

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

The Relationship of Capital Structure on Firm Value and Profitability
of Listed Companies in Market for Alternative Investment (MAI)

พุทธิมน เพชรคง

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชีอาวุโส เคพีเอ็มจี ภูมิไชย สอบบัญชี จำกัด

Puttimon Phetkong

Senior Auditor KPMG Phoomchai Audit Ltd.

ภวัต ยุพากรณ์, CPA, ASEAN CPA

รองประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัท เจเนอรัล เบเวอเรจ จำกัด

Bhawat Yupabhorn, CPA, ASEAN CPA

Vice President-General Beverage Company Limited

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

พุทธิมน เพชรคง

ผู้ช่วยผู้สอบบัญชีอาวุโส

เคพีเอ็มจี ภูเก็ต สอบบัญชี จำกัด

ภวัฏ ยุพากรณ์, CPA, ASEAN CPA

รองประธานเจ้าหน้าที่บริหาร

บริษัท เจเนอรัล เบเวอเรจ จำกัด

วันที่ได้รับบทความฉบับ: 15 พฤศจิกายน 2562

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 6 ธันวาคม 2562

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 9 ธันวาคม 2562

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร โดยการวิเคราะห์ข้อมูล 491 ตัวอย่างจาก 125 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ การก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง (Tax shield) ทำให้ภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่าภาระต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน จึงทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง

คำสำคัญ: โครงสร้างทุน มูลค่ากิจการ ความสามารถในการทำกำไร

The Relationship of Capital Structure on Firm Value and Profitability of Listed Companies in Market for Alternative Investment (MAI)

Puttimon Phetkong

Senior Auditor

KPMG Phoomchai Audit Ltd.

Bhawat Yupabhorn, CPA, ASEAN CPA

Vice President-General

Beverage Company Limited

Received: November 15, 2019

Revised: December 6, 2019

Accepted: December 9, 2019

ABSTRACT

This study has an objective to analyze an effect of capital structure on firm value and profitability by observing 491 firm-year from 125 firms listed in Market for Alternative Investment (MAI) of Thailand between 2012 and 2016. Results show that a capital structure measured by the debt-to-assets ratio positively affects firm value, but negatively affects profitability. It implies that debt would benefit a firm from tax saving (Tax shield) so as to reduce financial burden as a result of higher firm value. When a company, however, performs lower returns than its financial costs and operating expenses; its profitability is decreased.

***Keywords:** Capital structure, Firm value, Profitability*

การจัดการและการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนถือเป็นการตัดสินใจด้านการเงินที่สำคัญสำหรับทุกบริษัท เนื่องจากการจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาดำเนินงานและผลิตสินค้าและบริการ รวมถึงความต้องการของบริษัทที่จะมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด โดยทั่วไปโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะมาจากสองแหล่งคือ การกู้ยืมเงินซึ่งจะทำให้บริษัทเกิดหนี้สิน และจากการใช้เงินทุนส่วนของเจ้าของบริษัท (Abor, 2007) กล่าวคือ บริษัทสามารถเลือกโครงสร้างทุนในรูปแบบที่หลากหลาย ทั้งการกู้ยืมเงินเป็นจำนวนมากหรือจำนวนน้อย ๆ การออกตราสารหนี้, warrants หุ้นกู้แปลงสภาพ หรือการใช้เงินทุนจากเจ้าของบริษัทไม่ว่าจะเป็นการออกหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิ อย่างไรก็ตาม การใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของนั้น บริษัทต้องคำนึงถึงมูลค่าตลาด (Market Value) ของกิจการ จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากิจการที่ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินจะมีมูลค่าของกิจการ (Firm Value) ที่ดีกว่ากิจการที่เลือกแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียว (ภาชีการออมการลงทุนและการระดมทุนในตลาดการเงินของไทย, 2544) เนื่องจากบริษัทสามารถนำประโยชน์จากการลดหย่อนภาษีที่เกิดขึ้นไปลดภาระทางภาษีทำให้เสียภาษีน้อยลง (Tax Shield from Debt) และช่วยลดต้นทุนทางการเงินของบริษัท ทำให้บริษัทมีผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้น ดังนั้น จากประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้บริษัทจึงนิยมระดมทุนด้วยวิธีการนี้ ดังเช่นการศึกษาของ Mesquita and Lara (2003) ที่ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรในประเทศบราซิลพบว่า อัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับหนี้สินระยะสั้น และส่วนของผู้อถือหุ้น แต่ทั้งนี้หากบริษัทมีการก่อหนี้มากเกินไป จะมีความเสี่ยงในการล้มละลายสูงขึ้นและก่อให้เกิดปัญหาสภาพคล่อง นำไปสู่ปัญหาเรื่องการผิดนัดชำระหนี้ในที่สุด ซึ่งเป็นการกดดันราคาหุ้นของบริษัทให้ลดต่ำลงได้ ความเสี่ยงของผู้อถือหุ้นจะสูงขึ้น และผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นคาดว่าจะได้รับจะสูงขึ้นตามไปด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) หากบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital: WACC) จะลดลง ทำให้ผู้อถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้และทำให้ผู้อถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงขึ้นได้

