได้แก่ ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน ตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน ตัวแปรแทนขนาดกิจการ ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต ตัวแปรแทนสินทรัพย์มีตัวตน ตัวแปรแทนความเสี่ยง ตัวแปรแทนสภาพคล่อง และตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ โดยรายละเอียดเกี่ยวกับตัวแปรตามที่แต่ละบทความวิจัยเลือกใช้ได้สรุปไว้ในภาคผนวก ข

#### 2.2.2.1. ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน

นักวิจัยใช้อัตราส่วนหลากหลายเพื่อวัดโครงสร้างเงินทุน ในกรณีที่วัดโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรอิสระจะใช้ค่าอัตราส่วนของงวดบัญชีก่อนหน้าที่จะวัดตัวแปรตาม และกรณีที่วัดโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรตามจะใช้ค่าอัตราส่วนในงวดบัญชีต่อจากที่วัดตัวแปรอิสระ ทั้งนี้ บทความวิจัยที่ได้รวบรวมไว้มีการใช้ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุนทั้งหมด 88 บทความ และมีความถี่รวมในการใช้ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน 146 ครั้ง เนื่องจากบางบทความใช้อัตราส่วนทางการเงินหลายตัวเพื่อวัดโครงสร้างเงินทุน (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.1) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้สำหรับวัดโครงสร้างเงินทุน สรุปได้ดังนี้

- (1) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม หรืออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อเงินลงทุน เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่นิยมใช้วัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการมากที่สุดถึง 74 ครั้ง หรือร้อยละ 50.7 โดยวัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม หรือหนี้สินรวมหารด้วยเงินลงทุน โดยมีการวัดอัตราส่วนหนี้สินรวมทั้งจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 62 ครั้ง หรือร้อยละ 42.5) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 12 ครั้ง หรือร้อยละ 8.2) ทั้งนี้มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม คำนวณมาจากมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมบวกด้วยมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งคำนวณจากผลคูณของราคาตลาดต่อหุ้นและจำนวนหุ้นสามัญ
- (2) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม หรืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อเงินลงทุน เป็นอัตราส่วนทางการเงินที่ได้รับความนิยมรองลงมาจากรัตราส่วนหนี้สินรวม ทั้งนี้หนี้สินระยะยาวถูกใช้เป็นตัวแปรแทน 37 ครั้ง หรือร้อยละ 25.3 โดยสามารถวัดได้จากหนี้สินระยะยาวหารด้วยสินทรัพย์รวม หรือหนี้สินระยะยาวหารด้วยเงินลงทุน และสามารถวัดได้ทั้งจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 33 ครั้ง หรือร้อยละ 22.6) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 4 ครั้ง หรือร้อยละ 2.7)

- (3) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม มีการใช้หนี้สินระยะสั้นเป็นตัวแปรแทน 23 ครั้ง หรือร้อยละ 15.8 โดยวัดจากหนี้สินระยะสั้นทั้งหมดหรือหนี้สินระยะสั้นที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยหารด้วยสินทรัพย์รวม ซึ่งสามารถวัดอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นได้ทั้งจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 22 ครั้ง หรือร้อยละ 15.1) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 1 ครั้ง หรือร้อยละ 0.7)
- (4) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น โดยทุกบทความวิจัยเลือกใช้มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นในการคำนวณ (ใช้เป็นตัวแปรแทน 9 ครั้ง หรือร้อยละ 6.2) แม้ว่าจะสามารถใช้มูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นในการคำนวณอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้
- (5) อัตราส่วนหนี้สินของสถาบันการเงินต่อสินทรัพย์รวม วัดจากหนี้สินที่กู้ยืมจากสถาบันการเงิน หรือเงินกู้ที่ต้องชำระดอกเบี้ยหารด้วยสินทรัพย์รวม โดยทุกบทความวิจัยใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมในการคำนวณ (ใช้เป็นตัวแปรแทน 2 ครั้ง หรือร้อยละ 1.4)
- (6) อัตราส่วนเจ้าหนี้การค้าต่อสินทรัพย์รวม วัดจากหนี้สินระยะสั้น ประเภทเจ้าหนี้การค้าหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (ใช้เป็นตัวแปรแทน 1 ครั้ง หรือร้อยละ 0.7)

จากบทความวิจัยทั้งหมดที่ศึกษาโครงสร้างเงินทุน พบว่า บทความส่วนใหญ่ (ร้อยละ 56.8) เลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนเพื่อวัดโครงสร้างเงินทุน ส่วนบทความวิจัยที่เลือกใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2, 3, และ 4 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทน โครงสร้างเงินทุนมีร้อยละ 22.7, 18.2, และ 2.3 ตามลำดับ นอกจากนี้ บทความส่วนใหญ่ยังเลือกใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (ร้อยละ 88.4) เพื่อคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน และมีเพียงร้อยละ 11.6 ที่ใช้มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมในการคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน

#### 2.2.2.2. ตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน

นักวิจัยใช้อัตราส่วนหลากหลายเพื่อวัดผลการดำเนินงาน โดยสามารถวัดผลการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม หรือผลการดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากทั้งมูลค่าตลาดและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หรือส่วนของผู้ถือหุ้น ในกรณีที่วัดผลการดำเนินงานเป็นตัวแปรอิสระจะใช้ค่าอัตราส่วนทางการเงินของงวดบัญชีก่อนหน้าที่จะวัดผลตัวแปรตาม ทั้งนี้ บทความวิจัยที่ได้รวบรวมไว้มีการใช้ตัวแปรแทนผลการดำเนินงานทั้งหมด 55 บทความ และมีความถี่รวมในการใช้ตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 60 ครั้ง เนื่องจากบางบทความใช้อัตราส่วนทางการเงินหลายตัวเพื่อวัดผลการดำเนินงาน (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.2) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญสำหรับวัดผลการดำเนินงานของกิจการ สรุปได้ดังนี้

- (1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หรือ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน เป็นอัตราส่วนที่นิยมใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงานมากที่สุด ซึ่งมีการใช้ถึง 46 ครั้ง หรือร้อยละ



76.7 โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงาน กำไรก่อนหักภาษี กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักค่าเสื่อมราคา หรือกำไรสุทธิ หารด้วยสินทรัพย์รวม หรือเงินลงทุน โดยส่วนใหญ่นิยมใช้กำไรจากการดำเนินงาน เนื่องจากต้องการวัดผลการดำเนินงานของธุรกิจก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี แต่ไม่สอดคล้องกับคุณสมบัติด้านความสามารถในการประหยัคภาษีของดอกเบี้ยเงินกู้ โดยบทความทั้งหมดวัดอัตราผลตอบแทนต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

- (2) **อัตรากำไรสุทธิ หรืออัตราผลตอบแทนต่อยอดขาย** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 5 ครั้ง หรือร้อยละ 8.3 โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิคำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยรายได้สุทธิ หรือกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายสุทธิ
- (3) **กระแสเงินสดอิสระ หรืออัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระต่อสินทรัพย์รวม** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 3 ครั้ง หรือร้อยละ 5.0 โดยกระแสเงินสดอิสระคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหลังภาษีบวกค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสดและหักเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและสินทรัพย์หมุนเวียน
- (4) **อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 2 ครั้ง หรือร้อยละ 3.3 โดยคำนวณจากกำไรก่อนภาษีหรือกำไรสุทธิ หารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งบทความทั้งหมดวัดอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจากราคาตามบัญชีของผู้ถือหุ้น
- (5) **อัตรากำไรหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมหรืออัตรากำไรหมุนเวียนของเงินลงทุน หรืออัตรากำไรใช้งานสินทรัพย์** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 2 ครั้ง หรือร้อยละ 3.3 โดยคำนวณจากรายได้รวมสุทธิหรือยอดขายสุทธิหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- (6) **อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี หรือ Tobin's Q** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 1 ครั้ง หรือร้อยละ 1.7 คำนวณจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม หารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- (7) **ส่วนแบ่งตลาด** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน 1 ครั้ง หรือร้อยละ 1.7 วัดจากสัดส่วนยอดขายสุทธิของกิจการหารด้วยยอดขายสุทธิของทุกกิจการในอุตสาหกรรม

จากบทความวิจัยทั้งหมดที่ใช้ตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน พบว่า บทความส่วนใหญ่ (ร้อยละ 90.3) เลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนของผลการดำเนินงาน โดยนิยมวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมากที่สุด และมีบทความเพียงร้อยละ 9.1 ที่ใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2 อัตราส่วนเพื่อเป็นตัวแปรแทนผลการดำเนินงาน อีกทั้งบทความทั้งหมดยังวัดผลการดำเนินงานจากราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

### 2.2.2.3. ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต

นักวิจัยใช้อัตราส่วนหลากหลายเพื่อแสดงถึงโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจของกิจการ โดยวัดตัวแปรอิสระจากอัตราการเติบโตของกิจการระหว่างปี ตั้งแต่ปีที่ 0 จนถึงปีที่ต้องการวัดผลตัวแปรตาม หรือวัดจากค่าเฉลี่ยอัตราการเติบโตระหว่างปี เริ่มจากปีที่ 0 ถึงปีที่ต้องการวัดผลตัวแปรตาม เนื่องจากข้อมูลโอกาสในการเติบโตในอนาคตของกิจการ เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ทั้งนี้ บทความวิจัยที่รวบรวมไว้มีการใช้ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโตทั้งหมด 50 บทความ และมีความถี่รวมในการใช้ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต 59 ครั้ง เนื่องจากบางบทความใช้อัตราส่วนทางการเงินหลายตัวเพื่อวัดโอกาสในการเติบโต (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข. 3) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดการเติบโตของกิจการที่สำคัญ สรุปได้ดังนี้

- (1) อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 22 ครั้ง หรือร้อยละ 37.3 โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์รวมระหว่างปีหารด้วยมูลค่าสินทรัพย์รวมในปีฐาน หรือค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าสินทรัพย์รวมระหว่างปี ตลอดระยะเวลาในการเก็บข้อมูลมาวิเคราะห์
- (2) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 19 ครั้ง หรือร้อยละ 32.2 โดยคำนวณจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม หารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีเป็นการวัดโอกาสในการเติบโตของกิจการในมุมมองของนักลงทุน ซึ่งกิจการที่มีมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสูงถือว่ามีโอกาสในการเติบโตสูง
- (3) อัตราเงินลงทุนต่อสินทรัพย์รวม หรือเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 6 ครั้ง หรือร้อยละ 10.2 โดยอัตราเงินลงทุนต่อสินทรัพย์รวมคำนวณจากเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ถาวรหารด้วยมูลค่าสินทรัพย์รวม และเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร วัดจากเงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ถาวร แล้วแปลงเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ ทั้งนี้ เงินลงทุนสุทธิในสินทรัพย์ถาวรมิใช่คำนวณโดยการหาผลต่างของรายการที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิระหว่างปี หรือผลต่างระหว่างปีของรายการสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน
- (4) อัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายสุทธิหรือรายได้รวมสุทธิ มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 4 ครั้ง หรือร้อยละ 6.8 โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ายอดขายสุทธิต่อปีหารด้วยมูลค่ายอดขายสุทธิในปีฐาน หรือค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้รวมหรือยอดขายสุทธิต่อปี ตลอดระยะเวลาในการเก็บข้อมูลมาวิเคราะห์
- (5) อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 3 ครั้ง หรือร้อยละ 5.1 โดยคำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยกำไรจากการดำเนินงานในปีฐาน

- (6) อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 3 ครั้ง หรือร้อยละ 5.1 วัดจากมูลค่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนหารด้วยสินทรัพย์รวม โดยการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนถือเป็นการลงทุนเพื่อสร้างรายได้เปรียบเทียบในการแข่งขันธุรกิจอีกแนวทางหนึ่ง
- (7) อัตราค่าใช้จ่ายในการบริหารต่อยอดขายรวม มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 2 ครั้ง หรือร้อยละ 3.4 โดยคำนวณจากค่าใช้จ่ายประจำงวดบัญชีในหมวดค่าใช้จ่ายในการบริหารหารยอดขายสุทธิ โดยค่าใช้จ่ายในการบริหารเป็นค่าใช้จ่ายที่มีส่วนช่วยสร้างควมมีเอกลักษณ์ (uniqueness) ให้กับกิจการ ทั้งนี้ กิจการที่สามารถสร้างควมมีเอกลักษณ์ให้กับสินค้าหรือบริการของตนเองได้ จะมีความได้เปรียบในการแข่งขันทางธุรกิจและสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน

จากบทความวิจัยทั้งหมดที่ใช้ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต พบว่า บทความส่วนใหญ่ (ร้อยละ 88) เลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต ส่วนบทความที่ใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2, 3, และ 4 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโต มีเพียงร้อยละ 8, 2, และ 2 ตามลำดับ

#### 2.2.2.4. ตัวแปรแทนสินทรัพย์มีตัวตน

นักวิจัยนิยมใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 2 ตัวเพื่อวัดสินทรัพย์มีตัวตนของกิจการ โดยจะวัดตัวแปรอิสระจากมูลค่าสินทรัพย์มีตัวตน ณ วันสิ้นงวดบัญชีในปีก่อนที่จะวัดผลตัวแปรตาม ทั้งนี้ บทความวิจัยที่ได้รวบรวมไว้มีการใช้ตัวแปรแทนสินทรัพย์มีตัวตนทั้งหมด 48 บทความ และมีความถี่รวมในการใช้ตัวแปรแทนสินทรัพย์มีตัวตน 49 ครั้ง เนื่องจากบางบทความใช้อัตราส่วนทางการเงินหลายตัวเพื่อวัดสินทรัพย์มีตัวตน (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.3) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดสินทรัพย์มีตัวตนที่สำคัญ สรุปได้ดังนี้

- (1) อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม ใช้เป็นตัวแปรแทน 37 ครั้ง หรือร้อยละ 75.5 โดยคำนวณจากมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิตหารด้วยสินทรัพย์รวม
- (2) อัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม ใช้เป็นตัวแปรแทน 12 ครั้ง หรือร้อยละ 24.5 โดยวัดจากผลรวมของมูลค่าที่ดิน อาคารและอุปกรณ์สุทธิและมูลค่าสินค้าคงคลังหารด้วยสินทรัพย์รวม

จากงานวิจัยที่ได้ทบทวนมาทั้งหมดวัดสินทรัพย์มีตัวตนจากราคาตามบัญชี และส่วนใหญ่เลือกใช้เพียงหนึ่งอัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนสินทรัพย์มีตัวตน (ร้อยละ 97.9) และมีเพียงงานวิจัยเดียวเท่านั้น (ร้อยละ 2.1) ที่ใช้ตัวแปรแทน 2 ตัวแปรเพื่อวัดสินทรัพย์มีตัวตน โดย Yang et al. (2010) สร้างตัวแปรแฝงสินทรัพย์มีตัวตน โดยเรียกตัวแปรแฝงนี้ว่า โครงสร้างสินทรัพย์ (asset structure) ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน จากตัวแปรสังเกตได้อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อ

สินทรัพย์รวม และอัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม ทั้งนี้ แม่ว่านักวิจัยจะนิยมใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 2 ตัวที่กล่าวถึงแล้วข้างต้นเป็นตัวแปรแทนสินทรัพย์มีตัวตน แต่โดยนิยามแล้ว สินทรัพย์มีตัวตน หมายถึง สินทรัพย์ที่มีกายภาพ สามารถสัมผัสและมองเห็นได้ เช่น เงินสด เงินฝาก ลูกหนี้ สินค้าคงคลัง ที่ดิน อาคาร เครื่องจักร อุปกรณ์ ฯลฯ (Ross., Westerfield., & Jaffe., 2010; Ross., Westerfield., & Jordan., 2010)

#### 2.2.2.5. ตัวแปรแทนขนาดกิจการ

นักวิจัยจะวัดตัวแปรอิสระขนาดของกิจการ ณ วันสิ้นงวดบัญชีในปีก่อนหน้าที่ต้องการวัดตัวแปรตาม ทั้งนี้ บทความวิจัยที่ได้รวบรวมไว้มีการใช้ตัวแปรแทนขนาดกิจการทั้งหมด 52 บทความ และมีความถี่รวมในการใช้ตัวแปรแทนขนาดกิจการ 60 ครั้ง เนื่องจากบางบทความใช้อัตราส่วนทางการเงินหลายตัวเพื่อวัดขนาดกิจการ (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.2) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ สำหรับวัดขนาดกิจการ สรุปได้ดังนี้

- (1) **สินทรัพย์รวม หรือเงินลงทุน** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนขนาดกิจการ 36 ครั้ง หรือร้อยละ 60 โดยวัดจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือวัดจากมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนระยะยาว โดยการแปลงเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ หรือแปลงเป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable) ตามมูลค่าสินทรัพย์รวมหรือเงินลงทุนระยะยาวที่นักวิจัยกำหนด เช่น ถ้าสินทรัพย์รวมตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป มีค่าเท่ากับ 1 และสินทรัพย์รวมน้อยกว่า 10 บาทล้าน มีค่าเท่ากับ 0 เป็นต้น
- (2) **ยอดขายรวมสุทธิ หรือรายได้รวมสุทธิ** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนขนาดกิจการ 18 ครั้ง หรือร้อยละ 30 โดยวัดจากยอดขายสุทธิหรือรายได้รวมสุทธิประจำปี โดยอาจแปลงเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ หรือแปลงเป็นตัวแปรหุ่นตามยอดขายได้รวมหรือยอดขายรวมตามที่นักวิจัยกำหนด เช่น ถ้ารายได้รวมตั้งแต่ 100 ล้านบาทขึ้นไป มีค่าเท่ากับ 1 และรายได้รวมน้อยกว่า 100 ล้านบาท มีค่าเท่ากับ 0 เป็นต้น
- (3) **อายุกิจการ** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนขนาดกิจการ 6 ครั้ง หรือร้อยละ 10 โดยวัดจากจำนวนปีนับตั้งแต่เริ่มเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กรณีเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือวัดจากจำนวนปีนับแต่จดทะเบียนก่อตั้งกิจการ กรณีที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยนิยมแปลงเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ หรือแปลงเป็นตัวแปรหุ่น เช่น อายุกิจการตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป มีค่าเท่ากับ 1 และอายุกิจการน้อยกว่า 10 ปี มีค่าเท่ากับ 0 เป็นต้น

จากบทความวิจัยทั้งหมดที่ใช้ตัวแปรแทนขนาดกิจการ พบว่า บทความส่วนใหญ่ (ร้อยละ 84.6) เลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนขนาดกิจการ โดยนิยมวัดจาก

ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมมากที่สุด และมีบทความเพียงร้อยละ 15.4 ที่ใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2 อัตราส่วนเพื่อเป็นตัวแปรแทนขนาดกิจการ

#### 2.2.2.6. ตัวแปรแทนความเสี่ยง

นักวิจัยนิยมใช้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานหรืออัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนหรือกระแสเงินสดของกิจการเพื่อวัดความเสี่ยงของกิจการ โดยจะวัดตัวแปรอิสระความเสี่ยง ณ วันสิ้นงวดบัญชีในปีก่อนที่จะวัดผลตัวแปรตาม ทั้งนี้ มีบทความวิจัยที่ใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นตัวแปรแทนความเสี่ยงทั้งหมด 24 บทความ และใช้ตัวแปรแทนความเสี่ยง 28 ครั้ง (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.4) โดยตัวแปรแทนความเสี่ยงที่สำคัญ สรุปได้ดังนี้

- (1) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทน วัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (เป็นตัวแปรแทน 9 ครั้ง หรือร้อยละ 32.1) กำไรจากการดำเนินงาน (เป็นตัวแปรแทน 5 ครั้ง หรือร้อยละ 17.9) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เป็นตัวแปรแทน 2 ครั้ง หรือร้อยละ 7.1) กำไรสุทธิ (เป็นตัวแปรแทน 1 ครั้ง หรือร้อยละ 3.6) หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (เป็นตัวแปรแทน 1 ครั้ง หรือร้อยละ 3.6) โดยกิจการที่มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนสูง จะถือว่ามีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง
- (2) อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาต่อยอดขายรวม มีการใช้เป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง 4 ครั้ง หรือร้อยละ 14.3 โดยคำนวณจากค่าใช้จ่ายประจำงวดบัญชีที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยและพัฒนาหารด้วยยอดขายรวม โดยการลงทุนเพื่อวิจัยและพัฒนาถือเป็นการลงทุนเพื่อการเติบโตในอนาคต และมีความไม่แน่นอนของผลการวิจัยและพัฒนาว่าจะประสบความสำเร็จหรือไม่ ดังนั้น กิจการที่มีอัตราค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาสูงจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง
- (3) อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไร ถูกใช้เป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง 3 ครั้ง หรือร้อยละ 10.7 โดยคำนวณจากการอัตราการเปลี่ยนแปลงระหว่างงวดบัญชีของกำไรสุทธิ หรือกำไรจากการดำเนินงาน โดยกิจการที่มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรสูง ถือว่ามีความแปรปรวนของผลการดำเนินงานสูง จึงใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรเพื่อวัดระดับความเสี่ยงของกิจการ
- (4) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ มีการใช้เป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง 2 ครั้ง หรือร้อยละ 7.1 โดยอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์คำนวณได้จากรายได้รวมสุทธิหรือยอดขายสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม โดยกิจการที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ต่ำ จะถือว่ามีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจสูงกว่ากิจการที่มีอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์สูง

- (5) **สัมประสิทธิ์เบต้าของกิจการ** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง 1 ครั้ง หรือร้อยละ 3.6 โดยวัดจากค่าสัมประสิทธิ์เบต้าที่คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์รายวัน จากตลาดหลักทรัพย์ โดยกิจการที่มีสัมประสิทธิ์เบต้าสูงจะมีความเสี่ยงสูง

ทั้งนี้ งานวิจัยทั้งหมดที่ทบทวนมาวัดตัวแปรแทนความเสี่ยงจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนมากที่สุด อีกทั้งบทความส่วนใหญ่ (ร้อยละ 83.3) นิยมใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 ตัวเป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง โดยมีเพียง 4 บทความวิจัย (ร้อยละ 16.7) เท่านั้นที่ใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2 อัตราส่วนเพื่อเป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง

#### 2.2.2.7. ตัวแปรแทนสภาพคล่อง

นักวิจัยใช้อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงินในงวดบัญชีก่อนหน้าที่จะวัดผลตัวแปรตาม ทั้งนี้ บทความวิจัยที่ใช้ตัวแปรแทนสภาพคล่องมีจำนวน 22 บทความ มีการใช้ตัวแปรแทนสภาพคล่อง 25 ครั้ง แต่มี 1 บทความไม่ได้ระบุประเภทอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.5) โดยตัวแปรแทนสภาพคล่องที่สำคัญ สรุปได้ดังนี้

- (1) **อัตราส่วนหมุนเวียน** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง 14 ครั้ง หรือร้อยละ 56 โดยคำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิหารด้วยหนี้สินระยะสั้น
- (2) **อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง 4 ครั้ง หรือร้อยละ 16 โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม
- (3) **อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง 4 ครั้ง หรือร้อยละ 16 โดยคำนวณจากยอดเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดหารด้วยสินทรัพย์รวม
- (4) **อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง 1 ครั้ง หรือร้อยละ 4 โดยคำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่รวมสินค้าคงคลังและค่าใช้จ่ายล่วงหน้าหารด้วยหนี้สินระยะสั้น
- (5) **เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ** มีการใช้เป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง 1 ครั้ง หรือร้อยละ 4 โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน

บทความวิจัยที่ใช้ตัวแปรแทนสภาพคล่องส่วนใหญ่ร้อยละ 86.4 ใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง โดยมีเพียง 3 บทความหรือร้อยละ 13.6 เท่านั้นที่ใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนสภาพคล่อง

#### 2.2.2.8. ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ

นักวิจัยสามารถเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินได้หลายอัตราส่วน เพื่อเป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ โดยวัดตัวแปรตามมูลค่ากิจการในงวดบัญชีต่อจากงวดบัญชีที่วัดตัวแปรอิสระ ซึ่งบทความ



วิจัยที่ใช้ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการมีทั้งหมด 35 บทความ มีการใช้ตัวแปรแทน 49 ครั้ง (รายละเอียดแสดงในภาคผนวก ข ตารางที่ ข.6) ทั้งนี้ ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการที่นิยมใช้ สรุปได้ดังนี้

- (1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 16 ครั้ง หรือร้อยละ 32.7 โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมคำนวณจากกำไรจากการดำเนินงาน กำไรก่อนหักภาษี กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักค่าเสื่อมราคา หรือกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม
- (2) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือ Tobin's Q หรืออัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นสามัญ มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 15 ครั้ง หรือร้อยละ 30.6 โดยอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือ Tobin's Q คำนวณจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้น คำนวณจากราคาตลาดต่อหุ้นหารด้วยราคาตามบัญชีต่อหุ้น
- (3) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 8 ครั้ง หรือร้อยละ 16.3 โดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณจากกำไรก่อนภาษีหรือกำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น
- (4) อัตราส่วนกำไรสุทธิ มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 3 ครั้ง หรือร้อยละ 6.1 โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิวัดจากกำไรสุทธิหารด้วยรายได้สุทธิ หรือกำไรสุทธิหารด้วยยอดขายสุทธิ
- (5) ราคาหลักทรัพย์ มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 3 ครั้ง หรือร้อยละ 6.1 โดยใช้อัตราปิดของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นงวดบัญชี
- (6) กำไรต่อหุ้น มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 1 ครั้ง หรือร้อยละ 2.0 โดยคำนวณจากกำไรสุทธิประจำงวดบัญชีหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญ
- (7) มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 1 ครั้ง หรือร้อยละ 2.0 โดยคำนวณจากผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวม
- (8) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ไม่ปกติ (abnormal return) มีการใช้เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ 1 ครั้ง หรือร้อยละ 2.0 โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่ได้รับจริงและอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่คาดว่าจะได้รับ
- (9) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (market value added) มีการใช้เป็นตัวแปรแทน 1 ครั้ง โดยคำนวณจากผลต่างระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม หรือผลต่างระหว่างมูลค่าตลาดและมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

บทความวิจัยส่วนใหญ่ (ร้อยละ 74.3) ใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ และมีบทความเพียงร้อยละ 14.3 และร้อยละ 8.6 เท่านั้นที่ใช้อัตราส่วนทางการเงิน 2 และ 3 อัตราส่วน (ตามลำดับ) เป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม มีเพียง 1 บทความเท่านั้นที่ใช้อัตราส่วนทางการเงินถึง 4 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการใช้ตัวแปรแทนในบทความวิจัยที่ศึกษาโครงสร้างเงินทุน พบว่า แม้นักวิจัยจะสามารถวัดคุณลักษณะของกิจการได้จากตัวแปรสังเกตได้ที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินหลายอัตราส่วน แต่นักวิจัยส่วนใหญ่เลือกอัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะของกิจการ อีกทั้งวิธีการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินตัวเดียวกันก็ยังมีหลายวิธี เช่น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สามารถคำนวณได้จากกำไรสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน หรือกำไรก่อนหักภาษี เป็นต้น นอกจากนี้ อัตราส่วนทางการเงินตัวเดียวกันยังสามารถเป็นตัวแปรแทนได้หลายคุณลักษณะของกิจการ เช่น อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม สามารถเป็นตัวแทนคุณลักษณะของกิจการได้ทั้งด้านผลการดำเนินงานและด้านความเสี่ยงของกิจการ หรืออัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม สามารถเป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะกิจการได้ทั้งด้านผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต และมูลค่ากิจการ เป็นต้น ดังนั้น การที่นักวิจัยมีอัตราส่วนทางการเงินให้เลือกใช้เป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะได้หลากหลาย รวมทั้งการเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทน อาจส่งผลให้ผลการวิเคราะห์หรืออิทธิพลระหว่างตัวแปรแตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น Chang et al. (2014) วิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรด้วยเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุดแล้วพบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินรวม แต่กลับพบว่า ขนาดกิจการที่วัดจากอายุกิจการ ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินรวม เป็นต้น

### 2.3. กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยในหัวข้อที่ 2.1 ถึง 2.2 พบประเด็นที่น่าสนใจ ดังนี้

(1) ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี สรุปทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนทั้งเหมือนและแตกต่างกัน แต่ละทฤษฎีมีบริบทในการสรุปทิศทางของอิทธิพลแตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น แม้ว่าทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทนจะสรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินเช่นเดียวกัน แต่ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนอธิบายสาเหตุว่าเป็นเรื่องผลประโยชน์ในการประหยัดภาษีของดอกเบี้ย ทำให้กิจการที่มีผลการดำเนินงานดีควรมีหนี้สินมาก ส่วนทฤษฎีตัวแทนให้เหตุผลว่าหนี้สินช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ จึงช่วยลดต้นทุนตัวแทน ดังนั้น กิจการที่มีผลการดำเนินงานดีและมีกระแสเงินสดมาก จึงควรมีหนี้สินมากตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ สรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลลบต่อโครงสร้าง

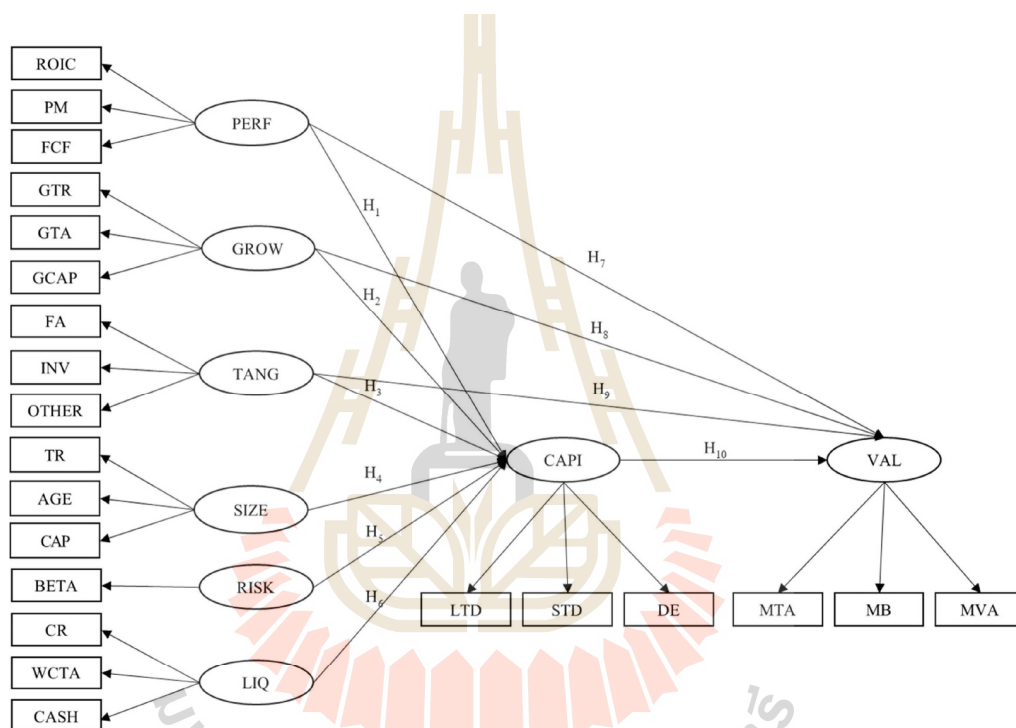
เงินทุนที่มีหนี้สิน โดยให้เหตุผลว่า กิจกรรมที่มีผลการดำเนินงานดีจะมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอ จึงไม่จำเป็นต้องระดมทุนจากภายนอกกิจการ เป็นต้น

(2) บทความวิจัยส่วนใหญ่ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุน และอิทธิพลของ โครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ โดยแยกศึกษาเป็นสองสมการด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ ซึ่งอาจมีผลให้ข้อสรุปอิทธิพลแตกต่างกัน เช่น Salama and Putnam (2015) พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีอิทธิพลคงที่ แต่กลับพบว่า สินทรัพย์มีตัวตน ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีตัวแบบเชิงเส้นน้อยตัวไป ส่วน Park and Jang (2013) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองชั้น แต่กลับพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด เป็นต้น

(3) บทความวิจัยส่วนใหญ่ใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียง 1 – 2 อัตราส่วนเป็นตัวแปรแทนในการวัดตัวแปรแฝงที่สนใจศึกษา ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการวัดตัวแปร อีกทั้ง อัตราส่วนทางการเงินตัวเดียวกันยังสามารถเป็นตัวแปรแทนได้หลายคุณลักษณะของกิจการ เช่น อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวมถูกใช้เป็นตัวแปรแทนของมูลค่ากิจการในการศึกษาของ Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014) แต่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์กลับถูกใช้เป็นตัวแปรแทนของโอกาสในการเติบโตในการศึกษาของ Pan et al. (2015) เป็นต้น นอกจากนี้ การใช้อัตราส่วนที่แตกต่างกันเป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะของกิจการเดียวกัน อาจส่งผลให้ข้อสรุปแตกต่างกันไปด้วย เช่น Ahmed Sheikh and Wang (2013) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แต่พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นสามัญ แม้ว่าจะวิเคราะห์ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณแบบอิทธิพลคงที่เช่นเดียวกัน เป็นต้น

