วารสารราชพฤกษ์
Rajapark Journal (ISSN: 1905-2243)
ปีที่ 16 ฉบับที่ 46 พฤษภาคม – มิถุนายน 2565 – TCI กลุ่มที่ 1 มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ ปี 2564–2567

โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

Capital Structure and Firm Value of Small and Medium Enterprises in the Thai Security Market

สุรีย์ เข็มทอง[1] และ กัลยานี ภาคอัต[2]

Suree Khemthong[1] and Gallayanee Parkatt[2]

สาขาวิชาวิทยาการจัดการ, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University

Email: [1]suree.khe@gmail.com, [2]gallayan@gmail.com

Received March 15, 2022; **Revised** May 2, 2022; **Accepted** May 15, 2022

Abstract

The objectives of this research were 1) to study the capital structure and firm value 2) to analyse factors determining the capital structure and 3) to analyse the effect of capital structure on firm value of Small and Medium Enterprises (SMEs) in the Thai Security Market. This research was quantitative research and focused on the population, all SMEs in the Thai Security Market or all listed companies in the Market for Alternative Investment (MAI). These SMEs or companies had complete information and conformed with the conditions of the study, total 32 companies, 160 data set. The period of the study was 5 years from 1st January 2015 to 31st December 2019. The research employed descriptive statistics and Panel Data Analysis, Random Effects and Fixed Effects. The results informed that 1) the average of total debt in the SMEs capital structure was 40% while the long–term debt was 8%. The maximum and the minimum values of total debt in the SMEs capital structure were 98% and 9% while the maximum and the minimum value of long–term debt were 90% and 0% (no long–term debt in the capital structure), respectively. For the firm value of SMEs, the average of firm values was 1,524,783, 123 Baht while the maximum and the minimum were 7,941,680,092 Baht and 139,731,722 Baht, respectively. 2) Liquidity and asset growth were the important factors determining the capital structure of SMEs in the Thai Security Market. 3) Profitability and firm size had positive effect on

firm value while firm age had negative effect with the statistical significance at 0.05 level. In addition, the capital structure had no effect on firm value of SMEs in the Thai Security Market.

Keywords: Capital Structure; Value of Firm; Small and Medium Enterprises; Thai Security Market

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจ 2) วิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน และ 3) วิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย โดยเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ และศึกษาจากประชากร คือ ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนตามเงื่อนไขของการศึกษาจำนวน 32 บริษัท รวม 160 ข้อมูล ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ 5 ปี ตั้งแต่ 1 มกราคม 2558 ถึง 31 ธันวาคม 2562 การวิจัยใช้สถิติเชิงพรรณนา และ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Random Effects และ Fixed Effects ผลการวิจัยพบว่า 1) โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีค่าเฉลี่ยของหนี้สินรวมประมาณร้อยละ 40 ในขณะที่หนี้สินระยะยาวประมาณร้อยละ 8 ค่าสูงสุดและต่ำสุดของหนี้สินรวมในโครงสร้างเงินทุนร้อยละ 98 และร้อยละ 9 ในขณะที่หนี้สินระยะยาวเป็นร้อยละ 90 และร้อยละ 0 (ไม่มีหนี้สินระยะยาว) ตามลำดับ สำหรับมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ค่าเฉลี่ยของมูลค่าธุรกิจประมาณ 1,524,783,123 บาท ในขณะที่มูลค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 7,941,680,092 บาท และ 139,731,722 บาท ตามลำดับ 2) สภาพคล่องและการเจริญเติบโตของสินทรัพย์คือ ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย 3) ความสามารถทำกำไร และขนาดของกิจการ มีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ในขณะที่อายุของกิจการมีผลกระทบทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน; มูลค่าธุรกิจ; ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม; ตลาดหลักทรัพย์ไทย

บทนำ

ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งหมายถึงบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นับวันจะมีบทบาทในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทยมากขึ้น ดังจะเห็นได้จากในแต่ละปีแต่ละบริษัทมีโครงการลงทุน และมีการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อใช้ลงทุนในโครงการ การจัดหาเงินทุนดังกล่าวจะอยู่ในลักษณะของการใช้หนี้สิน และส่วนของเจ้าของ (รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียน และแบบฟอร์ม 56–1 ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์) ซึ่งการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนจากแหล่งต่าง ๆ แต่ละครั้งของผู้บริหาร จะเป็นการจัดการโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้สัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเหมาะสม โดยสัดส่วนของหนี้สินในงานวิจัยนี้รวมทั้งหนี้สินรวม (หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาว) และหนี้สินระยะยาว อันจะนำไปสู่การสร้างมูลค่าธุรกิจให้เพิ่มขึ้น (Brigham & Ehrhardt, 2020)

ทฤษฎีทางการเงินที่อธิบายถึงโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าธุรกิจคือ ทฤษฎี MM ทฤษฎี Trade–off และทฤษฎี Pecking Order โดย Modigliani & Miller (1958) ได้นำเสนอทฤษฎี MM ซึ่งมีสาระสำคัญเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) ต้นทุนเงินทุนและมูลค่าธุรกิจ โดยทฤษฎี MM Proposition I ได้อธิบายว่ามูลค่าธุรกิจของธุรกิจที่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจะสูงกว่ามูลค่าธุรกิจของธุรกิจที่ไม่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ($V_L > V_U$) ส่วน Proposition II ได้อธิบายถึงการจัดหาเงินทุนของธุรกิจโดยใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น หรือสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น (อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น) ในขณะที่ต้นทุนเงินทุนของหนี้สินไม่เปลี่ยนแปลง ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักจะลดลง ซึ่งหมายถึงต้นทุนทางการเงินจากการจัดหาเงินทุนจะลดลง ทฤษฎี Trade–off ได้สนับสนุนแนวคิดของทฤษฎี MM โดยอธิบายเพิ่มเติมว่า เมื่อธุรกิจมีสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น มูลค่าธุรกิจจะเพิ่มขึ้นด้วย แต่สัดส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะเพิ่มขึ้นจนถึงระดับหนึ่งที่เหมาะสมที่ทำให้มูลค่าธุรกิจสูงที่สุด จากนั้นถ้าสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนยังคงเพิ่มขึ้นต่อไป มูลค่าธุรกิจจะกลับลดลง ความเสี่ยงทางการเงินที่ธุรกิจจะขาดสภาพคล่องจะมากขึ้น จนในที่สุดธุรกิจอาจประสบกับภาวะล้มละลายได้ สำหรับทฤษฎี Pecking Order Myers (1984), and Myers & Majluf (1984) กล่าวว่า ตามทฤษฎีนี้วัตถุประสงค์ของการจัดหาเงินทุนของธุรกิจไม่ใช่โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม แต่มองถึงลำดับของการจัดหาเงินทุน กล่าวคือ เมื่อธุรกิจต้องการจัดหาเงินทุน แหล่งเงินทุนแรกที่ธุรกิจจะใช้คือ แหล่งเงินทุนภายในหรือกำไรสะสม จากนั้นถ้าไม่เพียงพอจะจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน และส่วนของเจ้าของตามลำดับ