ส่วนใหญ่เป้าหมายหลักที่ทุกบริษัทต้องการคือการมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สามารถสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้อถือหุ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันในสภาพแวดล้อมทางการแข่งขันที่บริษัทเผชิญอยู่ (Abor, 2005) ดังนั้น ผู้บริหารต้องจัดโครงสร้างเงินทุนโดยต้องเลือกระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นตาม Trade-off Theory และหาจุดที่เหมาะสมของสัดส่วนโครงสร้างทุนระหว่างหนี้สินและทุน บริษัทสามารถจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้ได้จากการกู้ยืมเงินผ่านสถาบันการเงินหรือการระดมทุนจากภาคประชาชนโดยการออกหุ้นกู้หรือตราสารหนี้ หรือจากแหล่งภายในที่มาจากส่วนของ

ภาครัฐได้เล็งเห็นความสำคัญของการระดมเงินทุนเพื่อรองรับเศรษฐกิจไทยที่เติบโตขึ้น จึงมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงทำให้บริษัทสามารถระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อใช้ในการลงทุนและดำเนินธุรกิจได้ตามต้องการ โดยไม่มีการระดมเงินกู้และสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเปรียบเสมือนสื่อกลางที่ทำให้ผู้ที่มีเงินออมหรือผู้ที่ต้องการลงทุนและบริษัทหรือผู้ต้องการเงินทุนได้มาพบกัน จึงทำให้การออมและการลงทุนดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ และยังเป็นการสนับสนุนการพัฒนาธุรกิจโดยตรง อย่างไรก็ตามบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้นั้น จะต้องเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป จึงก่อให้เกิดความเสียเปรียบแก่บริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีทุนจดทะเบียนไม่ถึง 300 ล้านบาทที่ต้องการระดมเงินทุน จึงทำให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้ดำเนินงานตามวัตถุประสงค์เท่าที่ควร ดังนั้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) ขึ้นในวันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2544 เพื่อเปิดโอกาสให้แก่บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพในการเติบโตในอนาคตและมีทุนจดทะเบียนตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป

สามารถเข้ามาระดมเงินทุนจากภาคประชาชนโดยตรง จึงช่วยให้บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารต้นทุนทางการเงินได้มากขึ้น และรองรับความไม่แน่นอนทางภาวะเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต จากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินทำให้บริษัทต้องจ่ายดอกเบี้ยแม้ว่าจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานก็ตาม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558) โดยตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนในปี 2559 มีทั้งสิ้น 134 บริษัท ซึ่งบางบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อาจย้ายไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET ได้เมื่อมีการเติบโตของทุนจดทะเบียนมากขึ้น ฉะนั้นการที่มีบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มจำนวนขึ้นทุกปีและมีทุนจดทะเบียนที่เพิ่มขึ้นในบางบริษัทนั้นแสดงให้เห็นว่าบริษัทสามารถขยายกิจการให้เจริญเติบโตได้มากขึ้น และแสดงถึงประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรที่ดี บ่งบอกถึงการเติบโตได้ต่อไปในอนาคต ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

■ ทบทวนวรรณกรรม

บริษัทสามารถเลือกใช้แหล่งเงินทุนได้จากหลายแหล่ง ซึ่งแต่ละแหล่งนั้นมีต้นทุนที่ต่างกัน ทำให้กิจการที่จัดหาเงินทุนโดยไม่มีการก่อกั้นเข้าใจว่า โครงสร้างทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงนั้น ตลาดเป็นตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ เนื่องจากมีการเก็บภาษีทำให้มูลค่ากิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อกั้นอาจจะมากกว่ามูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการไม่ก่อกั้น อีกทั้งมีปัญหาต้นทุนด้านการเงิน (Financial Distress Problem) และปัญหาเรื่องตัวแทน (Agency Problem) ซึ่งเป็นนัยว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของบริษัท (นพรัตน์ ทรัพย์อดุลชัย, 2547)