(4) กลุ่มตัวอย่างในการวิจัยของแต่ละบทความก็มีบริบทที่แตกต่างกันทั้งด้านเวลา สภาพเศรษฐกิจและการเมือง ฯลฯ ส่งผลให้ข้อสรุปอิทธิพลที่ได้จากบทความวิจัยมีความแตกต่างกัน เช่น ในการวิเคราะห์อิทธิพลของขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิต่อ โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณแบบกำลังสองน้อยที่สุดจากกลุ่มตัวอย่างในประเทศจีนพบว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุน (Jian Chen et al., 2014) แต่การศึกษาในประเทศสวีเดนพบว่า ขนาดกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุน (Öhman & Yazdanfar, 2017) ส่วนการศึกษาของประเทศสาธารณรัฐเช็กพบว่า ขนาดกิจการ ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน (Aulová & Hlavsa, 2013) เป็นต้น

จากประเด็นที่พบจากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น จึงกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยตามภาพที่ 2.1 เพื่อศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการ โดยวัดตัวแปรแฝงคุณลักษณะของกิจการจากตัวแปรสังเกตได้จำนวน 3 ตัวแปร (ยกเว้นตัวแปรความเสี่ยง) และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง รวมทั้งกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐานจำนวน 10 ข้อ โดยอ้างอิงตามทฤษฎีและผลการวิจัยที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ”

จากภาพที่ 2.1 ให้ความหมายของสัญลักษณ์ดังต่อไปนี้

- PERF ผลการดำเนินงาน
- ROIC อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน
- PM อัตราส่วนกำไรสุทธิ
- FCF กระแสเงินสดอิสระ
- SIZE ขนาดกิจการ
- TR รายได้สุทธิ

CAP	เงินลงทุน
GROW	โอกาสในการเติบโต
GTA	ค่าเฉลี่ยโอกาสในการเติบโตของสินทรัพย์รวม
GTR	ค่าเฉลี่ยโอกาสในการเติบโตของรายได้สุทธิ
GCAP	ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร
TANG	สินทรัพย์มีตัวตน
FA	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม
INV	อัตราส่วนสินทรัพย์คงคลังต่อสินทรัพย์รวม
RISK	ความเสี่ยง
BETA	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ
LIQ	สภาพคล่อง
CR	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน
WCTA	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม
CASH	อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม
CAPIT	โครงสร้างเงินทุน
LTD	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม
STD	อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม
DE	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
VAL	มูลค่ากิจการ
MTA	มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม
MB	อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
MVA	มูลค่าเพิ่มทางการตลาด

### สมมติฐานข้อที่ 1 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่และในประเทศไทย ผลการดำเนินงานของกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการตามลำดับ กล่าวคือ เมื่อกิจการมีผลการดำเนินงานดี ทำให้กิจการมีแหล่งเงินทุนภายในกิจการมากเพียงพอต่อการลงทุน และการดำเนินงานของกิจการ จึงไม่มีความจำเป็นต้องระดมเงินทุนจากภายนอกกิจการ

### **สมมติฐานข้อที่ 2 โอกาสการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน**

จากการทบทวนวรรณกรรม นักวิจัยได้ตั้งสมมติฐานให้สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ หากกิจการมีโอกาสในการเติบโตมาก แหล่งเงินทุนภายในอาจจะไม่เพียงพอต่อความต้องการ โดยกิจการจะเลือกระดมเงินทุนจากหนี้สินก่อน นอกจากนี้กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตมาก มักจะมีต้นทุนตัวแทนสูง จึงควรมีหนี้สินเพื่อเป็นกลไกในการกำกับดูแลการดำเนินงานของผู้จัดการ

### **สมมติฐานข้อที่ 3 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน**

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า งานวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกกับการมีหนี้สิน สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี กล่าวคือ สินทรัพย์มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ได้

### **สมมติฐานข้อที่ 4 ขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน**

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ผลการศึกษาส่วนใหญ่สรุปว่าขนาดมีผลทางบวกต่อการมีหนี้สิน สอดคล้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทน กล่าวคือ กิจการขนาดใหญ่จะมีโอกาสล้มละลายน้อยกว่า แต่มีปัญหาและต้นทุนตัวแทนสูงกว่ากิจการขนาดเล็ก

### **สมมติฐานข้อที่ 5 ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน**

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทุกทฤษฎี เสนอว่า กิจการมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ไม่ควรเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินด้วยการมีหนี้สินเพิ่มขึ้นอีก

### **สมมติฐานข้อที่ 6 สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน**

จากการทบทวนวรรณกรรม ส่วนใหญ่สรุปว่าสภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ เนื่องจากกิจการที่มีสภาพคล่องสูงจะมีกระแสเงินสดสุทธิเพียงพอต่อความต้องการใช้งานของกิจการ กิจการจึงไม่จำเป็นต้องกู้เงิน หากมีสภาพคล่องเพียงพอ

### **สมมติฐานข้อที่ 7 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ**

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า บทความวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่า ผลการดำเนินงานที่ดีมีส่วนช่วยในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ กล่าวคือ ผลการดำเนินงานของกิจการที่มีกำไรสม่ำเสมอ เป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ



**สมมติฐานข้อที่ 8 โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ**

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า บทความวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่า โอกาสในการเติบโตเป็นที่มาของมูลค่าเพิ่มของกิจการ หากกิจการมียอดขายที่สูงขึ้น หรือมีการลงทุนมากขึ้น ก็จะมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น

**สมมติฐานข้อที่ 9 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ**

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า หากกิจการสามารถใช้สินทรัพย์มีตัวตนในการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ มูลค่าของกิจการก็จะเพิ่มขึ้น

**สมมติฐานข้อที่ 10 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ**

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี เสนอว่า การมีหนี้สินเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ เนื่องจากผลประโยชน์ที่เกิดจากการประหยัดภาษีของดอกเบี้ยเงินกู้ อีกทั้ง การมีหนี้สินยังช่วยลดต้นทุนตัวแทน และการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เป็นการส่งสัญญาณถึงนักลงทุนว่าผู้บริหารกิจการมีความมั่นใจต่อโครงการลงทุนของกิจการ



## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาเรื่อง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (quantitative research) ในลักษณะของการศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (causal relationship) ที่เป็นการศึกษาตัวแปรตามสภาพการณ์ที่เป็นอยู่ และไม่มีการควบคุมความผันแปรด้วยการจัดกระทำใดๆ โดยมีระเบียบวิธีวิจัย ดังนี้

- 3.1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2. ตัวแปรที่ทำการวิจัย
- 3.3. การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.4. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล
- 3.5. ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ
- 3.6. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง

#### 3.1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

##### 3.1.1. ประชากร

การวิจัยเรื่อง โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ศึกษาข้อมูลจากประชากร ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์บริษัทประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) จำนวนทั้งสิ้น 583 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

##### 3.1.2. ตัวอย่างและขนาดตัวอย่าง

###### 3.1.2.1. ตัวอย่าง

ตัวอย่าง เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ทรัพยากร และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และไม่บริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวอยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยกฎระเบียบของภาครัฐอย่างเข้มงวด ส่งผลให้การตัดสินใจจัดโครงสร้างเงินทุนแตกต่างไปจากกิจการอื่นๆ และเป็นบริษัทที่มีข้อมูลคุณลักษณะของกิจการที่ครบถ้วนและครอบคลุมผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง สภาพคล่องโครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นข้อมูลของกิจการในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – พ.ศ. 2557 จำนวน 354 บริษัท

### 3.1.2.2. ระยะเวลารวบรวมข้อมูล

การวิจัยนี้รวบรวมข้อมูลตัวแปรจากข้อมูลรายปีที่เป็นตัวแทนคุณลักษณะของกิจการตามระเบียบวิธีวิจัยของ Yang, Lee, Gu, and Lee (2010) ซึ่งวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (structural equation model: SEM) เพื่อให้การวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรตามสามารถทำได้ในแบบจำลองเดียว อีกทั้งยังสามารถมีตัวแปรสังเกตได้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะของกิจการได้หลายตัวพร้อมๆ กัน ทำให้ความคลาดเคลื่อนในการวัดลดลง (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010) โดยรวบรวมข้อมูลตัวแปรตามในปีที่ T+0 และรวบรวมข้อมูลตัวแปรอิสระในปี T-1 เพื่อให้สอดคล้องกับลำดับเวลาที่ตัวแปรอิสระต้องเกิดก่อนและส่งอิทธิพลต่อตัวแปรตามในเวลาต่อมา ทั้งนี้ แบบจำลองสมการโครงสร้างของการวิจัยนี้ประกอบด้วยตัวแปรอิสระ ตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรตาม จึงรวบรวมข้อมูลรายปี เป็นเวลา 3 ปีติดต่อกัน โดยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นมาประเทศไทยได้เผชิญกับวิกฤตการณ์ทางการเมือง ที่มีการเปลี่ยนแปลงคณะรัฐบาลในการปกครองประเทศ โดยในปี พ.ศ. 2557 เป็นปีที่รัฐบาลในการนำของพลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้มีการปฏิรูปประเทศในทุกๆ ด้าน จนทำให้นักลงทุนเริ่มมีความมั่นใจในการลงทุน บริษัทจดทะเบียนจึงมีการปรับนโยบายโครงสร้างเงินทุน เพื่อให้พร้อมสำหรับการลงทุนในโครงการต่างๆ ที่จะช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการต่อไป ดังนั้น ในการวิจัยนี้จึงเลือกรวบรวมข้อมูลคุณลักษณะของกิจการในปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557

### 3.1.2.3. ขนาดตัวอย่าง

การวิจัยนี้วิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง ซึ่งจำเป็นต้องใช้ขนาดตัวอย่างค่อนข้างใหญ่ โดย Hair et al. (2010) เสนอว่า ขนาดตัวอย่างควรจะมากกว่า 100 ชุด หรือขนาดตัวอย่างควรจะอยู่ระหว่าง 5 - 20 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ โดยในการวิจัยนี้มีตัวแปรสังเกตได้ 24 ตัวแปร จึงควรกำหนดขนาดตัวอย่างอยู่ระหว่าง 120 - 480 ชุด แต่แบบจำลองที่วิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลจำนวนมากจะมีความอ่อนไหวต่อความแตกต่างเพียงเล็กน้อยในการทดสอบสมมติฐาน ส่งผลให้มีโอกาสยอมรับสมมติฐานทางเลือก (alternative hypothesis) สูง ซึ่งอาจทำให้ผลการวิจัยจะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่มีนัยสำคัญในทางปฏิบัติ (practical significance) โดย Hair et al. (2010) ได้ทดสอบหาขนาดตัวอย่างที่จะทำให้ค่าน้ำหนักปัจจัยมาตรฐาน (standardized factor loading) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบว่า ขนาดตัวอย่าง 50 ชุด ค่าน้ำหนักปัจจัยต้องมีค่า 0.75 จึงจะมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ขนาดตัวอย่าง 350 ชุด ค่าน้ำหนักปัจจัยเพียง 0.30 ก็มีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ Wolf, Harrington, Clark, and Miller (2013) ได้ศึกษาด้วยการจำลองสถานการณ์เพื่อกำหนดขนาดตัวอย่างที่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้างและพบว่า ไม่มีกฎเกณฑ์ที่แน่นอนสำหรับการกำหนดขนาดตัวอย่าง โดยแนะนำว่า แบบจำลองที่มีตัวแปรสังเกตได้จำนวนมาก จำเป็นต้องมีขนาดตัวอย่างที่

ใหญ่ขึ้น แต่ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดตัวอย่างและจำนวนตัวแปรสังเกตได้ไม่เป็นแบบเส้นตรง หรือเมื่อจำนวนตัวแปรสังเกตได้มากขึ้น สัดส่วนของขนาดตัวอย่างต่อตัวแปรสังเกตได้จะลดลง ดังนั้นการวิจัยนี้จึงกำหนดขนาดตัวอย่างเท่ากับจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และหมวดบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน จำนวน 354 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) เป็นไปตามเกณฑ์ขนาดตัวอย่างที่เหมาะสม 5 - 20 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ (Hair et al., 2010; Wolf et al., 2013)

ทั้งนี้ ตัวอย่างในการวิจัยที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์บริษัทประเทศไทย ซึ่งดำเนินการและมีข้อมูลคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 - พ.ศ. 2557 ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ

- (1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
  - หมวดธุรกิจการเกษตร 12 บริษัท
  - หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม 39 บริษัท
- (2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
  - หมวดธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 11 บริษัท
  - หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร 30 บริษัท
- (3) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ
  - หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ 12 บริษัท
  - หมวดธุรกิจการแพทย์ 16 บริษัท
  - หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์ 19 บริษัท
  - หมวดธุรกิจบริการเฉพาะกิจ 3 บริษัท
  - หมวดธุรกิจพาณิชย์ 21 บริษัท
  - หมวดธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ 29 บริษัท
- (4) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
  - หมวดธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์ 1 บริษัท
  - หมวดธุรกิจบรรจุภัณฑ์ 16 บริษัท
  - หมวดธุรกิจปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ 14 บริษัท
  - หมวดธุรกิจยานยนต์ 19 บริษัท
  - หมวดธุรกิจวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร 9 บริษัท
  - หมวดธุรกิจเหล็ก 21 บริษัท
- (5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค
  - หมวดธุรกิจของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน 11 บริษัท

- หมวดธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์ 6 บริษัท
- หมวดธุรกิจแฟชั่น 23 บริษัท
- (6) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
  - หมวดธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้าง 19 บริษัท
  - หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 56 บริษัท
  - หมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้าง 19 บริษัท

### 3.2. ตัวแปรที่ทำการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัย “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” มีตัวแปรแฝงที่ทำการวิจัย 3 กลุ่ม คือ ตัวแปรอิสระ ตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรตาม 1 ตัวแปร ซึ่งเป็นข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนด้านผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ขนาดกิจการ ความเสี่ยง สภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ การกำหนดตัวแปรแทนอ้างอิงตามการทบทวนวรรณกรรม ตามภาคผนวก ข โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### 3.2.1. ตัวแปรอิสระ (independent variables)

ตัวแปรอิสระที่ทำการวิจัย เป็นคุณลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการ ประกอบด้วยผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่อง โดยจะวัดตัวแปรจากข้อมูลในงบการเงิน 1 ปีก่อนวัดตัวแปรส่งผ่าน ซึ่งเป็นข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนประจำปี พ.ศ. 2555 ซึ่งรายละเอียดเกี่ยวกับตัวแปรอิสระมีดังนี้

##### (1) ผลการดำเนินงาน (PERF)

เป็นผลประกอบการประจำปีของกิจการในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน [ROIC] (Ha & Tai, 2017; Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) อัตราส่วนกำไรสุทธิ [PM] (Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013; Yang et al., 2010) และกระแสเงินสดอิสระ [FCF] (O'Brien, David, Yoshikawa, & Delios, 2014; Park & Jang, 2013; Ross., Westerfield., & Jaffe., 2010; Seetanah, Seetah, Appadu, & Padachi, 2014)

$$ROIC = \frac{[\text{กำไรจากการดำเนินงาน} - \text{ภาษีเงินได้}]/\text{เงินลงทุน}}{\text{เงินลงทุน}} \times 100$$

$$PM = \frac{\text{กำไรสุทธิ/รายได้สุทธิ}}{\text{รายได้สุทธิ}} \times 100$$

$$FCF = \text{กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี} + \text{ค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด} - \text{ภาษีเงินได้} \\ - \text{เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร} - \text{เงินลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน} \\ (\text{หน่วย: พันล้านบาท})$$

## (2) โอกาสในการเติบโต (GROW)

เป็นโอกาสในการขยายกิจการในอนาคต โดยจะวัดจากค่าเฉลี่ยโอกาสในการเติบโต ระหว่างปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555, 2556, และ 2557 ของรายได้สุทธิ [% $\Delta$ TR] (Lemma & Negash, 2014; Öhman & Yazdanfar, 2017) และสินทรัพย์รวม [% $\Delta$ TA] (Hewa Wellalage & Locke, 2015; Yang et al., 2010) และค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร [GCAP] (Park & Jang, 2013; Yang et al., 2010) ในปี พ.ศ. 2555, 2556, และ 2557

$$GTR = (\text{อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ}_{ปี 2555 \text{ และ } 2556} + \text{อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ}_{ปี 2556 \text{ และ } 2557})/2$$

$$GTA = (\text{อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม}_{ปี 2555 \text{ และ } 2556} + \text{อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม}_{ปี 2556 \text{ และ } 2557})/2$$

$$GCAP = (\text{เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร}_{ปี 2555} / \text{สินทรัพย์รวม}_{ปี 2555} + \text{เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร}_{ปี 2556} / \text{สินทรัพย์รวม}_{ปี 2556} + \text{เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร}_{ปี 2557} / \text{สินทรัพย์รวม}_{ปี 2557})/3$$

## (3) สินทรัพย์มีตัวตน (TANG)

เป็นส่วนสำคัญของสินทรัพย์ที่มีรูปร่าง สามารถจับต้องได้ท้ายกายภาพ โดยวัดสินทรัพย์มีตัวตนในปี พ.ศ. 2555 จาก 3 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม [FA] (Pan, Lin, Lee, & Ho, 2015; Salama & Putnam, 2015) อัตราส่วนสินค้ำคงคลังต่อสินทรัพย์รวม [INV] (Ross. et al., 2010) และอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นๆต่อสินทรัพย์รวม [OTHER] (Ross. et al., 2010)

$$FA = (\text{ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ} / \text{สินทรัพย์รวม}) \times 100$$

$$INV = (\text{สินค้ำคงคลัง} / \text{สินทรัพย์รวม}) \times 100$$

$$OTHER = (\text{สินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตน ยกเว้นเงินสด ลูกหนี้ และสินค้ำคงคลัง} / \text{สินทรัพย์รวม}) \times 100$$

## (4) ขนาดกิจการ (SIZE)

เป็นข้อมูลระบุความใหญ่หรือเล็กของกิจการในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งวัดจากข้อมูลประจำปี ในงบการเงินและข้อมูลการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ได้แก่ รายได้สุทธิ [TR] (Chen, Jiang, & Lin, 2014; Gómez, Mena Rivas, & Lizarzaburu Bolaños, 2014) อายุกิจการ [AGE] (Chang, Chen, & Liao, 2014; Öhman & Yazdanfar, 2017) และเงินลงทุนระยะยาว [CAP] (Chadha & Sharma, 2015; Chang et al., 2014)



$TR$  = มูลค่ารายได้สุทธิประจำปี (หน่วย: พันล้านบาท)

$AGE$  = จำนวนปีที่นำกิจการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

$CAP$  = มูลค่าเงินลงทุนระยะยาว (หน่วย: พันล้านบาท)

#### (5) ความเสี่ยง (RISK)

เป็นโอกาสที่ผลตอบแทนจากการลงทุนไม่เป็นไปตามที่คาดว่าจะได้รับ โดยคุณลักษณะด้านความเสี่ยงของกิจการวัดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) หรือความเสี่ยงของตลาด (market risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่มีผลกระทบต่อตลาดทั้งระบบ ทุกธุรกิจต่างได้รับผลกระทบ สาเหตุของความเสี่ยงเกิดจากปัจจัยภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุม เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ สงคราม การก่อการร้าย ฯลฯ และเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถทำให้ลดลงได้จากการกระจายการลงทุน ทั้งนี้ ความเสี่ยงที่เป็นระบบของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะวัดจากสัมประสิทธิ์เบต้า (BETA) โดย BETA เป็นความผันผวนของหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาด ถ้า BETA น้อยกว่า 0 แสดงว่า หลักทรัพย์นั้นมีความผันผวนในทิศทางตรงกันข้ามกับตลาด แต่ถ้า BETA มากกว่า 0 แสดงว่า หลักทรัพย์นั้นมีความผันผวนในทิศทางเดียวกับตลาด และถ้า BETA เท่ากับ 1 แสดงว่า หลักทรัพย์นั้นมีความผันผวนในทิศทางและขนาดเท่ากับตลาด (Ross. et al., 2010) ดังนั้น ในการวิจัยนี้จะวัดความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จาก BETA ณ สิ้นปี พ.ศ. 2555 (Lee & Kuo, 2014) โดยรวบรวมข้อมูล BETA ประจำปี พ.ศ. 2555 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$BETA$  = ความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือค่าสัมประสิทธิ์เบต้าของบริษัท

#### (6) สภาพคล่อง (LIQ)

เป็นการแสดงสภาพคล่องหรือความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นของกิจการ โดยวัด 1 ปีก่อนวัดตัวแปรส่งผ่าน หรือวัดในปี พ.ศ. 2555 ซึ่งวัดจาก 3 อัตราส่วนทางการเงิน คือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน [CR] (Öhman & Yazdanfar, 2017; Vo, 2017) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม [WCTA] (Burgstaller & Wagner, 2015; Park & Jang, 2013) และอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม [CASH] (Pan et al., 2015; Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014)

$CR$  = สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินระยะสั้น

$WCTA$  = [(สินทรัพย์หมุนเวียน - หนี้สินระยะสั้น)/สินทรัพย์รวม] x 100

$CASH$  = (เงินสด/สินทรัพย์รวม) x 100

### 3.2.2. ตัวแปรส่งผ่าน (mediating variable)

ตัวแปรส่งผ่านในการวิจัยมี 1 ตัวแปร คือ โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure: CAPI) เป็นแหล่งที่มาของเงินทุนในการดำเนินงานของกิจการ โดยจะวัดค่าตัวแปร 1 ปีหลังจากวัดตัวแปรอิสระ หรือวัดในปีที่ พ.ศ. 2556 ทั้งนี้ ตัวแปรโครงสร้างเงินทุน วัดจาก 3 อัตราส่วนทางการเงิน คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม [LTD] (Mateev et al., 2013; Vo, 2017) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม [STD] ซึ่งเป็นหนี้สินที่มีภาระต้องชำระดอกเบี้ยเงินกู้ (Mateev et al., 2013; Oino & Ukaegbu, 2015) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น [DE] (Fauver & McDonald, 2015; Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, & Laios, 2015)

$$LTD = [\text{หนี้สินระยะยาว} / (\text{หนี้สินรวม} + \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น})] \times 100$$

$$STD = [\text{หนี้สินระยะสั้น} / (\text{หนี้สินรวม} + \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น})] \times 100$$

$$DE = (\text{หนี้สินรวม} / \text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}) \times 100$$

### 3.2.3. ตัวแปรตาม (dependent variable)

ตัวแปรตามในการวิจัย มี 1 ตัวแปร คือ มูลค่ากิจการ (VAL) โดยจะวัดค่าตัวแปร 1 ปีหลังจากวัดตัวแปรส่งผ่าน หรือวัดค่าตัวแปรในปี พ.ศ. 2557 ทั้งนี้ ตัวแปรตามมูลค่ากิจการวัดจากข้อมูลทางการเงินและอัตราส่วนทางการเงิน 3 ค่า คือ มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) (Altan & Arkan, 2011) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) และมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (market value added: MVA) ซึ่งคำนวณได้จากผลต่างของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมและเงินลงทุน ซึ่งเงินลงทุนมีที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ดังนั้นในการคำนวณหา MVA สำหรับการวิจัยนี้จึงไม่รวมมูลค่าของหนี้สินรวม (Sandhar, Verma, & Nim, 2014)

$$MTA = \text{ราคาตามบัญชีของหนี้สินรวม} + \text{มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

(หน่วย: พันล้านบาท)

$$MB = \text{มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม} / \text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}$$

$$MVA = \text{มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น} - \text{มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น}$$

(หน่วย: พันล้านบาท)

ทั้งนี้มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณจากผลคูณของราคาต่อหุ้นและจำนวนหุ้นที่มีอยู่ โดยราคาต่อหุ้นจะใช้ราคาปิด ณ วันสิ้นปี พ.ศ. 2557

### 3.3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) เกี่ยวกับคุณลักษณะเฉพาะของ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จากระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ของ ตลาดหลักทรัพย์บริษัทประเทศไทย หรือ SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) โดยรวบรวมข้อมูลงบการเงิน ราคาปิดต่อหุ้น และจำนวนหุ้นสามัญ จำนวน 3 ปี ตามแนวทางของ Yang et al. (2010) คือ ข้อมูลตัวแปรอิสระเก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2555 ข้อมูลตัวแปรส่งผ่านเก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2556 และข้อมูลตัวแปรตามเก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2557 โดยมีรายละเอียด ดังนี้

#### 3.3.1. ข้อมูลสำหรับตัวแปรอิสระ

ตัวแปรผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระจะรวบรวมจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2555 ส่วนตัวแปรโอกาสในการเติบโตเก็บข้อมูลจากงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 เพื่อหาค่าเฉลี่ยอัตราการเติบโตของกิจการ ทั้งนี้ ข้อมูลที่ต้องรวบรวมประกอบด้วยรายได้สุทธิ กำไรสุทธิ สินทรัพย์หมุนเวียน เงินสด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงคลัง ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ กำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย ค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด ภาษีเงินได้ เงินลงทุน เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร เงินลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน สินทรัพย์รวม หนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว หนี้สินรวม ส่วนของผู้ถือหุ้น และจำนวนปีที่กิจการเริ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ถึงปี พ.ศ. 2555

#### 3.3.2. ข้อมูลสำหรับตัวแปรส่งผ่าน

ตัวแปรโครงสร้างเงินทุน ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่าน รวบรวมข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2556 โดยข้อมูลที่ต้องรวบรวมประกอบด้วยหนี้สินระยะสั้น (เฉพาะหนี้สินที่ต้องชำระดอกเบี้ย) หนี้สินระยะยาว หนี้สินรวม สินทรัพย์รวม และส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 3.3.3. ข้อมูลสำหรับตัวแปรตาม

ตัวแปรมูลค่ากิจการ ทำหน้าที่เป็นตัวแปรตาม รวบรวมข้อมูลประจำปี พ.ศ. 2557 โดยข้อมูลที่ต้องรวบรวมประกอบด้วยราคาตามบัญชีของหนี้สินรวม ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ราคาตลาดต่อหุ้น และจำนวนหุ้นสามัญ

### 3.4. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อให้ข้อมูลมีความพร้อมสำหรับการวิเคราะห์ ก่อนวิเคราะห์ข้อมูลจะมีการตรวจสอบข้อมูล โดยจะไม่นำกิจการที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนมาร่วมวิเคราะห์ จากนั้นจึงดำเนินการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการทางสถิติใน 4 ลักษณะ คือ การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร การวิเคราะห์เพื่อ

ตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของสถิติ การวิเคราะห์ห้อยประกอบเชิงยืนยัน และการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### 3.4.1. การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ

การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของสถิติประกอบการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรใน 4 ลักษณะ ดังนี้

- (1) การตรวจสอบการแจกแจงแบบโค้งปกติ (normality) ของตัวแปรโดยการทดสอบสมมติฐานของค่าสถิติ Shapiro-Wilk เนื่องจากค่าสถิติ Shapiro-Wilk มีอำนาจในการทดสอบการแจกแจงแบบโค้งปกติสูงกว่าการทดสอบประเภทอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็นการทดสอบด้วย Kolmogorov-Smirnov; Lilliefors; Chi-Square; Anderson-Darling; หรือ Cramér-von-Mises (Lohninger, 2012) ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานจะต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรือค่า p-value มีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไปจึงจะถือว่าตัวแปรมีการกระจายแบบปกติ (Hair et al., 2010)
- (2) การตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปร (linearity) โดยการหาค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน โดยตัวแปรสังเกตได้ของแต่ละตัวแปรแฝงต้องมีความสัมพันธ์กัน และตัวแปรอิสระและตัวแปรตามต้องมีความสัมพันธ์กัน แต่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันไม่เกิน  $\pm 0.75$  (สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์, 2556) หรือค่า VIF (variance inflation factor) ของตัวแปรอิสระมีค่าไม่เกิน 5.0 (Hair et al., 2010)

ในกรณีที่พบว่าข้อมูลตัวแปรมีคุณลักษณะไม่สอดคล้องกับข้อตกลงเบื้องต้นของสถิติ จะดำเนินการปรับลักษณะตัวแปรด้วยการแปลงข้อมูลเป็นค่าลอการิทึม (Hair et al., 2010) แล้วตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของสถิติซ้ำจนกว่าตัวแปรจะมีคุณลักษณะสอดคล้องกับข้อตกลงดังกล่าว

- (3) การตรวจสอบหาค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร (multivariate outliers) ด้วยการวัดระยะทางแบบมหาลาโนบิส (Mahalanobis distance) แล้วทดสอบสมมติฐานของค่าสถิติระยะทางแบบมหาลาโนบิสของทุกตัวอย่าง โดยตัวอย่างใดที่พบว่าค่าสถิติระยะทางแบบมหาลาโนบิสมีนัยสำคัญทางสถิติจะถือเป็นค่าผิดปกติ (Hair et al., 2010) และไม่นำมาวิเคราะห์ในแบบจำลอง
- (4) การทดสอบความเท่ากันของความแปรปรวน (homogeneity of variances) ด้วยการทดสอบสมมติฐานของค่าสถิติ Levene ก่อนการวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานจะต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หรือค่า p-value มีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไปจึงจะถือว่าตัวแปรมีความ

แปรปรวนเท่ากัน (Hair et al., 2010) หากผลการทดสอบพบว่าความแปรปรวนของข้อมูลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน จะทดสอบความทนทาน (robust test) ของผลการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยด้วยค่าสถิติ Welch เพิ่มเติมจากการทดสอบความแปรปรวนทางเดียว (one-way ANOVA) และใช้ค่าสถิติ Dunnett T3 เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยรายคู่ แทนการใช้ค่าสถิติ Scheffe (Laerd Statistics, 2017)

#### 3.4.2. การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร เป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรในรูปแบบจำลองด้วยสถิติเชิงพรรณนา (descriptive statistics) ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าความเบ้ (skewness) และค่าความโด่ง (kurtosis)

#### 3.4.3. การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม เป็นการอธิบายลักษณะเบื้องต้นตัวแปร โครงสร้างเงินทุนด้วยสถิติเชิงพรรณนาตามกลุ่มอุตสาหกรรม ด้วยค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุด และเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมด้วยสถิติเชิงอนุมาน (inferential statistics) ด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว และการหาค่าสถิติ Welch เพื่อทดสอบความทนทานของผลการทดสอบในกรณีทีขนาดตัวอย่างและความแปรปรวนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน

ในกรณีที่ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกันมีนัยสำคัญทางสถิติ จะทำการเปรียบเทียบเชิงพหุคูณ (multiple comparison) ด้วยค่าสถิติ Scheffe (กรณีความแปรปรวนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมไม่แตกต่างกัน) หรือค่าสถิติ Dunnett T3 (กรณีความแปรปรวนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกัน) เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยรายคู่ (Laerd Statistics, 2017)

#### 3.4.4. การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง

การตรวจสอบคุณภาพของเครื่องมือด้านความตรงเชิงโครงสร้าง (construct validity) โดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้ในการวัดเป็นตัวแทนของการวัดตัวแปรได้หรือไม่ ซึ่งต้องตรวจสอบว่าแบบจำลองการวัด (measurement model) สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์หรือไม่ โดยการเปรียบเทียบเมทริกซ์ความแปรปรวนร่วมของค่าสังเกตได้จากข้อมูลเชิงประจักษ์และค่าประมาณจากแบบจำลอง (observed and estimated covariance matrices) ทั้งนี้ Hair et al. (2010) แนะนำว่าสำหรับขนาดตัวอย่างมากกว่า 250 ชุดและจำนวนตัว

แปรสังเกตได้อยู่ระหว่าง 12 ถึง 30 ตัวแปร ค่าความสอดคล้องของแบบจำลองจะพิจารณาโดยใช้เกณฑ์ต่อไปนี้

- (1) ค่าไคสแควร์ ( $\chi^2$ ) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากเมื่อมีจำนวนตัวแปรสังเกตได้มากขึ้น และเมื่อขนาดตัวอย่างมากขึ้น ค่าไคสแควร์จะสูงขึ้น ส่งผลให้ปฏิเสธสมมติฐานหลัก แต่การเพิ่มจำนวนตัวแปรสังเกตได้และจำนวนตัวอย่างทำให้แบบจำลองมีความตรงมากขึ้น ดังนั้น การตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์จึงต้องพิจารณาเกณฑ์ความสอดคล้องอื่นๆ ประกอบกับค่าไคสแควร์ด้วย
- (2) ค่าดัชนีอัตราส่วนไคสแควร์สัมพัทธ์ หรือ normed  $\chi^2$  คำนวณจากค่าไคสแควร์หารด้วยระดับองศาอิสระ ( $\chi^2/df$ ) น้อยกว่าหรือเท่ากับ 3.0 ถือว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์
- (3) ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (Comparative Fit Index: CFI หรือ Tucker-Lewis Index: TLI) มีค่าตั้งแต่ 0 ถึง 1 โดย CFI หรือ TLI ที่มีค่าสูงถือว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดย CFI หรือ TLI ตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไปถือว่าแบบจำลองมีความเหมาะสม
- (4) 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 ทั้งนี้สำหรับแบบจำลองที่มีตัวแปรสังเกตได้จำนวนมากและขนาดตัวอย่างใหญ่ SRMR และ RMSEA ไม่เกิน 0.08 ถือว่าสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากแต่ละองค์ประกอบมีตัวแปรสังเกตได้เพียง 3 ตัว ส่งผลให้เป็นแบบจำลองประเภทระบุพหุอดี (just-identified model) ที่มีจำนวนพารามิเตอร์อิสระเท่ากับจำนวนตัวแปรสังเกตได้ และระดับองศาอิสระเป็นศูนย์ ส่งผลให้ค่าความสอดคล้องของแบบจำลอง ( $\chi^2 = 0$ ,  $df = 0$ , CFI = 1, TLI = 1, RMSEA = 0, และ SRMR = 0) แสดงว่า แบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อย่างสมบูรณ์ หรือ perfect fit (Hair et al., 2010) ดังนั้น ในการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างของแบบจำลองจึงทำการปรับแบบจำลอง โดยการกำหนดค่าความแปรปรวนของตัวแปรสังเกตได้ตัวใดตัวหนึ่งในแบบจำลองการวัดให้มีค่าเท่ากับ 1 เพื่อปรับให้ค่าระดับองศาอิสระเป็นบวก และใช้เกณฑ์ค่าความสอดคล้องของแบบจำลองข้างต้นได้