จากแนวคิดของทฤษฎีดังกล่าว ผู้บริหารซึ่งรวมทั้งผู้บริหารของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย มีความเข้าใจและนำไปประยุกต์ใช้ในการจัดหาเงินทุน อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติจะเห็นว่าการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุo ซึ่งแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายปัจจัยรวมถึงนโยบายของผู้บริหารด้วย และโครงสร้างเงินทุนที่แสดงถึงสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นนี้ ก็มีความแตกต่างกันในแต่ละธุรกิจ บางธุรกิจใช้หนี้สินมากในขณะที่บางธุรกิจใช้หนี้สินน้อย หรือบางธุรกิจใช้เฉพาะหนี้สินระยะสั้น ไม่ใช้หนี้สินระยะยาวในการดำเนินงาน ดังจะเห็นได้จากรายงานทางการเงินของแต่ละบริษัทที่แสดงอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน (แบบฟอร์ม 56–1 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์) และในแต่ละปีค่าของอัตราส่วนดังกล่าวมีการเปลี่ยนแปลง จึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจว่ามีปัจจัยอะไรบ้างที่เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย และการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ ดังเช่นทฤษฎีกล่าวไว้หรือไม่

นอกจากประเด็นดังกล่าว งานวิจัยนี้ยังขยายงานวิจัยของ Parkatt et al. (2019), and Parkatt, Pamornmast & Thavikitikul (2021) ที่วิเคราะห์การใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียน และมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่สำคัญกว่านั้นคือ งานวิจัยนี้ใช้วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไรเป็นตัววัดมูลค่าธุรกิจดังที่ Damodaran (2012) อธิบายว่าเป็นวิธีการวัดมูลค่าธุรกิจที่มุ่งเน้นส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยอื่นที่ใช้ Tobin's Q วัดมูลค่าธุรกิจ รวมทั้งการเพิ่มตัวแปรอายุของกิจการ เพื่อศึกษาถึงผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ จึงกล่าวได้ว่างานวิจัยครั้งนี้เป็นงานวิจัยที่นอกจากศึกษาประเด็นที่เป็นปัญหาและขยายงานวิจัยเดิมแล้ว ยังเป็นการนำตัวแปรใหม่มาใช้ในการทดสอบ และผลการวิจัยจะเป็นการเพิ่มหลักฐานใหม่ทางการจัดการ และการเงินของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย
2. เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย
3. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ขอบเขตการวิจัย

ประชากร การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือ ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งหมายถึงบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนตามเงื่อนไขของการวิจัย

ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2558 ถึง 31 ธันวาคม 2562 ซึ่งครอบคลุมช่วงระยะเวลาการดำเนินงานตามปกติของกิจการที่ยังไม่เผชิญกับการแพร่ระบาดของโรคโควิด–19

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ข้อมูลของตัวแปรหรือปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทางการเงินและการบัญชีของบริษัทจดทะเบียน และข้อมูลทางเศรษฐกิจ ที่ไม่มีค่าเป็นลบ

วิธีการที่ใช้ในการศึกษา ใช้สมการถดถอยทั้งแบบ Random Effects และ Fixed Effects

ทบทวนวรรณกรรม

กว่าห้าถึงหกทศวรรษจนถึงปัจจุบัน ค.ศ. 2022 งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าธุรกิจของธุรกิจทั้งขนาดใหญ่และขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ ยังคงได้รับความสนใจจากนักวิจัยหรือนักวิชาการในมุมมองที่แตกต่างกัน เช่น อาจเป็นการทดสอบพฤติกรรมของผู้บริหารกับแนวคิดของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Kuč & Kaličanin, 2021) ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Panova, 2020) ปัจจัยกำหนดมูลค่าธุรกิจ (Sudiyatno et al., 2020) ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจ (Maneerattanarungrot & Donkwa, 2018) และการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจ (Ishari & Abeyrathna, 2016) เป็นต้น

ประเด็นที่สำคัญคือ นักวิจัยหรือนักวิชาการเหล่านั้นได้ทำการวิจัยในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ช่วงระยะเวลาที่แตกต่างกัน หรืออาจใช้วิธีการวิจัยที่แตกต่างกัน ดังนั้น ผลการวิจัยจึงมีทั้งสอดคล้องและไม่สอดคล้องกัน ซึ่งอาจเป็นไปตามทฤษฎีหรือไม่เป็นไปตามทฤษฎี หรืออาจเกิดขึ้นเฉพาะประเทศนั้น ๆ จึงกล่าวได้ว่า ผลการวิจัยที่ค้นพบยังมีความคลุมเครือ ไม่อาจสรุปได้แน่นอน เหล่านี้จึงเป็นประเด็นหนึ่งที่งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าธุรกิจ ยังคงได้รับความสนใจตลอดมากว่าห้าทศวรรษ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อสองทศวรรษที่ผ่านมางานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ได้เกิดขึ้นเป็นจำนวนมากในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Market) และจากผลการวิจัยที่ค้นพบนี้ทำให้เกิดองค์ความรู้ใหม่เกิดขึ้น พร้อมกับการยืนยันและไม่ยืนยันงานวิจัยเดิม เช่น Serghiescua & Vaideanb (2014) พบว่า สภาพคล่อง และความสามารถทำกำไรมีผลกระทบทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ประเทศโรมาเนีย ในเวลาใกล้เคียงกัน Malinić, Denčić–Mihajlov & Ljubenović (2013) พบว่าสภาพคล่อง ความสามารถทำกำไรและสินทรัพย์มีตัวตน มีผลกระทบในทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการยืนยันผลการวิจัยและค้นพบปัจจัยใหม่

ในช่วงเวลาก่อนหน้านั้น Chen (2014), and Ata, & Ağ, (2010) ได้รายงานว่าความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน และสภาพคล่องมีความ

สัมพันธ์ในทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกี ตามลำดับ และเมื่อเร็ว ๆ นี้ Panova (2020) ได้พบว่า สภาพคล่อง และสินทรัพย์มีผลกระทบทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศรัสเซีย และ Cevheroglu-Acar (2018) กล่าวว่า สภาพคล่อง ความสามารถทำกำไรและขนาดของกิจการ เป็นปัจจัยสำคัญกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกี สำหรับปัจจัยอื่น เช่น ขนาดของกิจการ และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ Wald (1999), Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2004), and Kuč & Kaličanin (2021) รายงานว่าขนาดของกิจการมีผลกระทบทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ Kester (1986), and Bayrakdaroglu, Ege & Yazici (2013) ให้ข้อมูลว่าการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ เป็นปัจจัยหนึ่งกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และตุรกี โดยมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน

ในทำนองเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน นักวิชาการและนักวิจัยยังคงให้ความสนใจเกี่ยวกับมูลค่าธุรกิจหลายงาน วิจัยศึกษาปัจจัยกำหนดมูลค่าธุรกิจ และผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจ ดังเช่นงานวิจัยของ Nursetya & Hidayati (2020) ที่รายงานว่า ขนาดของกิจการและความสามารถทำกำไรมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบ ในช่วงเวลาเดียวกัน Purwanti (2020) ได้ให้ข้อมูลว่าโครงสร้างเงินทุนและความสามารถทำกำไรส่งผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจในขณะที่ขนาดของกิจการส่งผลกระทบทางลบ ส่วน Sudiyatno et al. (2020) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบทางลบต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่ความสามารถทำกำไรและขนาดของกิจการมีผลกระทบทางบวก หากศึกษางานวิจัยในช่วงก่อนปี 2020 ยังพบงานวิจัยที่มุ่งศึกษาในเรื่องมูลค่าธุรกิจเช่นกัน กล่าวคือ Fumani & Moghadam (2015) ได้กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกี ในทางตรงกันข้าม Kontesa (2015) ยืนยันว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าธุรกิจ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Asif & Aziz (2016) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบทางบวกต่อการสร้างมูลค่าธุรกิจ ในช่วงเวลาใกล้เคียงกัน Aggarwal & Padhan (2017), and Maneerattanarungrot & Donkwa (2018) ให้ข้อมูลว่าโครงสร้างเงินทุนไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่ขนาดของกิจการส่งผลกระทบ ซึ่ง Dutta, Mukherjee & Som (2018) โต้แย้งว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าธุรกิจที่วัดโดย Tobin's Q จากหลักฐานงานวิจัยในช่วงเวลาที่ต่างกันอาจกล่าวได้ว่างานวิจัยที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน มูลค่าธุรกิจและตัวแปรที่เกี่ยวข้อง ยังคงได้รับความสนใจจากนักวิชาการและนักวิจัยตลอดมา

วิธีดำเนินการวิจัย

การกำหนดประชากร การวิจัยนี้ศึกษาจากประชากรคือ ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนสำหรับการวิจัย จำนวน 32 บริษัท รวม 160 ข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ และเป็นข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียน 32 บริษัท สำหรับระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2558 ถึง 31 ธันวาคม 2562 ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (PE) กำไรต่อหุ้น (EPS) จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย (NO) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) อัตราส่วนภาพคล่อง (LIQ) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (GT) อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) การเจริญเติบโตของยอดขาย (DTA) สินทรัพย์รวม (TA) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (LCF) และอายุของกิจการ (AGE) รวมทั้ง

ข้อมูลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจ และภาวะตลาดหลักทรัพย์คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (ECO) และภาวะตลาดหลักทรัพย์ (MKT) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย และสำนักงานสภาพัฒนาเศรษฐกิจแห่งชาติ

การคำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าธุรกิจซึ่งคำนวณโดยวิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไรของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

การใช้ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Random Effects และ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน และวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งแสดงสมการของตัวแบบได้ดังนี้

– สมการถดถอยแบบ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) แสดงได้ดังนี้

$$DE_{it} = \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 GT_{it} + \alpha_4 ECO_{it} + \alpha_5 MKT_{it} + V_{it} \quad (1)$$

$$LTD_{it} = \gamma_1 LIQ_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 GT_{it} + \gamma_4 ECO_{it} + \gamma_5 MKT_{it} + V_{it} \quad (2)$$

เมื่อ

DE_{it} = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งวัดโครงสร้างเงินทุน

LTD_{it} = อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งวัดโครงสร้างเงินทุน

LIQ_{it} = อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท i ในปีที่ t

$SIZE_{it}$ = ค่า Log ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งวัดขนาดของกิจการ

GT_{it} = การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัท i ในปีที่ t

ECO_{it} = ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปีที่ t ซึ่งวัดภาวะเศรษฐกิจ

MKT_{it} = ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในปีที่ t ซึ่งวัดภาวะตลาดหลักทรัพย์

V_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนใหม่ที่นำ α_i ไปรวมกับค่าความคลาดเคลื่อนจากสมการ Fixed Effects ($V_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$)

– สมการถดถอยแบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งแยกเป็น 2 สมการ โดยพิจารณาโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) แสดงได้ดังนี้

$$VALUE_{it} = \beta_1 DE_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 DTA_{it} + \beta_4 TA_{it} + \beta_5 LCF_{it} + \beta_6 AGE_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$VALUE_{it} = \theta_1 LTD_{it} + \theta_2 ROE_{it} + \theta_3 DTA_{it} + \theta_4 TA_{it} + \theta_5 LCF_{it} + \theta_6 AGE_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

เมื่อ

$VALUE_{it}$ = มูลค่าธุรกิจของบริษัท i ในปีที่ t

ROE_{it} = อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไร

DTA_{it} = การเจริญเติบโตของยอดขายของบริษัท i ในปีที่ t

TA_{it} = สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งวัดขนาดของกิจการ

LCF_{it} = ค่า Log ของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท i ในปีที่ t

AGE_{it} = อายุของกิจการของบริษัท i ในปีที่ t ซึ่งนับอายุเริ่มจากวันที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

a_i = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

ε_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

การพิจารณาว่า ตัวแบบ Random Effects หรือ Fixed Effects เหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลที่ทำการวิจัยเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน และวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจนั้น งานวิจัยนี้ได้ใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบ โดย Hausman Test จะทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลที่ทำการวิจัยหรือไม่ ซึ่งงานวิจัยได้ทดสอบและพบว่า Random Effects มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูล ในสมการที่ (1) และ (2) ด้วยค่า p–value = 0.6203 และ 0.6567 ตามลำดับ ส่วนสมการที่ (3) และ (4) สมการถดถอยแบบ Fixed effects เหมาะสมกว่าด้วยค่า p–value = 0.0118 และ 0.0537 ตามลำดับ สำหรับตัวแปรอิสระในแต่ละสมการได้ทดสอบการมีความสัมพันธ์กันเองด้วยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)