Kraus and Litzenberger (1973) ได้เสนอทฤษฎี Trade-off Theory หรือ ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย เป็นครั้งแรกกล่าวว่า การหาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) เพื่อให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุดนั้น บริษัทต้องเปรียบเทียบผลประโยชน์และความเสี่ยง (Trade-off) ที่ได้รับการก่อกั้น ต่อมาการศึกษาของ Myers (1977) พบว่า การก่อกั้นเพิ่มขึ้น แม้จะได้รับผลประโยชน์จากการลดภาระทางภาษี หากแต่เป็นการเพิ่มความเสี่ยงและเผชิญกับภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Cost) หรือเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น และหากบริษัทมีการก่อกั้นมากขึ้นทำให้ต้นทุนส่วนนี้เพิ่มขึ้นจนกระทั่งมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับจากภาษี ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ดังนั้นแต่ละบริษัทจึงมีสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดที่แตกต่างกัน โดยต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อกั้นและต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย (เนาวรัตน์ ศรีพนากุล, 2558) แต่ทฤษฎีนี้ยังไม่สามารถบอกถึงระดับของโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้

Myer and Majluf (1984) ได้นำเสนอทฤษฎี Pecking Order Theory ซึ่งอธิบายถึงปรากฏการณ์ว่าการระดมทุนด้วยตราสารทุนจะไม่ได้ได้รับความนิยมมากนัก เนื่องจากถ้าบริษัทออกหุ้นใหม่จะทำให้นักลงทุนมองว่าหุ้นของบริษัทกำลังมีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง (Overvalued) และผู้บริหารจะกอบโกยกำไรจากการออกหุ้นใหม่ จนในที่สุดนักลงทุนจะไม่สนใจในหุ้นของบริษัทนั้น ซึ่งทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานสองข้อ คือ ผู้บริหารรู้ถึงข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุนภายนอก และผู้บริหารจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งจากทฤษฎีดังกล่าวจะทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ขึ้น เพื่อแก้ปัญหานี้ Myer and Majluf (1984) ได้เสนอว่า ผู้บริหารควรจัดหาเงินทุนโดยหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด กล่าวคือ บริษัทควรจัดหาเงินทุนโดยใช้เงินทุนภายในกิจการก่อนใช้หนี้สินและออกหุ้นเพิ่มทุนตามลำดับ

นอกจากนี้ ในอดีตยังมีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์โครงสร้างของเงินทุนกับมูลค่ากิจการมากมาย แต่ยังไม่สามารถหาข้อสรุปได้ว่าสัดส่วนโครงสร้างทุนแบบใดเหมาะสม (Optimal Capital Structure) หรือบริษัทควรก่อหนี้ในสัดส่วนเท่าใดเพื่อให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น Weston and Brighton (1992) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะต้องสามารถเพิ่มมูลค่าตลาดของหุ้นจดทะเบียนของบริษัทได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Brealey and Myers (2003) ที่กล่าวว่า การตัดสินใจเลือกโครงสร้างเงินทุนนั้นจะขึ้นอยู่กับราคาหุ้น เนื่องจากบริษัทสามารถออกหุ้นได้จำนวนมากเพื่อระดมทุน แต่ในความเป็นจริงบริษัทกลับมองหาสัดส่วนที่เหมาะสมทั้งการระดมทุนโดยการก่อหนี้และแบบไม่ก่อหนี้เพื่อสร้างมูลค่าตลาดให้สูงขึ้น ซึ่งเป็นไปตามข้อสมมติฐานของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Pecking Order ที่กล่าวว่า บริษัทที่สามารถสร้างผลกำไรได้และมีผลตอบแทนที่สูงจะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงได้ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไร เช่น การศึกษาของ Friend and Lang (1988) ที่ได้ศึกษาบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา และ Kester (1986) ที่ได้ศึกษาการเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนระหว่างบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศญี่ปุ่น ซึ่งพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งมีผลการศึกษาที่สอดคล้องกับการศึกษาของ Rajan and Zingales (1995) ที่ศึกษาบริษัทในกลุ่มประเทศ G7 และ Wald (1999) ที่ศึกษาโครงสร้างทุนของบริษัทในประเทศฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา

Mesquita and Lara (2003) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในประเทศบราซิล ระหว่างปี ค.ศ. 1995 – 2001 โดยใช้ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแทนโครงสร้างเงินทุน และใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนของความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวมและอัตราส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แต่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ซึ่งกล่าวได้ว่าหากบริษัทมีหนี้สินจำนวนมากจะทำให้มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวมไม่มีนัยสำคัญกับแบบจำลอง จึงตัดออกจากการวิเคราะห์ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (1998), Majumdar and Chhibber (1999), Khishnan and Moyer (1997) และ Gleason et al. (2000) ที่พบว่า หนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไร

Abor (2005) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศกานา ระหว่างปี ค.ศ. 1998 – 2002 โดยใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร และใช้อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage Ratio) เป็นตัวแทนสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้รวมต่อสินทรัพย์ โดยมีตัวแปรควบคุมคือขนาดของกิจการซึ่งวัดจากลอการิทึมของยอดขายและอัตราการเติบโตของยอดขาย ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ด้านลบกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แสดงว่าบริษัทควรจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้โดยเป็นหนี้ระยะสั้นเนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำกว่าหนี้ระยะยาว

นพรัตน์ ทรัพย์อดุลชัย (2547) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างทางการเงินซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนของผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเงินกับราคาตลาดซึ่งสะท้อนมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นสถาบันการเงิน ระหว่างปี พ.ศ.2543 – 2545 ซึ่งพบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรเพียงปัจจัยเดียว ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้สูงจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรต่ำ นอกจากนี้ งานวิจัยของรัฐดิพร กมลกิจเจริญ (2552) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ยกเว้นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน ระยะเวลา 4 ปี ระหว่าง พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ.2550 โดยใช้แนวทางการศึกษาที่อ้างอิงจาก Abor (2005) และได้เพิ่มอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มาเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร นอกจากการใช้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นอย่างเดียว พบว่าอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนทุกตัวมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับความสามารถในการทำกำไร แสดงว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้สูง ไม่ว่าจะเป็นหนี้สินระยะสั้น หรือหนี้สินระยะยาว ต่างมีผลทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง ขณะที่ คมกริช สิงห์ใจ (2550) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2546 – 2548 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวแทนของโครงสร้างทุนกับดัชนีรายการคงค้างซึ่งเป็นตัวแทนของคุณภาพกำไรพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กัน

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่านอกจากโครงสร้างทุนแล้วยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรด้วยเช่นเดียวกัน การศึกษาอิสระฉบับนี้จึงกำหนดให้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของกิจการ (Firm Size) และอัตราการเติบโต (Growth) เป็นตัวแปรควบคุม

■ วิธีการวิจัย

การศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้ข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ.2555 – 2559 โดยยกเว้นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน จึงทำให้คงเหลือกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 125 บริษัท ดังนั้นจะมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมดจำนวน 491 ตัวอย่าง ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ Panel Data ที่เป็นข้อมูลสาธารณะ ซึ่งสามารถรวบรวมได้จากจากงบการเงิน (Financial Statements) เว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.settrade.com) ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และฐานข้อมูล EIKON (datastream)

งานวิจัยนี้มีสมมติฐานแยกตามการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการที่ได้มาจากการทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการสมมติฐานสำหรับการทดสอบโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 5 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

การศึกษานี้ ใช้แนวคิดจากงานวิจัยของ Abor (2007) การศึกษาโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ และจากการศึกษาของ รัฐดิพร (2552) การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยดัชนีที่ใช้เพื่อสะท้อนสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนและเป็นตัวแปรต้นคือ Leverage Ratio ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม, และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีความถดถอยในแบบคงที่ (Fixed-effects Model) เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ซึ่งใช้ Tobin's Q เป็นตัวแทนในการวัดมูลค่ากิจการ และผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) โดยมีการควบคุมตัวแปร (Control Variable) ในด้านขนาดของกิจการ (Firm Size) ซึ่งแทนค่าด้วยลอการิทึม (Logarithm) ของสินทรัพย์รวม และอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท (Sales Growth)

การศึกษานี้ สามารถเขียนแบบจำลองที่แยกตามการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ โดยอ้างอิงจากการศึกษาของ Al-Najjar and Anfimiadou (2012) ในการวัดมูลค่ากิจการจะใช้ Tobin's q เป็นตัวแทน และใช้ตัวแปรควบคุมตามการศึกษานี้ โดยสามารถเขียนแบบจำลองสมการถดถอยที่ใช้ในการประมาณค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการได้ดังนี้

