



อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ  
หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ

Financial Ratios Affecting the Enterprise Value of Companies Listed  
on the Stock Exchange of Thailand in the Service Industry and the Category of  
Tourism and Recreation

สุรยุทธ ทองคำ\*, สุธาสิณี ศิริโกคาภิรมย์

Surayut Tongkum, Sutasinee Siriphokapirom

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเทพสตรี จังหวัดลพบุรี 15000

Faculty of Management Science, Thepsatri Rajabhat University, Lopburi 15000 Thailand

\*Corresponding author E-mail: surayut.t@gmail.com

(Received: August 30 2023; Revised: October 14 2023; Accepted: November 2 2023)

#### บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิโดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ระหว่างปี พ.ศ. 2561 - พ.ศ. 2565 จำนวน 11 บริษัท ทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ตัวแปรอิสระที่ศึกษาประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน, อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม, อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรตามคือ มูลค่าธุรกิจ ตามวิธีการประเมินแบบ Tobin's Q

ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

คำสำคัญ : อัตราส่วนทางการเงิน; มูลค่ากิจการ

#### Abstract

The objective of this research was to study the financial ratios affecting the enterprise value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand in the service industry and the category of tourism and recreation. This research was quantitative. Secondary data were used by studying data from the 11 companies listed on the Stock Exchange of Thailand in the service industry and the category of tourism and recreation from 2018 to 2022. The hypothesis was tested using multiple linear regression analysis. The independent variables studied were as follows: current ratio, total asset turnover ratio, return on total assets, and return on equity. The dependent variable is enterprise value, according to Tobin's Q method.

The results found that financial ratios had the effect on enterprise value with statistical significance; the total asset turnover rate was at 0.01, and the return on total assets was at 0.05.

Keywords : Financial Ratios; Enterprise Value



## บทนำ

การแพร่ระบาดของ COVID-19 ไม่เพียงส่งผลกระทบต่อธุรกิจท่องเที่ยวและโรงแรมในระยะสั้น หากยังส่งผลกระทบระยะยาวผ่านการเปลี่ยนแปลงของ Megatrend ซึ่งก่อให้เกิดพฤติกรรมการท่องเที่ยวที่เปลี่ยนแปลงไป การท่องเที่ยวที่ตอบโจทย์รายบุคคลมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงรูปแบบการดำเนินธุรกิจที่เน้นการนำเทคโนโลยีสมัยใหม่มาใช้ รวมถึงความใส่ใจในสุขภาพและอนามัย ภูมิทัศน์ของการท่องเที่ยวที่เปลี่ยนแปลงไปส่งผลต่อรูปแบบความต้องการของนักท่องเที่ยวและรูปแบบทางธุรกิจของผู้ประกอบการโรงแรม ดังนั้น ผู้ประกอบการจึงต้องเร่งปรับตัวเพื่อรักษาระดับรายได้ รวมถึงมองหาโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ ที่เกี่ยวข้องกับนักท่องเที่ยว ตลอดจนการสร้างความเชื่อมโยงกับภาคส่วนอื่นในห่วงโซ่คุณค่าการท่องเที่ยว ไม่ว่าจะเป็นชุมชนท้องถิ่น หรือธุรกิจอื่น ๆ ในระยะข้างหน้า ปัจจัยกำหนดความสำเร็จของธุรกิจโรงแรมไม่เพียงมาจากสถานที่ตั้ง ห้องพัก ราคา และสิ่งอำนวยความสะดวกเท่านั้น หากยังมาจากความร่วมมือกับชุมชนและธุรกิจอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องความสามารถในการปรับตัว และการบริหารจัดการความเสี่ยง (ณัฐฉิ รัตนา และคณะ, 2565)