เมื่อแบบจำลองการวัดผ่านเกณฑ์ความสอดคล้องแล้ว จึงจะประเมินความตรงตามทฤษฎีด้านความตรงเชิงสอดคล้อง (convergent validity) และความตรงเชิงจำแนก (discriminant validity) ดังนี้

- (1) ความตรงเชิงสอดคล้อง พิจารณาจากค่าน้ำหนักปัจจัยมาตรฐาน หรือน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (standardized factor loading) ของตัวแปรสังเกตได้มากกว่าหรือเท่ากับ 0.5 (Hair et al., 2010)
- (2) ความตรงเชิงจำแนก โดยพิจารณาจากค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงมีความสัมพันธ์กันต่ำหรือไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือตัวแปรมีความสัมพันธ์กันไม่เกิน 0.85 (Garson, 2001)

#### 3.4.5. การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน ดำเนินการโดยใช้แบบจำลองสมการ โครงสร้าง หรือ SEM เพื่อให้การวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรส่งผ่าน และตัวแปรตามสามารถทำได้ภายใต้การวิเคราะห์แบบจำลองในคราวเดียว แทนการแยกวิเคราะห์อิทธิพลเป็นสองแบบจำลองด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณและการวิเคราะห์เส้นทาง (path analysis) อีกทั้ง การวิเคราะห์ข้อมูลด้วย SEM สามารถมีตัวแปรสังเกตได้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะของกิจการได้หลายตัวพร้อมๆ กัน ทำให้การวิเคราะห์ด้วย SEM ช่วยลดความคลาดเคลื่อนในการวัด ซึ่งเป็นข้อจำกัดของการวิเคราะห์ด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณที่กำหนดให้ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเอง (Hair et al., 2010)

แบบจำลองการวัดและแบบจำลองสมการ โครงสร้างจะต้องมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์โดยพิจารณาจากค่าดัชนีอัตราส่วนไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) น้อยกว่าหรือเท่ากับ 3.0 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (CFI หรือ TLI) มีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป ค่าดัชนีความคลาดเคลื่อนในการประมาณค่าพารามิเตอร์ SRMR และ RMSEA น้อยกว่า 0.08 (Hair et al., 2010) ทั้งนี้ เพื่อให้แบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ตามเกณฑ์ข้างต้น จะมีการปรับแบบจำลองโดยพิจารณาจาก Modification Indices (MI) และการมีทฤษฎีหรือผลการวิจัยในอดีตรองรับ เมื่อแบบจำลองการวัดและแบบจำลองโครงสร้างสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์แล้ว จึงพิจารณา ค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลองโครงสร้าง ได้แก่ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ปรับมาตรฐาน (estimate standardization) ค่าความคลาดเคลื่อน (S.E.) และค่าสัมประสิทธิ์การกำหนด (coefficient of determination:  $R^2$ ) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 ถึงสมมติฐานที่ 10 (Hair et al., 2010)

### 3.5. ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ

(1) ผลการตรวจสอบการแจกแจงแบบโค้งปกติของตัวแปรสังเกตได้ 24 ตัวแปร ของกิจการที่เป็นตัวอย่างทั้งหมด 354 บริษัท จากตารางที่ 3.1 พบว่าค่าสถิติ Shapiro-Wilk ของตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงว่าตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวมีการกระจายไม่เป็นแบบโค้งปกติ (Hair et al., 2010)

ตารางที่ 3.1 การทดสอบการกระจายแบบโค้งปกติของตัวแปรสังเกตได้

ตัวแปรสังเกตได้	Shapiro-Wilk	df
ROIC	0.792**	354
PM	0.256**	354
FCF	0.281**	354
TR	0.221**	354
AGE	0.957**	354
CAP	0.295**	354
GTR	0.262**	354
GTA	0.344**	354
GCAP	0.619**	354
FA	0.906**	354
INV	0.799**	354
OTHER	0.916**	354
BETA	0.985**	354
CR	0.217**	354
WCTA	0.988**	354
CASH	0.692**	354
LTD	0.791**	354
STD	0.828**	354
DE	0.346**	354
MTA	0.345**	354
MB	0.220**	354
MVA	0.287**	354

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

(2) ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรสังเกตได้ของกิจการที่เป็นตัวอย่าง 354 บริษัท จากตารางที่ 3.2 พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ของแต่ละองค์ประกอบ พบว่า มีเพียงองค์ประกอบสินทรัพย์มีตัวตนและมูลค่ากิจการเท่านั้นที่ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีนัยสำคัญทางสถิติครบทั้ง 3 คู่ ส่วนองค์ประกอบ

ตารางที่ 3.2 ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรสังเกตได้

	ROIC	PM	FCF	GTR	GTA	GCAP	FA	INV	OTHER	TR	AGE	CAP	BETA	CR	WCAT	CASH	LTD	STD	DE	MTA	MB	MVA
ROIC	1	0.436 <sup>**</sup>	0.160 <sup>**</sup>	-0.130 <sup>*</sup>	-0.114 <sup>*</sup>	0.108 <sup>*</sup>	0.083 <sup>*</sup>	0.057 <sup>*</sup>	0.066 <sup>*</sup>	-0.019	0.016	-0.077	-0.022	0.120	0.171 <sup>**</sup>	-0.100	-0.088	-0.093	0.177 <sup>**</sup>	0.003	0.236 <sup>**</sup>	
PM		1	0.071	-0.737 <sup>**</sup>	-0.111 <sup>*</sup>	0.050	0.079	-0.034	0.053	0.026	0.144	0.055	-0.033	-0.008	-0.014	-0.002	0.081	0.003	0.015	0.558 <sup>**</sup>	-0.165 <sup>**</sup>	0.048 <sup>**</sup>
FCF			1	-0.026	-0.035	-0.075	-0.034	-0.103	-0.034	0.669 <sup>**</sup>	0.013	0.806 <sup>**</sup>	0.062	-0.025	-0.076	0.029	0.283 <sup>**</sup>	-0.003	0.086	0.843 <sup>**</sup>	0.057	0.717 <sup>**</sup>
GTR				1	0.138 <sup>**</sup>	-0.037	-0.115 <sup>*</sup>	0.040	-0.146 <sup>**</sup>	-0.036	-0.123	-0.014	0.100	0.008	-0.017	-0.051	0.003	-0.066	-0.033	-0.006	0.025	-0.003
GTA					1	0.052	-0.177 <sup>**</sup>	0.192 <sup>**</sup>	-0.062	-0.004	-0.095	-0.041	0.124	0.030	0.186 <sup>**</sup>	0.061	0.032	-0.046	-0.038	0.054	0.021	0.047 <sup>**</sup>
GCAP						1	0.381 <sup>**</sup>	-0.118 <sup>*</sup>	-0.035	0.007	-0.113	-0.048	0.014	-0.069	-0.071	0.083	0.010	-0.064	-0.029	-0.037	0.162 <sup>**</sup>	-0.024
FA							1	-0.209	-0.263 <sup>**</sup>	0.048	0.028	0.001	-0.138 <sup>**</sup>	-0.136 <sup>**</sup>	-0.345 <sup>**</sup>	-0.018	0.038	-0.082	-0.064	-0.081	-0.035	-0.102 <sup>**</sup>
INV								1	-0.224	-0.039	-0.068	-0.097	-0.002	-0.043	0.468	-0.117	0.006	0.239 <sup>**</sup>	0.020	-0.116	-0.046	-0.117 <sup>**</sup>
OTHER									1	-0.027	-0.100	-0.104	0.074	0.091	0.288 <sup>**</sup>	0.006	-0.326 <sup>**</sup>	0.081	0.197 <sup>**</sup>	-0.059	0.072	-0.018 <sup>**</sup>
TR										1	-0.061	0.781 <sup>**</sup>	0.022	-0.047	-0.093	0.050	0.169 <sup>**</sup>	0.056	0.130	0.589 <sup>**</sup>	-0.004	0.333 <sup>**</sup>
AGE											1	0.021	-0.257 <sup>**</sup>	0.047	0.009	-0.034	0.022	-0.170 <sup>**</sup>	-0.096	0.037	-0.045	0.053 <sup>**</sup>
CAP												1	0.072	-0.026	-0.100	-0.042	0.373 <sup>**</sup>	-0.023	0.072	0.684 <sup>**</sup>	-0.024	0.391 <sup>**</sup>
BETA													1	0.082	-0.115 <sup>*</sup>	-0.094	0.158 <sup>**</sup>	0.148 <sup>**</sup>	0.192 <sup>**</sup>	0.071	0.006	0.038 <sup>**</sup>
CR														1	0.256 <sup>**</sup>	0.047	-0.122 <sup>*</sup>	-0.164 <sup>**</sup>	-0.096	-0.026	0.039	-0.011 <sup>**</sup>
WCAT															1	0.362 <sup>**</sup>	-0.262 <sup>**</sup>	-0.328 <sup>**</sup>	-0.186 <sup>**</sup>	-0.116	0.057	-0.085 <sup>**</sup>
CASH																1	-0.206 <sup>**</sup>	-0.322 <sup>**</sup>	-0.097	0.069	0.133 <sup>**</sup>	0.097 <sup>**</sup>
LTD																	1	0.031	0.229	0.321 <sup>**</sup>	-0.049	0.208 <sup>**</sup>
STD																		1	0.325 <sup>**</sup>	0.054	-0.011	0.043 <sup>**</sup>
DE																			1	0.147 <sup>**</sup>	-0.004	0.106 <sup>**</sup>
MTA																				1	0.185 <sup>**</sup>	0.923 <sup>**</sup>
MB																					1	0.280 <sup>**</sup>
MVA																						1

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ผลการดำเนินงาน สภาพคล่อง และโครงสร้างเงินทุนนั้น ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีนัยสำคัญทางสถิติ 2 คู่ และองค์ประกอบขนาดกิจการและโอกาสในการเติบโต ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีนัยสำคัญทางสถิติเพียง 1 คู่ ส่วนค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามอยู่ระหว่าง -0.328 ถึง 0.373 และค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระอยู่ระหว่าง -0.737 ถึง 0.806 อีกทั้งค่า VIF จากตารางที่ 3.3 อยู่ระหว่าง 1.161 ถึง 4.931 จึงไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง หรือ multicollinearity (Hair et al., 2010; สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์, 2556)

- (3) ผลการตรวจสอบหาค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร ด้วยการวัดระยะทางแบบมัลติพลาโนบิส จากตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 354 บริษัท โดยทำการตรวจสอบ 2 รอบ คือ รอบแรกกำหนดให้ตัวแปรสังเกตได้ผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องเป็นตัวแปรอิสระรวม 18 ตัวแปร และให้ตัวแปรโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรตาม พบว่ามีค่าผิดปกติจำนวน 62 ค่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.001 และในรอบที่สอง กำหนดให้ตัวแปรสังเกตได้โครงสร้างเงินทุน 3 ตัวแปรเป็นตัวแปรอิสระ และตัวแปรมูลค่ากิจการเป็นตัวแปรอิสระ แต่ไม่พบค่าผิดปกติ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (Hair et al., 2010)

ตารางที่ 3.3 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง

ตัวแปรสังเกตได้	VIF	ตัวแปรสังเกตได้	VIF
ROIC	1.717	OTHER	1.897
PM	3.292	TR	2.992
FCF	3.189	AGE	1.184
GTR	2.756	CAP	4.931
GTA	1.161	BETA	1.215
GCAP	1.252	CR	1.19
FA	1.536	WCTA	3.185
INV	2.449	CASH	1.652

จากการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ พบว่า ตัวแปรสังเกตได้มีความสัมพันธ์กันเชิงเส้นตรง แต่มีการกระจายไม่เป็นแบบโค้งปกติ จึงแปลงค่าตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวแปรเป็นค่าลอกอริทึม และตัดข้อมูลที่เป็นค่าผิดปกติจำนวน 62 ค่า ส่งผลให้มีตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์แบบจำลองจำนวน 292 บริษัท

(4) ผลการตรวจสอบความเท่ากันของความแปรปรวนด้วยค่าสถิติ Levene ของตัวแปร โครงสร้างเงินทุนแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม จากตารางที่ 3.4 พบว่า ค่าสถิติ Levene ของกิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้ง 292 บริษัท มีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ความแปรปรวนของหนี้สินระยะยาว หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เท่ากัน ดังนั้น ในการเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมจึงหาค่าสถิติ Welch เพื่อทดสอบความทนทานของการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว และใช้ค่าสถิติ Dunnett T3 เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยรายคู่ (Laerd Statistics, 2017)

ตารางที่ 3.4 การทดสอบความเท่ากันของความแปรปรวน

ตัวแปร	Levene Statistic	df1	df2	p-value
LTD	15.56	5	286	0.000
STD	6.154	5	286	0.000
DE	3.47	5	286	0.005

### 3.6. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง

การตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างด้วยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน และการหาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝง ประกอบด้วย 7 หัวข้อย่อย คือ ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ ตามตารางที่ 3.5 และตารางที่ 3.6 ดังนี้

ตารางที่ 3.5 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน

องค์ประกอบ	ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนักองค์ประกอบ	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.)	สัมประสิทธิ์การทำนาย ( $R^2$ )
PERF	ROIC	0.678**	0.032	0.460
	PM	0.987**	0.002	0.975
	FCF	0.147**	0.013	0.022
GROW	GTR	0.539**	0.038	0.291
	GTA	0.707**	0.050	0.500
	GCAP	0.336**	0.071	0.113
TANG	FA	0.671**	0.047	0.450
	INV	0.610**	0.068	0.372
	OTHER	0.110	0.064	0.012

ตารางที่ 3.5 ผลการวิเคราะห์ห้องค้ประกอบเชิงยืนยัน (ต่อ)

องค้ประกอบ	ตัวแปร สังเกตได้	น้ำหนัก องค้ประกอบ	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (S.E.)	สัมประสิทธิ์การ ทำนาย (R <sup>2</sup> )
SIZE	TR	0.788**	0.019	0.621
	AGE	0.056**	0.071	0.003
	CAP	0.864**	0.025	0.747
LIQ	CR	0.867**	0.034	0.752
	WCTA	0.924**	0.034	0.854
	CASH	0.500**	0.029	0.250
DEBT	LTD	0.714**	0.030	0.510
	STD	0.837**	0.015	0.701
	DE	0.766**	0.026	0.587
VAL	MTA	0.542**	0.027	0.293
	MB	0.581**	0.050	0.338
	MVA	0.927**	0.039	0.860

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

### 3.6.1. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค้ประกอบผลการดำเนินงาน

การวิเคราะห์ห้องค้ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดผลการดำเนินงานสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df = 1.436/1$ , p-value = 0.231, CFI = 0.998, TLI = 0.993, RMSEA = 0.039, และ SRMR = 0.030 โดยค่าน้ำหนักองค้ประกอบอยู่ระหว่าง 0.147 ถึง 0.987 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร ซึ่งอัตราส่วนกำไรสุทธิมีน้ำหนักองค้ประกอบมากที่สุด ส่วนกระแสเงินสดอิสระมีน้ำหนักองค้ประกอบน้อยที่สุด ดังนั้นองค้ประกอบผลการดำเนินงานจึงมีความตรงเชิงโครงสร้างตามเกณฑ์ความสอดคล้องของ Hair et al. (2010) และแม้ว่าค่าน้ำหนักองค้ประกอบของกระแสเงินสดอิสระจะไม่เป็นไปตามเกณฑ์ความตรงเชิงสอดคล้อง แต่ค่าน้ำหนักองค้ประกอบของกระแสเงินสดอิสระมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยังคงใช้ตัวแปรสังเกตได้กระแสเงินสดอิสระในการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยต่อไป

### 3.6.2. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค้ประกอบโอกาสในการเติบโต

การวิเคราะห์ห้องค้ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดโอกาสในการเติบโตสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df = 2.946/1$ , p-value = 0.086, CFI = 0.969, TLI = 0.908, RMSEA = 0.048, และ SRMR = 0.047 โดยค่าน้ำหนักองค้ประกอบ



อยู่ระหว่าง 0.336 ถึง 0.707 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร ซึ่งค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมมีน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด ส่วนค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด

แม้ว่าค่าน้ำหนักองค์ประกอบของค่าเฉลี่ยเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่ำกว่าเกณฑ์ความตรงเชิงสอดคล้อง แต่ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของค่าเฉลี่ยเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ประกอบกับค่าดัชนีความสอดคล้องขององค์ประกอบโอกาสในการเติบโตเป็นไปตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2010) จึงยังคงใช้ตัวแปรสังเกตได้ค่าเฉลี่ยเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรในการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างต่อไป

### 3.6.3. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบสินทรัพย์มีตัวตน

การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดสินทรัพย์มีตัวตนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df=0.502/1$ , p-value = 0.479, CFI = 1.000, TLI = 1.000, RMSEA = 0.000, และ SRMR = 0.014 โดยค่าน้ำหนักองค์ประกอบอยู่ระหว่าง 0.110 ถึง 0.671 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปรยกเว้นน้ำหนักองค์ประกอบของสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่น ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรมีน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด ส่วนอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นมีน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด

แม้ว่าค่าดัชนีความสอดคล้องขององค์ประกอบสินทรัพย์มีตัวตนจะเป็นไปตามเกณฑ์ที่ Hair et al. (2010) ได้เสนอไว้ แต่ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นไม่เป็นไปตามเกณฑ์ความตรงเชิงสอดคล้อง จึงไม่นำตัวแปรสังเกตได้สินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นมาวิเคราะห์ในแบบจำลองสมการโครงสร้าง ส่งผลให้องค์ประกอบสินทรัพย์มีตัวตนประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ 2 ตัวแปร คือ สินทรัพย์ถาวรและสินค้ำคงคลัง

### 3.6.4. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบขนาดกิจการ

การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดขนาดกิจการสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df= 1.354/1$ , p-value = 0.245, CFI = 0.998, TLI = 0.994, RMSEA = 0.035, และ SRMR = 0.039 โดยค่าน้ำหนักองค์ประกอบอยู่ระหว่าง 0.056 ถึง 0.864 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร ยกเว้นค่าน้ำหนักองค์ประกอบของอายุกิจการ ซึ่งเงินลงทุนมีน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด ส่วนอายุกิจการมีน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด

แม้ว่าค่าดัชนีความสอดคล้องขององค์ประกอบขนาดกิจการจะเป็นไปตามเกณฑ์ที่ Hair et al. (2010) ได้เสนอไว้ แต่ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของอายุกิจการไม่มีนัยสำคัญทางสถิติและไม่เป็นไป

ตามเกณฑ์ความตรงเชิงสอดคล้อง จึงไม่นำตัวแปรสังเกตได้อายุกิจการมาวิเคราะห์ในแบบจำลองสมการ โครงสร้าง ส่งผลให้องค์ประกอบขนาดกิจการประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ 2 ตัวแปร คือ รายได้สุทธิและเงินลงทุน

### 3.6.5. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบสภาพคล่อง

การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดสภาพคล่องสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df=2.833/1$ , p-value = 0.092, CFI = 0.995, TLI = 0.985, RMSEA = 0.079, และ SRMR = 0.040 โดยค่าน้ำหนักองค์ประกอบอยู่ระหว่าง 0.500 ถึง 0.924 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร ซึ่งอัตราส่วนเงินหมุนเวียนมีน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด ส่วนอัตราส่วนเงินสดมีน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด ดังนั้น องค์ประกอบสภาพคล่องจึงมีความตรงเชิงโครงสร้างตามเกณฑ์ความสอดคล้องของ Hair et al. (2010)

### 3.6.6. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบโครงสร้างเงินทุน

การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดโครงสร้างเงินทุนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df=2.716/1$ , p-value = 0.099, CFI = 0.993, TLI = 0.980, RMSEA = 0.077, และ SRMR = 0.043 โดยค่าน้ำหนักองค์ประกอบอยู่ระหว่าง 0.714 ถึง 0.837 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด ดังนั้น องค์ประกอบโครงสร้างเงินทุนจึงมีความตรงเชิงโครงสร้างตามเกณฑ์ความสอดคล้องของ Hair et al. (2010)

### 3.6.7. ผลการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบมูลค่ากิจการ

การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดมูลค่ากิจการสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df = 2.673/1$ , p-value = 0.102, CFI = 0.991, TLI = 0.974, RMSEA = 0.076, และ SRMR = 0.033 โดยค่าน้ำหนักองค์ประกอบอยู่ระหว่าง 0.542 ถึง 0.927 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร ซึ่งมูลค่าเพิ่มทางการตลาดมีน้ำหนักองค์ประกอบมากที่สุด ส่วนมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมมีน้ำหนักองค์ประกอบน้อยที่สุด ดังนั้น องค์ประกอบมูลค่ากิจการจึงมีความตรงเชิงโครงสร้างและความตรงเชิงสอดคล้องตามเกณฑ์ของ Hair et al. (2010)

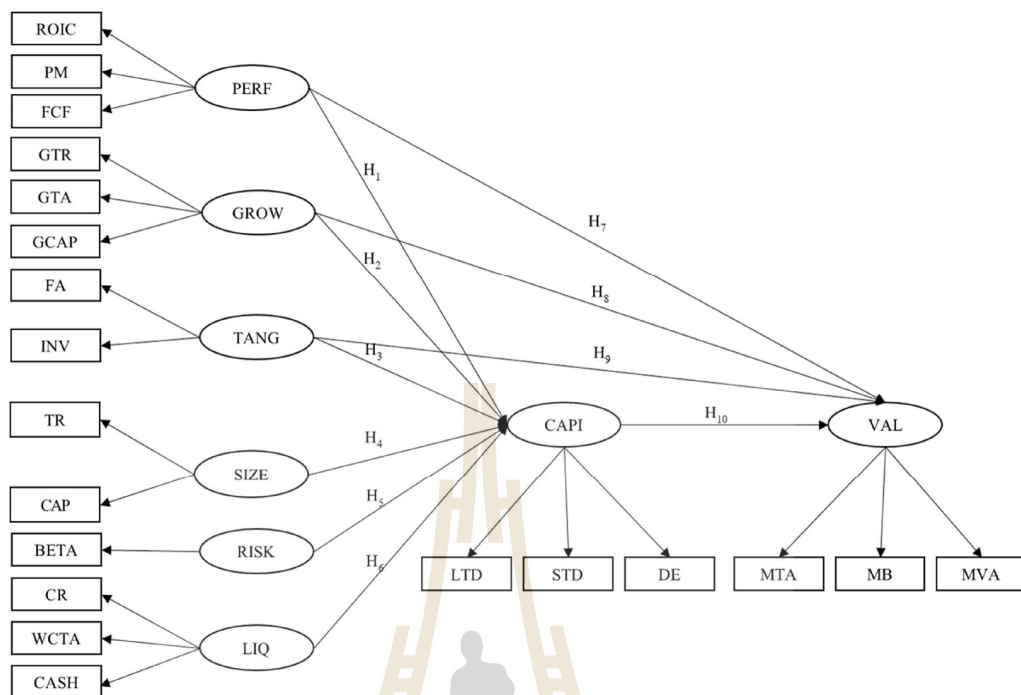
ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่า แบบจำลองการวัดสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ตามเกณฑ์ และเมื่อพิจารณาค่าน้ำหนักองค์ประกอบ พบว่า องค์ประกอบสภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการมีความตรงเชิงสอดคล้อง นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงในตารางที่ 3.6 พบว่าองค์ประกอบแต่ละคู่มีความสัมพันธ์กันอยู่ระหว่าง -0.579 และ 0.411 แสดงถึงความตรงเชิงจำแนกของแบบจำลองการวัดทุกแบบจำลอง (Garson, 2001)

ตารางที่ 3.6 การตรวจสอบความตรงเชิงจำแนกด้วยค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน

	PERF	GROW	TANG	SIZE	LIQ	CAPI	VAL
PERF	1	0.115	-0.389**	0.168*	0.131*	-0.117	0.062
GROW		1	-0.273**	0.002	0.069	-0.007	0.099
TANG			1	-0.149*	-0.004	0.154*	-0.118
SIZE				1	-0.280**	0.351**	0.411**
LIQ					1	-0.579**	-0.124*
CAPI						1	0.147*
VAL							1

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ทั้งนี้ แม้ว่าค่าน้ำหนักองค์ประกอบของกระแสเงินสดอิสระขององค์ประกอบผลการดำเนินงาน และค่าน้ำหนักองค์ประกอบของค่าเฉลี่ยเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรขององค์ประกอบ โอกาสในการเติบโต ไม่เป็นไปตามเกณฑ์ความตรงเชิงสอดคล้อง แต่ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของกระแสเงินสดอิสระ และค่าเฉลี่ยเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยังคงตัวแปรสังเกตได้ทั้งสองไว้สำหรับการวิเคราะห์ตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง อย่างไรก็ตาม ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของอายุกิจการขององค์ประกอบขนาดกิจการ และค่าน้ำหนักองค์ประกอบของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นขององค์ประกอบสินทรัพย์มีตัวตนมีค่าค่อนข้างต่ำและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงตัดตัวแปรสังเกตได้อายุกิจการและสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีตัวตนอื่นออกจากการวิเคราะห์ข้อมูลตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง ส่งผลให้มีตัวแปรสังเกตได้คงเหลืออยู่จำนวน 22 ตัวแปร และตัวแปรแฝง 7 ตัวแปร สำหรับการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” ดังภาพที่ 3.1



ภาพที่ 3.1 แบบจำลองสมการ โครงสร้าง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ”

(หลังการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง)

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล และการอภิปรายผล

โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ศึกษาข้อมูลจากตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 354 แห่ง แต่เมื่อตรวจสอบหาค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ทางแบบมหาลาโนบิส พบว่ามีข้อมูลจำนวน 62 บริษัทที่เป็นค่าผิดปกติจึงไม่นำข้อมูลดังกล่าวมาวิเคราะห์ ส่งผลให้มีตัวอย่างในการวิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์การวิจัย จำนวน 292 แห่ง โดยผลการวิเคราะห์ข้อมูลและการอภิปรายผล ประกอบด้วย 4.1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น 4.2. ผลการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม 4.3. ผลการทดสอบสมมติฐาน และ 4.4. การอภิปรายผล ทั้งนี้ รายการคำย่อในบทที่ 4 มีดังนี้

PERF	ผลการดำเนินงาน
ROIC	อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน
PM	อัตราส่วนกำไรสุทธิ
FCF	กระแสเงินสดอิสระ
SIZE	ขนาดกิจการ
TR	รายได้สุทธิ
CAP	เงินลงทุน
GROW	โอกาสในการเติบโต
GTA	ค่าเฉลี่ยโอกาสในการเติบโตของสินทรัพย์รวม
GTR	ค่าเฉลี่ยโอกาสในการเติบโตของรายได้สุทธิ
GCAP	ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร
TANG	สินทรัพย์มีตัวตน
FA	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม
INV	อัตราส่วนสินค้ำคงคลังต่อสินทรัพย์รวม
RISK	ความเสี่ยง
BETA	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ
LIQ	สภาพคล่อง
CR	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน

WCTA	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม
CASH	อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม
CAPIT	โครงสร้างเงินทุน
LTD	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม
STD	อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม
DE	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
VAL	มูลค่ากิจการ
MTA	มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม
MB	อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
MVA	มูลค่าเพิ่มทางการตลาด

#### 4.1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

##### 4.1.1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้านประชากรศาสตร์

ในการวิเคราะห์ข้อมูลด้านประชากรศาสตร์ของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 292 บริษัท ใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ความถี่ และร้อยละ ตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์

กลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
(1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร		
- หมวดธุรกิจการเกษตร	7	2.40
- หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม	28	9.59
รวม	35	11.99
(2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี		
- หมวดธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	11	3.77
- หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	17	5.82
รวม	28	9.59
(3) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ		
- หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ	11	3.77
- หมวดธุรกิจการแพทย์	14	4.79
- หมวดธุรกิจขนส่งและโลจิสติกส์	6	2.05
- หมวดธุรกิจบริการเฉพาะกิจ	2	0.68



ตารางที่ 4.1 ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์ (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
- หมวดธุรกิจพาณิชย์	12	4.11
- หมวดธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์	23	7.88
รวม	68	23.28
(4) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม		
- หมวดธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์	1	0.34
- หมวดธุรกิจบรรจุภัณฑ์	10	3.42
- หมวดธุรกิจปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	9	3.08
- หมวดธุรกิจยานยนต์	13	4.45
- หมวดธุรกิจวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	7	2.40
- หมวดธุรกิจเหล็ก	23	7.88
รวม	63	21.57
(5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค		
- หมวดธุรกิจของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	9	3.08
- หมวดธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	4	1.37
- หมวดธุรกิจแฟชั่น	19	6.51
รวม	32	10.96
(6) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง		
- หมวดธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้าง	15	5.14
- หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	37	12.68
- หมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้าง	14	4.79
รวม	66	22.61
รวม 6 กลุ่มอุตสาหกรรม	292	100.00

จากตารางที่ 4.1 พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างทั้งหมด 292 บริษัท ส่วนใหญ่มาจากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ร้อยละ 23.3) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ร้อยละ 22.6) และสินค้าอุตสาหกรรม (ร้อยละ 21.6) มากที่สุดเป็นสามอันดับแรก และมาจากอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ร้อยละ 9.6) น้อยที่สุด ทั้งนี้เมื่อพิจารณาตามหมวดธุรกิจพบว่า ส่วนใหญ่บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างจะอยู่ในหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ร้อยละ 12.7) อาหารและเครื่องดื่ม (ร้อยละ 9.6) สื่อและสิ่งพิมพ์ (ร้อยละ 7.9) และเหล็ก (ร้อยละ 7.9) มากที่สุดสามอันดับแรก

#### 4.1.2. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรสังเกตได้ใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าความเบ้ ค่าความโด่ง และค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติของตัวแปรสังเกตได้

ตัวแปร สังเกตได้	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยง เบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่า ความเบ้	ค่า ความโด่ง	Shapiro-Wilk
ROIC	6.354	5.783	-12.535	32.499	0.841	2.858	0.939**
PM	10.588	14.783	-50.352	66.341	-0.043	4.882	0.870**
FCF	0.513	1.448	0.001	17.727	8.556	88.957	0.303**
GTR	9.638	33.546	-44.829	213.435	3.568	16.075	0.639**
GTA	9.995	17.644	-22.453	137.661	2.685	12.736	0.801**
GCAP	2.438	4.153	0.000	26.536	2.882	9.838	0.626**
FA	25.378	21.302	-0.095	92.68	0.793	-0.044	0.922**
INV	17.705	19.504	0.000	92.896	1.649	2.611	0.815**
TR	5.628	8.87	0.036	66.317	3.574	16.139	0.585**
CAP	6.141	13.686	0.266	134.618	6.371	52.044	0.396**
BETA	0.95	0.327	0.106	1.764	0.228	-0.568	0.982**
CR	2.97	5.033	0.106	47.883	5.846	41.338	0.426**
WCTA	19.143	24.289	-39.126	81.192	0.349	-0.495	0.981**
CASH	6.042	8.344	0.014	55.094	2.714	9.406	0.687**
LTD	10.645	12.453	0.018	57.224	1.488	1.412	0.783**
STD	12.411	14.027	0.000	66.374	1.300	1.294	0.838**
DE	82.320	69.102	0.511	343.420	1.217	1.259	0.893**
MTA	17.906	41.21	0.326	458.401	6.326	53.675	0.401**
MB	1.789	1.314	0.443	12.74	3.671	21.231	0.680**
MVA	7.904	25.914	-21.093	305.507	7.084	66.805	0.362**

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างมีผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) อยู่ระหว่าง -12.53% ถึง 32.50% และมีค่าเฉลี่ย 6.35% ส่วนอัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) อยู่ระหว่าง -50.35% ถึง 66.34% และมีค่าเฉลี่ย 10.59% สำหรับผลการดำเนินงานที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีค่าเฉลี่ย 0.513 พันล้านบาท นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างมีโอกาสเติบโตวัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิเฉลี่ย (GTR) 9.64% อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) 10.00% และอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) 2.44% ทั้งนี้ บริษัทที่เป็นตัวอย่างยังมีสินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์