เพื่อเป็นการยืนยันผลการวิจัยเกี่ยวกับการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย งานวิจัยนี้ได้ใช้การปรับช่วงระยะเวลาของการวิจัยเป็น 3 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ถึง 31 ธันวาคม 2562 ให้ใกล้ปัจจุบันมากที่สุด โดยช่วงเวลานั้นต้องไม่เผชิญกับการแพร่ระบาดของโรคโควิด–19 แทนการใช้ตัวแบบอื่น เพื่อยืนยันผลการวิจัย เนื่องจากวิธีวิจัยแต่ละวิธีหรือตัวแบบแต่ละตัวแบบย่อมมีเงื่อนไขของการใช้ชุดข้อมูลที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจส่งผลต่อผลการวิจัย (Gujarati & Porter, 2009) ทั้งนี้ เพื่อพิจารณาว่าเมื่อระยะเวลาสั้นลง ผลการวิจัยที่ค้นพบจะแตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งจากการปรับลดระยะเวลาลง จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิจัยได้เพิ่มขึ้นเป็น 87 บริษัท รวม 261 ข้อมูล จากนั้นใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects ดังสมการที่ (3) และ (4) โดยได้ใช้ Hausman Test ทดสอบแล้ว ด้วยค่า p–value = 0.001 และ 0.0015 ตามลำดับ เพื่อยืนยันผลการวิจัยว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจหรือไม่

ผลการวิจัย

การอธิบายผลการวิจัยแยกออกเป็น 3 ส่วน คือ 1) การศึกษาโครงสร้างเงินทุน และมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย 2) ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย และ 3) ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

1. การศึกษาโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย การอธิบายจะใช้สถิติเชิงพรรณนาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) และมูลค่าธุรกิจ (VALUE) แสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย พ.ศ. 2558 – 2562

ตัวแปร	Mean	(S.D.)	Max	Min
โครงสร้างเงินทุน (DE) (%)	40	0.3706	98	9
โครงสร้างเงินทุน (LTD) (%)	8	0.2163	90	0
มูลค่าธุรกิจ (VALUE) (บาท)	1,524,783,123	5.1147	7,941,680,092	139,731,722

ตารางที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min)

ของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) และมูลค่าธุรกิจ (VALUE) ของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย จะเห็นได้ว่า ในช่วงระยะเวลาที่ทำการวิจัยโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทยประกอบด้วย หนี้สินรวม และหนี้สินระยะยาว โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 40 (S.D. = 0.3706) และร้อยละ 8 (S.D. = 0.2163) ตามลำดับ หากพิจารณาค่าสูงสุดและต่ำสุด ตารางที่ 1 รายงานว่า โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมประกอบด้วย หนี้สินรวม และหนี้สินระยะยาวสูงถึงร้อยละ 98 และร้อยละ 90 ตามลำดับ ในขณะที่ค่าต่ำสุดเพียงร้อยละ 9 และร้อยละ 0 คือ โครงสร้างเงินทุนที่ไม่มีหนี้สินระยะยาวเลย ส่วนมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ตารางที่ 1 ให้ข้อมูลว่า มูลค่าธุรกิจสูงสุดถึง 7,941,680,092 บาท และต่ำสุดประมาณ 139,731,722 บาท โดยมูลค่าธุรกิจเฉลี่ยเท่ากับ 1,524,783,123 บาท (S.D. = 5.1147)

จากข้อมูลสามารถวิเคราะห์และอธิบายในภาพรวมได้ว่า โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทยทุกธุรกิจ หรือโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทุกบริษัท ประกอบด้วย หนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งหมายความว่าทุกธุรกิจ/บริษัทใช้หนี้สินรวมในการดำเนินงาน แต่ในสัดส่วนที่แตกต่างกัน โดยมีภาคสินค้าอุตสาหกรรมที่ใช้หนี้สินรวมในการดำเนินงานค่อนข้างสูงในปี 2561 และ 2562 เนื่องจากมีโครงการลงทุนและขยายกิจการ (รายงานประจำปี 2561 และ 2562 ของบริษัทจดทะเบียน และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์) ในขณะเดียวกันก็มีบางบริษัทที่ใช้หนี้สินรวมค่อนข้างน้อยคือ ประมาณร้อยละ 9 ได้แก่ ธุรกิจหรือบริษัทจดทะเบียนในภาคอุตสาหกรรมการบริการ ในทำนองเดียวกัน เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วย หนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น อาจวิเคราะห์

และอธิบายได้ว่า ธุรกิจ/บริษัทส่วนใหญ่ใช้หนี้สินระยะยาวในการดำเนินงานด้วย โดยเฉพาะการลงทุนในโครงการลงทุนหรือการขยายกิจการ แต่อาจมีบางธุรกิจหรือบางบริษัทใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อลงทุนในโครงการลงทุน และไม่แตกต่างกันคือ บริษัทจดทะเบียนในภาคสินค้าอุตสาหกรรมที่ใช้หนี้สินระยะยาวค่อนข้างสูง เนื่องจากมีโครงการลงทุน และขยายกิจการ เพื่อสร้างการเจริญเติบโต สำหรับมูลค่าธุรกิจ งานวิจัยนี้ได้ใช้วิธีเปรียบเทียบอัตราส่วนราคาต่อกำไร มูลค่าธุรกิจจึงแสดงค่าเป็นปัจจุบันที่สุด และเป็นไปตามอัตราส่วนราคาตลาดและกำไรของบริษัทจดทะเบียน

2. ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

การอธิบายผลการวิจัยข้อนี้จะแยกอธิบายเป็น 2 กรณีคือ 2.1) โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และ 2.2) โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

2.1 โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects สมการที่ (1) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลของสมการถดถอย $DE_{it} = \alpha_1 LIQ_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 GT_{it} + \alpha_4 ECO_{it} + \alpha_5 MKT_{it} + V_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	-2.1487	1.6366	-1.3129	0.1912
LIQ	-0.0629	0.0094	-6.7075	0.0000*
SIZE	0.0243	0.0367	0.6620	0.5090
GT	0.3444	0.0695	4.9582	0.0000*
ECO	-0.0451	0.0325	-1.3884	0.1670
MKT	0.3364	0.2085	1.6134	0.1087

* ระดับนัยสำคัญ 5%

R-squared: 0.3209

Adjusted R-squared: 0.2988

ตารางที่ 2 รายงานปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งโครงสร้างเงินทุนวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า สภาพคล่องของกิจการ (LIQ) และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (GT) เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย กล่าวคือ สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทางลบ ในขณะที่การเจริญเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวก หรือทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน หรืออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอธิบายได้ว่า ถ้าสภาพคล่องทางการเงินของธุรกิจลดลง โครงสร้างเงินทุนจะมีสัดส่วนของหนี้สินรวมหรือหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวเพิ่มขึ้น หรือธุรกิจใช้หนี้สินรวมทั้งระยะสั้นและระยะยาวในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้ามเมื่อสภาพคล่องทางการเงินของธุรกิจเพิ่มขึ้น ธุรกิจจะใช้หนี้สินทั้งระยะสั้นและระยะยาวในการดำเนินงานลดลง สำหรับปัจจัยการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อสินทรัพย์ของธุรกิจมีการเจริญเติบโตเพิ่มขึ้น ธุรกิจจะมีหนี้สินรวม หรือมีส่วนประกอบของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามหากการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ลดลง โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจจะมีสัดส่วนของหนี้สินรวมลดลงด้วย ส่วนปัจจัยอื่น ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZE) ภาวะเศรษฐกิจ (ECO) และภาวะตลาดหลักทรัพย์ (MKT) ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจ

2.2 โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects สมการที่ (2) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอย $\mathrm{LTD_{it}} = \gamma_1\mathrm{LIQ_{it}} + \gamma_2\mathrm{SIZE_{it}} + \gamma_3\mathrm{GT_{it}} + \gamma_4\mathrm{ECO_{it}} + \gamma_5\mathrm{MKT_{it}} + \mathrm{V_{it}}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	-0.9432	1.0933	-0.8627	0.3896
LIQ	-0.0182	0.0063	-2.8896	0.0044*
SIZE	0.0068	0.0248	0.2753	0.7835
GT	0.2850	0.0463	6.1527	0.0000*
ECO	-0.0168	0.0217	-0.7737	0.4403
MKT	0.1353	0.1389	0.9640	0.3316

* ระดับนัยสำคัญ 5% R-squared: 0.2409

Adjusted R-squared: 0.2163

ตารางที่ 3 รายงานปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งโครงสร้างเงินทุนวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่าสภาพคล่องของกิจการ (LIQ) และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ (GT) เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย กล่าวคือ ในทำนองเดียวกันกับตารางที่ 2 สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทางลบ ในขณะที่การเจริญเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวกหรือทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน หรืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอธิบายได้ว่า ถ้าสภาพคล่องของธุรกิจลดลงโครงสร้างเงินทุนจะมีสัดส่วนของหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้น หรือธุรกิจใช้หนี้สินระยะยาว เพื่อการลงทุนในโครงการลงทุนเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม ถ้าสภาพคล่องของธุรกิจเพิ่มขึ้น สัดส่วนของหนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนจะลดลงหรือธุรกิจใช้หนี้สินระยะยาว เพื่อการลงทุนในโครงการลงทุนน้อยลง สำหรับปัจจัยการเจริญเติบโตของสินทรัพย์สามารถอธิบายได้เช่นเดียวกับตารางที่ 2 คือ เมื่อการเจริญเติบโตของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจจะมีสัดส่วนของหนี้สินระยะยาวเพิ่มมากขึ้น หรือธุรกิจใช้หนี้สินระยะยาว เพื่อลงทุนในโครงการลงทุนเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม หากการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ลดลง โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจจะมีสัดส่วนของหนี้สินระยะยาวลดลงด้วย ส่วนปัจจัยอื่นคือ ขนาดของกิจการ (SIZE) ภาวะเศรษฐกิจ (ECO) และภาวะตลาดหลักทรัพย์ (MKT) ไม่เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งหมด ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของธุรกิจ

3. ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย การอธิบายผลการศึกษาจะแยกอธิบายเป็น 2 กรณี คือ 3.1 ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าธุรกิจ และ 3.2 ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าธุรกิจ อธิบายรายละเอียดได้ ดังนี้

3.1 ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าธุรกิจ การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects สมการที่ (3) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลของสมการถดถอย $\mathrm{VALUE_{it}} = \beta_1 \mathrm{DE_{it}} + \beta_2 \mathrm{ROE_{it}} + \beta_3 \mathrm{DTA_{it}} + \beta_4 \mathrm{TA_{it}} + \beta_5 \mathrm{LCF_{it}} + \beta_6 \mathrm{AGE_{it}} + \mathrm{a_i} + \varepsilon_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	-60.6778	75.0426	-0.8086	0.4203
DE	0.6816	2.1398	0.3185	0.7506
ROE	0.1869	0.0813	2.2969	0.0233*
DTA	-0.8480	1.5500	-0.5471	0.5853
TA	4.3162	3.7953	1.1372	0.2577
LCF	-0.2594	0.8083	-0.3209	0.7488
AGE	-1.1068	0.3857	-2.8694	0.0048*

* ระดับนัยสำคัญ 5% R-squared: 0.4009

Adjusted R-squared: 0.2193

ตารางที่ 4 รายงานผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าธุรกิจ โดยผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า ความสามารถทำกำไร (ROE) และอายุของกิจการ (AGE) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ในขณะที่โครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราสวนหนี้รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และปัจจัยอื่นคือ การเจริญเติบโตของยอดขาย (DTA) ขนาดของกิจการ (TA) ซึ่งวัดโดยสินทรัพย์รวม และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (LCF) ไม่แสดงผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ กล่าวคือ ความสามารถทำกำไรส่งผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่อายุของกิจการส่งผลกระทบในทางลบ ซึ่งอธิบายได้ว่า เมื่อธุรกิจมีความสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้น มูลค่าของธุรกิจจะเพิ่มขึ้นด้วย และธุรกิจที่มีอายุของกิจการ หรือระยะเวลาการดำเนินงานนับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์น้อย มูลค่าของธุรกิจจะสูง ในทางตรงกันข้าม ธุรกิจที่มีความสามารถทำกำไรต่ำหรือลดลง มูลค่าธุรกิจจะลดลงด้วย และธุรกิจที่มีอายุของกิจการยาว หรือระยะเวลาของการดำเนินงานนับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นาน มูลค่าธุรกิจของธุรกิจเหล่านั้นจะลดลง อายุของกิจการลดลง มูลค่าของธุรกิจเพิ่มขึ้น อายุของกิจการเพิ่มขึ้น มูลค่าของธุรกิจจะลดลง

3.2 ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าธุรกิจ การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects สมการที่ (4) ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลของสมการถดถอย $\mathrm{VALUE_{it}} = \theta_1\mathrm{LTD_{it}} + \theta_2\mathrm{ROE_{it}} + \theta_3\mathrm{DTA_{it}} + \theta_4\mathrm{TA_{it}} + \theta_5\mathrm{LCF_{it}} + \theta_6\mathrm{AGE_{it}} + \mathrm{a_i} + \varepsilon_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t–Statistic	P–value
C	–80.8047	64.2193	–1.2582	0.2107
LTD	–0.5107	2.8398	–0.1798	0.8576
ROE	0.1785	0.0806	2.2141	0.0287*
DTA	–0.7049	1.6206	–0.4349	0.6644
TA	5.3353	3.2743	1.6294	0.1058**
LCF	–0.2802	0.8116	–0.3453	0.7305
AGE	–1.1572	0.3765	–3.0735	0.0026*