ภาคการท่องเที่ยวเป็นหนึ่งในเครื่องยนต์สำคัญของเศรษฐกิจไทยที่ในช่วงก่อนเกิดโควิดเคยสร้างรายได้สูงถึง 3 ล้านล้านบาท หรือประมาณ 18% ของ GDP แบ่งเป็นรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติประมาณ 2 ใน 3 และนักท่องเที่ยวไทย 1 ใน 3 รวมถึงสร้างการจ้างงานกว่า 7 ล้านคน หรือ 20% ของการจ้างงานทั้งหมดในปี 2562 การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวจึงเป็นแรงขับเคลื่อนให้กับเศรษฐกิจไทยในระยะต่อไป (วรัญญา มหาวานากุล และนภสร ประสงค์ศักดิ์, 2566) จากข้อมูลของกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา สถิตินักท่องเที่ยวชาวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทย ปี 2565 (จำนวนยอดสะสมเบื้องต้น) มีจำนวน 11,153,026 คน ในขณะที่ปี 2564 มีจำนวน 427,869 คน (กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา, 2566) แสดงให้เห็นว่าธุรกิจการท่องเที่ยวเริ่มมีการฟื้นตัว ถึงแม้จะยังไม่เท่ากับจำนวนนักท่องเที่ยวก่อนสถานการณ์โรคระบาดโควิด 19 เมื่อธุรกิจการท่องเที่ยวเริ่มฟื้นตัว ธุรกิจโรงแรมในประเทศไทยจะได้รับผลบวกจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่มากขึ้นส่งผลถึงผลตอบแทนจากการดำเนินงานและมูลค่าของธุรกิจที่เพิ่มมากขึ้น

สถานการณ์โลกและประเทศไทยเริ่มฟื้นตัวในปี พ.ศ. 2565 หลังผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด 19 ตั้งแต่ปี 2562 เป็นต้นมา การแพร่ระบาดที่เกิดขึ้นทำให้เกิดการชะงักทางด้านเศรษฐกิจ เพราะผู้คนต้องเก็บตัวอยู่บ้าน ทำงานจากที่บ้าน ธุรกิจที่ได้รับผลด้านบวกก็คือ ธุรกิจอาหารและธุรกิจขนส่ง แต่ธุรกิจที่ได้รับผลกระทบอย่างมาก คือ ธุรกิจในอุตสาหกรรมบริการท่องเที่ยว โดยเฉพาะธุรกิจโรงแรม เพราะเมื่อคนไม่ออกจากบ้าน

การท่องเที่ยวย่อมหยุดนิ่ง โรงแรมจึงได้รับผลกระทบตามมาเป็นลูกโซ่

งบการเงินเป็นรายงานทางการเงินที่สะท้อนภาพผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัท นักลงทุนใช้การวิเคราะห์งบการเงินเพื่อวิเคราะห์ถึงความสามารถในการทำกำไร (Profitability analysis) หรือความเสี่ยงของบริษัท (Risk analysis) จากผลการดำเนินงานของบริษัทในอดีตที่ผ่านมาที่อยู่ในงบการเงิน เพื่อช่วยคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไร รวมทั้งโอกาสที่บริษัทผู้ลงทุนจะสามารถดำเนินการต่อไปในอนาคตการวิเคราะห์งบการเงินใช้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินซึ่งแบ่งเป็น 4 ประเภทใหญ่ ๆ ตามวัตถุประสงค์การใช้งานของผู้ใช้งบการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนการวิเคราะห์สภาพคล่อง (Liquidity ratio) อัตราส่วนการวิเคราะห์ความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage ratio) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability ratio) และอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency ratio) นอกเหนือจากนั้นผู้ลงทุนยังต้องใช้ข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการรายงานทางการเงิน หมายเหตุต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องซึ่งได้เปิดเผยข้อมูลไว้ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การที่นักลงทุนวิเคราะห์งบการเงินเพื่อหาความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ก่อนการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน นั้นอาจกล่าวได้ว่าความสามารถในการทำกำไรของกิจการผู้ลงทุนจะถูกแสดงอยู่ในราคาหลักทรัพย์ของกิจการนั่นเอง (ขวัญณิกมา เด็กศิริ และคณะ, 2561)