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SDA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{SG}_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LDA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{SG}_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{DA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{SG}_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

โดยกำหนดให้ Tobin's Q คือค่าที่วัดมูลค่าของกิจการ; $SDA_{i,t}$ คืออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์; $LDA_{i,t}$ คืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์; $DA_{i,t}$ คืออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์; $ROA_{i,t}$ คือผลตอบแทนต่อสินทรัพย์; $SIZE_{i,t}$ คือขนาดของกิจการ; $SG_{i,t}$ คืออัตราการเติบโตของยอดขาย

สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร การศึกษานี้ใช้ตัวแปรตามแนวทางการศึกษาของ รัฐติพร (2552) คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เนื่องจากสามารถแสดงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทแทนการใช้ ROE ที่สะท้อนกำไรจากเงินลงทุนของผู้ถือ ซึ่งสามารถเขียนแบบจำลองสมการถดถอยที่ใช้ในการประมาณค่าที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไรได้ดังนี้

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SDA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LDA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + e_{i,t} \quad (5)$$

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 SG_{i,t} + e_{i,t} \quad (6)$$

โดยกำหนดให้ $ROA_{i,t}$ คืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์; $SDA_{i,t}$ คืออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์; $LDA_{i,t}$ คืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์; $DA_{i,t}$ คืออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์; $SIZE_{i,t}$ คือขนาดของกิจการ; $SG_{i,t}$ คืออัตราการเติบโตของยอดขาย

■ ผลการศึกษา

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรเบื้องต้นจากจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 491 ตัวอย่าง ซึ่งจะเห็นว่ามูลค่าของบริษัท (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ยที่ต่ำเท่ากับ 2.095 แต่พบว่ามีค่าสูงสุดอยู่ที่ 15.259 ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่มีมูลค่าบริษัทที่ต่ำ

ตารางที่ 1 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin's Q	491	2.095	1.884	0.000	15.259
SDA	491	0.153	0.173	0.000	1.178
LDA	491	0.052	0.089	0.000	0.621
DA	491	0.205	0.201	0.000	1.178
ROA	491	0.031	0.147	-1.324	0.288
Size	491	20.653	0.798	17.924	24.449
Growth	491	0.161	0.965	-0.999	11.505

สำหรับตัวแปรโครงสร้างทุนที่เป็นตัวแปรอิสระนั้นพบว่าโดยส่วนใหญ่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างทุนที่เกิดจากการกู้ยืมที่ต่ำ โดยจากตัวแปร DA (Total Debt/Total Asset) จะพบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ต่ำเท่ากับ 0.205 โดยมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.000 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 1.178 และโดยส่วนใหญ่เป็นการกู้ยืมจากหนี้สินระยะสั้น มากกว่าหนี้สินระยะยาว จากค่าเฉลี่ยของตัวแปร SDA (Short-term Debt/Total Asset) ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตัวแปร LDA (Long-term Debt/Total Asset) โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.153 และ 0.052 ตามลำดับ

ในส่วนของตัวแปรควบคุมนั้น พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.031 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.324 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.288 ขนาดของกิจการมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 20.653 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 17.924 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 24.449 การเติบโตของยอดขายของบริษัทพบว่ามีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.999 ค่าสูงสุดเท่ากับ 11.505 และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.161

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 2 - 4 พบว่าตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และตัวแปรอัตราการเติบโตของยอดขาย มีความสัมพันธ์ทิศทางเป็นบวกกับมูลค่าของกิจการ นั่นหมายความว่าหากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี จะเป็นเหตุที่สอดคล้องกับการเติบโตของบริษัทที่ขยายตัวสูงขึ้น สำหรับตัวแปรอัตราส่วนทางโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวมนั้นมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับมูลค่าของบริษัท รวมไปถึงขนาดของกิจการที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของกิจการ แต่ทั้งนี้จากงานวิจัยที่ผ่านมา ตัวแปรขนาดของกิจการน่าจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการแต่กลับได้ค่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบ อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้นเป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์และการแปรผันร่วมกันในเพียงเบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งแต่ละปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการนั้นอาจจะมีความสัมพันธ์ร่วมกับปัจจัยอื่น ดังนั้นจึงต้องทำการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ต่อไป