* ระดับนัยสำคัญ 5% R–squared: 0.4006

** ระดับนัยสำคัญ 10% Adjusted R–squared: 0.2188

ตารางที่ 5 รายงานผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าธุรกิจ โดยผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า ความสามารถทำกำไร (ROE) และอายุของกิจการ (AGE) ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และหากพิจารณานัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 จะพบว่าขนาดของกิจการ (TA) ก็ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของธุรกิจด้วย ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LTD) และปัจจัยอื่นได้แก่ การเจริญเติบโตของยอดขาย (DTA) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (LCF) ไม่แสดงผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ กล่าวคือ ความสามารถทำกำไร และขนาดของกิจการส่งผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่อายุของกิจการส่งผลกระทบในทางลบ ซึ่งอธิบายได้ในทำนองเดียวกันกับตารางที่ 4 คือ เมื่อความสามารถทำกำไรของธุรกิจเพิ่มขึ้น ประกอบกับธุรกิจมีขนาดใหญ่ขึ้น มูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจะเพิ่มขึ้นด้วย ส่วนอายุของกิจการ ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีอายุของกิจการน้อย หรือเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่นาน มูลค่าธุรกิจจะสูง ในทางตรงกันข้าม ธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำหรือลดลง และเป็นธุรกิจขนาดเล็ก หรือขนาดของกิจการลดลง มูลค่าของธุรกิจจะลดลงด้วย ส่วนของอายุของกิจการ ธุรกิจที่มีช่วงระยะเวลาในการดำเนินงานนาน มูลค่าของธุรกิจจะลดลง

จากผลการวิจัยผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทยข้างต้น งานวิจัยนี้ได้ยืนยันผลการวิจัยโดยปรับลดระยะเวลาของการวิจัยให้ใกล้ปัจจุบันมากที่สุด โดยไม่มีการเผชิญกับการแพร่ระบาดของโรคโควิด–19 จึงใช้ระยะเวลาของการศึกษาประมาณ 3 ปี ตั้งแต่ปี 2560 – ปี 2562 และใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects ดังที่กล่าวแล้วในระเบียบวิธีวิจัย ซึ่งผลของการศึกษาจะแยกอธิบายเป็น 2 กรณีคือ 1) ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจโดยโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ 2) ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจโดยโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1. ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจโดยโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects ซึ่งใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียน 87 บริษัท และระยะเวลาในการศึกษา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2560 ถึง 2562 แสดงได้ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ผลของสมการถดถอย $\mathrm{VALUE_{it}} = \beta_1 \mathrm{DE_{it}} + \beta_2 \mathrm{ROE_{it}} + \beta_3 \mathrm{DTA_{it}} + \beta_4 \mathrm{TA_{it}} + \beta_5 \mathrm{LCF_{it}} + \beta_6 \mathrm{AGE_{it}} + \mathrm{a_i} + \varepsilon_{it}$ ปี 2560 – 2562

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	-115.7050	78.8447	-1.4675	0.1441
DE	-1.2621	2.2513	-0.5606	0.5758
ROE	0.2444	0.0583	4.1951	0.0000*
DTA	-0.2232	1.3728	-0.1626	0.8711
TA	7.0401	3.9142	1.7986	0.0739**
LCF	0.0357	0.0670	0.5320	0.5955
AGE	-2.1242	0.4843	-4.3863	0.0000*

* ระดับนัยสำคัญ 5%
** ระดับนัยสำคัญ 10%
R-squared: 0.6358
Adjusted R-squared: 0.4296

ตารางที่ 6 รายงานผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจ โดยโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลสอดคล้องกับตารางที่ 4 คือ ความสามารถทำกำไร (ROE) และอายุของกิจการ (AGE) ส่งผลกระทบทางบวกและทางลบต่อมูลค่าธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณานัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 จะพบว่าขนาดของกิจการ (TA) ก็ส่งผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจด้วย ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และปัจจัยอื่นคือ การเจริญเติบโตของยอดขาย (DTA) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (LCF) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

2. ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจโดยโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายตามผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects ซึ่งใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียน 87 บริษัท และระยะเวลาในการศึกษา 3 ปี ตั้งแต่ปี 2560 ถึงปี 2562 แสดงได้ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลของสมการถดถอย $VALUE_{it} = \theta_1 LTD_{it} + \theta_2 ROE_{it} + \theta_3 DTA_{it} + \theta_4 TA_{it} + \theta_5 LCF_{it} + \theta_6 AGE_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$ ปี 2560 – 2562

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	-63.6608	53.8143	-1.1830	0.2385
LTD	2.0497	2.5958	0.7896	0.4309
ROE	0.2694	0.0533	5.0565	0.0000*
DTA	-0.7412	1.4205	-0.5218	0.6025
TA	4.4750	2.6632	1.6803	0.0948**
LCF	0.0323	0.0671	0.4811	0.6311
AGE	-2.1055	0.4814	-4.3740	0.0000*

* ระดับนัยสำคัญ 5%
** ระดับนัยสำคัญ 10%
R-squared: 0.6365
Adjusted R-squared: 0.4306

ตารางที่ 7 รายงานผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจ โดยโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลสอดคล้องกับตารางที่ 5 คือ ความสามารถทำกำไร (ROE) และอายุของกิจการ (AGE) ส่งผลกระทบทางบวกและทางลบต่อมูลค่าธุรกิจ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณานัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 จะพบว่า ขนาดของกิจการ (TA) ก็ส่งผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจเช่นกัน ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและปัจจัยอื่น ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย (DTA) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (LCF) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

จากผลของสมการถดถอยตารางที่ 6 และ 7 อาจกล่าวสรุปยืนยันผลการวิจัยตารางที่ 4 และ 5 ได้ว่า โครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยคือ ปี 2558 ถึง 2562 ส่วนปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ตลอดระยะเวลาที่ทำการวิจัยคือ ความสามารถทำกำไร และอายุของกิจการ ส่วนขนาดของกิจการ ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม เมื่อพิจารณานัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

อภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิจัยที่พบว่า สภาพคล่องและการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจทั้งที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่การเจริญเติบโตของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทางบวก มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Panova (2020), Serghiescua & Văideanb (2014), and Malinić, Denčić-Mihajlov & Ljubenović (2013) ที่รายงานว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศรัสเซีย โรมาเนีย และเซอร์เบียร์ Siripipath & Sakunnasingh (2016) ที่พบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ไทย ในขณะที่การเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน Ata, & Ağ, (2010) และ Cevheroglu–Acar (2018) ที่กล่าวว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศตุรกี และ Bayrakdaroglu, Ege & Yazici (2013) ที่ให้ข้อมูลว่าการเจริญเติบโตเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลกระทบทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศตุรกี

จากผลการวิจัยข้างต้น อาจเป็นไปได้ว่า ผู้บริหารของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย บริหารโครงสร้างเงินทุนที่นับรวมทั้งการใช้หนี้สินระยะสั้น และระยะยาว ในลักษณะกล้าได้กล้าเสียและเป็นไปตามหลักการทางการเงินคือ สภาพคล่องต่ำ ความสามารถทำกำไรสูง (สภาพคล่องสูง ความสามารถทำกำไรต่ำ) ในขณะเดียวกัน ผู้บริหารก็มั่นใจว่าธุรกิจมีความสามารถในการชำระหนี้ และเมื่อมีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนเงินทุน ผู้บริหารจึงตัดสินใจใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น เพื่อได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษี และมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าการจัดหาเงินทุนโดยวิธีอื่น และจากการที่โครงลงทุนให้ผลตอบแทนเป็นบวกก็จะนำไปสู่มูลค่าธุรกิจที่เพิ่มขึ้น รวมทั้งมูลค่าธุรกิจของธุรกิจที่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน จะสูงกว่ามูลค่าธุรกิจของธุรกิจที่ไม่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของทฤษฎี Trade–off และทฤษฎี MM ส่วนการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ก็เช่นเดียวกันผู้บริหารเลือกใช้เงินทุนจากหนี้สิน เพื่อลงทุนในสินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดรายได้แก่กิจการ เพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น ธุรกิจต้องเผชิญกับความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งผู้บริหารอาจวางแผนจัดการกับนโยบายการเงินเป็นอย่างดี

สำหรับผลการวิจัยที่พบว่า ความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการและอายุของกิจการ มีผลกระทบทางบวกและทางลบต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนทั้งที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบ มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Nursetya & Hidayati (2020) ที่ให้ข้อมูลว่า ความสามารถทำกำไรและขนาดของกิจการมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบ Maneerattanarungrot & Donkwa (2018) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทย ในขณะที่ขนาดของกิจการส่งผลกระทบ Sudiyatno et al. (2020), and Endri (2018) ที่รายงานว่าความสามารถทำกำไรมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Purwanti (2020) ที่รายงานโครงสร้างเงินทุน และความสามารถทำกำไร มีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีผลกระทบทางลบ Kontesa (2015), and Asif & Aziz (2016) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าธุรกิจ ส่วนอายุของกิจการเป็นปัจจัย หรือตัวแปรที่งานวิจัยนี้ได้เพิ่มขึ้นเพื่อเป็นหลักฐานใหม่กับตลาดหลักทรัพย์ไทย

จากผลการวิจัยข้างต้นอาจเป็นไปได้ว่า จากการที่ผู้บริหารบริหารธุรกิจในลักษณะกล้าได้กล้าเสีย มุ่งสร้างการเจริญเติบโตและเพิ่มขนาดให้ธุรกิจ จึงมีการลงทุนในโครงการลงทุนและเพิ่มสินทรัพย์ลงทุน เพื่อก่อให้เกิดรายได้ให้กับกิจการมากขึ้น ประกอบกับเป็นโครงการลงทุนที่มีความคุ้มค่า จึงเป็นผลให้ความสามารถทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึงธุรกิจมีกำไรในแต่ละปีมากขึ้น เป็นที่สนใจของนักลงทุนที่คาดหวังเกี่ยวกับผลตอบแทนของธุรกิจในอนาคต จึงตัดสินใจลงทุนในธุรกิจที่มีลักษณะดังกล่าวข้างต้น ย่อมเป็นผลให้อัตราส่วนราคาต่อกำไรของธุรกิจเหล่านั้นเพิ่มมากขึ้น ประกอบกับธุรกิจมีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นด้วย จึงเป็นผลให้มูลค่าธุรกิจที่เน้นถึงส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้น ธุรกิจที่มีความสามารถทำกำไรสูงรวมทั้งเป็นธุรกิจขนาดใหญ่มูลค่าธุรกิจจึงสูงด้วย เมื่อพิจารณาถึงอายุของกิจการ อาจเป็นไปได้ว่าธุรกิจที่มีลักษณะดังที่กล่าวมา อาจเป็นธุรกิจที่เพิ่ง

เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และมีโครงการลงทุนใหม่ ๆ ที่มีความคุ้มค่าหลายโครงการ จึงทยอยลงทุนในช่วงเวลาที่ทำการวิจัยเพื่อสร้างการเจริญเติบโตให้กับธุรกิจ และถ้าโครงการเหล่านั้นมีระยะเวลาคืนทุนเร็วให้ผลตอบแทนเป็นบวก สร้างผลกำไรให้กับธุรกิจ ผลที่ตามมาคือ ธุรกิจมีความสามารถทำกำไรสูง เป็นที่น่าสนใจต่อการลงทุน ค่าอัตราส่วนราคาต่อกำไรจะสูงด้วย ผลที่ตามมาคือมูลค่าธุรกิจซึ่งเน้นที่มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นจะสูงขึ้นด้วย ในทางตรงกันข้าม ธุรกิจที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มานาน อาจมีการเจริญเติบโตในอัตราที่ลดลง โครงการลงทุนค่อนข้างเป็นโครงการลงทุนโดยทั่วไปไม่เป็นโครงการลงทุนใหม่ หรือการสร้างการเจริญเติบโตสู่ภายนอก มูลค่าธุรกิจจึงไม่เพิ่มขึ้น

สรุปผล

ผลการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย พบว่า 1) โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทยทุกธุรกิจ ประกอบด้วย หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีหนี้สินรวมเฉลี่ยประมาณอัตราร้อยละ 40 ในขณะที่หนี้สินระยะยาวเฉลี่ยประมาณร้อยละ 8 2) ปัจจัยสำคัญกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม คือ สภาพคล่องและการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ และ 3) ความสามารถทำกำไร อายุของกิจการ และขนาดกิจการมีผลการะทบต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรติดตามข้อมูลเกี่ยวกับอัตราส่วนราคาต่อกำไร หรือพีอี เรโชของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย หรือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อใช้เป็นข้อมูลสะท้อนถึงภาวะตลาด และมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน

2. ผู้บริหารของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมหรือบริษัทจดทะเบียน ควรกำหนดนโยบายการจัดการโครงสร้างเงินทุนให้ชัดเจนถึงสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการจัดการโครงสร้างเงินทุนเกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง ความสามารถทำกำไร และการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ของธุรกิจ รวมทั้งระดับการยอมรับความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ

3. ผู้บริหารของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มานานหลายปี ควรให้ความสนใจกับโครงการลงทุน โดยเน้นโครงการลงทุนเพื่อสร้างมูลค่ากิจการ ประกอบกับควรจัดให้มีการประเมินมูลค่ากิจการหรือธุรกิจ เพื่อวัดผลการดำเนินงานของกิจการที่ผ่านมา

4. ผู้บริหารของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือบริษัทจดทะเบียนควรตระหนักว่า การเพิ่มความสามารถทำกำไรที่จะนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าธุรกิจ จะต้องดำเนินการจัดการในทุกด้าน ทั้งด้านการตลาด การจัดการการเงิน การปฏิบัติการและทรัพยากรมนุษย์

5. นักลงทุนควรนำปัจจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ความสามารถทำกำไร อายุของกิจการและมูลค่าของธุรกิจ มาประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในส่วนของการวิเคราะห์บริษัทก่อนการตัดสินใจลงทุน