งบการเงินของกิจการมักถูกใช้เป็นข้อมูลหลักในการพิจารณาผลการดำเนินงานเพื่อประเมินความสามารถในการดำเนินงาน และคาดการณ์แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและมูลค่าของธุรกิจ รวมทั้งโอกาสที่บริษัทผู้ลงทุนจะสามารถดำเนินการต่อไปในอนาคต ในการวิเคราะห์งบการเงิน ส่วนใหญ่นักลงทุนและผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียที่ถือหุ้นในกิจการจะสนใจการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานในด้านต่าง ๆ รวมทั้งการประเมินมูลค่าของกิจการเพื่อวัดประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินสามารถบอกถึงความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการเมื่อวัดจากค่า Tobin's Q

จากการที่อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการ โดยผู้วิจัยได้ให้ความสนใจกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ เพื่อเป็นแนวทางให้บริษัทต่าง ๆ ได้ตระหนักถึงความสำคัญต่ออัตราส่วนทางการเงินที่มีผลต่อมูลค่ากิจการเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ใช้งบการเงินประจำปีและผู้ถือหุ้น สำหรับใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์ธุรกิจเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันต่อไป



## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ

## ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎี Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดผสมผสานโดยใช้ข้อมูลในงบการเงินของกิจการร่วมกับมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณโดยการหารราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ขององค์กรด้วยราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นและหนี้สิน (มนวิภา ผดุงสิทธิ์, 2548)

Tobin's Q จึงเป็นค่า ๆ หนึ่งที่แสดงให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการ โดย Lewellen และ Badrinath (1997) อ้างถึงในมนวิภา ผดุงสิทธิ์ (2548) ให้ความเห็นว่า องค์กรที่มีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพราะแสดงว่าองค์กรมีจุดแข็งหรือข้อได้เปรียบบางประการในการบริหารงานที่ทำให้องค์กรได้รับผลตอบแทนของเงินลงทุนในอัตราที่สูงกว่าต้นทุนของเงินทุน ซึ่งข้อได้เปรียบนี้ส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดขององค์กรมีค่ามากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปเพื่อก่อให้เกิดมูลค่านั้น ในทางตรงกันข้ามองค์กรที่มีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่ กล่าวคือ ได้รับผลตอบแทนหรือกำไรจากการลงทุนต่ำ ดังนั้นมูลค่าของกิจการต่อผู้ถือหุ้นจึงมีค่าน้อยกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไปในการลงทุน จะเห็นได้ว่าค่า Tobin's Q สะท้อนให้เห็นถึงคุณภาพการตัดสินใจจ่ายลงทุนที่ผ่านมาของผู้บริหารว่าสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทน (หรือกำไร) จากการลงทุนที่คุ้มค่าหรือไม่ รวมทั้งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโอกาสในการเจริญเติบโตในอนาคต

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการตามแนวทางการคำนวณของ Chung and Pruitt (1994) อ้างถึงใน ปทุมวดี โป่งเหลี่ยม (2561)

$$\text{Tobin's Q} = (\text{MVS} + \text{MVP} + \text{Debt}) / \text{Total Assets}$$

โดยที่ MVS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ คำนวณจากราคาตลาดของหุ้นสามัญ คูณด้วยจำนวนหุ้นที่ถืออยู่ในมือผู้ถือหุ้น

MVP = มูลค่าของหุ้นบุริมสิทธิเท่ากับมูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ

Debt = มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน

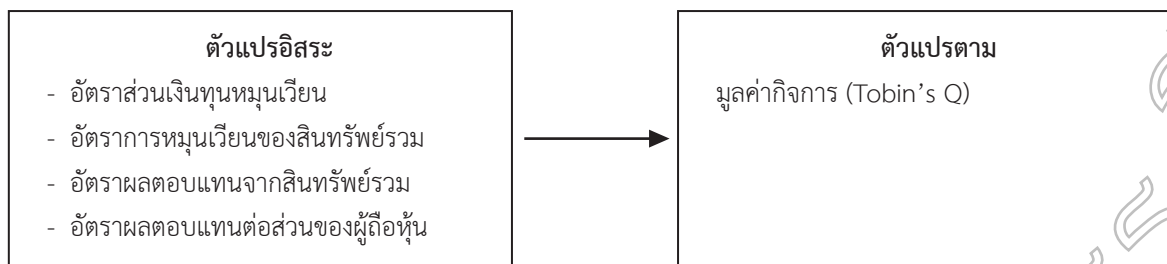
Total Assets = สินทรัพย์รวมของกิจการ

จากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่า อัตราส่วนทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ เช่น งานวิจัยของปวีณา แซ่จู่ และ เบญจพร โมกขะเวส (2564) พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (อัตราส่วนสภาพคล่อง) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ งานวิจัยของจิราภรณ์ ชูพล และ นภาพร นิลภรณ์กุล (2564) พบว่า อัตราส่วนในการดำเนินงานส่งผลทั้งในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของกิจการ โดยผลการวิจัยสรุปได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่ปัจจัยอื่น ๆ ไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

งานวิจัยของ รัชณี ชุมนิรัตน์ และ พจนารถ ฤทธิเดช (2566) พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นที่ยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และงานวิจัยของพรรณทิพย์ อย่างกลิ่น (2562) พบว่า ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ .01 ด้วยน้ำหนักอิทธิพลเท่ากับ 0.19

## กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยเรื่อง “อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ” ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องนำมาสรุปกรอบแนวคิดได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยเก็บรวบรวม ข้อมูลจากเว็บไซต์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วิเคราะห์ข้อมูล โดยตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุคูณ (Multicollinearity) และทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis)

ประชากรได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive sampling) ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ มีจำนวน 11 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2561-2565 โดยเลือกจากบริษัทที่มีผลการดำเนินงานครบ 5 ปี มีจำนวน 11 บริษัท

**ตารางที่ 1** แสดงบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 11 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2561-2565 เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานครบ 5 ปี

ตัวย่อ	ชื่อบริษัท
ASIA	บริษัท เอเชียโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)
CSR	บริษัท เทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน)
DUSIT	บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
ERW	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
GRAND	บริษัท แกรนด์ แอสเสท โทเทิลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
LRH	บริษัท ลาภานา รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน)
MANRIN	บริษัท แมนดารินโฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
OHTL	บริษัท โอเอชทีแอล จำกัด (มหาชน)
ROH	บริษัท โรงแรมรอยัล ออคิด (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
SHANG	บริษัท แสงกรี-ลา โฮเต็ล จำกัด (มหาชน)

### ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR), อัตรากำไรสุทธิของสินทรัพย์รวม (TAT), อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าของกิจการ (Firm Value) คำนวณโดยใช้ค่า Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994)

### ผลการวิจัย

1. อัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 11 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2561-2565 เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานครบ 5 ปี ตามตารางที่ 2-6



ตารางที่ 2 แสดงอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการในปี พ.ศ. 2561

บริษัท	CR	TAT	ROA	ROE	Tobin's Q
ASIA	0.40	0.15	1.18	0.06	1.19
CENTEL	1.10	0.85	11.33	17.82	4.45
CSR	1.17	0.12	4.59	4.12	1.08
DUSIT	1.35	0.48	4.65	5.92	2.23
ERW	0.44	0.38	6.77	9.95	1.75
GRAND	1.41	0.32	4.76	6.97	0.93
LRH	1.65	0.26	1.72	0.64	1.85
MANRIN	3.08	0.38	4.16	4.13	1.44
OHTL	0.62	1.18	17.35	33.47	4.84
ROH	3.98	0.82	15.07	15.45	2.69
SHANG	8.72	0.29	9.70	8.17	1.81

ตารางที่ 3 แสดงอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการในปี พ.ศ. 2562

บริษัท	CR	TAT	ROA	ROE	Tobin's Q
ASIA	0.33	0.15	0.66	-1.03	0.78
CENTEL	0.91	0.79	8.53	13.13	1.85
CSR	4.41	0.12	4.14	3.82	1.09
DUSIT	1.41	0.41	7.07	6.60	1.63
ERW	0.43	0.37	6.09	7.88	0.94
GRAND	1.19	0.22	0.99	-7.06	0.82
LRH	1.35	0.28	3.22	2.97	0.92
MANRIN	0.84	0.42	5.42	4.94	1.15
OHTL	0.35	0.52	-17.54	-70.54	2.69
ROH	4.08	0.83	15.23	15.61	2.02
SHANG	6.40	0.28	9.70	8.17	1.81