ตารางที่ 4.3 ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรสังเกตได้

	ROIC	PM	FCF	GTR	GTA	GCAP	FA	INV	TR	CAP	BETA	CR	WCFA	CASH	LTD	STD	DE	MTA	MB	MVA
ROIC	1	0.518	0.011	-0.232	0.008	0.153	0.086	-0.123	-0.028	-0.073	-0.034	0.175	0.412	-0.072	-0.096	-0.187	-0.135	0.027	0.499	0.097
PM		1	0.145	-0.186	0.127	-0.045	-0.149	-0.191	-0.084	0.147	0.142	0.042	0.137	-0.038	0.147	-0.187	-0.139	0.196	0.288	0.209
FCF			1	0.045	-0.053	-0.098	-0.070	-0.034	0.544	0.877	0.050	-0.071	-0.067	-0.010	0.235	0.001	0.100	0.860	0.064	0.780
GTR				1	0.247	0.272	-0.160	0.022	-0.105	0.050	0.050	-0.037	-0.071	0.160	0.185	-0.072	0.106	0.075	0.015	0.061
GTA					1	0.083	-0.192	-0.067	-0.069	-0.043	0.158	0.085	0.001	0.207	0.036	-0.046	0.051	0.043	0.090	0.035
GCAP						1	0.389	-0.174	-0.049	-0.084	0.061	-0.051	-0.092	0.086	0.038	-0.082	0.003	-0.034	0.176	-0.004
FA							1	-0.259	-0.073	-0.089	-0.127	-0.340	0.005	-0.083	0.016	-0.103	-0.134	-0.096	0.033	-0.056
INV								1	0.068	-0.044	0.026	0.474	-0.129	0.018	0.053	0.257	0.181	-0.078	-0.279	-0.122
TR									1	0.612	-0.150	-0.113	-0.065	0.083	0.133	0.165	0.262	0.555	-0.027	0.387
CAP										1	-0.096	-0.134	-0.099	0.083	0.365	-0.008	0.111	0.893	0.006	0.726
BETA											1	0.462	0.145	-0.069	-0.162	-0.268	-0.288	-0.109	0.007	-0.081
CR												1	0.379	-0.151	-0.210	-0.320	-0.323	-0.155	0.017	-0.135
WCFA													1	-0.103	-0.197	-0.366	-0.234	-0.028	0.294	0.038
CASH														1	0.172	0.164	0.293	0.125	0.054	0.091
LTD															1	-0.008	0.438	0.354	0.000	0.266
STD																1	0.611	0.013	-0.130	-0.010
DE																	1	0.163	-0.059	0.096
MTA																		1	0.200	0.945
MB																			1	0.318
MVA																				1

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ถาวรเฉลี่ย (FA) 25.38% และสินค้ำคงคลังเฉลี่ย (INV) 17.71% โดยมีขนาดกิจการวัดจากรายได้สุทธิ (TR) อยู่ระหว่าง 0.04 และ 66.32 พันล้านบาทและเงินลงทุน (CAP) มีค่าเฉลี่ย 6.14 พันล้านบาท รวมทั้งยังมีความเสี่ยงทางธุรกิจวัดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือเบต้า (BETA) อยู่ระหว่าง 0.11 และ 1.76 โดยมีค่าเบต้าเฉลี่ย 0.95 ในส่วนของสภาพคล่องพบว่าบริษัทที่เป็นตัวอย่างมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) เฉลี่ย 2.97 เท่า อัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCTA) เฉลี่ย 19.14% และอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (CASH) เฉลี่ย 6.04% สำหรับโครงสร้างเงินทุน พบว่าของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างส่วนใหญ่ระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) 82.32% หรือมีหนี้สินรวม 45.2% และมีหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว ซึ่งกิจการที่เป็นตัวอย่างมีหนี้สินระยะสั้น (STD) อยู่ระหว่าง 0.00% และ 66.37% ส่วนหนี้สินระยะยาว (LTD) อยู่ระหว่าง 0.02% และ 57.22% นอกจากนี้ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างวัดจากมูลค่าการตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) อยู่ระหว่าง 0.33 และ 458.40 พันล้านบาท อัตราส่วนมูลค่าการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MB) เฉลี่ย 1.79 เท่า และมีมูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) เฉลี่ย 7.90 พันล้านบาท

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่าความเบ้และความโด่งจากตารางที่ 4.2 พบว่าตัวแปรสังเกตได้มีการกระจายไม่เป็นแบบโค้งปกติ เนื่องจากตัวแปรสังเกตได้ส่วนใหญ่มีค่าความเบ้เกินกว่า  $\pm 3$  และ/หรือมีความโด่งเกินกว่า  $\pm 10$  (Kline, 2015) อีกทั้งค่าสถิติ Shapiro-Wilk ของทุกตัวแปรมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับข้อกำหนดของการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการ โครงสร้าง จึงแปลงค่าตัวแปรทุกสังเกตได้ทุกตัวเป็นค่าลอการิทึม (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010) ก่อนการวิเคราะห์ข้อมูลตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง

ตารางที่ 4.4 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง

ตัวแปรสังเกตได้	VIF	ตัวแปรสังเกตได้	VIF
ROIC	2.018	INV	1.785
PM	1.949	TR	1.904
FCF	4.883	CAP	4.509
GTR	1.285	BETA	1.124
GTA	1.375	CR	1.542
GCAP	1.469	WCTA	2.814
FA	1.697	CASH	1.578

เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันในตารางที่ 4.3 พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ขององค์ประกอบขนาดกิจการ สินทรัพย์มีตัวตน และมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกคู่ ส่วนค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ขององค์ประกอบผลการ

ดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สภาพคล่องและโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ องค์กรประกอบละ 2 คู่ สำหรับค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม มีค่าอยู่ระหว่าง -0.366 ถึง 0.365 รวมทั้งไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง เนื่องจากค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระมีค่าอยู่ระหว่าง -0.340 ถึง 0.612 อีกทั้งตารางที่ 4.4 พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรสังเกตได้ที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระมีค่าอยู่ระหว่าง 1.124 ถึง 4.883 (Hair et al., 2010)

ตารางที่ 4.5 ค่าสหสัมพันธ์แบบเพียร์สันของตัวแปรแฝงคุณลักษณะกิจการ

	PERF	GROW	TANG	SIZE	BETA	LIQ	CAPI	VAL
PERF	1	0.115	-0.389**	0.168*	-0.045	0.131*	-0.117	0.062
GROW		1	-0.273**	-0.002	0.224**	0.069	-0.007	0.099
TANG			1	0.149*	-0.170*	-0.004	0.154*	0.118**
SIZE				1	0.101	-0.280**	0.351**	0.411**
BETA					1	-0.153*	0.282**	0.080
LIQ						1	-0.579**	-0.124*
CAPI							1	0.147*
VAL								1

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.5 แสดงว่า ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในแบบจำลองสมการโครงสร้าง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” มีความสัมพันธ์กันแบบเส้นตรง โดยมีค่าสหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.579 ถึง 0.351 และมีนัยสำคัญทางสถิติทุกคู่ ยกเว้นค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน และโอกาสในการเติบโต ส่วนค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระมีค่าอยู่ระหว่าง -0.389 ถึง 0.224 จึงไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง (Hair et al., 2010; สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์, 2556)

#### 4.2. ผลการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม ใช้สถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม และเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว

ตารางที่ 4.6 ค่าสถิติของตัวแปร โครงสร้างเงินทุน ตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	ประเภทสถิติ	LTD	STD	DE
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร n = 35	ค่าเฉลี่ย	9.992	11.781	72.979
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	12.280	13.738	60.672
	ค่าต่ำสุด	0.121	0.000	0.511
	ค่าสูงสุด	45.253	39.329	237.747
เทคโนโลยี n = 28	ค่าเฉลี่ย	5.851	17.545	102.714
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	6.920	17.738	70.811
	ค่าต่ำสุด	0.231	0.000	21.662
	ค่าสูงสุด	29.697	66.374	272.369
บริการ n = 68	ค่าเฉลี่ย	10.861	8.918	63.035
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	11.978	9.904	55.607
	ค่าต่ำสุด	0.018	0.000	0.960
	ค่าสูงสุด	47.424	43.216	287.913
สินค้าอุตสาหกรรม n = 63	ค่าเฉลี่ย	6.704	15.049	72.294
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	7.978	17.604	60.516
	ค่าต่ำสุด	0.047	0.000	0.821
	ค่าสูงสุด	31.680	58.933	249.525
สินค้าอุปโภค บริโภค n = 32	ค่าเฉลี่ย	4.865	9.065	46.510
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	5.737	12.713	42.390
	ค่าต่ำสุด	0.419	0.000	2.278
	ค่าสูงสุด	32.313	35.347	141.907
อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง n = 66	ค่าเฉลี่ย	19.367	13.272	125.422
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	15.882	11.846	81.250
	ค่าต่ำสุด	0.194	0.000	2.698
	ค่าสูงสุด	57.224	55.680	343.420
รวม 6 อุตสาหกรรม n = 292	ค่าเฉลี่ย	10.645	12.411	82.320
	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	12.453	14.027	69.102
	ค่าต่ำสุด	0.018	0.000	0.511
	ค่าสูงสุด	57.224	66.374	343.420



#### 4.2.1. หนี้สินระยะยาวของแต่ละอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.6 พบว่า กิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะยาวร้อยละ 10.65 ของสินทรัพย์รวม และระดับหนี้สินระยะยาวอยู่ระหว่างร้อยละ 0.02 ถึงร้อยละ 57.22 ของสินทรัพย์รวม ซึ่งกิจการที่มีหนี้สินระยะยาวต่ำที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ส่วนกิจการที่มีหนี้สินระยะยาวมากที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทั้งนี้ ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีหนี้สินระยะขายน้อยกว่าหนี้สินระยะสั้น ยกเว้นในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีหนี้สินระยะยาวมากกว่าหนี้สินระยะสั้น โดยกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ร้อยละ 19.37) กลุ่มบริการ (ร้อยละ 10.86) และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (ร้อยละ 9.99) มีระดับหนี้สินระยะยาวเฉลี่ยสูงที่สุดเป็นสามอันดับแรก ส่วนกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีระดับหนี้สินระยะยาวเฉลี่ยน้อยที่สุด (ร้อยละ 4.87)

ตารางที่ 4.7 การเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างกัน

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	Sum of Squares	df	Mean Square	F	p-value
LTD	ระหว่างกลุ่ม	7730.606	5	1546.121	11.825	0.000
	ภายในกลุ่ม	37395.348	286	130.753		
	รวม	45125.954	291			
STD	ระหว่างกลุ่ม	2427.512	5	485.502	2.533	0.029
	ภายในกลุ่ม	54828.550	286	191.708		
	รวม	57256.062	291			
DE	ระหว่างกลุ่ม	209972.327	5	41994.465	10.182	0.000
	ภายในกลุ่ม	1179572.054	286	4124.378		
	รวม	1389544.381	291			

ตารางที่ 4.8 การเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างกัน (Robust tests)

ตัวแปร	Welch statistic	df1	df2	p-value
LTD	10.233	5	115.573	0.000
STD	2.554	5	105.979	0.032
DE	9.198	5	111.231	0.000

ตารางที่ 4.9 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะยาวของกิจการระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Dunnett T3 Test</i>	ค่าเฉลี่ย	9.992	5.851	10.861	6.704	4.865	19.367
(1) เกษตรและอาหาร	9.992	-					
(2) เทคโนโลยี	5.851	4.141	-				
(3) บริการ	10.861	0.869	5.01	-			
(4) สินค้าอุตสาหกรรม	6.704	3.288	0.853	4.157	-		
(5) สินค้าอุปโภคบริโภค	4.865	5.127	0.986	5.996*	1.839	-	
(6) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	19.367	9.375*	13.516**	8.506**	12.663**	14.502**	-

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.7 และ 4.8 พบว่า ค่าเฉลี่ยของการมีหนี้สินระยะยาวของกิจการในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยการมีหนี้สินระยะยาวของกิจการระหว่างอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4.9 พบว่า (1) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีหนี้สินระยะยาวมากกว่ากิจการในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และ (2) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้สินระยะยาวมากกว่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค หรือกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้สินระยะยาวมากกว่ากิจการในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

#### 4.2.2. หนี้สินระยะสั้นของแต่ละอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.6 พบว่า กิจการส่วนใหญ่นิยมใช้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว ยกเว้นกิจการในอุตสาหกรรมบริการและอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีหนี้สินระยะยาวมากกว่าหนี้สินระยะสั้น โดยในภาพรวมกิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมด มีหนี้สินระยะสั้นอยู่ระหว่างร้อยละ 0.00 ถึงร้อยละ 66.37 ของสินทรัพย์รวม โดยกิจการที่ไม่มีหนี้สินระยะสั้นกระจายอยู่ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และกิจการที่มีหนี้สินระยะสั้นสูงที่สุดอยู่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ร้อยละ 66.37) เมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะสั้นจะพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (ร้อยละ 17.55) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (ร้อยละ 15.05) และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (ร้อยละ 11.78) มีหนี้สินระยะสั้นสูงที่สุดสามอันดับแรก ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ร้อยละ 8.92) มีค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะสั้นน้อยที่สุด

ตารางที่ 4.10 การเปรียบเทียบหนี้สินระยะสั้นของกิจการระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Dunnett T3 Test</i>	ค่าเฉลี่ย	11.781	17.545	8.918	15.049	9.065	13.272
(1) เกษตรและอาหาร	11.781	-					
(2) เทคโนโลยี	17.545	5.764	-				
(3) บริการ	8.918	2.863	8.627	-			
(4) สินค้าอุตสาหกรรม	15.049	3.268	2.496	6.131	-		
(5) สินค้าอุปโภคบริโภค	9.065	2.716	8.48	0.147	5.984	-	
(6) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	13.272	1.491	4.273	4.354	1.777	4.207	-

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.7 และ 4.8 พบว่าค่าเฉลี่ยของหนี้สินระยะสั้นของกิจการในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แต่เมื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยการมีหนี้สินระยะสั้นของกิจการระหว่างอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4.10 กลับพบว่า กิจการในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะสั้นไม่แตกต่างกัน

#### 4.2.3. หนี้สินในภาพรวมของแต่ละอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.6 พบว่า กิจการที่เป็นตัวอย่างในการศึกษานี้ทั้งหมดส่วนใหญ่ใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีหนี้สินรวมเฉลี่ยร้อยละ 82.32 ของส่วนผู้ถือหุ้น หรือมีหนี้สินรวมร้อยละ 45.25 ของสินทรัพย์รวม ซึ่งกิจการที่มีหนี้สินรวมน้อยที่สุด มีหนี้สินเพียงร้อยละ 0.511 ของส่วนของผู้ถือหุ้น และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ส่วนกิจการที่มีหนี้สินรวมสูงที่สุด มีหนี้สินร้อยละ 343.42 ของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือมีหนี้สินร้อยละ 77.45 ของสินทรัพย์รวม และเป็นกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทั้งนี้ กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของหนี้สินรวมน้อยที่สุด (ร้อยละ 46.51 ของส่วนของผู้ถือหุ้น) รองลงมาคือ กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ร้อยละ 63.04 ของส่วนของผู้ถือหุ้น) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (ร้อยละ 72.29 ของส่วนของผู้ถือหุ้น) ส่วนกิจการในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีค่าเฉลี่ยของหนี้สินรวมสูงที่สุด (ร้อยละ 125.42 ของส่วนของผู้ถือหุ้น) ซึ่งกิจการในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและอุตสาหกรรมเทคโนโลยีใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินมากกว่าแหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้น กล่าวคือ กิจการในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีหนี้สินร้อยละ 55.64 และ 50.67 (ตามลำดับ) ของสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4.11 การเปรียบเทียบหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

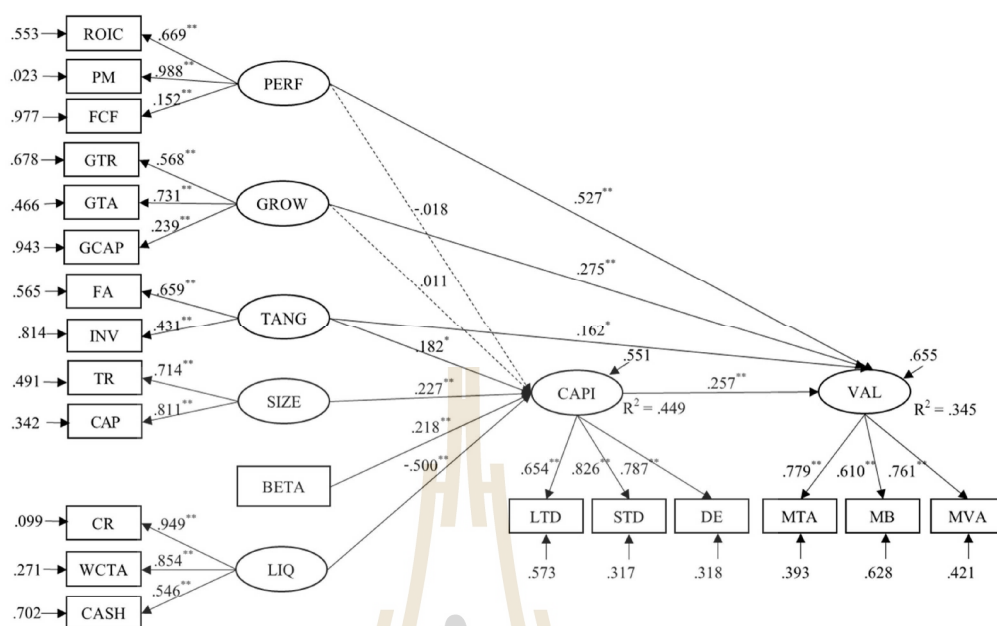
กลุ่มอุตสาหกรรม	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
<i>Dunnnett T3 Test</i>	ค่าเฉลี่ย	72.979	102.714	63.035	72.294	46.51	125.422
(1) เกษตรและอาหาร	72.979	-					
(2) เทคโนโลยี	102.714	29.735	-				
(3) บริการ	63.035	9.944	39.679	-			
(4) สินค้าอุตสาหกรรม	72.294	0.685	30.42	9.259	-		
(5) สินค้าอุปโภคบริโภค	46.51	26.469	56.204**	16.525	25.784	-	
(6) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	125.422	52.443**	22.708	62.387**	53.128**	78.912**	

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.7 และ 4.8 พบว่า ค่าเฉลี่ยของการมีหนี้สินในภาพรวมของกิจการในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เมื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยการมีหนี้สินในภาพรวมของกิจการระหว่างอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4.11 พบว่า (1) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีหนี้สินในภาพรวมมากกว่ากิจการในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และ (2) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้สินในภาพรวมมากกว่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค หรือกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้สินในภาพรวมมากกว่ากิจการในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

#### 4.3. ผลการทดสอบสมมติฐาน

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยด้วยสถิติเชิงอนุมาน ดำเนินการโดยใช้แบบจำลองสมการ โครงสร้าง พบว่า แบบจำลองสมการ โครงสร้าง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2 = 371.702$ ,  $df = 140$ ,  $p\text{-value} = 0.000$ ,  $\chi^2/df = 2.655$ ,  $CFI = 0.940$ ,  $TLI = 0.918$ ,  $RMSEA = 0.075$ , และ  $SRMR = 0.080$  (Hair et al., 2010)



หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ภาพที่ 4.1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง

ตัวแปร	ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ/	ความคลาดเคลื่อน	สัมประสิทธิ์การ
		ค่าเบต้า	มาตรฐาน (S.E.)	ทำนาย (R <sup>2</sup> )
PERF	ROIC	0.669**	0.031	0.460
	PM	0.988**	0.001	0.975
	FCF	0.152**	0.013	0.022
GROW	GTR	0.568**	0.034	0.306
	GTA	0.731**	0.043	0.544
	GCAP	0.239**	0.076	0.074
TANG	FA	0.659**	0.024	0.481
	INV	0.431**	0.022	0.216
SIZE	TR	0.714**	0.024	0.532
	CAP	0.811**	0.028	0.694
LIQ	CR	0.949**	0.017	0.916
	WCTA	0.854**	0.023	0.740
	CASH	0.546**	0.021	0.317
CAPI	LTD	0.654**	0.028	0.446
	STD	0.826**	0.018	0.692
	DE	0.787**	0.022	0.623

ตารางที่ 4.12 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง (ต่อ)

ตัวแปร	น้ำหนักองค์ประกอบ/ ค่าเบต้า	ความคลาดเคลื่อน มาตรฐาน (S.E.)	สัมประสิทธิ์การ ทำนาย (R <sup>2</sup> )
VAL	MTA	0.779**	0.482
	MB	0.610**	0.391
	MVA	0.761**	0.676
PERF → CAPI		-0.018	0.449
GROW → CAPI		0.011	0.073
TANG → CAPI		0.182*	0.082
SIZE → CAPI		0.227**	0.061
RISK → CAPI		0.218**	0.052
LIQ → CAPI		-0.500**	0.055
PERF → VAL		0.527**	0.345
GROW → VAL		0.275**	0.022
TANG → VAL		0.162*	0.075
CAPI → VAL		0.257**	0.070

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

$\chi^2 = 371.702$ ,  $df = 140$ ,  $p\text{-value} = 0.000$ ,  $\chi^2/df = 2.655$ ,  $CFI = 0.940$ ,  $TLI = 0.918$ ,  $RMSEA = 0.075$ , และ  $SRMR = 0.080$

ทั้งนี้ จากภาพที่ 4.1 และตารางที่ 4.12 พบว่า ตัวแปรผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ขนาดกิจการ ความเสี่ยง สภาพคล่อง และโครงสร้างเงินทุน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 34.5 ส่วนตัวแปรผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่อง สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 44.9

ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวในแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัวแปร โดยอัตราส่วนกำไรสุทธิ (loading = 0.988) มีความสำคัญที่สุด ส่วนกระแสเงินสดอิสระ มีความสำคัญน้อยที่สุด (loading = 0.152) สำหรับองค์ประกอบผลการดำเนินงาน สำหรับองค์ประกอบโอกาสในการเติบโตนั้น อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (loading = 0.731) มีความสำคัญมากที่สุด ส่วนอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (loading = 0.239) มีความสำคัญน้อยที่สุด องค์ประกอบถัดไปคือ สินทรัพย์มีตัวตน พบว่า อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (loading = 0.659) มีความสำคัญมากกว่าอัตราส่วนสินค้ำคงคลังต่อสินทรัพย์รวม (loading = 0.431) ส่วนองค์ประกอบขนาดกิจการ ตัวแปรสังเกตได้เงินลงทุน (loading = 0.811) มีความสำคัญมากกว่าตัวแปรสังเกตได้รายได้สุทธิ (loading =



0.714) สำหรับองค์ประกอบสภาพคล่อง พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (loading = 0.949) มีความสำคัญมากที่สุด และอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (loading = 0.546) มีความสำคัญน้อยที่สุด ในส่วนขององค์ประกอบโครงสร้างเงินทุน พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (loading = 0.826) มีค่าน้ำหนักสูงที่สุด รองลงมาคือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (loading = 0.787) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (loading = 0.654) มีน้ำหนักน้อยที่สุด สำหรับองค์ประกอบสุดท้าย คือ มูลค่ากิจการ พบว่า มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (loading = 0.779) มีน้ำหนักมากที่สุด รองลงมาคือ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (loading = 0.761) และอัตราส่วนมูลค่าการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (loading = 0.610) มีความสำคัญน้อยที่สุด

เมื่อพิจารณาขนาดและทิศทางของค่าอิทธิพลของตัวแปรอิสระผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ขนาดกิจการ ความเสี่ยง และสภาพคล่องที่ส่งผลต่อตัวแปรโครงสร้างเงินทุนตามสมมติฐานที่ 1 ถึงสมมติฐานที่ 6 พบว่า แม้ผลการดำเนินงานจะมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ระดับอิทธิพลไม่มากพอจะทำให้เกิดนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 และสรุปว่า ผลการดำเนินงานไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน รวมทั้ง ผลการวิเคราะห์ยังพบว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 ส่วนสินทรัพย์มีตัวตนและขนาดกิจการมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 และ 4 กล่าวคือ เมื่อสินทรัพย์มีตัวตนเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 18.2 และเมื่อขนาดกิจการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 22.7 นอกจากนี้ ยังพบว่า ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กล่าวคือ เมื่อความเสี่ยงเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงร้อยละ 21.8 แต่แบบจำลองสมการโครงสร้างกำหนดให้สมมติฐานว่า ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน ผลการวิเคราะห์จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์พบว่า สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 6 กล่าวคือ หากสภาพคล่องเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนลดลงร้อยละ 50.0 แต่หากสภาพคล่องลดลงร้อยละ 1.0 จะทำให้โครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 50.0 ทั้งนี้ ปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนเรียงตามระดับอิทธิพลจากมากไปน้อย ได้แก่ สภาพคล่อง ขนาดกิจการ ความเสี่ยง และสินทรัพย์มีตัวตน ส่วนผลการทดสอบสมมติฐานข้อที่ 7 ถึงข้อที่ 10 พบว่า ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และโครงสร้างเงินทุนมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับ

สมมติฐานข้อที่ 7 ถึงข้อที่ 10 กล่าวคือ หากผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 52.7; 27.5; 16.2; และ 25.7 ตามลำดับ โดยคุณลักษณะที่ช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการเรียงตามลำดับจากมากไปน้อย ได้แก่ ผลการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุน โอกาสในการเติบโต และสินทรัพย์มีตัวตน

ตารางที่ 4.13 อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมของแบบจำลองสมการ โครงสร้าง

ตัวแปร	อิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน			อิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ		
	ทางตรง	ทางอ้อม	รวม	ทางตรง	ทางอ้อม	รวม
PERF	-0.018	-	-0.018	0.527**	-0.005	0.522**
GROW	0.011	-	0.011	0.275**	0.003	0.278**
TANG	0.182*	-	0.182*	0.162*	0.047*	0.209*
SIZE	0.227**	-	0.227**	-	0.058*	0.058*
RISK	0.218**	-	0.218**	-	0.056**	0.056**
LIQ	-0.500**	-	-0.500**	-	-0.129**	-0.129**
CAP1	-	-	-	0.257**	-	0.257**

หมายเหตุ: \*, \*\* แทนการมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ทั้งนี้ จากตารางที่ 4.13 พบว่า ตัวแปรคุณลักษณะของกิจการประกอบด้วย ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ขนาดกิจการ ความเสี่ยง และสภาพคล่องยังมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุนด้วย โดยตัวแปรผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต และโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการสูงที่สุดเป็นสามอันดับแรก รวมทั้งตัวแปรคุณลักษณะกิจการทุกตัวมีผลต่อการสร้างมูลค่ากิจการทางด้านบวก ยกเว้นสภาพคล่องมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการในทิศทางลบ

#### 4.4. การอภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง พบว่า ปัจจัยที่เป็นเหตุและผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีทั้งสอดคล้องและไม่สอดคล้องกับข้อสรุปตามแนวคิดที่ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนได้เสนอไว้ โดยทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการจัดหาตามลำดับเสนอว่า ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ขนาดกิจการ ความเสี่ยงทางธุรกิจ และสภาพคล่องมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในทิศทางบวกหรือทิศทางลบ และ

โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ผลการวิเคราะห์ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย พบว่า มีเพียงขนาดกิจการ สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องเท่านั้นที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ และผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต โครงสร้างเงินทุน และสินทรัพย์มีตัวตนมีผลต่อมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้ ในการอภิปรายผลการวิจัย ได้แบ่งออกเป็น 7 ประเด็นตามตัวแปรอิสระ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

#### 4.4.1. ผลการดำเนินงาน

##### 4.4.1.1 อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุน

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างพบว่า ผลการดำเนินงานส่งผลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ หากกิจการมีผลประกอบการที่ได้กำไรสุทธิ กิจการก็จะมีการชำระหนี้สินคงเหลืออยู่เพียงพอ จึงไม่มีความจำเป็นต้องระดมเงินทุนจากภายนอกเพิ่ม ดังนั้น กิจการที่มีผลกำไรสุทธิ จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินต่ำมาก ทำให้ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H<sub>1</sub> กล่าวคือ ผลการดำเนินงานไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli & Nelson, 2014) ประเทศออสเตรเลีย (Islam & Khandaker, 2015) ประเทศจีน (Liang, Fang Li, & Song, 2014; Tse & Rodgers, 2014) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศบังคลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศจอร์แดน (Yusuf, Al-Attar, & Al-Shattarat, 2015) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) และอีก 7 ประเทศมุสลิมและ 9 ประเทศที่ไม่ใช่มุสลิม (Gunn & Shackman, 2014) รวมทั้งธุรกิจในอุตสาหกรรมเกษตรของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) ซึ่งใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรแทนในการวัดผลการดำเนินงาน

แต่ผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับบทความวิจัยที่พบว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิมีผลบวก (Jiachun Chen, 2015) หรือมีผลลบ (A. P. Gómez, Castro, & Ortega, 2016; Ukaegbu & Oino, 2014) ต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งไม่สอดคล้องกับบทความวิจัยที่พบว่าผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีผลบวก (Dang, Kim, & Shin, 2014; Hewa Wellalage & Locke, 2015; Lee & Kuo, 2014; Pomsit, Pandej, & Yixin, 2012; Sun, Ding, Guo, & Li, 2016) หรือมีผลลบ (Chang, Chen, & Liao, 2014; Jian Chen, Jiang, & Lin, 2014; Crespi & Martín-Oliver, 2015; Danis, Retzl, & Whited, 2014; Daskalakis, Eriotis, Thanou, & Vasiliou, 2014; Ebrahim, Girma, Shah, & Williams, 2014; Gottardo & Maria Moissello, 2014; Öhman & Yazdanfar, 2017; Pan,

Lin, Lee, & Ho, 2015; Salama & Putnam, 2015; Smith, Chen, & Anderson, 2015; Thippayana, 2014; Wu, Guan, & Myers, 2014) กับ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน

ทั้งนี้ สาเหตุที่ทำให้ผลการวิจัยนี้ ไม่พบว่า ผลการดำเนินงานมีผลต่อการมีหนี้สินของกิจการตามที่ทฤษฎีจัดหาตามลำดับเสนอไว้ อาจเกิดจากการจัดสรรผลกำไรประจำปีคืนให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือการเก็บผลกำไรประจำปีสะสมไว้เพื่อใช้ในการดำเนินงานขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผล ความต้องการเงินลงทุน หรือต้นทุนเงินทุน เป็นต้น ทั้งนี้ การใช้เงินลงทุนจากกำไรสะสมจะมีต้นทุนเงินทุนสูงกว่าต้นทุนเงินทุนจากการก่อหนี้ ดังนั้น หากกิจการมีผลกำไรสุทธิและนำกำไรสะสมมาใช้ในการดำเนินงานแทนการระดมเงินทุนด้วยการก่อหนี้ กิจการก็จะมีต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยสูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในอนาคต นอกจากนี้ ในช่วงเวลาที่ดำเนินการวิจัยนี้ ประเทศไทยเริ่มมีการปฏิรูปประเทศหลังเผชิญกับวิกฤตการณ์ทางการเมืองมาเป็นระยะเวลาาน ส่งผลให้การควบคุมต้นทุนในด้านต่างๆ เป็นสิ่งจำเป็นต่อความสามารถในการแข่งขันของกิจการ ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนที่มีกำไรสุทธิ หรือมีผลตอบแทนจากการลงทุนสูง จึงไม่จำเป็นต้องใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการเพื่อการดำเนินงาน ตามที่ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับเสนอไว้

นอกจากผลการทดสอบสมมติฐานอิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนจะไม่สอดคล้องกับข้อสรุปของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับและผลการวิเคราะห์ของบทความวิจัยที่สรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลต่อการมีหนี้สินของกิจการแล้ว ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการของศึกษานี้ยังไม่สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทน ซึ่งเสนอว่า ผลการดำเนินงานมีผลทางบวกต่อการมีหนี้สิน สืบเนื่องมาจากการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการมีปัจจัยอื่นๆ ที่กิจการจำเป็นต้องพิจารณาออกเหนือจากผลประโยชน์ในเรื่องกลไกในการกำกับดูแลกิจการของหนี้สินด้วยการลดกระแสเงินสดอิสระ และผลประโยชน์ในการประหยัดภาษีของดอกเบี้ยเงินกู้ โดยตัวอย่างในการวิจัยนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีกลไกในการกำกับดูแลกิจการผ่านคณะกรรมการบริหารของแต่ละบริษัท รวมทั้งยังอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย ดังนั้น สำหรับบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างในการวิจัย ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 หนี้สินจึงไม่มีบทบาทในการกำกับดูแลกิจการและการช่วยลดต้นทุนตัวแทนให้แก่กิจการ อีกทั้งกิจการในประเทศไทย ยังสามารถประหยัดภาษีเงินได้นิติบุคคล โดยการเพิ่มค่าใช้จ่ายที่กรมสรรพากรอนุญาตให้หักค่าใช้จ่ายได้สองเท่า เช่น รายจ่ายในการจ้างพนักงานที่เป็นคนพิการมาทำงาน รายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับการจัดอบรมสัมมนาภายในประเทศให้กับพนักงาน เป็นต้น (กรมสรรพากร, 2560) ดังนั้น ผลการดำเนินงานจึงไม่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