สำหรับการทดสอบปัญหา Multicollinearity หรือปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance ที่ใกล้เคียง 1 ดังนั้นจึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ในแต่ละแบบจำลองได้

ตารางที่ 2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 1

	Tobin's Q	SDA	ROA	SIZE	GROWTH
Tobin's Q	1.000				
SDA	-0.146	1.000			
ROA	0.016	-0.198	1.000		
SIZE	-0.196	0.255	0.015	1.000	
GROWTH	0.006	-0.025	-0.006	0.221	1.000

ตารางที่ 3 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 2

	Tobin's Q	LDA	ROA	SIZE	GROWTH
Tobin's Q	1.000				
LDA	-0.083	1.000			
ROA	0.016	-0.001	1.000		
SIZE	-0.196	0.456	0.015	1.000	
GROWTH	0.006	0.071	-0.006	0.221	1.000

ตารางที่ 4 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 3

	Tobin's Q	DA	ROA	SIZE	GROWTH
Tobin's Q	1.000				
DA	-0.163	1.000			
ROA	0.016	-0.171	1.000		
SIZE	-0.196	0.421	0.015	1.000	
GROWTH	0.006	0.010	-0.006	0.221	1.000

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

จากตารางที่ 5 – 7 พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรนั้นมีเพียงขนาดของกิจการ และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรนั้น ประกอบด้วยตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินรวม และอัตราการเติบโตของยอดขาย

ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินที่เป็นตัวแทนของโครงสร้างทุนนั้น สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา (นพรัตน์, 2547; Kester,1986; Mesquita & Lara, 2003) ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้น มีการก่อหนี้สูงเกินกว่าประโยชน์ที่จะได้รับจากการประหยัดภาษี อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้นเป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์ร่วมกันในเพียงเบื้องต้นเท่านั้น ต้องมีการวิเคราะห์เชิงถดถอยต่อไป

การทดสอบปัญหา Multicollinearity หรือปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance ที่ใกล้เคียง 1 ดังนั้นจึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ในแต่ละแบบจำลองได้

ตารางที่ 5 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 4

	ROA	SDA	SIZE	GROWTH
ROA	1.000			
SDA	-0.198	1.000		
SIZE	0.016	0.255	1.000	
GROWTH	-0.007	-0.025	0.221	1.000

ตารางที่ 6 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 5

	ROA	LDA	SIZE	GROWTH
ROA	1.000			
LDA	-0.001	1.000		
SIZE	0.016	0.456	1.000	
GROWTH	-0.007	0.071	0.221	1.000

ตารางที่ 7 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของแบบจำลองที่ 6

	ROA	DA	SIZE	GROWTH
ROA	1.000			
DA	-0.171	1.000		
SIZE	0.016	0.422	1.000	
GROWTH	-0.007	0.010	0.221	1.000

การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและมูลค่ากิจการ

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนกับมูลค่าของกิจการ

Variables	Dependent Variable : Tobin's Q		
	Model 1 (t-statistics)	Model 2 (t-statistics)	Model 3 (t-statistics)
Constant	29.9832*** (3.9453)	29.3105*** (4.0768)	30.9449*** (3.9990)
SDA	2.1015*** (0.7956)		
LDA		-0.5156 (1.3448)	
DA			1.5908** (0.7268)
ROA	0.1813 (0.6562)	-0.0974 (0.6554)	1.1578 (0.6597)
SIZE	-0.3670*** (0.1916)	-1.3172*** (0.1984)	-1.4138*** (0.1951)
GROWTH	0.1168 (0.0928)	0.1177 (0.0937)	0.1130 (0.0931)
R-square	0.1378	0.1215	0.1326
F-statistic	14.46***	12.52***	13.84***

หมายเหตุ *** p<0.01, ** p<0.05

จากตารางที่ 8 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1-3 ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมนั้น มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.1015 ณ ระดับนัยความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abor (2005) อันเนื่องมาจากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้นั้น ทำให้กิจการได้ผลประโยชน์ทางภาษีและการที่แหล่งเงินทุนจากหนี้สินระยะสั้นนั้นส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นไปได้ว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กล้วน มีความต้องการเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนเพื่อใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งเป็นการเพิ่มมูลค่าของกิจการไปด้วย

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ ดังนั้นจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าการที่กิจการมีการจัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวนั้น นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นได้คาดหวังไว้อยู่แล้ว ดังนั้นการจัดหาแหล่งเงินทุนดังกล่าวจึงไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการซึ่งวัดจากมูลค่าหุ้นแต่อย่างใด

สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.5908 ณ ระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 95 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Stulz (1990) ที่พบว่าการมีสัดส่วนหนี้ที่สูงจะเป็นการเพิ่มวินัยให้กับผู้บริหารเนื่องจากลดกระแสเงินสดส่วนเกินได้ นักลงทุนจึงตอบสนองทางบวกโดยสะท้อนผ่านทางมูลค่าหุ้นและส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้น มีการบริหารงานเป็นลักษณะครอบครัวเนื่องจากเป็นธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ทำให้ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นบุคคลในครอบครัว ดังนั้นการที่กิจการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์อาจได้ไม่มากนักจึงต้องมีการจัดหาทุนจากการก่อหนี้ ประกอบกับการก่อหนี้ทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษี (Tax shield) ส่งผลให้กิจการมีการชำระภาษีที่ลดลงอันส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังสอดคล้องกับทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off Theory) ที่กล่าวว่ากิจการควรมีโครงสร้างของเงินทุนทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมเพื่อให้มีมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด แต่ทั้งนี้ กิจการไม่ควรก่อหนี้ที่มากเกินไปเนื่องจากการก่อหนี้เป็นการเพิ่มความเสี่ยงและเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนและความสามารถในการทำกำไร

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

Variables	Dependent Variable : ROA		
	Model 4 (t-statistics)	Model 5 (t-statistics)	Model 6 (t-statistics)
Constant	0.0074 (0.3156)	-0.0333 (0.3265)	-0.1134 (0.3181)
LDA		-0.1084 (0.1075)	
DA			-0.1846*** (0.0570)
SIZE	0.0024 (0.0153)	0.0033 (0.0159)	0.0087 (0.0155)
GROWTH	0.0182** (0.0074)	0.0188** (0.0074)	0.0185** (0.0083)
R- square	0.0425	0.0222	0.0470
F-statistic	5.36***	2.75**	5.96***
หมายเหตุ *** p<0.01, ** p<0.05			

จากตารางที่ 9 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 4-6 ได้ดังนี้
สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1857 ณ ระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 99 สอดคล้องกับการศึกษาของ รัฐดิพร กมลกิจเจริญ (2552) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งตรงข้ามกับการศึกษาของ Mesquita and Lara (2003) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 5 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
จากการวิเคราะห์พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ดังนั้นจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 5 แสดงว่าการที่กิจการมีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวนั้น ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 6 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1846 ณ ระดับนัยสำคัญร้อยละ 99 ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Kester (1986) และ Mesquita and Lara (2003) ที่พบว่าหนี้สินต่อสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีโครงสร้างทุนจากการก่อหนี้สูงซึ่งส่งผลให้มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ กล่าวคือเมื่อกิจการมีการก่อหนี้ที่มากจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงและทำให้กิจการเผชิญกับภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Cost) หรือเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น ซึ่งมากกว่าผลตอบแทนที่สามารถสร้างได้

■ อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยใช้ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 5 ปี ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) และบริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน โดยการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้แบบจำลองสมการถดถอย (Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

โครงสร้างทุนซึ่งวัดโดยอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมนั้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Abor (2007) และ Stulz (1990) และสอดคล้องกับทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory) ที่กล่าวว่ากิจการควรมีโครงสร้างของเงินทุนทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมเพื่อให้มูลค่ากิจการที่สูงที่สุด ประกอบกับกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นกิจการขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีความเป็นไปได้ว่าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะเป็นบุคคลในครอบครัว ทำให้การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ได้ไม่มากนัก แต่เนื่องจากกิจการกำลังอยู่ในช่วงเติบโตทำให้ต้องการเงินทุน จึงต้องมีการจัดหาเงินจากการก่อหนี้จึงทำให้ได้รับประโยชน์ทางด้านภาษีที่ลดลง และการก่อหนี้ก็ยังไม่เกินไปจุดเหมาะสมตามทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้เสีย (Trade-off theory)

แต่ทั้งนี้ในส่วน of ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทุนที่วัดโดยอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมนั้น มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กล่าวคือหากกิจการมีการก่อหนี้ที่สูงจะทำให้มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ อันเนื่องมาจากต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากการก่อหนี้ที่สูงกว่าผลตอบแทนที่บริษัทสามารถสร้างได้ แต่ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นการที่กิจการที่จดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ มีการจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้ก็ยังยังสามารถเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการได้

ในส่วนข้อเสนอแนะสำหรับผู้บริหารนั้น จากการศึกษาพบว่าการจัดหาแหล่งเงินทุนของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการก่อหนี้มีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการ ดังนั้น ผู้บริหารควรระวังไม่ให้เกิดการก่อหนี้ที่สูงเกินไปจนเกินไปจนจะได้รับจากการประหยัดทางภาษี และจากการวิเคราะห์พบว่าหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าของกิจการเช่นกัน ทำให้ผู้บริหารควรคำนึงถึงความเหมาะสมของสภาพคล่องทางการเงินด้วย อีกทั้งยังพบความสัมพันธ์ทางลบของอัตราส่วนหนี้สินกับความสามารถในการทำกำไร ดังนั้นผู้บริหารจึงควรระมัดระวังในการตัดสินใจจัดหาแหล่งเงินทุนในการก่อหนี้เพราะหากมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ ทำให้ไม่เป็นที่น่าดึงดูดใจสำหรับนักลงทุนทั่วไปเพื่อมาลงทุนในกิจการ

สำหรับการศึกษาในอนาคตผู้วิจัยสามารถวิเคราะห์โดยใช้อัตราส่วนอื่นที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรหรือทำการวิเคราะห์เป็นรายไตรมาสเพื่อศึกษาถึงของผลกระทบของโครงสร้างทุนภายในปีและระหว่างปีที่แตกต่างกัน อีกทั้งหากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น ผู้วิจัยสามารถแยกวิเคราะห์เป็นรายอุตสาหกรรมเพื่อให้ได้ผลการศึกษาที่ละเอียดยิ่งขึ้นได้

งานวิจัยฉบับนี้มีข้อจำกัดคือในการทดสอบความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนและมูลค่าของกิจการนั้น จากการศึกษาของ Al-Najjar and Anfimiadou (2012) พบว่ามีปัจจัยของประสิทธิภาพเชิงนิเวศเศรษฐกิจ (Eco-efficiency: EE) นั้น มีผลต่อมูลค่าของกิจการด้วย แต่งานวิจัยนี้ไม่ได้ใส่เป็นตัวแปรควบคุมในสมการ เนื่องจากในประเทศไทยไม่สามารถหาข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรนี้ของแต่ละบริษัทได้ อีกทั้งการศึกษาและการเก็บข้อมูลรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระยะเวลา 5 ปี ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 นั้นมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่น้อยเกินไป จึงอาจทำให้การวิเคราะห์ไม่แม่นยำเท่าที่ควร



■ เอกสารอ้างอิง

ภาษาไทย

- คมกริช สิงห์ใจ. (2550). *ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรและโครงสร้างเงินทุน*. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.
- นพรัตน์ ทรัพย์อดุลชัย. (2547). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.
- รัฐติพร กมลกิจเจริญ. (2552). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.
- วรภพ เสือพลาย. (2554). *ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับมูลค่าบริษัท*. (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพมหานคร.

ภาษาอังกฤษ

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-45.
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs evidence from Ghana and South Africa firms. *Journal of Risk Finance*, 8(4), 364-79.
- Al-Najjar, B. & Anfimiadou, A. (2012). Environment policies and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 21(1), 49-59.
- Brealey, R.A. and Myer S.C. (2003). *Principles of Corporate Finance*, international ed., McGraw-Hill, Boston, MA.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, 53(3), 819-43.
- Friend, I. and Lang, H.P. (1998). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43(2). 271-81.
- Gleason, K.C., Mathur, L.K. and Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers. *Journal of Business Research*, 50(2), 185-91.
- Kester, W.C. (1986). Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, 15(1), 5-16.
- Krishman, S.V. & Moyer, C.R. (1997). Performance, capital structure and home country: an analysis of Asian corporations. *Global Finance Journal*, 8(1), 129-43.
- Lins, K. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Majumdar, S.K. & Chhibber, P. (1999). Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Public Choice*, 98(3-4), 87-305.

- Mesquita, J.M.C. & Lara, J.E. (2003). Capital structure and profitability: The Brazilian case. *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July 11-13.
- 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.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-60.
- Rountree, B., Weston, J., and Allayannis, G. (2008). Do Investors Value Smooth Performance?. *Journal of Financial Economics*, 90(3), 237-257.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Wald, J.K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-87.
- Weston, J.F. & Brigham, E.F. (1992). *Essentials of Managerial Finance*. The Dryden Press, Hinsdale, IL.