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. นักวิจัย นักวิชาการ หรือผู้สนใจทั่วไป อาจขยายงานวิจัยเพื่อสร้างองค์ความรู้ใหม่ทางวิชาการ การทำวิจัยเพิ่มเติมเพื่อต่อยอด การทำวิจัยจากข้อจำกัดของงานวิจัยเดิม การหามุมมองใหม่ และการบูรณาการกับงานวิจัยในศาสตร์อื่น

2. การวิจัยครั้งต่อไปอาจใช้วิธีวิจัยอื่น ตัวแบนอื่น หรือตัวแปรอื่น ที่แตกต่างจากงานวิจัยนี้ เช่น การใช้สมการถดถอยในลักษณะอื่น หรือการใช้สมการโครงสร้าง เป็นต้น

องค์ความรู้ใหม่

การศึกษาครั้งนี้ได้นำตัวแปรใหม่คือ ภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดหลักทรัพย์ มาใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน และอายุของกิจการมาวิเคราะห์ผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจ รวมทั้งได้ใช้การปรับลดระยะเวลาของการวิจัยให้ใกล้ปัจจุบันมากที่สุด และเพิ่มจำนวนธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม เพื่อเป็นการยืนยันผลของการวิจัยเกี่ยวกับ “ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม” อันเป็นการสร้างองค์ความรู้ใหม่โดยเฉพาะจากผลการวิจัยที่พบว่า ในช่วงระยะเวลาของการวิจัยจะเป็นระยะสั้นหรือระยะยาวตัวแปร “อายุของกิจการ” ซึ่งเป็นตัวแปรใหม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ซึ่งผู้บริหารและนักลงทุนสามารถนำมาใช้ในทางปฏิบัติสำหรับการสร้างมูลค่าธุรกิจและวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานสำหรับการลงทุนได้

References

Aggarwal, D., & Padhan, P. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters, 7*, 982–1000. https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067

Asif, A., & Aziz, B. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation–Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing, 6*(6), 231–244. https://euroasiapub.org/wp–content/uploads/2016/09/19FMJune–3764–1.pdf

Ata, H. A., & Ağ, A. G. Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin analizi. *Ekonometri veİstatistik e–Dergisi,* (11), 45–60. https://dergipark.org.tr/en/pub/iuekois/issue/8984/112081

Bayrakdaroglu, A., Ege, I., & Yazici, N. (2013). A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants: Empirical Results from Turkish Capital Market. *International Journal of Economics and Finance, 5*(4), 131–140. http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v5n4p131

Brigham, F., & Ehrhardt, C. (2020). *Financial Management: Theory and Practice* (16th ed.). Thomson Corporation.

Cevheroglu–Acar, M. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey, *Journal of Management and Sustainability, 8*(1), 31–45. https://doi.org/10.5539/jms.v8n1p31

Chen, J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese–listed Companies. *Journal of Business Research, 57*(12), 1341–1351. https://doi.org/10.1016/S0148–2963(03)00070–5

Damodaran, A., (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management, 14*(4), 387–405. http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001

Dutta, S., Mukherjee, T., & Som, S. (2018). Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies. *The BESC Journal of Commerce and Management, 4,* 42–52. http://bjcm.bescollege.net/v4/n1/v4n104.pdf

Endri, E. (2018). Determinants of Firm Value: A Case Study of Cigarette Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Managerial Studies and Research, 6*(8), 51–59.

Fumani, M., & Moghadam, A. (2015). The Effect of Capital Structure on Firm Value, The Rate of Return on Equity and Earnings Per Share of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting, 6*(15), 50–57.

Gujarati, D., & Porter, D. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw–Hill/Irwin.

Ishari, M.P.S., & Abeyrathna, S.P.G.M. (2016), The Impact of Financial Leverage on Firms' Value (Special Reference to Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka). *International Journal of Advancement in Engineering Technology, Management and Applied Science, 3*(7), 100–104. https://www.academia.edu/27616985/The_Impact_of_Financial_Leverage_on_Firms_Value_Special_Reference_to_Listed_Manufacturing_Companies_in_Sri_Lanka_

Kester, C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management, 15*(1), 5–16.

Kontesa, M. (2015). Capital Structure, Profitability, And Firm Value. Whats New?, *Research Journal of Finance and Accounting, 6*(20), 185–192.

Kuč, V., & Kaličanin, D., (2021). Determinants of the Capital Structure of Large Companies: Evidence from Serbia. *Economic Research, 34*(1), 590–607. https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1801484

Malinić, D., Denčić–Mihajlov, K., & Ljubenović, E., (2013). The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies, 16*(2), 98–119. https://www.ersj.eu/repec/ers/papers/13_2_p7.pdf

Maneerattanarungrot, C., & Donkwa, K. (2018). Capital Structure Affecting Firm Value in Thailand. *ABAC Journal, Assumption University, 38*(2), 133–146.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review, 48*(3), 261–297. https://www.jstor.org/stable/1809766

Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance, 39*(3), 575–592. https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.472.3863&rep=rep1&type=pdf

Myers, S., & Majluf, M. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187–221.

Nursetya, R., & Hidayati, L. (2020). How Does Firm Size and Capital Structure Affect Firm Value?. *Journal of Management and Entrepreneurship Research, 1*(2), 67–76.

Panova, E. (2020). Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises, Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, 15*(2), 361–375. https://doi.org/10.24136/eq.2020.017

Parkatt, G., Pamornmast. C., & Thavikitikul, Y. (2021). The Use of Debt in the Capital Structure and Firm Value of Listed Companies in the Market for Alternative Investment, *The Journal of Development Administration Research, 11*(4), 746–760.

Parkatt, G., Rojanasang, C., Khemthong, S., Meethawornkul, S., & Sittichoksakunchai, P. (2019). Financial Leverage and Return on Equity of Listed Companies in the Market for Alternative Investment. In *The 6th National Conference in Management Scient.* School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University.

Purwanti, T. (2020). The Effect of Profitability, Capital Structure, Company Size, and Dividend Policy on Company Value on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Seocology, 1*(2), 60–66. https://doi.org/10.29040/seocology.v1i02.9

Serghiescua, L., & Văideanb, V. (2014). Determinant Factors of the Capital Structure of a Firm–an Empirical Analysis. *Procedia Economics and Finance, 15,* 1447–1457. http://doi.org/10.1016/S2212–5671(14)00610–8

Siripipath, P., & Sakunasingha, B. (2016). Determinants of Capital Structure: A Case Study in Thai Steel Industry. *Journal of Global Business Review, 18*(1), 1–16.

Sudiyatno, B., Puspitasari, E., Suwarti, T., & Asyif, M. (2020). Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7*(11), 769–778. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.769

Wald, K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research, 22*(2), 161–187. https://doi.org/10.1111/j.1475–6803.1999.tb00721.x