#### 4.4.1.2 อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างพบว่า ผลการดำเนินงานส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ จึงยอมรับสมมติฐาน H<sub>7</sub> กล่าวคือ เมื่อกิจการมีผลประกอบการประจำปีดี มูลค่าของกิจการก็จะสูงขึ้น โดยการเพิ่มขึ้นของผลการดำเนินงานร้อยละ 1.0 สร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ร้อยละ 52.7 ซึ่งอิทธิพลของผลการดำเนินงานที่มีต่อมูลค่ากิจการสูงกว่าปัจจัยคุณลักษณะอื่นๆ ในแบบจำลอง โดยผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิมีผลต่อการสร้างมูลค่ากิจการมากที่สุด ส่วนผลการดำเนินงานที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระมีผลต่อการสร้างมูลค่ากิจการน้อยที่สุด ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยญี่ปุ่น (O'Brien, David, Yoshikawa, & Delios, 2014) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศอินโดนีเซีย (Winarto, 2015) ประเทศมาเลเซีย (Osazuwa & Che-Ahmad, 2016) ประเทศอินเดีย (Khanna, Srivastava, & Medury, 2016) ประเทศมอริเชียส (Seetanah, Seetah, Appadu, & Padachi, 2014) ประเทศเวียดนาม (Ha & Tai, 2017) และกลุ่มประเทศในแถบลาตินอเมริกา (Saona & San Martín, 2016)

ผลประกอบการประจำปีของบริษัทจดทะเบียนที่มีผลกำไรสุทธิ ทำให้บริษัทมีศักยภาพในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีสัญญาณว่าจะมีผลกำไรสุทธิและจะประกาศจ่ายเงินปันผลมักจะขยับสูงขึ้น เนื่องจาก นักลงทุนสามารถใช้เงินปันผลเพื่อประเมินราคาหลักทรัพย์ที่เหมาะสมได้ นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนที่มีผลกำไรสุทธิ ยังสามารถเก็บผลกำไรประจำปีบางส่วนสะสมไว้ เพื่อการลงทุนต่อเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อีกทางหนึ่ง ดังนั้น ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ ผู้บริหารจำเป็นต้องบริหารกิจการให้ผลประกอบการมีกำไรสุทธิ รวมทั้งมีผลตอบแทนจากการลงทุนในอัตราตามที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังหรือสูงกว่าที่ผู้ถือหุ้นคาดหวัง ด้วยการหาแนวทางเพิ่มยอดขาย หรือแนวทางควบคุมต้นทุน ไม่ว่าจะเป็นต้นทุนในการดำเนินงานหรือต้นทุนเงินทุน ทั้งนี้ กิจการที่มีผลประกอบการประจำปีดีอย่างสม่ำเสมอจะมีมูลค่ากิจการสูงขึ้น จากการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีการคิดลดกระแสเงินสดอิสระ

#### 4.4.2. โอกาสในการเติบโต

##### 4.4.2.1 อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้างเงินทุน

ผลการศึกษานี้ พบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน ตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ กิจการที่มีโอกาสในการลงทุนมาก มักจะมีแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ รวมทั้งมีต้นทุนตัวแทนสูง จึงควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สิน แต่ผลการวิเคราะห์พบว่า ค่าอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตที่มีผลต่อโครงสร้าง

เงินทุนต่ำที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับค่าอิทธิพลของตัวแปรอิสระอื่นในแบบจำลอง ส่งผลให้การศึกษา  
 นี้ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_2$  และสรุปว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของ  
 ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา  
 (Arshanapalli & Nelson, 2014) ประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ประเทศออสเตรเลีย (Islam  
 & Khandaker, 2015) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Jian Chen et al., 2014; Liang et al., 2014; Tse  
 & Rodgers, 2014) ประเทศไทย (Thippayana, 2014) ประเทศเวียดนาม (Vo & Ellis, 2016) ประเทศ  
 เปรู (G. Gómez, Mena Rivas, & Lizarzaburu Bolaños, 2014) ประเทศบังกลาเทศ (Uddin, 2015)  
 ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา  
 (Lemma & Negash, 2014) กลุ่มประเทศ 33 ประเทศ (Alves, Couto, & Francisco, 2015) และธุรกิจ  
 ครอบครัวยุโรป (Crespi & Martín-Oliver, 2015)

ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีที่สรุปว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อ  
 โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Burgstaller & Wagner, 2015; Chang et al., 2014; Dang et al., 2014;  
 Daskalakis et al., 2014; A. P. Gómez et al., 2016; Handoo & Sharma, 2014; Öhman & Yazdanfar,  
 2017; Oino & Ukaegbu, 2015; Smith et al., 2015; Wu et al., 2014; Yusuf et al., 2015) รวมทั้ง ไม่  
 สอดคล้องกับทฤษฎีที่สรุปว่า โอกาสในการเติบโตมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน  
 (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015; Chadha & Sharma, 2015; Danis et al., 2014; Fauver  
 & McDonald, 2015; Hossain & Hossain, 2015; Onofrei, Tudose, Durdureanu, & Anton, 2015; Pan  
 et al., 2015; Salama & Putnam, 2015; San Martín & Saona, 2017; Sun et al., 2016; Tian, Han, &  
 Zhang, 2015)

ทั้งนี้ สาเหตุที่การวิจัยนี้พบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการไม่มีผลต่อการจัดโครงสร้าง  
 เงินทุน เนื่องจากตัวอย่างในการวิจัยนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีกลไกในการ  
 กำกับดูแลกิจการผ่านคณะกรรมการบริหาร รวมทั้ง บริษัทจดทะเบียนยังอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ  
 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย ดังนั้น หนี้สินของบริษัทจดทะเบียน  
 ที่เป็นอย่างในการวิจัยในระหว่างปี พ.ศ. 2555 และปี พ.ศ. 2557 จึงไม่มีบทบาทในการ  
 กำกับดูแลกิจการและการช่วยลดต้นทุนตัวแทนให้แก่กิจการ นอกจากนี้ แม้ว่ากิจการที่มีโครงการ  
 ลงทุนจำนวนมากอาจจะมีกระแสเงินสดอิสระไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินลงทุน แต่การ  
 ตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ประกอบเพิ่มเติมนอกเหนือจากโอกาสใน  
 การลงทุน เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมของกิจการ ซึ่งการระดมทุนด้วยการก่อหนี้  
 มากเกินไปส่งผลให้กิจการขาดความยืดหยุ่นในการดำเนินการด้านต่างๆ เนื่องจากเจ้าหนี้ของกิจการ



อาจกำหนดเงื่อนไขที่กิจการต้องปฏิบัติตามในการกู้เงิน โดยกิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 82.3% และมีเพียงบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่านั้นที่มีเงินลงทุนส่วนใหญ่มาจากหนี้สิน ดังนั้นกิจการที่มีโอกาสในการลงทุนสูงจึงไม่จำเป็นต้องระดมเงินทุนด้วยการก่อหนี้และไม่จำเป็นต้องมีหนี้สินลดลง เนื่องจากกิจการสามารถจัดพอร์ตการลงทุนของตนเองเพื่อลดความเสี่ยงทางธุรกิจหรือความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ดังนั้น กิจการที่มีโอกาสลงทุนมากจึงไม่จำเป็นต้องมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงขึ้น และลดการระดมทุนด้วยการก่อหนี้ ดังนั้น การวิจัยนี้จึงสรุปว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีผลต่อการจัดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 4.4.2.2 อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการ

ผลการศึกษานี้ พบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ จึงยอมรับสมมติฐาน H<sub>8</sub> กล่าวคือ โอกาสในการเติบโตไม่ว่าจะพิจารณาจากการอัตราการเติบโตของยอดขายสุทธิ สินทรัพย์รวม หรือเงินลงทุนระยะยาวเป็นแหล่งที่กิจการใช้ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ โดยการเพิ่มขึ้นของโอกาสในการเติบโตร้อยละ 1.0 ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้ร้อยละ 27.5 ซึ่งอิทธิพลของโอกาสในการเติบโตต่อมูลค่ากิจการสูงเป็นอันดับที่สอง รองจากอิทธิพลของผลการดำเนินงาน โดยโอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมมีผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการมากที่สุด ทั้งนี้ ข้อสรุปจากการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา ประเทศแคนาดา และอีก 21 ประเทศทั่วโลก (Yu & Zhao, 2014) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; Park & Jang, 2013) ประเทศสหราชอาณาจักร (Fosu, Danso, Ahmad, & Coffie, 2016) ประเทศฝรั่งเศส (Atiyet, 2012) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศเวียดนาม (Ha & Tai, 2017; Vo, 2017) และประเทศอินโดนีเซีย (Winarto, 2015)

โอกาสในการเติบโตเป็นแหล่งที่มาของมูลค่าเพิ่ม โดยที่การเติบโตของยอดขายช่วยให้กิจการใช้สินทรัพย์อย่างคุ้มค่าและมีประสิทธิภาพมากขึ้น ด้วยการประหยัดต่อขนาด ส่งผลให้ต้นทุนคงที่ในการดำเนินงานเฉลี่ยต่อหน่วยสินค้าหรือบริการลดลง ผลประกอบการและมูลค่าของกิจการจึงสูงขึ้น โดยกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น เนื่องจากการประเมินราคาหลักทรัพย์จากมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับนั้น อัตราที่คิดลดเงินปันผลของกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะต่ำกว่าอัตราการคิดลดของกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงก็จะมีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงตามไปด้วย แต่อิทธิพลของโอกาสในการเติบโตสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยนี้น้อยกว่า

อิทธิพลของผลการดำเนินงาน ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนที่มีโอกาสในการเติบโตสูง จะต้องบริหารให้กิจการให้มีผลการประกอบการมีกำไรด้วย มูลค่าของกิจการจึงจะเพิ่มขึ้นอย่างยั่งยืน

#### 4.4.3. สินทรัพย์มีตัวตน

##### 4.4.3.1. อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุน

ผลการศึกษาพบ ว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐาน  $H_3$  กล่าวคือ กิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากจะมีความสามารถในการก่อหนี้สูงตามไปด้วย โดยกิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูงจะเผชิญกับปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศน้อยกว่ากิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย เนื่องจากการกำกับดูแลหรือการตรวจสอบสินทรัพย์ที่มีตัวตน ไม่ว่าจะเป็นที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ เครื่องจักร หรือสินค้าคงคลังทำได้ง่ายกว่าการตรวจสอบสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน อีกทั้ง กิจการสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ได้ โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพราะเมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน สินทรัพย์ที่มีตัวตนจะมีมูลค่าการชำระบัญชีสูงกว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ส่งผลให้กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงมีความสามารถในการก่อหนี้สูง โดยการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์มีตัวตนร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 18.2 ซึ่งอิทธิพลของอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าอิทธิพลของอัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อสินทรัพย์รวม

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการศึกษานี้จะพบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน แต่อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนนั้นค่าที่สุดในตัวแปรอิสระคุณลักษณะของกิจการทั้งหมด สืบเนื่องมาจากสินทรัพย์มีตัวตนเป็นเพียงหนึ่งในหลายปัจจัยที่มีผลต่อการมีหนี้สินของกิจการ โดยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินนั้น กิจการจะต้องคำนึงถึงความต้องการใช้เงินทุน แหล่งเงินทุนภายในกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล อัตราดอกเบี้ย และปัจจัยอื่นๆ ประกอบนอกเหนือจากการมีสินทรัพย์มีตัวตนเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ การวิจัยนี้ยังใช้ข้อมูลราคาตามบัญชีของสินทรัพย์มีตัวตนในการวิเคราะห์อิทธิพลที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอาจมีผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยที่แสดงอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น อีกทั้งบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยนี้มีหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว ซึ่งเงื่อนไขในการกู้ยืมระยะสั้นต้องการสินทรัพย์มีตัวตนในการค้ำประกันน้อยกว่าหนี้สินระยะยาวอีกด้วย อีกทั้ง บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างยังสามารถออกหุ้นกู้ไม่มีหลักประกัน ดังนั้น แม้การวิจัยนี้จะพบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน แต่ระดับ

อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนนั้นต่ำที่สุดในบรรดาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน เป็นการอธิบายว่าทำไมการศึกษาระยะยาวที่เขียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยของ Tongkong (2012) และ Thippayana (2014) จึงพบว่า สินทรัพย์มีตัวตน ไม่มีผลต่อการมีหนี้สิน

การพบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการนั้น สอดคล้องกับข้อสรุปของการศึกษาระยะยาวที่เขียนในประเทศสหรัฐอเมริกา (Arshanapalli & Nelson, 2014; Danis et al., 2014; Pomsit et al., 2012; Salama & Putnam, 2015) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศสหราชอาณาจักร (Sun et al., 2016) ประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศบังกลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015; Handoo & Sharma, 2014; Komera & Lukose P.J., 2015) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Tse & Rodgers, 2014) ประเทศไต้หวัน (Lee & Kuo, 2014; Pan et al., 2015; Yang, Lee, Gu, & Lee, 2010) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศเวียดนาม (Vo, 2017) และใน 30 ประเทศ (Lam, Zhang, & Lee, 2013) 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) 39 ประเทศ (Gao & Zhu, 2015) กลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่รวม 36 ประเทศ (Arosa, Richie, & Schuhmann, 2014) กลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 9 ประเทศในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) รวมทั้งธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) และใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป (Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013)

#### 4.4.3.2. อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อมูลค่ากิจการ

ผลการศึกษานี้พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ จึงยอมรับสมมติฐาน H<sub>1</sub> กล่าวคือ กิจการสามารถใช้สินทรัพย์มีตัวตนในการดำเนินงานเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้ โดยการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์มีตัวตนร้อยละ 1.0 สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้ร้อยละ 16.2 ซึ่งสินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการมากกว่าสินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินค้างคลัง ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาระยะยาวที่เขียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Dawar, 2014)

สินทรัพย์มีตัวตนเป็นปัจจัยนำเข้าที่สำคัญที่กิจการสามารถใช้เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ แต่สินทรัพย์มีตัวตนเพียงอย่างเดียวไม่สามารถช่วยให้กิจการมีความสามารถในการแข่งขันเหนือกว่าคู่แข่ง ดังนั้น ความสามารถในการบริหารสินทรัพย์มีตัวตนอย่างมีประสิทธิภาพ ร่วมกับการเติบโตของยอดขาย เพื่อให้กิจการสามารถใช้งานสินทรัพย์มีตัวตนให้เกิดการประหยัดต่อขนาด

และเพื่อให้ผลประกอบการประจำปีมีผลกำไรอย่างสม่ำเสมอ จึงจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการอย่างยั่งยืน อย่างไรก็ตาม การมีสินทรัพย์มีตัวตนในปริมาณสูง อาจทำให้กิจการมีส่วนต้นทุนคงที่สูงกว่าต้นทุนผันแปร (operating leverage) ทำให้กิจการมีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูงขึ้น ดังนั้น กิจการหลายแห่งจึงเลือกใช้กลยุทธ์การเช่าหรือเช่าซื้อสินทรัพย์ถาวรแทนการซื้อสินทรัพย์ถาวรหรือสินทรัพย์มีตัวตนมาใช้ในการดำเนินงาน ส่งผลให้หลายบทความสรุปว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบ (Basu et al., 2016; O'Brien et al., 2014) หรือไม่มีอิทธิพล (Fosu et al., 2016; Salawu, Asaolu, & Yinusa, 2012) ต่อมูลค่ากิจการ

#### 4.4.4. ขนาดกิจการ

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างพบว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุน จึงยอมรับสมมติฐาน H<sub>4</sub> สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทน กล่าวคือ กิจการขนาดใหญ่มีแนวโน้มจะใช้กลยุทธ์การลงทุนเพื่อกระจายความเสี่ยง และมีต้นทุนล้มละลายต่ำ กิจการขนาดใหญ่จึงมีความสามารถในการก่อหนี้สูง แต่กิจการขนาดใหญ่มีต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการสูง จึงควรมีหนี้สินเพื่อเป็นกลไกช่วยในการกำกับดูแลการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า หากขนาดกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 จะทำให้โครงสร้างเงินทุนของกิจการมีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 22.7 ทั้งนี้ ขนาดกิจการที่วัดจากเงินลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิ โดยขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนเป็นอันดับที่สอง รองจากอิทธิพลของสภาพคล่องของกิจการ

ผลการศึกษานี้พบว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย (Thippayana, 2014; Tongkong, 2012) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014; Danis et al., 2014; Pomsit et al., 2012; Salama & Putnam, 2015) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015) ประเทศไต้หวัน (Pan et al., 2015; Yang et al., 2010) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Jiachun Chen, 2015; Jian Chen et al., 2014; Liang et al., 2014; Tian et al., 2015; Tse & Rodgers, 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศไนจีเรีย (Oino & Ukaegbu, 2015) ประเทศชิลี (San Martín & Saona, 2017) ประเทศเปรู (G. Gómez et al., 2014) ประเทศอินเดีย (Komera & Lukose P.J, 2015) กลุ่มประเทศ G20 (Fauver & McDonald, 2015) กลุ่มประเทศ 30 ประเทศ (Lam et al., 2013) 33 ประเทศ (Alves et al., 2015) 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) และ 9 ประเทศกำลังพัฒนาในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) รวมทั้งธุรกิจขนส่งสินค้าจากทั่วโลก (Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, & Laios, 2015) ธุรกิจขนาดกลางและ

ขนาดย่อมใน 7 ประเทศของยุโรป (Mateev et al., 2013) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศกรีก (Daskalakis et al., 2014) และธุรกิจครอบครัวในประเทศสเปน (Crespí & Martín-Oliver, 2015)

แต่ผลการทดสอบสมมติฐานของการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการจัดการตามลำดับ และไม่สอดคล้องกับบทความวิจัยที่สรุปว่า ขนาดกิจการมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Alipour et al., 2015; Chadha & Sharma, 2015; Gao & Zhu, 2015; A. P. Gómez et al., 2016; Handoo & Sharma, 2014; Hewa Wellalage & Locke, 2015; Lee & Kuo, 2014; Öhman & Yazdanfar, 2017; Onofrei et al., 2015; Tse & Rodgers, 2014; Vo, 2017) ซึ่งเสนอว่า กิจการขนาดใหญ่มักจะเป็นกิจการที่อยู่ในช่วงวงจรชีวิตเติบโตเต็มที่ ส่งผลให้มีแหล่งเงินทุนภายในกิจการสะสมอยู่เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินทุน กิจการขนาดใหญ่จึงมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่กิจการขนาดเล็กจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก

อย่างไรก็ตาม การที่ผลการศึกษานี้พบว่า ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน สืบเนื่องมาจากกิจการขนาดใหญ่สามารถใช้กลยุทธ์ในการกระจายลงทุนเพื่อขยายกิจการได้ ทั้งการลงทุนที่เกี่ยวข้องและไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิม รวมทั้งสามารถลงทุนได้ทั้งแนวราบและแนวตั้งของธุรกิจเดิม ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงยังมีความต้องการใช้เงินลงทุนในโครงการต่างๆ อยู่นอกจากนี้ แม้ว่ากิจการขนาดใหญ่จะมีแหล่งเงินทุนภายในสะสมอยู่ แต่การจัดสรรเงินทุนภายในของกิจการยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ อาทิเช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผล อัตราดอกเบี้ย ฯลฯ อีกทั้ง การใช้เงินลงทุนจากแหล่งกำไรสะสมจะมีผลให้ต้นทุนเงินกู้เฉลี่ยของกิจการสูงขึ้น ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่ที่มีผลการดำเนินงานดีและมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอ อาจเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการด้วยการเพิ่มหนี้สิน ส่งผลให้ขนาดกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน

#### 4.4.5. ความเสี่ยงทางธุรกิจ

ผลการศึกษานี้ พบว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงร้อยละ 1.0 มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินร้อยละ 21.8 จึงยอมรับสมมติฐาน H<sub>5</sub> สอดคล้องกับข้อสรุปของบทความวิจัยที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พบว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อหนี้สินรวม (Thippayana, 2014) รวมทั้งการศึกษารายบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่มประเทศแถบยุโรป (Kumar & Sharma, 2011) ประเทศนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) ประเทศจีน (Chang et al., 2014; Jian Chen et al., 2014) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) ประเทศบังกลาเทศ (Uddin, 2015)



อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสามทฤษฎี และไม่สอดคล้องกับบทความวิจัยบางส่วนที่พบว่า ความเสี่ยงมีผลลบ (Alves et al., 2015; Arosa et al., 2014; Burgstaller & Wagner, 2015; Gottardo & Maria Moiselto, 2014; Lee & Kuo, 2014; Salama & Putnam, 2015) และมีผลบวก (Chang et al., 2014; Jiachun Chen, 2015; Ebrahim et al., 2014; Hewa Wellalage & Locke, 2015) ต่อโครงสร้างเงินทุน

ทั้งนี้ สาเหตุส่วนหนึ่งที่ทำให้การศึกษานี้พบว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน มาจากการใช้เบต้าหรือความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นตัวแปรแทนความเสี่ยง ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถลดลงด้วยการกระจายการลงทุนหรือจัดพอร์ตการลงทุน แตกต่างจากความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบหรือความเสี่ยงที่เกิดเฉพาะธุรกิจ ที่ผู้บริหารสามารถบริหารหรือป้องกันความเสี่ยงได้ด้วยมาตรฐานต่างๆ เช่น การจัดพอร์ตเพื่อกระจายความเสี่ยงในการลงทุนของกิจการ การป้องกันความเสี่ยงจากความผันแปรของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น ดังนั้น ผลตอบแทนจากการลงทุนจึงพิจารณาจากความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นหลัก กิจการที่มีค่าเบต้าหรือความเสี่ยงสูง ย่อมมีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูง ทั้งนี้ การระดมทุนด้วยการก่อหนี้จึงเป็นแนวทางที่ช่วยลดต้นทุนเงินทุนของกิจการ แต่ความเสี่ยงที่ทำให้ต้นทุนดอกเบี้ยของกิจการสูงขึ้น มาจากความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (default risk) ซึ่งพิจารณาจากสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ส่งผลให้กิจการที่มีค่าเบต้าสูง แต่มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ มีความสามารถในการก่อหนี้สูง

นอกจากนี้ ตามแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ลงทุน (Capital Asset Pricing Model: CAPM) กำหนดให้ อัตราผลตอบแทนคาดหวังของหลักทรัพย์ทุน (expected return:  $r_u$ ) มาจากผลรวมของอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (risk free rate:  $r_f$ ) กับส่วนชดเชยความเสี่ยงในตลาด (market risk premium) โดยส่วนชดเชยความเสี่ยงในตลาดคำนวณมาจากผลคูณระหว่างเบต้าของหลักทรัพย์และส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด ดังนั้น หากกิจการมีค่าเบต้าสูงก็จะมีผลตอบแทนที่คาดหวังสูงตามไปด้วย (Ross., Westerfield., & Jaffe., 2010) ซึ่งผลตอบแทนที่คาดหวังสูงจะมีผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย โดยการศึกษานี้พบว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุน สอดคล้องกับ CAPM โดยเมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานและสภาพคล่องของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยแล้ว พบว่า กิจการที่เป็นตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรและมีสภาพคล่องค่อนข้างสูง ส่งผลให้มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนที่ค่าเบต้าสูงและมีโอกาสผิดนัดชำระหนี้ต่ำ จึงเลือกระดมทุนด้วยการก่อหนี้ เพื่อลดต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ย



#### 4.4.6. สภาพคล่อง

ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง พบว่า สภาพคล่องมีผลลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐาน  $H_6$  โดยสภาพคล่องเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนสูงที่สุดในตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลอง ซึ่งการลดลงของสภาพคล่องร้อยละ 1.0 ทำให้โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 50.0 ทั้งนี้อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนมากที่สุด ส่วนอัตราส่วนเงินสดมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนน้อยที่สุด โดยข้อสรุปของการศึกษานี้สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ กิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูงมักมีกระแสเงินสดเพียงพอต่อความต้องการใช้งาน จึงไม่จำเป็นต้องระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มเติม ซึ่งกิจกรรมที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยนี้มีหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว ดังนั้น เมื่อกิจกรรมมีสภาพคล่องเพียงพอต่อความต้องการใช้เงินทุนในการดำเนินการในระยะสั้น กิจกรรมจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้สินหมุนเวียนเพิ่มเติม

ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน (Alipour et al., 2015) ประเทศบังกลาเทศ (Hossain & Hossain, 2015) ประเทศจอร์แดน (Yusuf et al., 2015) ประเทศจีน (Jiachun Chen, 2015; Liang et al., 2014) ประเทศไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) ประเทศบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ประเทศที่พัฒนาแล้วในกลุ่ม G20 (Fauver & McDonald, 2015) ประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่รวม 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) และธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมของประเทศสวีเดน (Öhman & Yazdanfar, 2017) ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมทั้งที่เป็นและไม่เป็นของครอบครัวของประเทศอิตาลี (Gottardo & Maria Moisello, 2014) และธุรกิจขนาดเล็กในประเทศโรมาเนีย (Onofrei et al., 2015) ธุรกิจครอบครัวในประเทศสเปน (Crespí & Martín-Oliver, 2015) ธุรกิจกักตุนในประเทศสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013) ธุรกิจในอุตสาหกรรมเกษตรของประเทศสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013)

ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทน และบทความวิจัยบางส่วนที่สรุปว่า สภาพคล่องมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Alipour et al., 2015; Burgstaller & Wagner, 2015; Hossain & Hossain, 2015; Mateev et al., 2013; Park & Jang, 2013) เนื่องจากกิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูงจะมีโอกาสผิคนัดชำระหนี้ต่ำ จึงมีต้นทุนล้มละลายต่ำและมีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มได้สูงกว่ากิจกรรมที่มีสภาพคล่องต่ำ อีกทั้งกิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูง มักจะมีปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการ จึงควรมีหนี้สินเพื่อเป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการของผู้จัดการ ด้วยการลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้จัดการสามารถนำไปใช้เพื่อตอบสนองเป้าหมายส่วนตัว

แต่กิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยมีหนี้สินระยะสั้นสูงกว่าหนี้สินระยะยาว เมื่อกิจการมีสภาพคล่องเพียงพอจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม นอกจากนี้ กิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระมากอาจจะเลือกที่จะชำระหนี้สิน เพื่อลดภาระดอกเบี้ย จึงทำให้กิจการที่มีสภาพคล่องสูงกลับมีหนี้สินลดลง อีกทั้งกิจการยังสามารถเลือกใช้กลไกอื่นๆ เพื่อกำกับดูแลการทำงานของผู้จัดการ อาทิเช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีคณะกรรมการบริหาร ซึ่งทำหน้าที่กำกับดูแลการทำงานของผู้จัดการ เป็นต้น

#### 4.4.7. โครงสร้างเงินทุน

ผลการศึกษานี้ พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐาน  $H_{10}$  สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการจัดการตามลำดับ กล่าวคือ ผลประโยชน์ในการประหยัดภาษีของดอกเบี้ยเงินกู้ รวมทั้งผลประโยชน์ในการกำกับดูแลกิจการของหนี้สินช่วยลดต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการ ส่งผลให้การดำเนินงานและมูลค่าของกิจการดีขึ้น นอกจากนี้ ปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศระหว่างบุคคลภายในกิจการและนักลงทุน ยังทำให้นักลงทุนตีความว่า ผู้จัดการมีความมั่นใจในกิจการของตนเองจึงระดมทุนด้วยการก่อหนี้ ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของกิจการสูงขึ้น โดยผลการศึกษานี้พบว่า หากโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 25.7 ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีผลต่อมูลค่าของกิจการมากที่สุด แต่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวช่วยสร้างมูลค่าของกิจการได้น้อยที่สุด

โดยบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยนี้ส่วนใหญ่ใช้เงินลงทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และมีหนี้สินระยะสั้นสูงกว่าหนี้สินระยะยาว การจัดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินช่วยลดต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยของกิจการที่เป็นตัวอย่างด้วยการประหยัดภาษีเงินได้ อีกทั้งการมีหนี้สินของกิจการยังช่วยลดต้นทุนตัวแทนควบคู่ไปกับกลไกในการกำกับดูแลกิจการผ่านคณะกรรมการบริหารของบริษัทและสำนักงานคณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์ จึงส่งผลให้กิจการมีกำไรสุทธิสูงขึ้น อีกทั้งการระดมทุนด้วยการก่อหนี้ของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างยังส่งสัญญาณถึงนักลงทุนในประเด็นเรื่องสารสนเทศของบุคคลภายในกิจการ ว่าผลประโยชน์ของกิจการจะมีกำไรและสามารถจ่ายเงินปันผลได้ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ของกิจการสูงขึ้น ดังนั้น การมีหนี้สินจึงช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ แต่อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินต่ำกว่าอิทธิพลของผลการดำเนินงานและโอกาสในการเติบโต ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนจึงควรบริหารกิจการเพื่อเพิ่มยอดขายควบคุมต้นทุน และสร้างผลกำไรจากการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม การจัดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินถือเป็นอีกแนวทางหนึ่งที่ฝ่ายบริหารสามารถใช้เพื่อควบคุมต้นทุนของกิจการได้

ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาระยะยาวในตลาดหลักทรัพย์ของของประเทศตุรกี (Altan & Arkan, 2011) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม รวมทั้งการศึกษาระยะยาวในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศปากีสถาน (Ahmed Sheikh & Wang, 2013) ประเทศเกาหลีใต้ (Hong, 2017) ประเทศไนจีเรีย (Olokoyo, 2013) ประเทศอินโดนีเซีย (Winarto, 2015) ประเทศสหรัฐอเมริกา แคนาดา และอีก 21 ประเทศทั่วโลก (Yu & Zhao, 2014) กลุ่มประเทศในลาตินอเมริกา (Saona & San Martín, 2016) และ การศึกษาระยะยาวที่ประเทศสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ ส่วนการศึกษาระยะยาวในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย (Collins, Filibus, & Clement, 2012) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ การศึกษาระยะยาวใน ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย (Khanna et al., 2016) ประเทศไนจีเรีย (Salawu et al., 2012) ประเทศไทย (Vithessonthi & Tongurai, 2015) ประเทศจีน (Cheng, Liu, & Chien, 2010) ประเทศ สาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) และประเทศบังกลาเทศ (Rouf, 2015) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนในการดำเนินงาน

แม้ว่าผลการศึกษานี้จะได้ข้อสรุปสอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งสาม ทฤษฎี แต่ข้อสรุปนี้ไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่า กิจการ โดยการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของประเทศฝรั่งเศส (Atiyet, 2012) ประเทศ ปากีสถาน (Ahmed Sheikh & Wang, 2013) ประเทศตูนิเซีย (Assidi, Aliani, & Omri, 2016) ประเทศ อินเดีย (Dawar, 2014; Mahesh & Daddikar, 2013) ประเทศบังกลาเทศ (Hasan, Ahsan, Rahaman, & Alam, 2014; Rouf, 2015) ประเทศจอร์แดน (Ramadan & Ramadan, 2015) ประเทศซาอุดีอาระเบีย (Twairesh, 2014) ประเทศมอริเชียส (Seetanah et al., 2014) ประเทศสาธารณรัฐลัตเวีย (Berzkalne, 2014) ประเทศสวีเดน (Yazdanfar & Öhman, 2015) และประเทศเวียดนาม (Vo & Ellis, 2016) ที่ พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของกิจการ ส่วนการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา (Basu et al., 2016) ประเทศสหราชอาณาจักร (Fosu et al., 2016) ประเทศญี่ปุ่น (O'Brien et al., 2014) ประเทศจีน (Ruan, Tian, & Ma, 2011) และประเทศ บราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) พบว่า หนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจาก อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ทั้งนี้ จากข้อมูลการใช้ตัวแปรแทนในการ วัดมูลค่ากิจการของบทความที่พบว่า การมีหนี้สินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่า บทความดังกล่าวนิยมใช้อัตราส่วนผลตอบแทน ไม่ว่าจะ เป็น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรสุทธิ ฯลฯ เป็นตัวแปรแทนในการวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งบทความวิจัยส่วนใหญ่และการศึกษานี้พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดจากอัตราผลตอบแทนในการดำเนินงานของกิจการ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการตามลำดับ ดังนั้น สาเหตุที่ผลการทดสอบสมมติฐานของการศึกษานี้แตกต่างจากบทความวิจัยส่วนใหญ่ ก็สืบเนื่องมาจากการเลือกใช้ตัวแปรแทนในการวัดมูลค่ากิจการนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าผลการทดสอบสมมติฐานจะพบว่า ขนาดกิจการ สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งพบว่า ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ แต่ตัวแปรอิสระคุณลักษณะของกิจการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 44.9 และ 34.5 ตามลำดับ ดังนั้น ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ กิจการจึงจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยเรื่องต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย หรือ WACC เพิ่มเติมด้วย กล่าวคือ ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ ผู้บริหารควรกำหนดกลยุทธ์ในการดำเนินงานด้านต่างๆ เพิ่มอัตราการเติบโตของกิจการ เช่น การเพิ่มยอดขาย เพื่อให้สามารถใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่อย่างคุ้มค่า และเกิดการประหยัดต่อขนาด เพื่อลดต้นทุนในการดำเนินงาน และเพิ่มผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) ให้สูงขึ้น พร้อมทั้งจัดโครงสร้างเงินทุนที่ช่วยลด WACC ลง