ตารางที่ 4 แสดงอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการในปี พ.ศ. 2563

บริษัท	CR	TAT	ROA	ROE	Tobin's Q
ASIA	0.48	0.09	0.02	-2.30	0.95
CENTEL	0.56	0.42	-8.47	-23.52	3.54
CSR	7.09	0.10	2.15	1.95	1.15
DUSIT	0.48	0.17	-3.49	-24.68	1.82
ERW	0.70	0.12	-6.56	-35.83	1.37
GRAND	0.70	0.08	-5.25	-29.00	0.91
LRH	1.28	0.12	-2.44	-8.34	1.14
MANRIN	0.59	0.13	-9.24	-15.36	1.28
OHTL	0.21	0.18	-9.97	-40.22	1.43
ROH	3.45	0.23	-17.59	-19.12	2.15
SHANG	12.6	0.08	-13.08	-12.37	1.21



ตารางที่ 5 แสดงอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการในปี พ.ศ. 2564

บริษัท	CR	TAT	ROA	ROE	Tobin's Q
ASIA	0.40	0.06	-0.83	-3.77	0.79
CENDEL	0.59	0.28	-2.66	-12.38	3.02
CSR	6.97	0.10	2.25	2.20	1.02
DUSIT	0.53	0.12	-2.33	-27.97	1.92
ERW	1.78	0.08	-7.28	-41.74	1.44
GRAND	0.67	0.04	-9.15	-47.18	0.83
LRH	1.36	0.07	-3.19	-10.15	1.06
MANRIN	5.73	0.03	-5.73	-11.78	1.19
OHTL	0.16	0.09	-8.99	-33.71	1.51
ROH	0.80	0.05	-1.98	-12.37	1.01
SHANG	12.05	0.05	-8.02	-6.82	1.29

ตารางที่ 6 แสดงอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการในปี พ.ศ. 2565

บริษัท	CR	TAT	ROA	ROE	Tobin's Q
ASIA	0.76	0.09	0.34	-1.88	0.95
CENDEL	0.57	0.38	2.64	2.18	3.88
CSR	5.54	0.11	3.53	3.06	1.18
DUSIT	0.58	0.19	-0.28	-13.54	1.96
ERW	1.15	0.21	0.99	-3.83	1.93
GRAND	0.90	0.11	-1.39	-23.44	0.87
LRH	1.31	0.21	0.86	0.07	1.52
MANRIN	1.65	0.20	-3.66	-10.73	1.45
OHTL	0.19	0.31	3.32	5.47	1.92
ROH	0.92	0.10	2.99	-4.48	1.06
SHANG	7.46	0.16	-1.49	-1.12	1.32

ตารางที่ 7 แสดงค่าเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินและมูลค่าของกิจการในปี พ.ศ. 2561-2565

	2565	2564	2563	2562	2561
CR	1.91	2.82	2.56	2.14	2.17
TAT	0.19	0.09	0.16	0.40	0.48
ROA	0.71	-4.36	-6.72	3.87	7.39
ROE	-4.39	-18.70	-18.98	-1.47	9.70
Tobin's Q	1.64	1.37	1.54	1.38	2.21

2. การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุคูณ (Multicollinearity)

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุคูณ หมายถึง ภาวะที่ตัวแปรในการวิจัยเป็นตัวแปรต้นที่มีความสัมพันธ์กันสูง

เพื่อนำมาวิเคราะห์ตรวจสอบค่าสถิติ 2 ตัว คือ Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) เกณฑ์ในการวัดว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีภาวะร่วมเส้นตรงพหุหรือไม่ ให้ดูที่ค่า Tolerance ควรมีค่ามากกว่า 0.1 ค่า VIF ควรมีค่าน้อยกว่า 10 (Hair et al., 2010)



ตารางที่ 8 การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุคูณ โดยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณเมื่อมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) เป็นตัวแปรตาม