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

การวิจัยเรื่อง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา (1) โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ตามกลุ่มอุตสาหกรรม (2) อิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทจดทะเบียน ที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน (3) อิทธิพลของคุณลักษณะบริษัทจดทะเบียน ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ และ (4) อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุน ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดย “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ศึกษาข้อมูลจากประชากรซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยตัวอย่างในการวิจัยเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม 6 กลุ่ม คือ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เทคโนโลยี บริการ สินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค และอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง แต่ไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงานและไม่อยู่ในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งการศึกษานี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 354 บริษัท จากบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 3 ปี คือ ปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 โดยข้อมูลตัวแปรอิสระผลการดำเนินงาน ขนาดกิจการ โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่องเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2555 ส่วนข้อมูลโครงสร้างเงินทุนที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2556 และข้อมูลมูลค่ากิจการที่เป็นตัวแปรตามเป็นข้อมูลในปี พ.ศ. 2557 ทั้งนี้ เมื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของสถิติแล้ว ได้ตัดข้อมูลที่ผิดปกติแบบหลายตัวแปรออก ส่งผลให้เหลือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยจำนวน 292 แห่ง รวมทั้งมีการแปลงข้อมูลตัวแปรเป็นค่าลอการิทึมเนื่องจากตัวแปรมีการกระจายไม่เป็นแบบโค้งปกติ สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์ในข้อแรก ใช้การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว และใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างเพื่อตอบวัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่สองถึงข้อที่สี่ โดยสรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะในบทที่ 5 มีรายละเอียด 3 ส่วน ดังนี้

#### 5.1. สรุปผลการวิจัย

#### 5.2. ข้อเสนอแนะ

##### 5.2.1. ข้อเสนอแนะในการนำไปประยุกต์ใช้

##### 5.2.2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

#### 5.3. ข้อจำกัดของการวิจัย

## 5.1 สรุปผลการวิจัย

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรสังเกตได้ด้วยสถิติเชิงพรรณนา พบว่า บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างมีผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน 6.35% อัตราส่วนกำไรสุทธิ 10.59% และกระแสเงินสดอิสระ 0.513 พันล้านบาท นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างมีโอกาสในการเติบโตวัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิเฉลี่ย 9.64% อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม 10.00% และอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร 2.44% ทั้งนี้ บริษัทที่เป็นตัวอย่างยังมีสินทรัพย์มีตัวตนที่วัดจากสินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย 25.38% และสินค้านคงคลังเฉลี่ย 17.71% โดยมีขนาดกิจการวัดจากรายได้สุทธิ 5.63 พันล้านบาทและเงินลงทุน 6.14 พันล้านบาท รวมทั้งยังมีความเสี่ยงทางธุรกิจวัดจากความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือเบต้า 0.95 ในส่วนของสภาพคล่องพบว่าบริษัทที่เป็นตัวอย่างมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเฉลี่ย 2.97 เท่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 19.14% และอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 6.04% สำหรับโครงสร้างเงินทุน พบว่า ของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างส่วนใหญ่ระดมทุนจากส่วนของผู้อื้อหุ้น และมีหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว นอกจากนี้ มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นตัวอย่างวัดจากมูลค่าการตลาดของสินทรัพย์รวม 17.91 พันล้านบาท อัตราส่วนมูลค่าการตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี 1.79 เท่า และมีมูลค่าเพิ่มทางการตลาด 7.90 พันล้านบาท

เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในแบบจำลองสมการ โครงสร้างมีความสัมพันธ์กันแบบเส้นตรง โดยมีค่าสหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.579 ถึง 0.351 และมีนัยสำคัญทางสถิติทุกคู่ ยกเว้นค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน และโอกาสในการเติบโต ส่วนค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรอิสระมีค่าอยู่ระหว่าง -0.389 ถึง 0.224 จึงไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง

ทั้งนี้ สรุปผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ประกอบด้วยสรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อโครงสร้างเงินทุน และผลการวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

### 5.1.1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะยาวอยู่ระหว่างร้อยละ 0.02 ถึง ร้อยละ 57.22 ของสินทรัพย์รวม ซึ่งกิจการที่มีหนี้สินระยะยาวต่ำที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ส่วนกิจการที่มีหนี้สินระยะยาวมากที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สำหรับหนี้สินระยะสั้นของกิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยอยู่ระหว่างร้อยละ 0.00 ถึงร้อยละ 66.37 ของสินทรัพย์รวม โดยกิจการที่ไม่มีหนี้สินระยะสั้นกระจายอยู่ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และกิจการที่



มีหนี้สินระยะสั้นสูงที่สุดอยู่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ส่วนการมีหนี้สินในภาพรวมของกิจการที่เป็นตัวอย่างในการวิจัยทั้งหมด พบว่า มีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ระหว่างร้อยละ 0.51 ถึง 77.45 ซึ่งกิจการที่มีหนี้สินรวมน้อยที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกิจการที่มีหนี้สินรวมสูงที่สุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

เมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุน พบว่า กิจการที่เป็นตัวอย่างในการศึกษานี้ส่วนใหญ่ใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีหนี้สินรวมเฉลี่ยร้อยละ 45.25 ของสินทรัพย์รวม ยกเว้นกิจการในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่ใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินมากกว่าแหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่า กิจการส่วนใหญ่นิยมใช้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว ยกเว้นกิจการในอุตสาหกรรมบริการและอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีหนี้สินระยะยาวมากกว่าหนี้สินระยะสั้น

เมื่อเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนระหว่างอุตสาหกรรม พบว่า โครงสร้างเงินทุนทั้งที่วัดจากหนี้สินระยะยาว หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการในแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน กล่าวคือ (1) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีหนี้สินระยะยาวมากกว่ากิจการในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (2) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้สินระยะยาวมากกว่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (3) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีหนี้สินในภาพรวมมากกว่ากิจการในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และ (4) กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีหนี้สินในภาพรวมมากกว่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค

#### 5.1.2. ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน

การวิเคราะห์ข้อมูลตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” พบว่า แบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเรียงตามลำดับของอิทธิพล ได้แก่ สภาพคล่อง ขนาดกิจการ ความเสี่ยงและสินทรัพย์มีตัวตน โดยสภาพคล่องมีผลทางลบ ส่วนขนาดกิจการ ความเสี่ยงและสินทรัพย์มีตัวตนมีผลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน แต่ผลการดำเนินงานและโอกาสในการเติบโตไม่มีผลในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยคุณลักษณะภายในกิจการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้ร้อยละ

44.9 ซึ่งจากผลการทดสอบสมมติฐานจะพบว่า ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีตัวแทนสามารถอธิบายพฤติกรรมของการมีหนี้สินของกิจการที่เป็นตัวอย่างในการศึกษาได้ในเรื่องขนาดกิจการ ส่วนทฤษฎีการจัดหาตามลำดับสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินได้ในเรื่องสภาพคล่อง และทั้งสามทฤษฎีสามารถอธิบายอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้

### 5.1.3. ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อมูลค่ากิจการ

ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และ โครงสร้างเงินทุนมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ กล่าวคือ หากผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์มีตัวตน และ โครงสร้างเงินทุนของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 52.7; 27.5; 25.7; และ 16.2 ตามลำดับ นอกจากนี้ ทุกคุณลักษณะของกิจการยังมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการ ผ่านโครงสร้างเงินทุนอีกด้วย โดยคุณลักษณะของกิจการที่มีผลต่อการกำหนดมูลค่ากิจการเรียงตามลำดับจากมากไปน้อย ได้แก่ ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต โครงสร้างเงินทุน สินทรัพย์มีตัวตน ขนาดกิจการ และความเสี่ยง ทั้งนี้ ปัจจัยคุณลักษณะของกิจการตามแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 34.5

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐาน ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนตามกลุ่มอุตสาหกรรม และอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ นำไปสู่การเสนอแนะแนวทางการนำผลการวิจัย ไปประยุกต์ใช้สำหรับผู้บริหารฝ่ายการเงินของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือในประเทศอื่นที่มีสภาพแวดล้อมทางธุรกิจใกล้เคียงกับประเทศไทย และการเสนอแนะแนวทางในการทำวิจัยครั้งต่อไป โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

### 5.2.1. ข้อเสนอแนะในการนำไปประยุกต์ใช้

ผู้บริหารฝ่ายการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลจากการศึกษานี้ไปใช้ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ได้ดังนี้

**5.2.1.1 ระดับหนี้สิน** เพื่อไม่ให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินมากเกินไปหรือสูงกว่าคู่แข่ง ซึ่งอาจส่งผลต่อความคล่องตัวและความได้เปรียบในการแข่งขันของกิจการ ดังนั้น กิจการจึงควร (1) มีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น (2) มีระดับหนี้สินใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยหนี้สินของกลุ่มอุตสาหกรรม และ (3) ใช้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว ยกเว้นสำหรับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสามารถมีระดับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวสูงกว่ากิจการจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

### 5.2.1.2 การกำหนดโครงสร้างเงินทุน ต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

- (1) สภาพคล่อง กิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูงควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย แต่กิจกรรมที่มีสภาพคล่องน้อย ควรมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก โดยกิจกรรมควรใช้แหล่งเงินทุนให้เหมาะสมตามความต้องการใช้งาน กล่าวคือ เมื่อกิจกรรมมีความต้องการใช้เงินทุนระยะสั้น (สภาพคล่องต่ำ) กิจกรรมก็ควรใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินระยะสั้น
- (2) ขนาดกิจการ กิจกรรมที่มีขนาดใหญ่มักใช้กลยุทธ์ในการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจได้ดี มีความน่าเชื่อถือทางธุรกิจสูง จึงมีความสามารถในการก่อหนี้ได้มาก ดังนั้น กิจการขนาดใหญ่จึงควรระดมทุนด้วยการก่อหนี้ แต่กิจการขนาดเล็กควรระดมทุนด้วยการเพิ่มส่วนของผู้ถือหุ้น โดยขนาดกิจการที่วัดจากเงินลงทุนระยะยาวมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนมากกว่าขนาดกิจการที่วัดจากรายได้สุทธิ
- (3) ความเสี่ยง กิจกรรมที่มีความเสี่ยงสูง มีโอกาสที่ผลตอบแทนจะไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ค่อนข้างสูง ทำให้กิจกรรมที่มีความเสี่ยงสูงมีต้นทุนของเงินทุนสูงตามไปด้วย ตามที่เสนอโดยแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ลงทุน หรือ CAPM ดังนั้น กิจกรรมที่มีความเสี่ยงสูงจึงควรระดมทุนด้วยการก่อหนี้ เพื่อให้ต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ย หรือ WACC ลดลงเนื่องจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อีกทั้งดอกเบี้ยเงินกู้ยังช่วยประหยัดภาษีเงินได้อีกด้วย
- (4) สินทรัพย์มีตัวตน กิจกรรมสามารถใช้สินทรัพย์มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันการกู้ยืมได้ ดังนั้น กิจกรรมที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูงจึงสามารถมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้มาก แต่กิจกรรมที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อยควรเลือกระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยสินทรัพย์มีตัวตนประเภทสินทรัพย์ถาวรมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนมากกว่าสินทรัพย์คงคลัง

### 5.2.1.3 การเพิ่มมูลค่ากิจการ ต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

- (1) ผลการดำเนินงาน กิจกรรมที่มีผลการดำเนินงานสูง จะมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น โดยผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิมีอิทธิพลในการสร้างมูลค่าเพิ่มขึ้นกิจการได้สูงที่สุด รองลงมาคืออัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน ดังนั้น เพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการให้มีผลตอบแทนสูงขึ้น กิจการควรรหาแนวทางในการเพิ่มยอดขายและควบคุมค่าใช้จ่ายของกิจการ
- (2) โอกาสในการเติบโต กิจกรรมที่มีโอกาสในการเติบโตสูง จะมีมูลค่าของกิจการสูงขึ้น โดยโอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมมีผลในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้สูงที่สุด รองลงมา คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย ดังนั้น ในการสร้างมูลค่าเพิ่ม กิจการควรรหาแนวทางในการลงทุน ทั้งสินทรัพย์หมุนเวียน สินทรัพย์

ถาวร และสินทรัพย์ไม่มีตัวตน เพื่อสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน และเพื่อเพิ่มยอดขายให้กับกิจการ

- (3) โครงสร้างเงินทุน กิจการควรกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากการมีหนี้สินช่วยประหยัดภาษีเงินได้จากดอกเบี้ยเงินกู้ ลดต้นทุนตัวแทน และลดปัญหาความไม่สมมาตรของสารสนเทศระหว่างคนภายในและภายนอกกิจการ หนี้สินจึงช่วยให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นโดยตรง โดยหนี้สินระยะสั้นช่วยมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้มากกว่าหนี้สินระยะยาว อย่างไรก็ตาม กิจการควรมีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากส่วนผู้ถือหุ้น เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินสูงเกินไป ทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้น ซึ่งอาจมีผลให้มูลค่ากิจการลดลงได้
- (4) สินทรัพย์มีตัวตน กิจการสามารถใช้สินทรัพย์มีตัวตนในการดำเนินงาน เพื่อสร้างมูลค่าให้กิจการได้โดยตรง รวมทั้งสามารถใช้สินทรัพย์มีตัวตนเพื่อเป็นหลักประกันการกู้ยืม เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการผ่านการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้อีกด้วย โดยสินทรัพย์มีตัวตนประเภทสินทรัพย์ถาวรช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้มากกว่าสินทรัพย์ค้ำคลัง แต่การมีสินทรัพย์มีตัวตนมากเกินไป อาจมีผลทำให้กิจการมีระดับต้นทุนคงที่ในการดำเนินงาน (operating leverage) สูงเกินไป ซึ่งมีผลให้ความสามารถในการแข่งขันและมูลค่าของกิจการลดลง ดังนั้น ผู้บริหารจึงควรมีสินทรัพย์มีตัวตนในระดับที่เหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจของตน เพื่อช่วยสร้างมูลค่าให้กิจการ
- (5) สภาพคล่อง เนื่องจากสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องสูง สร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการได้น้อยกว่าสินทรัพย์ถาวร ดังนั้น กิจการที่มีสภาพคล่องสูงเกินไปจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง เนื่องจากสภาพคล่องมีผลต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุน กิจการจึงควรมีระดับสภาพคล่องที่เหมาะสมกับการดำเนินธุรกิจของตนเอง เพื่อให้กิจการสามารถมีโครงสร้างเงินทุนที่จะเพิ่มมูลค่ากิจการโดยตรงต่อไป โดยสภาพคล่องที่วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุนมากที่สุด
- (6) ขนาดกิจการ กิจการที่มีขนาดใหญ่ก็มีความได้เปรียบในการแข่งขันทั้งในแง่ของส่วนแบ่งตลาด ความน่าเชื่อถือของกิจการ จึงมีผลทำให้กิจการสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้สูงกว่ากิจการขนาดเล็ก ดังนั้น ผู้บริหารกิจการขนาดใหญ่จึงสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการผ่านการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้ โดยขนาดกิจการที่วัดจากเงินลงทุนระยะยาวมีผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการมากกว่ารายได้สุทธิ
- (7) ความเสี่ยง กิจการที่มีความเสี่ยงสูงมีโอกาสดำเนินการได้รับผลตอบแทนที่คาดไว้สูงตามที่เสนอ โดยแบบจำลองการกำหนดราคาสินทรัพย์ลงทุน CAMP ดังนั้น กิจการที่มีความเสี่ยงสูง

ควรระดมเงินทุนด้วยการก่อหนี้ เพื่อลดต้นทุนของเงินทุนถั่วเฉลี่ย และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่งกิจการ

ในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการประกอบกัน ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต โครงสร้างเงินทุน สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง ขนาดกิจการ หรือความเสี่ยง โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการสูงที่สุดตามแบบจำลองสมการ โครงสร้าง ก็คือ ผลการดำเนินงาน ในการเพิ่มผลการดำเนินงานให้กับกิจการ ผู้บริหารควรหาแนวทางในการเพิ่มผลกำไรจากการดำเนินงานจากเงินลงทุนที่มี

ทั้งนี้ แนวทางในการสร้างผลกำไรจากการดำเนินงาน อาจทำได้โดยการเพิ่มยอดขายหรือการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ซึ่งผู้บริหารอาจพิจารณาการลงทุนทั้งในสินทรัพย์หมุนเวียน สินทรัพย์ถาวร หรือสินทรัพย์อื่นๆ เพื่อเป็นแนวทางในการเพิ่มยอดขาย ซึ่งผลในการลงทุนของกิจการจะมีผลสืบเนื่องถึงระดับสินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง ความเสี่ยง รวมทั้งค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของกิจการอีกด้วย

นอกจากการสร้างผลกำไรจากการดำเนินงานแล้ว ผู้บริหารยังสามารถจัดโครงสร้างเงินทุนของเงินลงทุนให้เหมาะสม เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้อีกด้วย โดยผู้บริหารควรจัดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและหนี้สินเพื่อให้ต้นทุนของเงินทุนถั่วเฉลี่ยลดลง เมื่อกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีและเติบโตอย่างต่อเนื่อง พร้อมกับการมีต้นทุนของเงินทุนถั่วเฉลี่ยที่เหมาะสม มูลค่าของกิจการก็จะเพิ่มสูงขึ้น

## 5.2.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ในการวิจัยครั้งต่อไป นักวิจัยสามารถศึกษาสาเหตุและผลของโครงสร้างเงินทุนในประเด็นต่อไปนี้เพิ่มเติม

### 5.2.2.1 ตัวแปรในการวิจัย

เนื่องจากการวิจัยครั้งนี้ใช้ปัจจัยภายในกิจการเป็นตัวแปรอิสระในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าของกิจการได้เพียงบางส่วน ในการวิจัยครั้งต่อไป นักวิจัยจึงควรเพิ่มตัวแปรทั้งที่เป็นปัจจัยภายในและภายนอกกิจการ เช่น ต้นทุนของเงินทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล ค่าใช้จ่ายอื่นที่ช่วยประหยัดภาษี ค่าเฉลี่ยหนี้สินของอุตสาหกรรม เป็นต้น

### 5.2.2.2 ตัวอย่างในการวิจัย นักวิจัยสามารถใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างนี้เพื่อ

- (1) ศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) หรือปรับตัวแปรในแบบจำลองบางตัวแปรให้เป็นการวัดด้วยมูลค่าตามบัญชีแล้วใช้แบบจำลองนี้เพื่อศึกษากิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

- (2) ศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือกิจการอื่น โดยศึกษาแยกตามประเภทของกิจการ เช่น แยกตามประเภทอุตสาหกรรม แยกตามระดับการมีหนี้สิน แยกตามขนาดกิจการ เป็นให้ได้ข้อเสนอแนะที่เจาะจงสำหรับกิจการในแต่ละประเภท

### 5.2.2.3. เทคนิคในการวิจัย

- (1) การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงสำรวจ (exploratory factor analysis: EFA) นักวิจัยสามารถจัดกลุ่มคุณลักษณะของกิจการด้วยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงสำรวจ ก่อนการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้าง เนื่องจากอัตราส่วนทางการเงินสามารถเป็นตัวแปรแทนวัดคุณลักษณะของกิจการได้หลายคุณลักษณะ อีกทั้งคุณลักษณะของกิจการยังสามารถวัดได้จากอัตราส่วนทางการเงินได้หลายอัตราส่วน ซึ่งอาจมีผลให้ตัวแปรอิสระในแบบจำลองมีความสัมพันธ์กันเอง ดังนั้น นักวิจัยจึงควรวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงสำรวจ เพื่อจัดกลุ่มคุณลักษณะของกิจการก่อนการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้าง
- (2) ใช้ข้อมูลแบบพาแนล (panel data) ในการวิเคราะห์ข้อมูลตามแบบจำลองสมการ โครงสร้างเพื่อควบคุมความแตกต่างระหว่างกิจการที่เป็นตัวอย่างและความแตกต่างในปัจจุบันอื่นๆ ที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา
- (3) การวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบแบบจำลองด้วยเทคนิคการวิเคราะห์ความไม่แปรเปลี่ยน เช่น การเปรียบเทียบแบบจำลองระหว่างกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมการผลิตและอุตสาหกรรมบริการ การเปรียบเทียบแบบจำลองระหว่างกิจการที่มีหนี้สินในระดับสูงและกิจการที่มีหนี้สินในระดับต่ำ เป็นต้น

## 5.3 ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง “โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” มีข้อจำกัดในการวิจัยและการประยุกต์ใช้ผลในการวิจัย ดังนี้

### 5.3.1 ข้อจำกัดด้านเทคนิคในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการ โครงสร้าง มีข้อกำหนดในเรื่องของขนาดตัวอย่างควรมีสัดส่วน 20 ตัวอย่างต่อตัวแปรสังเกตได้ 1 ตัวแปร ส่งผลให้การวิเคราะห์ข้อมูลแบบตัดขวาง (cross sectional data) ของการวิจัยนี้จำเป็นต้องใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดในการวิจัย ไม่สามารถแยกวิเคราะห์เป็นรายอุตสาหกรรมได้ นอกจากนี้ หากตัวอย่างในการวิจัยมีข้อมูลที่เป็นค่าผิดปกติ ผลการวิเคราะห์จากแบบจำลองสมการ โครงสร้างอาจมีความคลาดเคลื่อน ดังนั้น ในการวิจัยนี้จึงนำข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจำนวน 62 แห่งที่เป็นค่าผิดปกติแบบ



หลายตัวแปรออกจากการวิเคราะห์ ดังนั้น ข้อสรุปจากการวิจัยนี้จึงไม่สามารถประยุกต์ใช้กับบริษัทจดทะเบียนที่เป็นค่าผิดปกติได้ อีกทั้งไม่สามารถประยุกต์ใช้กับบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และพลังงาน รวมทั้งบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในหมวดกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากไม่อยู่ในขอบเขตตัวอย่างในการวิจัย

เนื่องจากแบบจำลองสมการโครงสร้างที่มีตัวแปรสังเกตได้จำนวนมาก มักจะมีปัญหาเรื่องความสอดคล้องของแบบจำลองกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังนั้น ในการวิจัยนี้จึงศึกษาเฉพาะตัวแปรอิสระที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ ที่ยังขาดข้อสรุปเกี่ยวกับทิศทางอิทธิพลจากข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งผลการวิจัยนี้ พบว่า ตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 44.9 และ 34.5 ตามลำดับ ดังนั้น จึงควรมีการวิจัยเพิ่มเติมเพื่อศึกษาอิทธิพลของตัวแปรอื่นๆ ในอนาคต

### 5.3.2 ข้อจำกัดด้านข้อมูลในการวิจัย

การวิจัยนี้ใช้ข้อมูลตัดขวางของปี พ.ศ. 2555 เป็นตัวแปรอิสระ ข้อมูลปี พ.ศ. 2556 เป็นตัวแปรส่งผ่าน และข้อมูลปี พ.ศ. 2557 เป็นตัวแปรตาม ซึ่งเป็นข้อมูลในช่วงที่ประเทศไทยเริ่มมีการปฏิรูปประเทศ หลังจากเผชิญกับวิกฤตการณ์ทางการเมืองมาเป็นระยะเวลาอันยาวนาน ผลการวิเคราะห์สาเหตุและผลของโครงสร้างเงินทุน จึงเป็นผลของช่วงเวลาที่สถานการณ์ทางด้านเศรษฐกิจและการเมืองผกผัน ซึ่งมีข้อจำกัดในการนำไปประยุกต์ใช้ในเวลาที่สภาพเศรษฐกิจและการเมืองแตกต่างกันไป อีกทั้งการใช้ข้อมูลตัดขวางยังไม่สามารถควบคุมความแตกต่างระหว่างกิจการที่เป็นตัวอย่างและความแตกต่างในปัจจัยอื่นๆ ที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลาอีกด้วย ดังนั้น จึงควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในช่วงที่สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเมืองแตกต่างกันไป

## รายการอ้างอิง

- กรมบังคับคดี. (2560). สถิติคดีล้มละลาย. Retrieved from <http://www.led.go.th/Policy/stat2.asp>
- กรมสรรพากร. (2560). การยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล. Retrieved from <http://www.rd.go.th/publish/44841.0.html>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์. Retrieved from <http://www.set.or.th/th/company/companylist.html>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์. Retrieved from [https://www.set.or.th/th/market/market\\_statistics.html](https://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html)
- สุชาติ ประสิทธิ์รัฐสินธุ์. (2556). การใช้สถิติในงานวิจัยอย่างถูกต้องและได้มาตรฐานสากล. กรุงเทพมหานคร: ห้างหุ้นส่วนจำกัดสามลดา.
- อนุสรณ์ ธรรมใจ. (2557). บทเรียนวิกฤติปี 40 ก่อนวิกฤติข้อนรอย. Retrieved from <http://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/621540>
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance. *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.
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.
- Arosa, C. M. V., Richie, N., & Schuhmann, P. W. (2014). The impact of culture on market timing in capital structure choices. *Research in International Business and Finance*, 31, 178-192.
- 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*, 5(2).
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66, 66-78.
- Berzkalne, I. (2014). The relationship between capital structure and profitability: Causality and characteristics. *The Business Review, Cambridge*, 22(1), 159-166.
- Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 73-101. doi:doi:10.1108/JRF-06-2014-0091
- 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.
- Chang, C., Chen, X., & Liao, G. (2014). What are the reliably important determinants of capital structure in China? *Pacific-Basin Finance Journal*, 30, 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(04), 458.
- Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What determine firms' capital structure in China? *Managerial Finance*, 40(10), 1024-1039.
- Cheng, Y.-S., Liu, Y.-P., & Chien, C.-Y. (2010). Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.
- Chowdhury, A., & Chowdhury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Collins, O. S., Filibus, I. E., & Clement, A. A. (2012). Corporate capital structure and corporate market value: Empirical evidence from Nigeria. *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 193-201.
- Crespi, R., & Martín-Oliver, A. (2015). Do family firms have better access to external finance during crises? *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 249-265.
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 33, 226-242.
- Danis, A., Rettl, D. A., & Whited, T. M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 114(3), 424-443.

- Daoud Ellili, N. O. (2011). Ownership structure, financial policy and performance of the firm: US evidence. *International Journal of Business & Management*, 6(10), 80-93.
- Daskalakis, N., Eriotis, N., Thanou, E., & Vasiliou, D. (2014). Capital structure and size: new evidence across the broad spectrum of SMEs. *Managerial Finance*, 40(12), 1207-1222.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Durham, C. J. (2016). Understanding the basic business valuation methods. *Control Engineering*.
- 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, 117-128.
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 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, 140-150.
- Gao, W., & Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 131-159.
- García-Meca, E., & Pedro Sánchez-Ballesta, J. (2011). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 11(1), 41-53.
- Garson, G. D. (2001). *Guide to writing empirical papers, theses, and dissertations*. New York: Marcell Dekker.
- 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., Mena Rivas, A., & Lizaraburu Bolaños, E. R. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 27(3), 341-354.
- Gottardo, P., & Maria Moisélo, A. (2014). The capital structure choices of family firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254-275.
- Gunn, T., & Shackman, J. (2014). A comparative analysis of the implications of the Islamic religion on corporate capital structures of firms in emerging market countries. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 7(3), 277-287.

- 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).
- 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. *IIMB Management review*, 26(3), 170-182.
- Hasan, M. B., Ahsan, A. F. M. M., Rahaman, M. A., & Alam, M. N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184-194.
- Hewa Wellalage, N., & 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.
- Hong, S. (2017). The effect of debt choice on firm value. *Journal of Applied Business Research*, 33(1), 135-140.
- Hossain, M. I., & Hossain, M. 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), p176.
- International Monetary Fund. (2017). World Economics Outlook April 2017.
- Islam, S. Z., & Khandaker, S. (2015). Firm leverage decisions: Does industry matter? *The North American Journal of Economics and Finance*, 31, 94-107.
- 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.
- Kaviani, M., Faezinia, V., & Saghafi, V. (2013). Valuation of Firm through CVFCFF and CVFCFE as New Models Based on Free Cash Flow. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 329-333.
- 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.
- Kline, R. B. (2015). Principles and practice of structural equation modeling (Fourth ed.). New York: Guilford publications

- Komera, S., & Lukose P.J, 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. *The 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.
- Kumar, S., & Sharma, A. K. (2011). Association of EVA and accounting earnings with market value: evidence from India. *Asia - Pacific Journal of Business Administration*, 3(2), 83-96.
- Laerd Statistics. (2017). One-way ANOVA. Retrieved from <https://statistics.laerd.com/statistical-guides/one-way-anova-statistical-guide-3.php>
- Lam, S.-S., Zhang, W., & Lee, R. R. C. (2013). The norm theory of capital structure: International evidence\*. *International Review of Finance*, 13(1), 111-135.
- 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, 409-425.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 64-99.
- Liang, J., Fang Li, L., & Song, H.-S. (2014). An explanation of capital structure of China's listed property firms. *Property Management*, 32(1), 4-15.
- Lohninger, H. (2012). Test for Normality. Retrieved from [http://www.statistics4u.info/fundstat\\_eng/cc\\_normality\\_test.html](http://www.statistics4u.info/fundstat_eng/cc_normality_test.html)
- Mahesh, R., & Daddikar, P. V. (2013). Influence of capital gearing on firm value: Empirical evidence from Indian transport & logistics sector. *Indian Journal of Commerce and Management Studies*, 4(3), 60-66.
- 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.
- Merika, A., Theodoropoulou, S., Triantafyllou, A., & Laios, A. (2015). The relationship between business cycles and capital structure choice: The case of the international shipping industry. *The Journal of Economic Asymmetries*, 12(2), 92-99.



- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of finance*, 39(3), 574-592.
- 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.
- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124.
- 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, 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.
- 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, 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.
- Pan, L.-H., Lin, C.-T., Lee, S.-C., & Ho, K.-C. (2015). Information ratings and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 31, 17-32.
- Park, K., & Jang, S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63.
- Pornsit, J., Pandej, C., & Yixin, L. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of financial services research : JFSR*, 42(3), 139-158.
- 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.
- Reddy, K., & Locke, S. (2014). The relationship between ownership structure, capital structure and corporate governance practices. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4), 511-536.

- Rodrigues Loncan, T., & Frois Caldeira, J. (2014). Capital structure, cash holdings and firm value: A study of Brazilian listed firms. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 25(64).
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2010). *Corporate finance*. New York: McGraw-Hill.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2010). *Fundamentals of corporate finance* (9 ed.). Boston: McGraw-Hill.
- Rouf, M. 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.
- Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73-92.
- 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.
- San Martín, P., & Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance*, 40, 163-174.
- Sandhar, S. K., Verma, S., & Nim, D. (2014). A Comparative Analysis of EVA & MVA Approach: With Special Reference to Automobile Industry. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 3(2).
- Saona, P., & San Martín, P. (2016). Determinants of firm value in Latin America: an analysis of firm attributes and institutional factors. *Review of Managerial Science*, 1-48.
- 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.
- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm - An empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.
- Smith, D. J., Chen, J., & Anderson, H. D. (2015). The influence of firm financial position and industry characteristics on capital structure adjustment. *Accounting & Finance*, 55(4), 1135-1169.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448-463.

- Thippayana, P. (2014). Determinants of capital structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143, 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, 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.
- Twaresh, A. E. M. (2014). The impact of capital structure on firm's performance evidence from Saudi Arabia. *Journal of Applied Finance and 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. *African Journal of Economic and Management Studies*, 5(3), 341-368.
- Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2015). The effect of leverage on performance: Domestically-oriented versus internationally-oriented firms. *Research in International Business and Finance*, 34, 265-280.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2016). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 000, 1-5.
- Ward, S. (2016). 3 Business Valuation Methods. Retrieved from <https://www.thebalance.com/business-valuation-methods-2948478>
- Weaver, S. C., & Weston, J. F. (2008). *Strategic Financial Management: Applications of Corporate Finance*. Mason, OH: Thomson/South-Western.
- Winarto, J. (2015). The determinants of Manufacturer firm value in Indonesia stock exchange. *International Journal of Information, Business and Management*, 7(4), 323-349.

- Wolf, E. J., Harrington, K. M., Clark, S. L., & Miller, M. W. (2013). Sample size requirements for structural equation models: An evaluation of power, bias, and solution propriety. *Educational and psychological measurement, 76*(6), 913-934.
- Wu, F., Guan, Z., & Myers, R. (2014). Farm capital structure choice: theory and an empirical test. *Agricultural Finance Review, 74*(1), 115-132.
- Yang, C.-C., Lee, C.-f., Gu, Y.-X., & Lee, Y.-W. (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. *The Journal of Risk Finance, 16*(1), 102-118.
- Yu, M., & Zhao, R. (2014). Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management, 23*(3), 289-307.
- Yusuf, A. N., 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 ก

สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

## รายการอักษรย่อที่ใช้ในภาคผนวก ก

### 1. วิธีวิเคราะห์ ประกอบด้วยรายการใช้อักษรย่อ ดังนี้

- FE: วิธีอิทธิพลคงที่ (Fixed Effect)
- GLM: วิธีแบบจำลองเชิงเส้นนัยทั่วไป (Generalized Linear Model)
- GLS: วิธีกำลังสองน้อยที่สุดนัยทั่วไป (Generalized Least Squares)
- GMM: วิธีโมเมนต์นัยทั่วไป (Generalized Method of Moments)
- IV: วิธีตัวแปรเชิงเครื่องมือ (Instrumental Variables)
- Meta: การวิเคราะห์ห่อภิมาณ (Meta Analysis)
- OLS: วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares)
- QR: วิธีควอร์ไทล์ (Quartile Regression)
- RE: วิธีอิทธิพลสุ่ม (Random Effect)
- Regression: ไม่ระบุประเภทของการวิเคราะห์ด้วยเทคนิคถดถอยแบบพหุคูณ
- SEM: แบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model)
- 2SLS: วิธีกำลังสองน้อยที่สุดสองขั้น (Two-Stage Least Squares)
- 2S-GMM: วิธีโมเมนต์นัยทั่วไปสองขั้น (Two-Stage Generalized Method of Moments)
- 3SLS: วิธีกำลังสองน้อยที่สุดสามขั้น (Three-Stage Least Squares)

### 2. สัญลักษณ์แทนทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปร

- “→” : อิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม
- “+” : ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลทางบวกต่อตัวแปรตาม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
- “-” : ตัวแปรอิสระมีอิทธิพลทางลบต่อตัวแปรตาม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
- “n” : ตัวแปรอิสระไม่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม

### 3. ตัวแปร

#### 3.1. ตัวแปรในกลุ่มโครงสร้างเงินทุน (Debt)

- TD : อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- *TD* : อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตลาด
- LTD : อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- *LTD* : อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตลาด
- STD : อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี



- **STD** : อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตลาด
- **DE** : อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- **BD** : อัตราส่วนหนี้สินของสถาบันการเงินต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- **TRD** : อัตราส่วนเจ้าหนี้การค้าต่อสินทรัพย์รวม

### 3.2. ตัวแปรในกลุ่มผลการดำเนินงาน (Perf)

- **ROA** : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
- **PM** : อัตราส่วนกำไรสุทธิ
- **ROE** : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- **ATurn** : อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม
- **MB** : อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- **MS** : ส่วนแบ่งตลาด
- **FCF** : อัตราส่วนกระแสเงินสดอิสระต่อสินทรัพย์รวม

### 3.3. ตัวแปรในกลุ่มขนาดกิจการ (Size)

- **TA** : มูลค่าสินทรัพย์รวม
- **TR** : รายได้สุทธิ
- **Age** : อายุกิจการ

### 3.4. ตัวแปรในกลุ่มโอกาสเติบโตทางธุรกิจ (Grow)

- **% $\Delta$ TA** : อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม
- **MB** : อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- **CapEx** : อัตราเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม
- **% $\Delta$ TR** : อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ
- **% $\Delta$ OI** : อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน
- **InTang** : อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม
- **G&A** : อัตราค่าใช้จ่ายในการบริหารต่อยอดขายรวม
- **P/E** : อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น

### 3.5. ตัวแปรในกลุ่มสินทรัพย์มีตัวตน (Tang)

- **FA** : อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม
- **Tng** : อัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม

### 3.6. ตัวแปรในกลุ่มความเสี่ยงทางธุรกิจ (Risk)

- SdROA : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
- SdOI : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรจากการดำเนินงาน
- R&D : อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาต่อยอดขายรวม
- SdROE : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
- Aturm : อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม
- % $\Delta$ DOI : อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน
- SdNI : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิ
- SdCF : ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสด
- beta : สัมประสิทธิ์เบต้า

### 3.7. ตัวแปรในกลุ่มสภาพคล่อง (Liq)

- CR : อัตราส่วนทุนหมุนเวียน
- CASH : อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม
- WCTA : อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม
- QR : อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว
- NWC : เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ

### 3.8. ตัวแปรในกลุ่มมูลค่ากิจการ (Value)

- ROA : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน
- MB : อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- ROE : อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
- PM อัตราส่วนกำไรสุทธิ
- Price : ราคาหุ้นสามัญ
- PB : อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นสามัญ
- EPS : กำไรสุทธิต่อหุ้น
- StkRe : อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ไม่ปกติ
- MTA : มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม
- MVA : มูลค่าเพิ่มทางการตลาด



ตารางที่ ก.1 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย					
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt
Dang, Kim, and Shin (2014)	บ.ในตลาด (สหรัฐอเมริกา)	2002 - 2012	FE OLS GMM	ROA - ID ROA - ID ROA + ID	TA + ID TA + ID TA + ID	MB + ID MB + ID MB - ID	FA + ID FA + ID FA - ID	R&D n ID R&D n ID R&D n ID	
Danis, Retl, and Whited (2014)	บ.ในตลาด (สหรัฐอเมริกา)	1984 - 2011	OLS	ROA - ID	TR + ID	MB - ID	FA - ID	R&D n ID	sdR n ID
Daoud Ellili (2011)	บ.ในตลาด (สหรัฐอเมริกา)	2001 - 2004	FE	ROE + ID	TA n ID				
Daskalakis, Eriotis, Thanou, and Vasiliou (2014)	SMEs (กรีซ)	2003 - 2007	GLS	ROA - ID	TR + ID	%ΔTA + ID	Tng - ID		
Gottardo and Maria	ธุรกิจครอบครัว	2001 - 2010	FE	ROA - BD			FA n BD	A Turn - BD	CR - BD
Moisello (2014)	ขนาดกลาง (อิตาลี)		OLS	MS - BD ROA n BD	TR n BD		FA - BD	A Turn n BD	NWC - BD CR - BD
				MS - BD	TR n BD				NWC - BD

ตารางที่ ก.1 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย					
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt
Gottardo and Maria Moiselto (2014) - ต่อ	ธุรกิจครอบครัว ขนาดเล็ก	FE	ROA - BD	TR + BD	FA - BD	A Turn - BD	CR - BD		
			MS - BD				NWC - BD		
	ธุรกิจอื่น ขนาดกลาง	OLS	ROA - BD	TR + BD	FA - BD	A Turn - BD	CR - BD		
			MS n BD				NWC - BD		
			ROA - BD	TR - BD	FA n BD	A Turn - BD	CR - BD		
ธุรกิจอื่น ขนาดเล็ก	OLS	ROA n BD	TR n BD	FA n BD	A Turn n BD	CR - BD			
		MS n BD				NWC - BD			
	FE	ROA n BD	TR n BD	FA n BD	A Turn - BD	CR - BD			
		MS n BD				NWC - BD			
Hewa Wellalage and Locke (2015)	ธุรกิจขนาดย่อม (นิวซีแลนด์)	1998 - 2008	GMM	ROA + ID	TA - ID	%ΔTA - ID	FA + ID	A Turn + ID	
Islam and Khandaker (2015)	ธุรกิจเหมืองแร่	2000 - 2012	OLS	ROA - ID	TR n ID	MB n ID	FA + ID		
	ธุรกิจอื่น บ. ในตลาด (ออสเตรเลีย)			ROA n ID	TR n ID	MB n ID	FA n ID		

ตารางที่ ก.1 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย						
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt	
Lee and Kuo (2014)	บ.ในตลาด (ไต้หวัน)	1996 - 2006	2SLS	ROA + LTD	TA - LTD	MB + LTD	FA + LTD	BETA - LTD		
Öhman and Yazdanfar (2017)	SMEs (สวีเดน)	2009 - 2012	FE	ROA - STD	TR + STD	%Δ TR + STD	FA - STD		CR - STD	
				ROA + STD	AGE - STD			CR - STD		
				ROA - LTD	TR - LTD	%Δ TR + LTD	FA + LTD		CR - LTD	
				ROA + LTD	AGE + LTD			CR - LTD		
Pan, Lin, Lee, and Ho (2015)	บ.ในตลาด (ไต้หวัน)	2006 - 2012	FE	ROA - ID	TR + ID	MB - ID	FA + ID		CASH n ID	
				ROA + ID	AGE + ID					
Park and Jang (2013)	ภัตตาคาร (สหรัฐอเมริกา)	1995 - 2008	OLS	MB n ID	TR + ID	CapEx - ID			QR n ID	
				2SLS	MB n ID	TR n ID	CapEx n ID		WCTA + ID	QR n ID





ตารางที่ ก.1 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย						
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt	
Wu, Guan, and Myers (2014)	ฟาร์ม	Q10	1990 - 1999	QR	ROA - DE	TA n DE	% $\Delta$ TA n DE	FA n DE	sdR n DE	
		Q20			ROA n DE	TA n DE	% $\Delta$ TA + DE	FA n DE	sdR n DE	
		Q30-Q50			ROA - DE	TA n DE	% $\Delta$ TA + DE	FA n DE	sdR n DE	
		Q60			ROA - DE	TA - DE	% $\Delta$ TA + DE	FA n DE	sdR n DE	
		Q70-Q80			ROA - DE	TA n DE	% $\Delta$ TA + DE	FA n DE	sdR n DE	
		Q90			ROA - DE	TA n DE	% $\Delta$ TA + DE	FA - DE	sdR n DE	
				(เนเชอรัเลนซ์)						
Yang, Lee, Gu, and Lee (2010)	ม.ในตลาด (ใต้พื้น)	2003 + 2005	SEM		Perf - LTD	Size n LTD	Grow + LTD	Tang + LTD	Risk n LTD	
					Perf - LTD	Size + LTD	Grow - LTD	Tang + LTD	Risk n LTD	
					รวม (ทั้งหมด 30 บทความ)	19	18	18	9	7
					รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	14	17	32	1	2
					รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	32	20	10	12	25
					รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	31	27	21	21	9
					รวมจำนวนสมการทั้งหมด	77	60	57	34	36

ตารางที่ ก.2 สรุปลักษณะระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกเฉียงและแปซิฟิก

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย					
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt
Chang, Chen, and Liao (2014)	บ.ในตลาด (จีน)	1998 - 2009	OLS	ROA - TD	TA + TD	%ΔTA + TD	FA + TD	sdR + TD	
				ROA - TD	Age n TD	MB + TD	FA + TD	sdR n TD	
					Age n TD	MB - TD			
						CapEx n TD			
						CapEx n TD			
						G&A - TD			
						G&A - TD			
-----									
Jiachun Chen (2015)	บ.ในตลาด (จีน)	2012	regression	PM + TD	TA + TD	%ΔTA + TD			CR - TD
Jian Chen, Jiang, and Lin (2014)	บ.ในตลาด (จีน)	2011	OLS	ROA - TD	TR + TD	%ΔOI n TD		sdR + TD	
				ROA - LTD	TR + LTD	%ΔOI n LTD		sdR n LTD	
				ROA - TD	TR + TD	%ΔOI n TD		sdR n TD	
				ROA - LTD	TR + LTD	%ΔOI n LTD		sdR n LTD	
						InTang n TD			
						InTang + LTD			
						InTang n TD			
						InTang n LTD			

ตารางที่ ก.2 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกเฉียงและแปซิฟิก (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย						
				Perf →	Debt Size →	Debt Grow →	Debt Tang →	Debt Risk →	Debt Liq →	
Ebrahim, Girma, and Williams (2014)	บ. ในตลาด (มาเลเซีย)	1988 - 2009	GMM	ROA - TD	TA + TD	MB + TD	Ing + TD	sdR + TD		
Liang, Fang Li, and Song (2014)	บ. ในตลาด กลุ่ม อสังหาริมทรัพย์ (จีน)	2006 - 2010	FE GMM 2S-GMM	ROA - TD ROA n TD ROA n TD	TA + TD TA n TD TA + TD	%ΔOI n TD %ΔOI n TD %ΔOI n TD	FA + TD FA n TD FA + TD		CR - TD CR - TD CR - TD	
Thippayana (2014)	บ. ในตลาด (ไทย)	2000 - 2011	OLS	ROA - TD	TA + TD	MB n TD	FA + TD	sdR + TD		
Tian, Han, and Zhang (2015)	บ. ในตลาด ธุรกิจ (จีน)	1999 - 2011	FE	ROA - TD	TA + TD	%ΔTA - TD	Ing n TD			
Tongkong (2012)	บ. ในตลาด อสังหาฯ (ไทย)	2002 - 2009	FE RE OLS	ROA - TD ROA - TD ROA - TD	TA + TD TA + TD TA + TD	MB + TD MB + TD MB + TD	FA n TD FA n TD FA n TD			
Tse and Rodgers (2014)	บ. ในตลาด (จีน)	2002 - 2007	OLS	ROA n LTD	TA + LTD	%ΔOI n LTD	FA + LTD	sdR n LTD		

ตารางที่ ก.2 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกเฉียงและแปซิฟิก (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย						
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt	
Vo (2017)	บ.ในตลาด (เวียดนาม)	2006 - 2015	GMM	ROA nLTD	TA + LTD	MB nLTD	Tng + LTD	CR nLTD		
				ROA - STD	TA - STD	MB nSTD	Tng - STD	CR - STD		
			รวม (ทั้งหมด 10 บทความ)	10	10	10	8	5	3	
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	2	20	9	8	4	0	
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	16	2	4	1	0	6	
			รวมจำนวนอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติ	4	4	19	8	7	1	
			รวมจำนวนสมการทั้งหมด	22	26	32	17	11	7	

ตารางที่ ก.3 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบยุโรปและเอเชียกลาง

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย					
				Perf →	Debt Size →	Debt Grow →	Debt Tang →	Debt Risk →	Debt Liq →
Onofrei, Tudose, Durdureanu, and Anton (2015)	ธุรกิจขนาดเล็ก (โรมาเนีย)	2008 - 2010	FE	ROA - TD	TA - TD	%ΔTA - TD	Tng - TD	CR - TD	
Serghiescu and Văidean (2014)	บ.ในตลาด กลุ่ม ก่อสร้าง (โรมาเนีย)	2009 - 2011	FE	ROA - TD	TA + TD		FA n TD		
				A <sub>Tum</sub> + TD					
				ROA - TD					
			OLS	A <sub>Tum</sub> + TD	TA n TD		FA - TD		
			รวม (ทั้งหมด 2 บทความ)	2	2	1	2	1	
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	2	1	-	-	-	
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	3	1	1	2	1	
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	-	1	-	1	-	
			รวมจำนวนสัมประสิทธิ์ทั้งหมด	5	3	1	3	1	



ตารางที่ ก.4 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบละตินอเมริกาและแคริบเบียน

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย							
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt		
A. P. Gómez, Castro, and Ortega (2016)	ธุรกิจเหมืองแร่ (เม็กซิโก โคลัมเบีย ชิลี บราซิล ปารู)	2004 - 2014	OLS	PM - ID	TR n ID	MB + ID	FA + ID				
			FE	PM - ID	TR - ID	MB + ID	FA - ID				
			RE	PM - ID	TR - ID	MB + ID	FA - ID				
G. Gómez, Mena Rivas, and Lizaraburu Boloños (2014)	บ.ในตลาด ธุรกิจ สลิด (ปารู)	2004 - 2008	RE	ROA - LTD	TR + LTD	%ΔTA n LTD	FA + LTD	sdR n LTD	CR n LTD		
San Martín and Saona (2017)	บ.ในตลาด (ชิลี)	2002 - 2010	GMM	ROA - ID	TA + ID	MB - ID	FA - ID				
				ROA - ID	TA + ID	MB - ID	FA - ID				
			รวม (ทั้งหมด 3 บทความ)	3	3	3	3	1	1		
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	-	3	3	2	-	-		
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	6	2	2	4	-	1		
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	-	1	1	-	1	1		
			รวมจำนวนสมการทั้งหมด	6	6	6	6	1	2		

ตารางที่ ก.5 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย						
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt	
Alipour, Mohammadi, and Derakshhan (2015)	บ.ในตลาด (อิหร่าน)	2003 – 2007	FE	ROA - STD	TA - STD	% $\Delta$ TA - STD	FA - STD	% $\Delta$ OI n STD	CR + STD	
				ROA - ID	TA - ID	% $\Delta$ TA - ID	FA - ID	% $\Delta$ OI n ID	CR n ID	
				A Turn + STD		% $\Delta$ TR - STD		sdR n STD	WCTA - STD	
				A Turn + ID		% $\Delta$ TR - ID		sdR n ID	WCTA - ID	
				ROA - LTD	TA - LTD	% $\Delta$ TA - LTD	FA + LTD	% $\Delta$ OI - LTD	CR - LTD	
Yusuf, Al-Attar, and Al-Shattarat (2015)	บ.ในตลาด (จอร์แดน)	2006 - 2011	OLS	A Turn + LTD		% $\Delta$ TR - LTD		sdR - LTD	WCTA + LTD	
				ROA - ID	TA + ID	% $\Delta$ TA + ID	FA - ID	sdR n ID	WCTA - ID	
				ROA - ID	TA n ID	% $\Delta$ TA + ID	FA - ID	sdR n ID	WCTA - ID	
				ROA - ID	TA n ID	% $\Delta$ TA + ID	FA - ID	sdR n ID	WCTA - ID	
				ROA - STD	TA n STD	% $\Delta$ TA + STD	FA - STD	sdR n STD	WCTA - STD	
				ROA n STD	TA + STD	% $\Delta$ TA + STD	FA - STD	sdR n STD	WCTA - STD	
				ROA n STD	TA n STD	% $\Delta$ TA + STD	FA - STD	sdR n STD	WCTA - STD	
				ROA n LTD	TA + LTD		FA - LTD	sdR n LTD	WCTA - LTD	
				ROA - LTD	TA n LTD		FA - LTD	sdR n LTD	WCTA + LTD	
				ROA n LTD	TA n LTD		FA - LTD	sdR n LTD	WCTA + LTD	
รวม (ทั้งหมด 2 บทความ)				2	2	2	2	2	2	
รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก				3	3	6	1		4	
รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ				7	1	5	10	2	9	
รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ				5	8	1	1	13	2	
รวมจำนวนสมการทั้งหมด				15	12	12	12	15	15	

ตารางที่ ก.6 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบเอเชียใต้

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย					
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt
Chadha and Sharma (2015)	บ.ในตลาด (อุตสาหกรรม)	2003 - 2013	FE	ROA - TD	TA - TD	% $\Delta$ TA - TD	FA + TD	% $\Delta$ OI n TD	CR n TD
				AGE + TD					
	การผลัดถิ่น (อินเดีย)								
Handoo and Sharma (2014)	บ.ในตลาด (อินเดีย)	2001 - 2010	OLS	ROA - STD	TA - STD	% $\Delta$ TA n STD	FA + STD	sdR n STD	CR n STD
				ROA - LTD	TA n LTD	% $\Delta$ TA + LTD	FA + LTD	sdR n LTD	CR n LTD
				ROA - TD	TA - TD	% $\Delta$ TA + TD	FA + TD	sdR n TD	CR n TD
				Age n STD					
				Age n LTD					
				Age n TD					
Hossain and Hossain (2015)	บ.ในตลาด (ผลิต) (บริการ)	2002 - 2011	regression	ROA - STD		% $\Delta$ TA n STD	FA - STD		CR - STD
				ROA n LTD		% $\Delta$ TA - LTD	FA + LTD		CR + LTD
				ROA n TD		% $\Delta$ TA - TD	FA - TD		CR - TD
Komera and Lukose P.J (2015)	บ.ในตลาด (อินเดีย)	1992 - 2011	OLS	ROA - TD	TS + TD	MB - TD	FA + TD		

ตารางที่ ก.6 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบเอเชียใต้ (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย								
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt			
Uddin (2015)	ธนาคารในตลาด (ปี 2006 - 2012) ตลาด	OLS		TA - STD	FA - STD	R&D n STD						
				TA n LTD	FA - LTD	R&D + LTD						
				TA n TD	FA - TD	R&D + TD						
				G&A + STD	sdR n STD							
				G&A - LTD	sdR - LTD							
				G&A n TD	sdR n TD							
				รวม (ทั้งหมด 5 บทความ)	4	4	5	5	3	3	3	3
				รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	2	3	6	6	2	1	1	1
				รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	6	4	5	5	5	1	2	2
				รวมจำนวนอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติ	2	6	6	0	7	4	4	4
				รวมจำนวนสมการทั้งหมด	8	12	14	11	10	7	7	7

ตารางที่ ก.7 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบแอฟริกาใต้ของทะเลทรายซารา

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย										
				Perf →	Debt	Size →	Debt	Grow →	Debt	Tang →	Debt	Risk →	Debt	Liq →
Oino and Ukaegbu (2015)	บ.ในตลาด (ไนจีเรีย)	2007 - 2012	FE	ROA - TD	TA + TD	% $\Delta$ TA + TD	FA n TD							
				ROA - LTD	TA + LTD	% $\Delta$ TA + LTD	FA n LTD							
				ROA + STD	TA n STD	% $\Delta$ TA n STD	FA n STD							
				ROA - TD	TA + TD	% $\Delta$ TA + TD	FA + TD							
				ROA n LTD	TA + LTD	% $\Delta$ TA + LTD	FA + LTD							
				ROA + STD	TA + STD	% $\Delta$ TA n STD	FA - STD							
Ukaegbu and Oino (2014)	ธุรกิจผลิตบ.ในตลาด (ไนจีเรีย)	2004 - 2008	FE	ROA n TD	TA + TD	% $\Delta$ TA + TD	FA n TD							
				ROA n LTD	TA n LTD	% $\Delta$ TA + LTD	FA n LTD							
				ROA + STD	TA n STD	% $\Delta$ TA n STD	FA - STD							
				PM + TD	TA n TD	% $\Delta$ TA n TD	Tng n TD							
				PM + TD	TA + TD	% $\Delta$ TA - TD	Tng + TD							
				PM + TD	TA n TD	% $\Delta$ TA n TD	Tng n TD							
ธุรกิจผลิตบ.ในตลาด (ไนจีเรีย)	บ.ในตลาด (ไนจีเรีย)		OLS	PM - TD	TA + TD	% $\Delta$ TA n TD	Tng n TD							
				PM - TD	TA + TD	% $\Delta$ TA + TD	Tng - TD							
				PM - TD	TA n TD	% $\Delta$ TA n TD	Tng n TD							

ตารางที่ ก.7 สรุปลักษณะระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบแอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการระบุหนี้	ผลการวิจัย						
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt	
		รวม (ทั้งหมด 2 บทความ)		2	2	2	2	2	1	1
		รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก		6	9	7	3	0	0	0
		รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ		6	0	1	3	2	2	2
		รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ		3	6	7	9	4	1	1
		รวมจำนวนสมการทั้งหมด		15	15	15	15	6	3	3



ตารางที่ ก.8 สรุปลักษณะระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนที่ประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย									
				Perf →	Debt	Size →	Debt	Grow →	Debt	Risk →	Debt	Liq →	Debt
Alves, Couto, and Francisco (2015)	บ. ในตลาด (33 ประเทศ)	2006 - 2010	FE	ROA + <i>STD</i>	TR + <i>STD</i>	TR + <i>STD</i>	% $\Delta$ OI n <i>STD</i>	FA - <i>STD</i>	R&D n <i>STD</i>				
				ROA - <i>STD</i>	TR + <i>STD</i>	TR + <i>STD</i>	% $\Delta$ OI - <i>STD</i>	FA - <i>STD</i>	R&D - <i>STD</i>				
				ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	% $\Delta$ OI n <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	R&D - <i>LTD</i>				
				ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	% $\Delta$ OI n <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	R&D - <i>LTD</i>				
									sdR - <i>STD</i>				
									sdR - <i>STD</i>				
									sdR - <i>LTD</i>				
									sdR - <i>LTD</i>				
Arosa, Richie, and Schuhmann (2014)	บ. ในตลาด (36 ปท.)	2001 - 2011	OLS	ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	MB - <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	sdR - <i>LTD</i>				CR - <i>LTD</i>
				ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	MB - <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	sdR - <i>LTD</i>				CR - <i>LTD</i>
	บ. ในประเทศพัฒนาแล้ว			ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	MB - <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	sdR - <i>LTD</i>				CR - <i>LTD</i>
	บ. ในตลาดเกิดใหม่			ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	MB - <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	sdR - <i>LTD</i>				CR - <i>LTD</i>
				ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	MB + <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	sdR - <i>LTD</i>				CR - <i>LTD</i>
				ROA - <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	TR + <i>LTD</i>	MB - <i>LTD</i>	FA + <i>LTD</i>	sdR - <i>LTD</i>				CR n <i>LTD</i>
Fauver and McDonald (2015)	บ. ในตลาด (19 ปท.)	1995 - 2009	FE	ROE n <i>DE</i>	TA + <i>DE</i>	TA + <i>DE</i>	CapEx - <i>DE</i>						Cash - <i>DE</i>
	ปท. พัฒนาแล้ว			ROE + <i>DE</i>	TA + <i>DE</i>	TA + <i>DE</i>	CapEx - <i>DE</i>						Cash - <i>DE</i>
	ปท. ตลาดเกิดใหม่			ROE - <i>DE</i>	TA+ <i>DE</i>	TA+ <i>DE</i>	CapEx - <i>DE</i>						Cash n <i>DE</i>

ตารางที่ ก.8 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนที่ประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่ (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย							
				Perf → Debt	Size → Debt	Grow → Debt	Tang → Debt	Risk → Debt	Liq → Debt		
Gao and Zhu (2015)	บ.ในตลาด (39 ปท.)	1997 - 2007	FE	ROA - <i>TD</i>	TA + <i>TD</i>	MB - <i>TD</i>	FA + <i>TD</i>				
Gunn and Shackman (2014)	บ.ในตลาด (7 ปท.) มุสลิม (แต่ละ 9 ปท. ที่นับถือศาสนาอื่น)	1998 - 2004	OLS	ROA + LTD ROA n DE	TA - LTD TA n DE	MB + LTD	FA + LTD				
Kumar, Colombaro, and Rao (2017)	africa america asia-pacific europe middle east	1972 - 2013	meta	perf - debt size + debt age + debt	size + debt age + debt	grow + debt size + debt age - debt	tang n debt tang + debt tang + debt	risk n debt risk - debt risk - debt	liq - debt liq - debt liq - debt		



ตารางที่ ก.9 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Atiyet (2012)	บ.ในตลาด (ฝรั่งเศส)	1999 - 2005	FE, RE	ROE + MVA	% $\Delta$ TR - MVA		TD - MVA
Basu, Paeglis, and Rahnamaei (2016)	บ.ในตลาด (สหรัฐอเมริกา)	2004 - 2009	regression		CapEx + MVA	FA - MB	TD - MB
Berzkalne (2014)	บ.ในตลาด (สาธารณรัฐลิทัวเนีย)	2005 - 2012	RE		CapEx + MB		LTD - ROA STD - ROA LTD + ROE STD - ROE LTD - PM STD - PM LTD - ROA STD - ROA LTD n ROE STD n ROE LTD n PM STD - PM
	บ.นอกตลาด		FE				

ตารางที่ ก.9 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Fosu, Danso, Ahmad, and Coffie (2016)	บ.ในสหราชอาณาจักร	1995 - 2013	FE		% $\Delta$ TR + MB	Tng n MB	TD - MB
García-Meca and Pedro Sánchez-Ballesta (2011)	บ.ในตลาด (สเปน)	1999 - 2002	OLS		% $\Delta$ TR + MB	Tng - MB	TD - MB
Hong (2017)	บ.ในตลาด (เกาหลีใต้)	1990 - 2015	regression		% $\Delta$ TR + MB	Tng - MB	TD - MB
O'Brien, David, Yoshikawa, and Delios (2014)	บ.ตลาด (ญี่ปุ่น)	1991 - 2001	IV	ROA + MB		FA - MB	TD + MB
Park and Jang (2013)	บ.ตลาด (สหรัฐอเมริกา)	1995 - 2008	OLS	FCF + MB			TD - MB
Reddy and Locke (2014)	สหกรณ์ (นิวซีแลนด์)	2005 - 2011	2SLS	FCF - MB	% $\Delta$ TR n MB		TD n MB
			OLS	FCF - MB	% $\Delta$ TR - MB		TD + MB
			OLS				BD n ROA
							TD n ROA

ตารางที่ ก.9. สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการระงับ	ผลการวิจัย					
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value			
Yazdani and Öhman (2015)	SMEs (สวีเดน)	2009 - 2012	FE						
			3SLS						
			รวม (ทั้งหมด 10 บทความ)	4	4	3	10		
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	4	6	-	3		
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	2	3	4	20		
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	-	1	1	12		
			รวมจำนวนบทความทั้งหมด	6	10	5	35		
								TRD - ROA	
								STD - ROA	
								LTD - ROA	
								TRD - ROA	
								STD - ROA	
								LTD - ROA	



ตารางที่ ก.10 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกเฉียงและแปซิฟิก

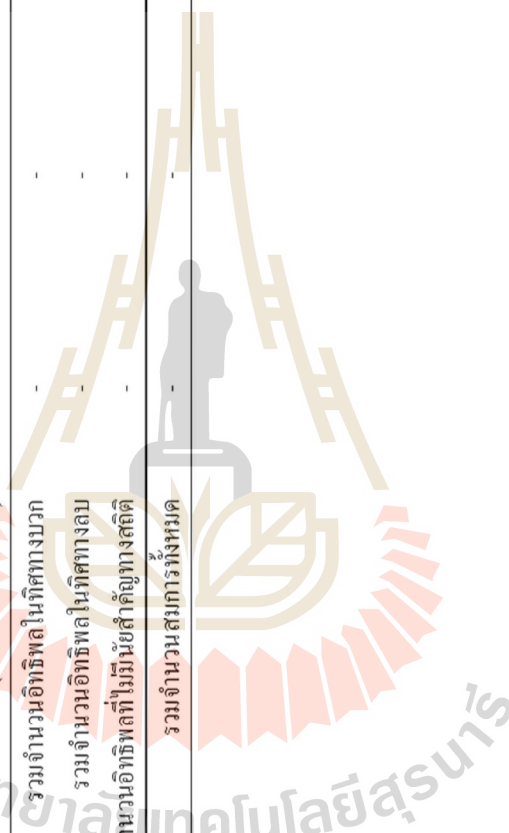
นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Cheng, Liu, and Chien (2010)	บ.ในตลาด (จีน)	2001 - 2006	OLS				TD + ROE
Ha and Tai (2017)	บ.ในตลาด (เวียดนาม)	2009 - 2014	GLS	ROIC + MB	CapEx + MB		STD - MB
				PM n MB			LTD n MB
Mahesh and Daddikar (2013)	บ.ในตลาด กลุ่มขนส่ง และ โลจิสติกส์ (อินเดีย)	2001 - 2012	OLS				DE n ROA
							DE n ROE
							DE - PM
							DE n EPS
							LTD n PR
Osazuwa and Che-Ahmad (2016)	บ.ในตลาด (มาเลเซีย)	2013	regression	ROA + PR			
Ruan, Tian, and Ma (2011)	บ.ในตลาด (จีน)	2002 - 2007	OLS				TD - MB
Vithessonthi and Tongurai (2015)	บ.ในตลาด (ไทย)	2007 - 2009	GMM				TD - ROA
	บ.ในประเทศ		2SLS				TD - ROA
			GMM				TD - ROA
			2SLS				TD - ROA
	บ.นานาชาติ		GMM				TD + ROA
			2SLS				TD + ROA

ตารางที่ ก.10 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบเอเชียตะวันออกเฉียงและแปซิฟิก (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Vo and Ellis (2016)	บ.ในตลาด(เวียดนาม)	2007 - 2013	FE		MB + StkReturn		TD - StkReturn
.....				.....			
Winarto (2015)	บ.ในตลาด ธุรกิจผลิต (อินโดนีเซีย)	2005 - 2010	OLS	ROI + PB	P/E + PB		DE + PB
			OLS	ROI + PB	P/E + PB		DE + PB
			RE	ROI + PB	P/E + PB		DE + PB
			รวม (ทั้งหมด 8 บทความ)	3	3	-	8
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	5	5	-	6
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	-	-	-	9
			รวมจำนวนอิทธิพลที่มีนัยสำคัญทางสถิติ	1	-	-	5
			รวมจำนวนสมการทั้งหมด	6	5	-	20

ตารางที่ ก.11 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบยุโรปและเอเชียกลาง

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Altan and Arkan (2011)	บ.ในตลาด (ตุรกี)	2004-2007	OLS				STD + TA LTD + TA
			รวม (ทั้งหมด 1 บทความ)	-	-	-	1
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	-	-	-	2
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	-	-	-	-
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	-	-	-	-
			รวมจำนวนสมการทั้งหมด	-	-	-	2



ตารางที่ ก.12 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบละตินอเมริกาและแคริบเบียน

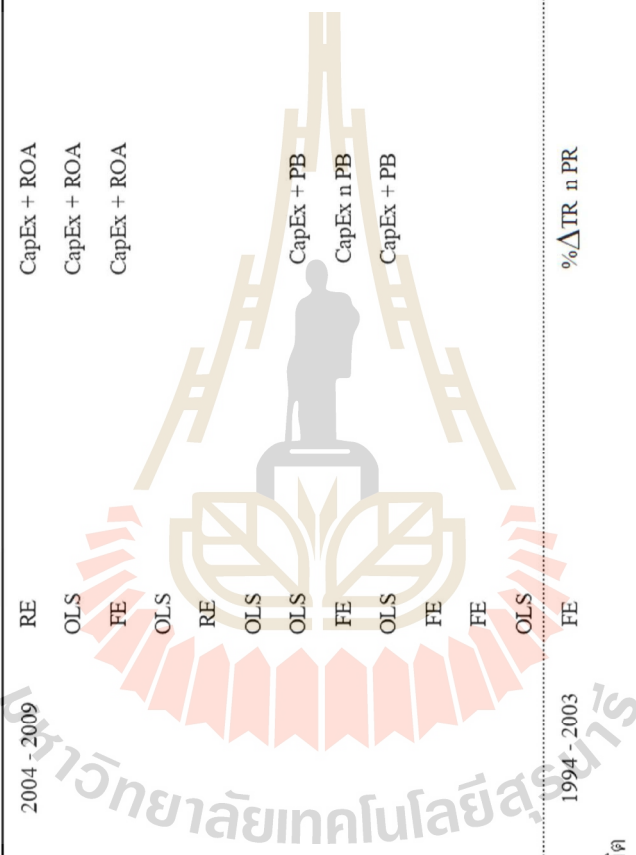
นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย				
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value	
Rodrigues Loncan and Frois	บ.ในตลาด (บราซิล)	2002-2012	FE	ROIC + MB	CapEx n MB		STD - MB	
Caldeira (2014)							LTD - MB	
Saona and San Martin (2016)	บ.ในตลาด ปท. ในลาตินอเมริกา (อาเจนติน่า บราซิล ชิลี โคลัมเบีย เม็กซิโก เปรู)	1997 - 2013	GMM	ROA + MB			TD + MB	
		รวม (ทั้งหมด 2 บทความ)		2	1	-		2
		รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก		2	-	-		1
		รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ		-	-	-		2
		รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ		-	1	-		-
		รวมจำนวนสมการทั้งหมด		2	1	-		3