ตัวแปร/ตัวชี้วัด	Tolerance	VIF
CR	0.824	1.214
TAT	0.610	1.639
ROA	0.201	4.985
ROE	0.226	4.425

จากตารางที่ 8 พบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมี Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 โดยมีค่าอยู่ระหว่าง 0.201 - 0.824 ค่า VIF ของ ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่าน้อยกว่า 10 โดยมีค่าอยู่ระหว่าง 1.214 - 4.985

แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีภาวะร่วมเส้นตรงพหุคูณ สามารถนำมาวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณต่อไป

### 3. การทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณกรณีตัวแปรมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) เป็นตัวแปรตาม

ตัวแปร	Standardized Coefficients (β)	t-value	p-value
CR	-0.040	-0.411	.683
TAT	0.935	8.276	.000
ROA	-0.417	-2.114	.040
ROE	0.098	0.529	.599

$n = 55, R^2 = .610, F = 15.950, Sig = .000$

จากตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณพบว่า ค่า  $R^2$  มีค่าเท่ากับ 0.610 หมายความว่า ตัวแปรอิสระสามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 61.00

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของตัวพยากรณ์พบว่า ส่วนอัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวม (TAT) สามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สำหรับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่สามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้ (p-value เท่ากับ 0.683 และ 0.599 ตามลำดับ)

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า อัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวม (TAT), อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) สำหรับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q)

โดยอัตราส่วนที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการเรียงลำดับจากมากไปน้อยได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวม (TAT) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) สามารถนำมาเขียนเป็นสมการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ในรูป

คะแนนมาตรฐาน ดังนี้

$$Z = 0.935TAT - 0.417ROA + 0.098ROE - 0.040CR$$

### สรุปและอภิปรายผล

จากการศึกษาเรื่อง อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ พบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่สามารถพยากรณ์มูลค่ากิจการได้นั้น มีเพียงอัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม ผู้วิจัยมีประเด็นที่นำมาอภิปรายผล ดังนี้

1. อัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวมมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.935 มีค่า sig เท่ากับ .000 หมายความว่า อัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวมสามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวมใช้วัดความสามารถของบริษัทในการสร้างรายได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทลงทุนไป เมื่อมีการบริหารสินทรัพย์รวมที่ดีจะส่งผลต่อการสร้างรายได้ของกิจการ และทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น จากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ทั้ง 11 แห่ง มีอัตราส่วนหนี้สินของสินทรัพย์รวมไปในทิศทางเดียวกับมูลค่าของกิจการ แสดงถึง



เมื่ออัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น 0.935 หน่วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ ปวีณา แซ่จู่ และ เบญจพร โมกขะเวส (2564) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับมูลค่ากิจการที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

2. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -0.417 มีค่า sig เท่ากับ .040 หมายความว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมสามารถพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราส่วนในการวัดความสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์รวมสะท้อนให้เห็นความสามารถในการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการในการสร้างผลกำไร จากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่า บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ทั้ง 11 แห่ง มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมไปในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของกิจการ แสดงถึงเมื่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มูลค่ากิจการลดลง 0.417 หน่วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ รัชณี ชุมนิรัตน์ และ พจนารถ ฤทธิเดช (2566) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน ซึ่งผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายถึงการที่บริษัทนำสินทรัพย์ที่มีไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดรายได้จากสินทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง โดยทั่วไปบริษัทกลุ่มรายชื่อหุ้นยั่งยืน (THSI) เป็นหุ้นที่ได้รับความนิยมแต่ก็ไม่ได้ได้รับการรับรองว่าบริษัทดังกล่าวจะมีกำไรเสมอไปหรืออาจได้รับการคัดเลือกอีกในอนาคต

3. จากการอภิปรายผลการวิจัยใน ข้อ 1. และ ข้อ 2. แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพการใช้งานของสินทรัพย์รวมส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างแท้จริง เพราะอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมสามารถนำมาพยากรณ์มูลค่าของกิจการได้ทั้งในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม บอกว่าสินทรัพย์รวมสามารถสร้างรายได้ให้กับกิจการและส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ แต่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมชี้ให้เห็นว่าการบริหารสินทรัพย์รวมสร้างกำไรสุทธิให้กับกิจการแต่ไม่สามารถเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการได้

## ข้อเสนอแนะ

1. งานวิจัยนี้เก็บรวบรวมข้อมูล ระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2565 ซึ่งอยู่ในช่วงการระบาดของไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ซึ่งเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ จึงควรมีการศึกษาโดยใช้กรอบแนวคิดนี้อีกครั้งเมื่อสถานการณ์เข้าสู่ภาวะปกติ เพื่อเปรียบเทียบผลการศึกษา
2. การบริหารสินทรัพย์รวมส่งผลผ่านการสร้างรายได้และกำไรสุทธิของกิจการ ซึ่งส่งผลต่อเนื่องถึงมูลค่าของกิจการอย่างแท้จริง ดังนั้นกิจการอื่นควรให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์รวมอย่างต่อเนื่อง
2. ควรเพิ่มช่วงระยะเวลาของการศึกษาให้ยาวนานมากขึ้น เพื่อสังเกตผลกระทบของปัจจัยที่เกี่ยวข้องในระยะยาว
3. การวิจัยในครั้งต่อไปอาจทดสอบกับอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ หรือตัวชี้วัดทางการเงินอื่น ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

## เอกสารอ้างอิง

- กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา. สถิตินักท่องเที่ยวชาวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทย ปี 2565 (จำนวนยอดสะสมเบื้องต้น). [online]. เข้าถึงได้จาก : <https://www.mots.go.th/news/category/659>. 2566.
- ขวัญนภา เต็กศิริ, สมใจ บุญหมื่นไวย และ ธนภณ วิมูลอาจ. (2561). อิทธิพลของอัตราส่วนทางการเงินต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. *วารสารชุมชนวิจัย มหาวิทยาลัยราชภัฏนครราชสีมา*. 12(2): 71-84.
- จิราภรณ์ ชูพล และ นภาพร นิลาภรณ์กุล. (2564). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเซีย ฉบับสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์*. 11(1): 39-48.
- ณัฐวุฒิ รัตนาวาริน โฆษิตคณิน และนิกชนิภา บุญช่วย. (2565). ปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อุตสาหกรรมบริการธุรกิจโรงแรม. *วารสารสหวิทยาการมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*. 5(2): 444-457.
- ปทุมวดี โปงุเหลือ้ม และ ชัยมงคล ผลแก้ว. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกแก่สาธารณชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี*. 7(1): 25-43.





- ปวีณา แสงजू และ เบญจพร โมกษะเวส. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. **วารสารมหาวิทยาลัยนครพนม**. 8(สิงหาคม): 15-30.
- พรรณทิพย์ อย่างกลิ่น. (2562). ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี**. 16(3): 33-42.
- ภานุรุจ เหลืองไชยรัตน์ ตุลยา ตูลาดิลก ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย และ อธิเมศร์ เชษฐธีระพัชร. (2563). ปัจจัยที่มีผลต่อการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารบัณฑิตวิทยาลัย พิษณุพนธ์**. 15(1): 131-148 .
- มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548). การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. **วารสารบริหารธุรกิจคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์**. 28(2): 13-22.
- รัชณี ชุมนิรัตน์ และ พจนารถ ฤทธิเดช. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืน. **วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์**. 43(2): 39-60.
- วรัญญา มหาวานกุล และนภสร ประสงค์ศักดิ์. การท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวอย่างไรในเชิงพื้นที่. [online]. เข้าถึงได้จาก : <https://www.bot.or.th/th/research-and-publications/article/chaengsibia/article-2023-jun13.html>. 2566.
- Chung, K.H., and Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**. 23: 70-74.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin B. J., and Anderson, R. E. (2010). **Multivariate Data Analysis**. (7<sup>th</sup> ed.). New Jersey: Pearson Education.
- Lewellen, Wilbur G. and Badrinath, S.G. (1997). "On the Measurement of Tobin's Q". **Journal of Financial Economics**. 44(April): 77-122.