ตารางที่ ก.13 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ แถบตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย		
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value
Assidi, Aliani, and Omri (2016)	บ.(ตูนิเซีย) บ.ในตลาด บ.นอกตลาด	2000 - 2010	regression	CapEx + ROA CapEx n ROA CapEx n ROA	DE - ROA DE - ROA DE n ROA	DE - ROA DE - ROA DE n ROA
Ramadan and Ramadan (2015)	บ.ในตลาด อุตสาหกรรม การผลิต(จอร์แดน)	2005 - 2013	OLS		LTD - ROA	LTD - ROA
Twaresh (2014)	บ.ในตลาด (ซาอุดีอาระเบีย)	2004 - 2012	FE		STD - ROA LTD - ROA TD - ROA STD n ROE LTD n ROE TD n ROE	STD - ROA LTD - ROA TD - ROA STD n ROE LTD n ROE TD n ROE
			รวม (ทั้งหมด 3 บทความ)	1	-	3
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	1	-	-
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	-	-	7
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	-	2	4
			รวมจำนวนสมการทั้งหมด	-	3	11

ตารางที่ ก.14 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบเอเชียใต้

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	ผลการวิจัย				
			วิธีวิเคราะห์	Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Ahmed Sheikh and Wang (2013)	บ. ในตลาด (ปากีสถาน)	2004 - 2009	RE OLS FE OLS RE OLS OLS FE OLS FE FE OLS	CapEx + ROA CapEx + ROA CapEx + ROA			TD - ROA TD - ROA LTD - ROA LTD - ROA STD - ROA STD - ROA TD - PB TD + PB LTD - PB LTD + PB STD n PB STD n PB
Chowdhury and Chowdhury (2010)	บ. ในตลาด อุตสาหกรรมผลิต (บังกลาเทศ)	1994 - 2003	FE	%ΔTR n PR			LTD n PR





ตารางที่ ก.14 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบเอเชียใต้ (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีการหาที่				ผลการวิจัย				
			Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value	Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value	
Dawar (2014)	บ.ในตลาด (อินเดีย)	2003 - 2012	FE	$\% \Delta TR_n ROA$	FA + ROA	LTD - ROA	$\% \Delta TR_n ROE$	FA + ROE	LTD - ROE	STD - ROA	STD - ROE
Hasan, Ahsan, Rahaman, and Alam (2014)	บ.ในตลาด (บังกลาเทศ)	2007 - 2012	FE			STD - ROA			LTD - ROA	TD - ROA	STD n ROE
Khanna, Sivasava, and Medury (2016)	บ.ในตลาด (อินเดีย)	1993 - 2013	regression			EBIT + ROA			LTD n ROE	TD n ROE	STD n MB
									LTD n MB	TD n MB	TD + ROA

ตารางที่ ก.14 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบเอเชียใต้ (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Rouf (2015)	บ.ในตลาด (บังกลาเทศ)	2008 - 2011	OLS				
				1	3	1	6
			รวม (ทั้งหมด 6 บทความ)	1	5	2	4
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	-	-	-	18
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	-	4	-	9
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่แน่ชัด	1	9	2	31

ตารางที่ ก.15 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบอเมริกาใต้ของทะเลทรายซาสารา

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย		
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value
Collins, Filibus, and Clement (2012)	บ.ในตลาด(ไนจีเรีย)	2005 - 2009	OLS		DE + PR	Debt → Value
					TD n PR	
Olukoyo (2013)	บ.ในตลาด (ไนจีเรีย)	2003 - 2005	FE		TD + MB	
					LTD + MB	
					STD + MB	
					TD n ROA	
					LTD - ROA	
					STD n ROA	
					TD n ROE	
					LTD n ROE	
					STD n ROE	
					TD + MB	
					LTD + MB	
					STD + MB	
					TD - ROA	
					LTD - ROA	
					STD n ROA	

ตารางที่ ก.15 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบแอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	ผลการวิจัย					
			วิธีวิเคราะห์	Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value	
Olukoyo (2013) ต่อ			RE					TD n ROE
								LTD n ROE
								STD n ROE
								TD + MB
								LTD + MB
								STD + MB
								TD n ROA
								LTD - ROA
								STD n ROA
								TD n ROE
								LTD n ROE
								STD n ROE
Salawu, Asaolu, and Yinusa (2012)	น. ในตลาด (ไนจีเรีย) 1990 - 2006		FE			% $\Delta$ TR n ROA	FA - ROA	TD + ROA
								LTD n ROA
						% $\Delta$ TR - ROA	FA - ROA	TD + ROA
								LTD n ROA
						% $\Delta$ TR - ROA	FA n ROA	TD + ROA
								LTD + ROA

ตารางที่ ก.15 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่แถบเอฟริกาใต้ของทะเลทรายซาฮารา (ต่อ)

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	ผลการวิจัย					
			วิธีวิเคราะห์	Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value	
Seetah, Seetah, Appadu, and Padachi (2014)	บ.ในตลาด (มอริเชียส)	2005 - 2011	RE	FCF + ROA	GROW n ROA		TD - ROA	
			FE	FCF n ROE	GROW n ROE		TD n ROE	
			FE	FCF + ROA	GROW n ROA		TD - ROA	
			FCF n ROE	GROW n ROE		TD n ROE		
			FE	FCF n ROA	GROW n ROA		TD - ROA	
บ.ที่ไม่ใช้สถาบันการเงิน			FCF n ROE	GROW n ROE		TD - ROE		
			FCF n ROE	GROW n ROE		TD - ROE		
			FCF n ROE	GROW n ROE		TD - ROE		
	รวม (ทั้งหมด 4 บทความ)		1	2	5	1	4	
	รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก		2	-	-	-	14	
	รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ		-	2	2	2	8	
	รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ		4	7	7	1	19	
	รวมจำนวนสมการทั้งหมด		6	9	9	3	41	

ตารางที่ ก.16 สรุปอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการทั้งประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศตลาดเกิดใหม่

นักวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	เวลาเก็บข้อมูล	วิธีวิเคราะห์	ผลการวิจัย			
				Perf → Value	Grow → Value	Tang → Value	Debt → Value
Yu and Zhao (2014)	บ.ในตลาด (USA และ CA)	1999 - 2011	OLS		CapEx + MB		TD + MB
	21 บก. (ยกเว้น USA และ CA)				CapEx + MB		TD + MB
			รวม (ทั้งหมด 1 บทความ)	-	1	-	1
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางบวก	-	2	-	2
			รวมจำนวนอิทธิพลในทิศทางลบ	-	-	-	-
			รวมจำนวนอิทธิพลที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	-	-	-	-
			รวมจำนวนสมการทั้งหมด	-	2	-	2





ภาคผนวก ข

การใช้ตัวแปรแทนในการวิจัยที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

ตารางที่ ข.1 ตัวอย่างกรอบโครงสร้างเงินทุน

นักวิจัย	- โครงสร้างเงินทุน -									
	TD	LTD	STD	TD	DE	LTD	BD	STD	TRD	
Ahmed Sheikh and Wang (2013)	✓	✓	✓							
Alipour, Mohammadi, and Derakhshan (2015)	✓	✓	✓							
Altan and Arkan (2011)		✓	✓							
Alves, Couto, and Francisco (2015)		✓	✓			✓		✓		
Arosa, Richie, and Schuhmann (2014)		✓	✓			✓				
Arshanapalli and Nelson (2014)	✓									
Assidi, Aliani, and Omri (2016)	✓				✓					
Ariyet (2012)	✓									
Aulová and Hlavsa (2013)	✓		✓							
Basu, Paeglis, and Rahnamaei (2016)	✓		✓							
Berzkahe (2014)	✓		✓							
Burgstaller and Wagner (2015)	✓									
Chadha and Sharma (2015)	✓									
Chang, Chen, and Liao (2014)	✓							✓		
Jiachun Chen (2015)	✓									
Jian Chen, Jiang, and Lin (2014)	✓		✓					✓		
Cheng, Liu, and Chien (2010)	✓									

ตารางที่ ข.1 ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

นักวิจัย	-โครงสร้างเงินทุน-										
	TD	LTD	STD	TD	DE	LTD	BD	STD	TRD		
Chowdhury and Chowdhury (2010)	✓										
Collins, Filibus, and Clement (2012)	✓			✓							
Crespi and Martín-Oliver (2015)	✓										
Dang, Kim, and Shin (2014)	✓										
Danis, Rettl, and Whited (2014)	✓										
Daoud Ellili (2011)	✓										
Daskalakis, Eriotis, Thanou, and Vasiliou (2014)	✓										
Dawar (2014)	✓										
Ebrahim, Girma, Shah, and Williams (2014)	✓										
Fauver and McDonald (2015)	✓										
Fosu, Danso, Ahmad, and Coffie (2016)	✓										
Gao and Zhu (2015)	✓										
García-Meca and Pedro Sánchez-Ballesta (2011)	✓										
A. P. Gómez, Castro, and Ortega (2016)	✓										
G. Gómez, Mena Rivas, and Lizaraburu Bolaños (2014)	✓										
Gottardo and Maria Moisello (2014)							✓				
Gunn and Shackman (2014)										✓	

ตารางที่ ข.1 ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

นักวิจัย	-โครงสร้างเงินทุน-									
	TD	LTD	STD	TD	DE	LTD	BD	STD	TRD	
Ha and Tai (2017)	✓	✓	✓							
Handoo and Sharma (2014)	✓	✓	✓							
Hasan, Ahsan, Rahaman, and Alam (2014)	✓	✓	✓							
Hewa Wellalage and Locke (2015)	✓									
Hong (2017)	✓									
Hossain and Hossain (2015)	✓									
Islam and Khandaker (2015)	✓									
Khanna, Srivastava, and Medury (2016)	✓									
Komera and Lukose P.J (2015)	✓									
Lam, Zhang, and Lee (2013)	✓									
Lee and Kuo (2014)	✓									
Lenma and Negash (2014)	✓									
Liang, Fang Li, and Song (2014)	✓									
Mahesh and Daddikar (2013)					✓					
Mateev, Poutziouris, and Ivanov (2013)										
Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, and Laios (2015)									✓	
O'Brien, David, Yoshikawa, and Delios (2014)				✓						

ตารางที่ ข.1 ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

นักวิจัย	-โครงสร้างเงินทุน-										
	TD	LTD	STD	TD	DE	LTD	BD	STD	TRD		
Öhman and Yazdani (2017)	✓	✓	✓								
Oino and Ukaegbu (2015)	✓	✓	✓								
Olokoyo (2013)	✓	✓	✓								
Onofrei, Tudose, Durdureanu, and Anton (2015)	✓	✓	✓	✓							
Osazuwa and Che-Ahmad (2016)	✓	✓	✓								
Pan, Lin, Lee, and Ho (2015)	✓	✓	✓	✓							
Park and Jang (2013)	✓	✓	✓								
Pomsit, Pandej, and Yixin (2012)	✓	✓	✓	✓							
Ramadan and Ramadan (2015)	✓	✓	✓								
Reddy and Locke (2014)	✓	✓	✓				✓				
Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014)	✓	✓	✓								
Rouf (2015)	✓	✓	✓		✓						
Ruan, Tian, and Ma (2011)	✓	✓	✓								
Salama and Putnam (2015)	✓	✓	✓					✓			
Salawu, Asaolu, and Yinusa (2012)	✓	✓	✓								
San Martín and Saona (2017)	✓	✓	✓							✓	
Saona and San Martín (2016)	✓	✓	✓							✓	

ตารางที่ ข.1 ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

	-โครงสร้างเงินทุน-										
	TD	LTD	STD	TD	DE	LTD	BD	STD	TRD		
Seetanah, Seetah, Appadu, and Padachi (2014)	✓										
Serghiescu and Văidean (2014)	✓			✓							
Smith, Chen, and Anderson (2015)	✓			✓							
Sun, Ding, Guo, and Li (2016)	✓										
Thippayana (2014)	✓									✓	
Tian, Han, and Zhang (2015)	✓										
Tongkong (2012)	✓										
Tse and Rodgers (2014)	✓										
Twairesh (2014)	✓										
Uddin (2015)	✓										
Ukaegbu and Oino (2014)	✓										
Vithessonthi and Tongurai (2015)	✓										
Vo (2017)											
Vo and Ellis (2016)											
Winarto (2015)											
Wu, Guan, and Myers (2014)											
Yang, Lee, Gu, and Lee (2010)	✓										



ตารางที่ ข.1 ตัวแปรแทนโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

	-โครงสร้างเงินทุน-									
	TD	LTD	STD	TD	DE	LTD	BD	STD	TRD	
นักวิจัย										
Yazdanfar and Öhman (2015)	✓	✓	✓						✓	
Yu and Zhao (2014)	✓	✓	✓							
Yusuf, Al-Attar, and Al-Shattarat (2015)										
รวม(จำนวนตัวแปรแทน)	62	33	22	12	9	4	2	1	1	1
(ร้อยละ)	42.5%	22.6%	15.1%	8.2%	6.2%	2.7%	1.4%	0.7%	0.7%	0.7%
(จำนวนตัวแปรแทนทั้งหมด)	146									

**หมายเหตุ:**

- TD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- LTD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- STD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- TD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตลาด
- DE หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- LTD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตลาด
- BD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินของสถาบันการเงินต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตามบัญชี
- STD หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมวัดด้วยมูลค่าตลาด
- TRD หมายถึง อัตราส่วนเจ้าหนี้การค้าต่อสินทรัพย์รวม

ตารางที่ ๑.2 ตัวแปรแทนผลการดำเนินงานและขนาดกิจการ

นักวิจัย	-ผลการดำเนินงาน-										-ขนาดกิจการ-		
	ROA	PM	FCF	ROE	ATurn	MB	MS	TA	TR	Age			
Alipour, Mohammadi, and Derakhshan (2015)	✓				✓			✓					
Alves, Couto, and Francisco (2015)	✓								✓				
Arosa, Richie, and Schuhmann (2014)	✓								✓				
Arshanapalli and Nelson (2014)	✓												
Assidi, Aliani, and Omri (2016)	✓												
Aulová and Hlavsa (2013)	✓												
Burgstaller and Wagner (2015)	✓							✓					
Chadha and Sharma (2015)	✓							✓		✓			
Chang, Chen, and Liao (2014)	✓							✓		✓			
Jiachun Chen (2015)	✓							✓					
Jian Chen, Jiang, and Lin (2014)	✓								✓				
Crespi and Martín-Oliver (2015)	✓							✓					
Dang, Kim, and Shin (2014)	✓							✓					
Danis, Rettl, and Whited (2014)	✓								✓				
Daoud Ellili (2011)										✓			
Daskalakis, Eriotis, Thanou, and Vasiliou (2014)	✓									✓			
Ebrahim, Girma, Shah, and Williams (2014)	✓							✓					

ตารางที่ ๗.2 ตัวแปรแทนผลการดำเนินงานและขนาดกิจการ (ต่อ)

นักวิจัย	-ผลการดำเนินงาน-										-ขนาดกิจการ-			
	ROA	PM	FCF	ROE	ATurn	MB	MS	TA	TR	Age				
Fauver and McDonald (2015)	✓		✓					✓						
Gao and Zhu (2015)								✓						
A. P. Gómez, Castro, and Ortega (2016)		✓							✓					
G. Gómez, Mena Rivas, and Lizaraburu Bolaños (2014)	✓							✓	✓					
Gottardo and Maria Moiselto (2014)	✓						✓		✓					
Gunn and Shacknan (2014)	✓							✓						
Ha and Tai (2017)	✓													
Handoo and Sharma (2014)	✓							✓		✓				
Hewa Wellalage and Locke (2015)	✓							✓						
Hossain and Hossain (2015)	✓													
Islam and Khandaker (2015)	✓								✓					
Komera and Lukose P.J (2015)	✓								✓					
Lam, Zhang, and Lee (2013)									✓					
Lee and Kuo (2014)	✓													
Lemma and Negash (2014)	✓									✓				
Liang, Fang Li, and Song (2014)	✓									✓				
Mateev, Poutziouris, and Ivanov (2013)		✓								✓				

ตารางที่ ข.2 ตัวแปรแทนผลการดำเนินงานและขนาดกิจการ (ต่อ)

นักวิจัย	-ผลการดำเนินงาน-										-ขนาดกิจการ-		
	ROA	PM	FCF	ROE	ATurn	MB	MS	TA	TR	Age			
Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, and Laios (2015)	✓							✓					
O'Brien, David, Yoshikawa, and Delios (2014)			✓										
Öhman and Yazdaniyar (2017)	✓								✓	✓			
Oino and Ukaegbu (2015)								✓					
Onofrei, Tudose, Durdureanu, and Anron (2015)	✓							✓					
Pan, Lin, Lee, and Ho (2015)	✓								✓				
Park and Jang (2013)	✓					✓			✓				
Pornsit, Pandej, and Yixin (2012)	✓							✓					
Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014)	✓							✓		✓			
Salama and Putnam (2015)	✓							✓					
San Martín and Saona (2017)	✓							✓					
Seetanah, Seetah, Appadu, and Padachi (2014)	✓		✓										
Serghiescu and Văidean (2014)	✓				✓								
Smith, Chen, and Anderson (2015)	✓							✓					
Sun, Ding, Guo, and Li (2016)	✓												
Thippayana (2014)	✓							✓					
Tian, Han, and Zhang (2015)	✓							✓		✓			

ตารางที่ ข.2 ตัวแปรผลตอบแทนการดำเนินงานและขนาดกิจการ (ต่อ)

นักวิจัย	-ผลการดำเนินงาน-							-ขนาดกิจการ-			
	ROA	PM	FCF	ROE	A Turn	MB	MS	TA	TR	Age	
Tongkong (2012)	✓							✓			
Tse and Rodgers (2014)	✓							✓		✓	
Uddin (2015)								✓			
Ukaegbu and Oimo (2014)								✓			
Vo (2017)	✓							✓			
Wu, Guan, and Myers (2014)	✓							✓			
Yang, Lee, Gu, and Lee (2010)	✓							✓		✓	
Yusuf, Al-Attar, and Al-Shattarat (2015)	✓							✓			
รวม (จำนวนตัวแปรแทน)	46	5	3	2	2	1	1	36	18	6	
(ร้อยละ)	76.7%	8.3%	5.0%	3.3%	3.3%	1.7%	1.7%	60.0%	30.0%	10.0%	
(จำนวนตัวแปรแทนทั้งหมด)	60										

**หมายเหตุ:**

- ROA หมายถึง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หรือ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน
- PM หมายถึง อัตราส่วนกำไรสุทธิ
- FCF หมายถึง กระแสเงินสดอิสระ หรือ อัตรากระแสเงินสดอิสระต่อสินทรัพย์รวม
- ROE หมายถึง อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- A Turn หมายถึง อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม
- MB หมายถึง อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- MS หมายถึง อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- TA หมายถึง ส่วนแบ่งตลาด
- TR หมายถึง มูลค่าสินทรัพย์รวม
- Age หมายถึง อายุกิจการ

ตารางที่ ๓.3 ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์มีตัวตน

นักวิจัย	-โอกาสในการเติบโต-										-สินทรัพย์มีตัวตน		
	% $\Delta$ TA	MB	CapEx	% $\Delta$ TR	% $\Delta$ OI	InTang	G&A	FA	FA	Tng			
Alipour, Mohammadi, and Derakhshan (2015)	✓			✓					✓				
Alves, Couto, and Francisco (2015)				✓					✓				
Arosa, Richie, and Schuhmann (2014)		✓							✓				
Arshanapalli and Nelson (2014)		✓							✓				
Aulová and Hlavsa (2013)										✓			
Burgstaller and Wagner (2015)								✓					
Chadha and Sharma (2015)								✓					
Chang, Chen, and Liao (2014)							✓						
Jiachun Chen (2015)													
Jian Chen, Jiang, and Lin (2014)				✓									
Crespí and Martín-Oliver (2015)										✓			
Dang, Kim, and Shin (2014)		✓							✓				
Danis, Rettl, and Whited (2014)		✓							✓				
Daskalakis, Eriotis, Thanou, and Vasiliou (2014)	✓									✓			
Ebrahim, Girma, Shah, and Williams (2014)		✓								✓			
Fauver and McDonald (2015)			✓										
Gao and Zhu (2015)		✓								✓			



ตารางที่ ๓.3 ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์มีตัวตน (ต่อ)

นักวิจัย	-โอกาสในการเติบโต-							-สินทรัพย์มีตัวตน		
	% $\Delta$ TA	MB	CapEx	% $\Delta$ TR	% $\Delta$ OI	InTang	G&A	FA	Ing	Tng
A. P. Gómez, Castro, and Ortega (2016)	✓	✓						✓		
G. Gómez, Mena Rivas, and Lizaraburu Bolaños (2014)	✓							✓		
Gottardo and Maria Moissello (2014)	✓							✓		
Handoo and Sharma (2014)	✓							✓		
Hewa Wellalage and Locke (2015)	✓							✓		
Hossain and Hossain (2015)	✓							✓		
Islam and Khandaker (2015)	✓							✓		
Komera and Lukose P.J (2015)								✓		
Lam, Zhang, and Lee (2013)						✓				✓
Lee and Kuo (2014)								✓		
Lenma and Negash (2014)							✓			✓
Liang, Fang Li, and Song (2014)					✓			✓		
Mateev, Poutziouris, and Ivanov (2013)						✓				✓
Merika, Theodoropoulou, Triantafyllou, and Laios (2015)	✓							✓		
Öhman and Yazdanfar (2017)					✓			✓		
Oino and Ukaegbu (2015)	✓							✓		
Onofrei, Tudose, Durdureanu, and Anton (2015)	✓							✓		✓

ตารางที่ ๓.3 ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์มีตัวตน (ต่อ)

นักวิจัย	-โอกาสในการเติบโต-							-สินทรัพย์มีตัวตน		
	% $\Delta$ TA	MB	CapEx	% $\Delta$ TR	% $\Delta$ OI	InTang	G&A	FA	FA	InTang
Pan, Lin, Lee, and Ho (2015)		✓						✓		
Park and Jang (2013)			✓							
Pornsit, Pandej, and Yixin (2012)			✓					✓		
Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014)			✓					✓		
Salama and Putnam (2015)		✓						✓		
San Martín and Saona (2017)								✓		
Serghiescu and Videan (2014)								✓		
Smith, Chen, and Anderson (2015)								✓		
Sun, Ding, Guo, and Li (2016)								✓		
Thippayana (2014)								✓		
Tian, Han, and Zhang (2015)										✓
Tongkong (2012)										
Tse and Rodgers (2014)					✓			✓		
Uddin (2015)										✓
Ukaegbu and Oino (2014)								✓		
Vo (2017)										✓
Wu, Guan, and Myers (2014)										✓

ตารางที่ ๓.3 ตัวแปรแทนโอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์มีตัวตน (ต่อ)

นักวิจัย	-โอกาสในการเติบโต-										-สินทรัพย์มีตัวตน		
	% $\Delta$ TA	MB	CapEx	% $\Delta$ TR	% $\Delta$ OI	InTang	G&A	FA	Tng				
Yang, Lee, Gu, and Lee (2010)	✓	✓	✓					✓	✓			✓	
Yusuf, Al-Attar, and Al-Shattarat (2015)	✓											✓	
รวม(จำนวนตัวแปรแทน)	22	19	6	4	3	3	2	37	12				
(ร้อยละ)	37.3%	32.2%	10.2%	6.8%	5.1%	5.1%	3.4%	75.5%	24.5%				
(จำนวนตัวแปรแทนทั้งหมด)	59										49		

หมายเหตุ:

- % $\Delta$ TA หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม
- MB หมายถึง มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- CapEx หมายถึง อัตราเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม
- % $\Delta$ TR หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ
- % $\Delta$ OI หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน
- InTang หมายถึง อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม
- G&A หมายถึง อัตราค่าใช้จ่ายในการบริหารต่อยอดขายรวม
- FA หมายถึง อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม
- Tng หมายถึง อัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4 ตัวแปรแทนความเสียหายทางธุรกิจ

นักวิจัย	-ความเสียหาย-										
	SdROA	SdOI	R&D	SdROE	ATurn	% $\Delta$ OI	SdNI	SdCF	beta		
Alipour, Mohammadi, and Derakhshan (2015)	✓					✓					
Alves, Couto, and Francisco (2015)	✓		✓								
Arosa, Ritchie, and Schuhmann (2014)	✓										
Burgstaller and Wagner (2015)											
Chadha and Sharma (2015)						✓					
Chang, Chen, and Liao (2014)				✓							
Jian Chen, Jiang, and Lin (2014)				✓							
Dang, Kim, and Shin (2014)											
Danis, Rettl, and Whited (2014)											
Ebrahim, Girma, Shah, and Williams (2014)											
G. Gómez, Mena Rivas, and Lizaraburu Bolaños (2014)									✓		
Gottardo and Maria Moisélo (2014)					✓						
Handoo and Sharma (2014)									✓		
Hewa Wellalage and Locke (2015)					✓						
Lee and Kuo (2014)										✓	
Lemma and Negash (2014)									✓		
Salama and Putnam (2015)			✓								

ตารางที่ ๑.4 ตัวแปรแทนความเสียหายทางธุรกิจ (ต่อ)

นักวิจัย	-ความเสียหาย-									
	SdROA	SdOI	R&D	SdROE	A Turn	% $\Delta$ OI	SdNI	SdCF	beta	
Thippayana (2014)	✓									
Tse and Rodgers (2014)		✓								
Uddin (2015)		✓								
Ukaegbu and Oino (2014)		✓								
Wu, Guan, and Myers (2014)		✓								
Yang, Lee, Gu, and Lee (2010)		✓								
Yusuf, Al-Attar, and Al-Shattarat (2015)		✓								
รวม (จำนวนตัวแปรแทน)	9	5	4	2	2	3	1	1	1	1
(ร้อยละ)	32.1%	17.9%	14.3%	7.1%	7.1%	10.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
(จำนวนตัวแปรแทนทั้งหมด)	28									

**หมายเหตุ:**

- SdROA หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม
- SdOI หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรสุทธิ
- R&D หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรจากการดำเนินงาน
- SdROE หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรต่อหุ้น
- A Turn หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
- % $\Delta$ OI หมายถึง อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม
- SdNI หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน
- SdCF หมายถึง ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกระแสเงินสด
- beta หมายถึง สัมประสิทธิ์เบต้าหรือความถ่วงที่เป็นระบบ

ตารางที่ ข.5 ตัวแปรแทนสภาพคล่อง

นักวิจัย	-สภาพคล่อง-				
	CR	CASH	WCTA	QR	NWC
Alipour, Mohammadi, and Derakhshan (2015)	✓		✓		
Arosa, Richie, and Schuhmann (2014)	✓				
Aulová and Hlavsa (2013)	✓				
Burgstaller and Wagner (2015)			✓		
Chadha and Sharma (2015)	✓				
Jiachun Chen (2015)	✓				
Crespí and Martín-Oliver (2015)		✓			
Fauver and McDonald (2015)		✓			
G. Gómez, Mena Rivas, and Lizaraburu Bolaños (2014)	✓				
Gottardo and Maria Moisello (2014)	✓				✓
Handoo and Sharma (2014)	✓				
Hossain and Hossain (2015)	✓				
Liang, Fang Li, and Song (2014)	✓				
Mateev, Poutziouris, and Ivanov (2013)	✓				
Öhman and Yazdanfar (2017)	✓				
Onofrei, Tudose, Durdureanu, and Anton (2015)	✓				
Pan, Lin, Lee, and Ho (2015)		✓			
Park and Jang (2013)				✓	✓
Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014)		✓			
Ukaegbu and Omo (2014)					ไม่ได้ระบุ
Vo (2017)	✓				
Yusuf, Al-Attar, and Al-Shattarat (2015)			✓		
รวม (จำนวนตัวแปรแทน)	14	4	4	1	1
(ร้อยละ)	56.0%	16.0%	16.0%	4.0%	4.0%
(จำนวนตัวแปรแทนทั้งหมด)			25		

**หมายเหตุ:**

- CR หมายถึง อัตราส่วนทุนหมุนเวียน
- CASH หมายถึง อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม
- WCTA หมายถึง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม
- QR หมายถึง อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว
- NWC หมายถึง เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ



ตารางที่ ข.6 ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ

นักวิจัย	-มูลค่ากิจการ-										
	ROA	MB	ROE	PM	Price	PB	EPS	StkRe	MTA	MVA	
Ahmed Sheikh and Wang (2013)	✓					✓					
Altan and Arkan (2011)									✓		
Assidi, Aliani, and Omri (2016)	✓										
Ariyet (2012)										✓	
Basu, Paeglis, and Rahnamaei (2016)			✓								
Berzkahe (2014)			✓								
Cheng, Liu, and Chien (2010)			✓								
Chowdhury and Chowdhury (2010)					✓						
Collins, Filbus, and Clement (2012)											
Dawar (2014)											
Fosu, Danso, Ahmad, and Coffie (2016)											
García-Meca and Pedro Sánchez-Ballesta (2011)		✓									
Ha and Tai (2017)		✓									
Hasan, Ahsan, Rahaman, and Alam (2014)	✓		✓								
Hong (2017)											
Khanna, Srivastava, and Medury (2016)	✓										
Maresh and Daddikar (2013)	✓		✓	✓						✓	

ตารางที่ ข.6 ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ (ต่อ)

นักวิจัย	-มูลค่ากิจการ-										
	ROA	MB	ROE	PM	Price	PB	EPS	StkRe	MTA	MVA	
O'Brien, David, Yoshikawa, and Delios (2014)		✓									
Olokoyo (2013)	✓	✓	✓		✓						
Osazuwa and Che-Ahmad (2016)		✓									
Park and Jang (2013)		✓									
Ramadan and Ramadan (2015)		✓									
Reddy and Locke (2014)		✓									
Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014)		✓									
Rouf (2015)		✓									
Ruan, Tian, and Ma (2011)		✓									
Salawu, Asaolu, and Yinusa (2012)		✓									
Saona and San Martín (2016)		✓									
Seetanah, Seetah, Appadu, and Padachi (2014)	✓		✓								
Twairesh (2014)	✓		✓								
Vithessonthi and Tongurai (2015)	✓										
Vo and Ellis (2016)										✓	
Winarto (2015)						✓					
Yazdanfar and Öhman (2015)	✓										

ตารางที่ ข.6 ตัวแปรแทนมูลค่ากิจการ (ต่อ)

นักวิจัย	-มูลค่ากิจการ-										
	ROA	MB	ROE	PM	Price	PB	EPS	StkRe	MTA	MVA	
Yu and Zhao (2014)	✓										
รวม (จำนวนตัวแปรแทน)	16	13	8	3	3	2	1	1	1	1	
(ร้อยละ)	32.7%	26.5%	16.3%	6.1%	6.1%	4.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
(จำนวนตัวแปรแทนทั้งหมด)	49										

## หมายเหตุ:

- ROA หมายถึง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หรืออัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน
- MB อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
- ROE หมายถึง อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น
- PM อัตราส่วนกำไรสุทธิ
- Price หมายถึง ราคาหุ้นสามัญ
- PB หมายถึง อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นสามัญ
- EPS หมายถึง กำไรสุทธิต่อหุ้น
- StkRe หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่ไม่ปกติ
- MTA หมายถึง มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม
- MVA หมายถึง มูลค่าตลาดเพิ่มทางการตลาด

## ประวัติผู้เขียน

นางชนิศา มณีรัตน์รุ่งโรจน์ อาศัยอยู่บ้านเลขที่ 911 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง  
จังหวัดนครราชสีมา

ประวัติการศึกษา สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาวิชาการบริหารงาน  
อุตสาหกรรม จากมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ในปีการศึกษา 2534 บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ จาก Middle Tennessee State University ในปีการศึกษา 2538 และ  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี-ระบบสารสนเทศ จาก Middle Tennessee State University  
ในปีการศึกษา 2539 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาเทคโนโลยีการ  
จัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี ในปีการศึกษา 2556

ประวัติการทำงาน ปี พ.ศ. 2535 เป็นเจ้าหน้าที่ฝ่ายวางแผนการผลิต บริษัทโตลไทยแลนด์  
จำกัด และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540 – ปัจจุบัน เป็นอาจารย์ประจำสาขาวิชาเทคโนโลยีการจัดการ สำนักวิชา  
เทคโนโลยีสังคม มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี



มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี