

อิทธิพลของขนาดกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง
ทางการเงิน ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มดัชนี SETESG

The Moderating Effect of Firm Size on the Relationship Between Financial
structure, Return on Equity and Stock Prices of Companies Listed
in the SETESG Index of Thailand

¹ยศวินกาญจน์ กอบกาญจนพฤติ, ^{2*}สาวิตรี สมบูรณ์จันทร์
³จันทร์เจ้า สุกรรุ่งเจริญ, ⁴ดาวพระศุภร์ ทองกลิ่น และ ⁵ศุภญา กิจกมลวัฒน์

¹Yodsawinkan Kobkanjanapued, ^{2*}Savitri Somboonchan

³Janjao Supornrungcharoen, ⁴Dawprasug Thongglin, and ⁵Suphaya Kitkamolwat

**Corresponding author*

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce, Thailand

E-mail: ¹yodsawinkan_kob@utcc.ac.th, ^{2*}savitri_som@utcc.ac.th

³janjao_sup@utcc.ac.th, ⁴dawprasug_tho@utcc.ac.th, ⁵supaya_kit@utcc.ac.th

Received March 27, 2025; Revised June 6, 2025; Accepted July 4, 2025

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท ในกลุ่มดัชนี SETESG โดยแบ่งตามขนาดกิจการ และศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG จำนวน 68 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึง 2566 รวมจำนวนทั้งสิ้น 340 ตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย 2 กลุ่มอิสระ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยมี Fixed Effect Model เป็นตัวแบบที่เหมาะสม

ผลการศึกษาพบว่า 1) บริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กในกลุ่มดัชนี SETESG มีโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทขนาดใหญ่มีสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) สูงกว่า แต่มีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก 2) ขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่าง DER และ ROE กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และ 3) บริษัทขนาดใหญ่ในกลุ่ม SETESG สามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จากข้อมูล DER และ ROE ได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก ผลการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของขนาดกิจการในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการเงินและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม SETESG ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ผู้บริหารในการกำหนดนโยบายทางการเงิน และนักวิชาการในการพัฒนาองค์ความรู้ด้านการเงินที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ: ขนาดกิจการ; โครงสร้างทางการเงิน; ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น; ราคาหลักทรัพย์; ดัชนี SETESG

Abstract

This research aimed to examine the differences in financial structure (DER) and return on equity (ROE) of companies listed in the SETESG index, categorized by firm size. Furthermore, it investigated the moderating effect of firm size on the relationship between financial structure, ROE, and stock prices of 68 companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) within the SETESG index, from 2019 to 2023, totaling 340 observations. The study utilized secondary data and employs descriptive statistics and inferential statistics, including independent samples t-tests, correlation analysis, and multiple linear regression analysis, with the fixed effect model being the appropriate model.

The findings revealed that 1) large and small-sized companies in the SETESG index exhibit statistically significant differences in capital structure and ROE. Larger companies had a higher debt-to-equity ratio (DER) but a lower ROE compared to smaller companies; 2) firm size had a significant positive moderating effect on the relationship between DER, ROE, and stock prices; and 3) larger companies in the SETESG group were better able to reflect changes in stock prices from DER and ROE information compared to smaller companies. These results highlighted the importance of firm size in analyzing the relationship between financial factors and stock prices among companies in the SETESG index. The findings were beneficial for investors in making investment decisions, for executives in formulating financial policies, and for academics in advancing financial knowledge related to companies operating sustainably.

Keywords: Firm size; Capital structure; Return on equity; Stock price; SETESG Index

บทนำ

การบริหารโครงสร้างทางการเงินเป็นหนึ่งในประเด็นสำคัญของการจัดการองค์การยุคใหม่ เนื่องจากมีอิทธิพลต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของกิจการ (Myers, 1984; Frank & Goyal, 2003) โครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมช่วยให้บริษัทสามารถจัดการต้นทุนเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎี Pecking Order และ Trade-off ที่ชี้ให้เห็นถึงบทบาทของการบริหารทุนในรูปแบบต่าง ๆ (Myers & Majluf, 1984; Rajan & Zingales, 1995) ขนาดกิจการ (Firm Size) ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่มีบทบาทในการกำหนดแนวทางการจัดหาเงินทุนและมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทขนาดใหญ่มักมีโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินทุนในรูปแบบต่าง ๆ ได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Frank & Goyal, 2003; Alabdulkarim et al., 2024)

ขนาดกิจการยังสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการดำเนินงานและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) งานวิจัยคลาสสิกและงานวิจัยล่าสุดระบุว่าขนาดกิจการที่แตกต่างกันสามารถส่งผลต่อ ROE และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ (Banz, 1981; Fama & French, 1992; Rahman & Liu, 2021) บริษัทขนาดใหญ่ที่มีศักยภาพในการขยายธุรกิจและบริหารจัดการทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ มักสร้างผลตอบแทนที่มั่นคงและเป็นที่สนใจของนักลงทุนมากกว่า ขณะที่ขนาดกิจการยังอาจทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับ (moderator) ในความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการทางการเงินกับมูลค่าหลักทรัพย์ (Alabdulkarim et al., 2024)

ในขณะเดียวกัน แนวโน้มการลงทุนที่ให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (Environmental, Social, and Governance: ESG) กำลังกลายเป็นประเด็นสำคัญระดับโลก นักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่างตระหนักถึงความสำคัญของการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมากขึ้น ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนที่มีการบริหาร ESG อย่างมีประสิทธิภาพได้รับความสนใจจากตลาดทุนมากขึ้น (Yoon et al., 2018; Moolkham, 2025) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้พัฒนาดัชนี SETESG เพื่อใช้เป็นมาตรฐานในการประเมินความยั่งยืนและสร้างแรงจูงใจให้บริษัทต่าง ๆ ให้ความสำคัญกับ ESG อย่างเป็นรูปธรรม (Moolkham, 2025)

อย่างไรก็ดี แม้งานวิจัยจำนวนมากจะเน้นศึกษาผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินหรือขนาดกิจการต่อผลประกอบการและมูลค่าบริษัทโดยรวม (Dao & Ta, 2020; Ramli et al., 2019) แต่ยังมีงานศึกษาน้อยที่วิเคราะห์ “บทบาทของขนาดกิจการ” ในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัทที่ดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนโดยเฉพาะในบริบทของประเทศไทย

ดังนั้น งานวิจัยนี้ได้ศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มดัชนี SETESG โดยมีวัตถุประสงค์หลัก คือ การทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในกลุ่มดัชนี SETESG โดยแบ่งตามขนาดกิจการ และการศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG จำนวน 68 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึง 2566 โดยผลการวิจัยนี้คาดว่าจะช่วยให้เข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการ โครงสร้างทางการเงิน ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่มดัชนี SETESG ได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งจะ เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ผู้บริหารในการกำหนดนโยบายทางการเงิน และ นักวิชาการในการพัฒนาองค์ความรู้ด้านการเงินต่อไป นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสามารถนำไปสู่ ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเพื่อส่งเสริมการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนอีกด้วย ผลการศึกษานี้คาดว่าจะช่วยเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการในประเด็นดังกล่าว รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร นักลงทุน และผู้กำหนดนโยบายในการพัฒนายุทธศาสตร์การดำเนินธุรกิจและการลงทุนอย่างยั่งยืนต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG โดยแบ่งตามขนาดกิจการ
2. เพื่อทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG โดยแบ่งตามขนาดกิจการ
3. เพื่อศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG
4. เพื่อศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG

การทบทวนวรรณกรรม

ดัชนี SETESG

ดัชนี SETESG คือ ดัชนีที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดทำขึ้นเพื่อสะท้อนราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน โดยคำนึงถึงปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ บรรษัทภิบาล (ESG) ในการพิจารณาคัดเลือกบริษัทเข้าสู่ดัชนี และอยู่ภายใต้แนวคิดเรื่องการลงทุนอย่างยั่งยืน ซึ่งได้รับความสนใจจากนักลงทุนทั่วโลกมากขึ้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้พัฒนา SET ESG Index ขึ้น เพื่อเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อ

สังคมและสิ่งแวดล้อม ควบคู่ไปกับการสร้างผลตอบแทนทางการเงินที่ดี ทั้งนี้ บริษัทที่จะได้รับการคัดเลือกเข้าสู่ดัชนี SETESG จะต้องมีความสมบูรณ์ คือ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับการประเมิน SET ESG Ratings ในระดับที่กำหนด มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ไม่น้อยกว่า 5,000 ล้านบาท และมีสภาพคล่องในการซื้อขายตามเกณฑ์ที่กำหนด

ดัชนี SETESG มีความสำคัญต่อตลาดหุ้นไทยหลายประการ ได้แก่ 1) การส่งเสริมการลงทุนอย่างยั่งยืน ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนหันมาให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืนมากขึ้น 2) เป็นเครื่องมือสำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม และ 3) ช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนว่าบริษัทที่อยู่ในดัชนีมีการดำเนินธุรกิจอย่างโปร่งใสและมีความรับผิดชอบต่อ

ทฤษฎีโครงสร้างทางการเงิน (Capital Structure Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างทางการเงินเป็นหนึ่งในทฤษฎีที่สำคัญในด้านการเงินธุรกิจ โดยศึกษาถึงวิธีการที่บริษัทจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินงานและการลงทุน โดยมีเป้าหมายหลักคือการหาโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมที่สุด ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มมูลค่าของบริษัท

ทฤษฎีโครงสร้างทางการเงินพยายามอธิบายว่าบริษัทควรมีสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเท่าใดในการจัดหาเงินทุน โดยมีปัจจัยหลายอย่างที่ต้องพิจารณา เช่น 1) เงินทุนจากหนี้สินมักมีต้นทุนต่ำกว่าเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายของหนี้สินสามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้ 2) การใช้หนี้สินมากเกินไปจะเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้น และ 3) บริษัทที่มีหนี้สินมากอาจมีความยืดหยุ่นทางการเงินน้อยลงในการเผชิญกับสถานการณ์ที่ไม่คาดฝัน

ทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีลำดับชั้นการจัดหาเงินทุน เป็นหนึ่งในทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่สำคัญและได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในแวดวงการเงิน ทฤษฎีนี้อธิบายถึงพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนของบริษัท โดยเสนอว่าบริษัทมีลำดับความพึงพอใจในการเลือกแหล่งเงินทุนที่ชัดเจน ซึ่งมีสาเหตุหลักมาจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารบริษัทและนักลงทุนภายนอก รากฐานของทฤษฎีนี้สามารถศึกษาได้จากงานวิจัยของ Donaldson (1961) ซึ่งสังเกตว่าผู้บริหารบริษัทมักจะหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่ (Equity Financing) หากมีทางเลือกอื่น อย่างไรก็ตาม Myers and Majluf (1984) เป็นผู้ที่น่าเสนอทฤษฎีอย่างเป็นทางการและเป็นระบบ โดยอธิบายว่าผู้บริหารซึ่งมีข้อมูลภายในเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก จะพยายามหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่เมื่อบริษัทมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) เนื่องจากจะทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมเสียประโยชน์

เมื่อกล่าวถึงโครงสร้างทางการเงินจึงเป็นหนึ่งในปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่ผู้บริหารต้องตัดสินใจ เนื่องจากมีผลกระทบต่อมูลค่าและต้นทุนของบริษัท การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงิน

เกี่ยวข้องกับการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม โดยมีเป้าหมายหลักคือการหาอัตราส่วนที่เหมาะสมที่สุดระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อลดต้นทุนทางการเงินโดยรวมและเพิ่มมูลค่าของบริษัท (Myers, 1984) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt-to-Equity Ratio) เป็นตัววัดทางการเงินที่นิยมใช้ในการวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงินของบริษัท โดยคำนวณจากหนี้สินรวมของบริษัทหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงสัดส่วนของเงินทุนที่มาจากหนี้สินเทียบกับเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่าบริษัทมีหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจบ่งบอกถึงความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น (Damodaran, 2012) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นผลลัพธ์โดยตรงจากการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินของผู้บริหาร หากผู้บริหารตัดสินใจใช้หนี้สินมากขึ้นในการจัดหาเงินทุน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นก็จะสูงขึ้น ในทางกลับกันหากผู้บริหารเลือกใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้น อัตราส่วนนี้ก็จะลดลง ทั้งนี้มีการศึกษาจำนวนมากที่ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยส่วนใหญ่พบว่าปัจจัยหลายอย่างที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกโครงสร้างทางการเงินและส่งผลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เช่น ขนาดบริษัท อุตสาหกรรม อัตราส่วนกำไร และความเสี่ยงทางธุรกิจ (Frank & Goyal, 2003) นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาถึงผลกระทบของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าของบริษัท ซึ่งผลการวิจัยมีความหลากหลายและแตกต่างกันไป

ขนาดกิจการ (Firm size)

ขนาดกิจการ (วัดจากสินทรัพย์รวม) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจทางของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งหมายถึงในเรื่องของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่บริษัทใช้ในการจัดหาเงินทุนเพื่อดำเนินงานและขยายธุรกิจ การทบทวนวรรณกรรมนี้จะสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการและโครงสร้างทางการเงิน จากการศึกษาในอดีต พบว่าขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ โดยทั่วไปแล้วบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Frank & Goyal, 2003) Myers and Majluf (1984) พบว่าบริษัทขนาดเล็กมักมีปัญหาในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ทำให้ต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายในมากกว่า และ Rajan and Zingales (1995) ระบุว่าขนาดกิจการเป็นหนึ่งในปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่กำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัท

ขนาดกิจการยังเป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนและผู้บริหาร เนื่องจากมีความเชื่อว่าขนาดกิจการมีผลต่อผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) จากการศึกษาในอดีต พบว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ทิศทางของความสัมพันธ์นี้ยังไม่ชัดเจนและอาจแตกต่างกันไปในแต่ละบริษัทและช่วงเวลา (Novy-Marx, 2013) บางงานวิจัยพบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในขณะที่บางงานวิจัยพบว่าบริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะมีผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งเกิดจากสาเหตุหลายประการ เช่น ความเสี่ยง ต้นทุนการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโต สภาพคล่อง ช่วงเวลาและสภาวะตลาด เป็นต้น (Banz, 1981; Fama & French, 1992; Novy-Marx, 2013)

นอกจากนี้ ประเด็นความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการและราคาหลักทรัพย์ยังเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง งานวิจัยจำนวนมากได้พยายามค้นหาความสัมพันธ์และรูปแบบที่อาจเกิดขึ้นระหว่างสองตัวแปรนี้ งานวิจัยของ Banz (1981) ได้ค้นพบ size effect ซึ่งระบุว่ากิจการขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ การค้นพบนี้ได้ก่อให้เกิดการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาคำอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าว Fama and French (1992) ได้พัฒนาแบบจำลองสามปัจจัย (Three-Factor Model) ซึ่งรวมปัจจัยขนาดและมูลค่าเข้ากับปัจจัยความเสี่ยงของตลาด เพื่ออธิบายความผันผวนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม บางงานวิจัยแย้งว่า size effect อาจไม่ได้มีอยู่จริง หรืออาจมีอยู่ในช่วงเวลาที่ยากัด Reinganum (1983) พบว่า size effect อาจเป็นผลมาจากความผิดปกติของข้อมูลในช่วงต้นปี ขณะที่ Horowitz, Loughran and Savin (2000) พบหลักฐานว่า size effect ลดลงอย่างมากในช่วงทศวรรษ 1980 และ 1990 นอกจากนี้ งานวิจัยของ Chan and Chen (1991) ได้ชี้ให้เห็นว่ากิจการขนาดเล็กอาจมีความเสี่ยงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากมีทรัพยากรจำกัดและมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจมากกว่า ซึ่งอาจส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ได้ ขณะที่การศึกษาของ Lam (2002) ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง พบว่า size effect มีความแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดย size effect มีความชัดเจนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนสูงกว่าด้าน Dhatt, Kim and Mukherji (1999) พบว่า size effect ในตลาดหลักทรัพย์เกาหลี มีความสัมพันธ์กับปัจจัยมหภาค เช่น อัตราดอกเบี้ยและอัตราแลกเปลี่ยน งานวิจัยของ Fama and French (2015) ได้ขยายแบบจำลองสามปัจจัยเป็นแบบจำลองห้าปัจจัย โดยเพิ่มปัจจัยความสามารถในการทำกำไร (profitability) และการลงทุน (investment) เข้าไป ซึ่งช่วยเพิ่มความสามารถในการอธิบายความผันผวนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้ Choomnirat and Ritthidach (2023) พบว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทในกลุ่มหุ้นยั่งยืน

ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity Ratio)

การวิเคราะห์ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทมักให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นดัชนีวัดความสามารถของกิจการในการสร้างผลกำไรจากส่วนทุนของผู้ถือหุ้น (Fama & French, 1992) ตัวชี้วัดนี้คำนวณจากสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในวรรณกรรมทางการเงิน เนื่องจากสะท้อนถึงศักยภาพขององค์กรในการนำทรัพยากรที่มีให้เปลี่ยนเป็นผลตอบแทน (Ross, Westerfield & Jaffe, 2018) มีงานวิจัยพบว่าผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นหรือ ROE นั้นมีความสัมพันธ์โดยตรงกับราคาหลักทรัพย์ โดยงานวิจัยต่าง ๆ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มี ROE สูงมักส่งผลให้มูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น (Lintner, 1965) อย่างไรก็ตาม การใช้ ROE เพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอในการประเมินมูลค่าของหุ้น ควรพิจารณาปัจจัยอื่น ๆ เช่น การเติบโตของกำไร ความเสี่ยงทางธุรกิจ และขนาดกิจการร่วมด้วย เพื่อให้ได้การประเมินที่แม่นยำและครอบคลุมมากขึ้น (Graham, Dodd & Cottle, 1962; Brealey, Myers & Allen, 2019)

งานวิจัยล่าสุดของ Oktoriza and Puspitasari (2023) ได้ศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนหนี้สิน ราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าของกิจการที่มีขนาดกิจการเป็นตัวแปรกำกับ โดยศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย IDX ที่อยู่ในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มระหว่างปี พ.ศ. 2560–2564 ผลการวิจัยพบว่า ราคาหลักทรัพย์ ขนาดกิจการ อัตราส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรสำคัญที่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท ทั้งนี้ขนาดกิจการยังช่วยบรรเทาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการ

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH)

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ เป็นแนวคิดพื้นฐานที่สำคัญในด้านการเงิน เนื่องจากราคาของสินทรัพย์ทางการเงินในตลาดสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ในปัจจุบันอย่างถูกต้องและรวดเร็ว นั่นหมายความว่าไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถทำกำไรได้อย่างยั่งยืนโดยใช้ข้อมูลที่มีอยู่ เนื่องจากราคาได้ปรับตัวเพื่อสะท้อนข้อมูลนั้นไปแล้ว โดยทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ หรือ EMH ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่าตลาดมีประสิทธิภาพในการประมวลข้อมูลข่าวสาร และนักลงทุนทุกคนมีเหตุผลและเข้าถึงข้อมูลได้เท่าเทียมกัน เมื่อมีข้อมูลใหม่เข้ามา ตลาดจะปรับตัวอย่างรวดเร็วเพื่อสะท้อนข้อมูลนั้นในราคา ทำให้ราคาปัจจุบันเป็นตัวแทนที่ดีที่สุดของมูลค่าที่แท้จริงของสินทรัพย์ (Fama, 1970) ทั้งนี้ Fama (1970) ได้แบ่งระดับของประสิทธิภาพตลาดออกเป็น 3 ระดับ ได้แก่ 1) ประสิทธิภาพในระดับอ่อนแอ (Weak form efficiency) ราคาสะท้อนข้อมูลในอดีตทั้งหมด ซึ่งหมายความว่าวิเคราะห์ทางเทคนิคโดยใช้ข้อมูลราคาในอดีตไม่สามารถทำกำไรได้ 2) ประสิทธิภาพในระดับปานกลางหรือกึ่งแข็งแกร่ง (Semi-strong form efficiency) ราคาสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมด ซึ่งรวมถึงข้อมูลในอดีตและข้อมูลปัจจุบันที่เปิดเผยต่อสาธารณะ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานโดยใช้ข้อมูลสาธารณะจึงไม่สามารถทำกำไรได้ และ 3) ประสิทธิภาพในระดับแข็งแกร่ง (Strong form efficiency) ราคาสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลภายใน ซึ่งหมายความว่าไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถทำกำไรได้ แม้แต่ผู้ที่มีข้อมูลภายใน

แนวคิดการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ตามตัวแบบของ Ohlson (1995)

แบบจำลองของ Ohlson (1995) ถือเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่มูลค่าตามบัญชีและกำไรทางบัญชีมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ โดยมีสมมติฐานว่ามูลค่าหลักทรัพย์ ณ ปัจจุบันสามารถคำนวณได้จากมูลค่าตามบัญชีบวกกับมูลค่าปัจจุบันของกำไรส่วนเกินที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต ซึ่งแบบจำลองนี้ได้รับการพัฒนาขึ้นโดย James A. Ohlson และเผยแพร่ในบทความ “Earnings, book values, and dividends in equity valuation” ซึ่งตีพิมพ์ในวารสาร Contemporary Accounting Research ในปี 1995 และมีการวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาและพัฒนาแบบจำลองของ Ohlson (1995) ซึ่งสามารถแบ่งออกได้เป็นหลายกลุ่ม ได้แก่ งานวิจัยที่ศึกษาถึงความแม่นยำของแบบจำลองในการพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบกับวิธีอื่น ๆ เช่น DCF (Penman & Sougiannis, 1998) งานวิจัยที่พยายามปรับปรุงแบบจำลองให้มีความแม่นยำยิ่งขึ้น โดยการเพิ่มตัวแปรอื่นๆ เช่น กระแสเงินสด ข้อมูลอุตสาหกรรม หรือปัจจัยทางเศรษฐกิจ

(Callen et al., 2005) และงานวิจัยที่นำแบบจำลองไปประยุกต์ใช้ในบริบทต่างๆ เช่น การประเมินมูลค่าบริษัท การวิเคราะห์ความเสี่ยง หรือการตัดสินใจลงทุน (Dichev & Tang, 2009; Ohlson & Penman, 1992)

สมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมผู้วิจัยสามารถกำหนดสมมติฐานการวิจัยได้ ดังนี้

สมมติฐานการวิจัยที่ 1 (H1) ขนาดกิจการส่งผลให้โครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG มีความแตกต่างกัน

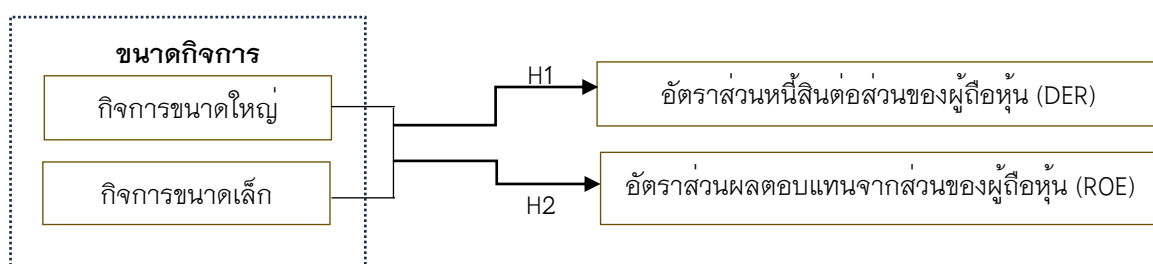
สมมติฐานการวิจัยที่ 2 (H2) ขนาดกิจการส่งผลให้ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG มีความแตกต่างกัน

สมมติฐานการวิจัยที่ 3 (H3) ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG

สมมติฐานการวิจัยที่ 4 (H4) ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG

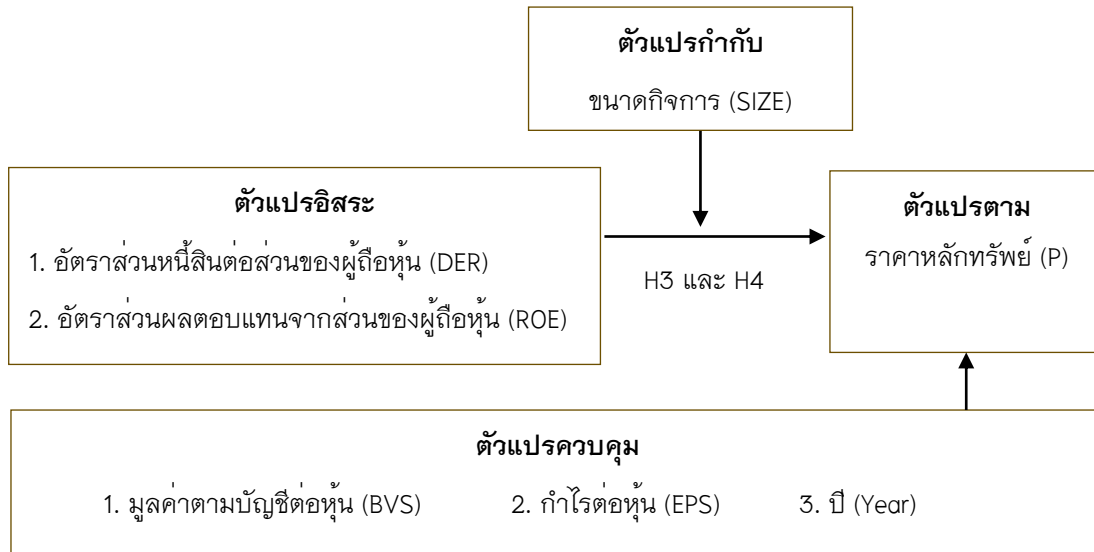
กรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดการวิจัยที่ 1 เป็นการทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น) ที่แบ่งตามขนาดกิจการที่วัดจากค่ามัธยฐานของมูลค่าสินทรัพย์รวม



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัยที่ 1

กรอบแนวคิดการวิจัยที่ 2 เป็นการทดสอบอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น) และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น) กับราคาหลักทรัพย์ โดยประยุกต์ผ่าน Ohlson Model



รูปที่ 2 กรอบแนวคิดการวิจัยที่ 2

ระเบียบวิธีวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SETESG จำนวน 114 บริษัท (ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2566) โดยงานวิจัยฉบับนี้ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจงตามลักษณะที่กำหนด ได้แก่ 1) ต้องไม่เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน 2) ต้องไม่เป็นบริษัทที่ปิดงบการเงินไม่ใช้วันที่ 31 ธันวาคม 3) ต้องมีข้อมูลครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ศึกษา 4) ต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ผิดปกติ (Outlier) (Kobkanjanapued, 2023) ซึ่งการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแสดงได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

เกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง		จำนวนตัวอย่าง
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SETESG		114
หัก	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน	(16)
	บริษัทที่ปิดงบการเงินไม่ใช้วันที่ 31 ธันวาคม	(6)
	บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ศึกษา	(10)
	บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ (Outlier)	(14)
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา		68
จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นรวมระยะเวลา 5 ปี (68 บริษัท * 5 ปี)		340

จากตารางที่ 1 พบว่า จำนวนกลุ่มตัวอย่างมีทั้งสิ้น 68 บริษัท รวมระยะเวลาในการศึกษาทั้งสิ้น 5 ปี กลุ่มตัวอย่างจะเท่ากับ 340 บริษัท (68 บริษัท * 5 ปี)
การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลที่ต้องการศึกษาเป็นรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2566 รวมทั้งสิ้น 5 ปี โดยรวบรวมข้อมูลผ่านเว็บไซต์และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ LSEG Workspace ซึ่งข้อมูลที่จัดเก็บเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) กำไรต่อหุ้น (EPS) และราคาหลักทรัพย์ (P) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดอยู่ในดัชนี SETESG

ตัวแบบการศึกษา

$$P_{it+3m} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} * DER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} * ROE_{it} + \beta_6 BVS_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \sum_{n=1}^4 \beta_n Year_t + \epsilon_{it}$$

โดยที่ P_{it+3m} คือ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลา t หลัง 3 เดือน

DER_{it} คือ โครงสร้างทางการเงินของบริษัท i ณ เวลา t วัดค่าโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROE_{it} คือ ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t วัดค่าโดยอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

$SIZE_{it}$ คือ ขนาดกิจการของบริษัท i โดยให้ 1 แทนบริษัทที่มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมมากกว่าค่ามัธยฐาน และ 0 แทนบริษัทที่มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมน้อยกว่าค่ามัธยฐาน (ทั้งนี้พิจารณาจากตารางที่ 3)

BVS_{it} คือ มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t วัดค่าโดยส่วนของผู้ถือหุ้นหารจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายและชำระแล้ว

EPS_{it} คือ กำไรต่อหุ้นของบริษัท i ณ เวลา t วัดค่าโดยกำไร(ขาดทุน)สุทธิหารจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายและชำระแล้ว

$Year_t$ คือ ปีที่ศึกษา โดยให้ 1 แทน ปีนั้น ๆ และ 0 แทนอื่น ๆ

β_0 คือ ค่าคงที่

$\beta_{1,...,7,n}$ คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย

ϵ_{it} คือ ค่าความผิดพลาดของบริษัท i ณ เวลา t

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน

สถิติเชิงพรรณนา ใช้ในการนำเสนอและบรรยายคุณลักษณะเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

สถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย 2 กลุ่มอิสระจากกัน การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

การทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มด้วยการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย 2 กลุ่มอิสระจากกัน เพื่อวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 1 และ 2 โดยใช้การทดสอบด้วย Independent sample t-test โดยกำหนดให้ตัวแปรอิสระ 1 ตัว คือ ขนาดกิจการ แบ่งเป็น 2 กลุ่ม ระหว่างกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ (บริษัทที่มีสินทรัพย์รวมที่มีค่าสูงกว่าค่ามัธยฐาน) และกลุ่มกิจการขนาดเล็ก (บริษัทที่มีสินทรัพย์รวมที่มีค่าต่ำกว่าค่ามัธยฐาน) ส่วนตัวแปรตาม คือ โครงสร้างทางการเงิน และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อทำการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 1 และสมมติฐานการวิจัยที่ 2

การหาความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อทำการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 3 และ 4

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต้องไม่เกิน ± 0.800 (Kumari, 2008)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเพื่อทำการทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 3 และสมมติฐานการวิจัยที่ 4 โดยผลการวิเคราะห์จะพิจารณาระดับนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอย (Regression Coefficients) ของตัวแปรอิสระที่ศึกษา ทั้งนี้ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะทำการวิเคราะห์ทั้ง 3 รูปแบบ ได้แก่ 1) Pooled OLS Model 2) Fixed Effect Model และ Random Effect Model และเลือกรูปแบบการวิเคราะห์ที่เหมาะสม¹ โดยจะพิจารณาค่า p-value ของ Hausman test และ Breusch-Pagan test

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่ ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
P	0.590	77.000	19.598	17.444
DER	0.0004	3.030	0.973	0.655
ROE	-28.000	57.320	11.931	11.159
BVS	0.810	74.120	11.514	13.407
EPS	-4.490	15.320	1.185	2.007

Note: Sample (n) = 340 and Year = 5

¹ การเลือกรูปแบบของสมการถดถอยที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effect Model หรือ Random Effect Model ถ้าหากค่า p-value ของ Hausman test < 0.05 แสดงว่า Fixed Effect Model มีความเหมาะสม แต่ถ้าค่า p-value > 0.05 แสดงว่า Random Effect Model มีความเหมาะสม และจะพิจารณารูปแบบด้วยค่า p-value ของ Breusch-Pagan test ในกรณีที่ Random effect model มีความเหมาะสมมากกว่า Fixed Effect Model เพื่อพิจารณารูปแบบระหว่าง Random Effect Model กับ Pooled OLS model ถ้าหากค่า p-value < 0.05 แสดงว่า Random Effect Model มีความเหมาะสม แต่ถ้าค่า p-value > 0.05 แสดงว่า Pooled OLS Model มีความเหมาะสมมากกว่า Random Effect Model (Cottrell & Lucchetti, 2012)

จากตารางที่ 2 พบว่า ราคาหลักทรัพย์ (P) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.59 บาท (หลักทรัพย์ SIRI ในปี 2562) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 77 บาท (หลักทรัพย์ GPSC ในปี 2563) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 19.598 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 17.444 บาท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0004 เท่า (หลักทรัพย์ HANA ในปี 2564) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 3.03 เท่า (หลักทรัพย์ MINT ในปี 2563) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.973 เท่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทส่วนใหญ่มีโครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้นสูงกว่าหนี้สินรวม (ค่าเฉลี่ยมีค่าไม่เกิน 1 เท่า) แต่ค่อนข้างมีค่าใกล้เคียงกัน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.655 เท่า และบ่งชี้ถึงความแตกต่างกันของโครงสร้างทางการเงินเนื่องจากมีบริษัทที่มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.0004 เท่า และค่าสูงสุดอยู่ที่ 3.03 เท่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -28% (หลักทรัพย์ MINT ในปี 2563) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 57.32% (หลักทรัพย์ COM7 ในปี 2564) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.931% ซึ่งหมายความว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นเป็นบวกได้ 11.931 บาท เมื่อเทียบจากเงินลงทุน 100 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 11.159% แสดงว่าผลตอบแทนมีความแตกต่างกันมากในแต่ละช่วงเวลา มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.81 บาท (หลักทรัพย์ RS ในปี 2562) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 74.120 บาท (หลักทรัพย์ TOP ในปี 2566) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.514 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 13.407 บาท กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าต่ำสุดอยู่ที่ -4.49 บาท (หลักทรัพย์ MINT ในปี 2564) ค่าสูงสุดอยู่ที่ 15.32 บาท (หลักทรัพย์ TOP ในปี 2565) ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.185 บาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.007 บาท

การแบ่งกลุ่มตามขนาดกิจการระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่กับกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก โดยแบ่งกลุ่มจากค่ามัธยฐานของสินทรัพย์รวม ดังนั้น บริษัทที่มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมมากกว่าค่ามัธยฐานจะถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ (Big Size Group) และบริษัทที่มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมน้อยกว่าค่ามัธยฐานจะถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก (Small Size Group) ซึ่งแสดงไว้ในตารางที่ 3

ตารางที่ 3 การแบ่งกลุ่มบริษัทตามขนาดกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวม

Group	Number of Companies (n)	Total Asset Range (Baht)	Median (Baht)
Big Size Group	170	47,658,847,277 to 3,460,461,896,360	
Small Size Group	170	2,457,275,004 to 46,032,156,115	46,845,501,696
Total	340	2,457,275,004 to 3,460,461,896,360	

จากตารางที่ 3 พบว่า ค่ามัธยฐานของมูลค่าสินทรัพย์รวม เท่ากับ 46,845.50 ล้านบาท บริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีจำนวน 170 บริษัท ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดมีมูลค่าของสินทรัพย์รวมอยู่ที่ 3,460,461.89 ล้านบาท คือ หลักทรัพย์ PTT ในปี 2566 และบริษัทที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็กมีจำนวน 170 บริษัท บริษัทที่มีขนาดเล็กที่สุดมีมูลค่าของสินทรัพย์รวมอยู่ที่ 2,457.27 ล้านบาท คือ หลักทรัพย์ PM ในปี 2562

ทั้งนี้ ก่อนการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยและการวิเคราะห์ความสัมพันธ์จึงกำหนดตัวแปรเชิงหุ่น (Dummy Variable) ให้บริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มที่มีขนาดใหญ่แทนค่าขนาดกิจการเป็น 1 และบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มที่มีขนาดเล็กแทนค่าขนาดกิจการเป็น 0 และเพื่อทำการสร้างตัวแปรปฏิสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการ (SIZE) กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE*DER) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE*ROE)

นอกจากนี้ เมื่อแบ่งบริษัทตามกลุ่มของขนาดกิจการ ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และค่าความถี่ของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพื่อเปรียบเทียบระหว่างสองกลุ่มได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และค่าความถี่ แบ่งตามกลุ่มขนาดกิจการ

Descriptive Statistics	DER		ROE	
	Big Size	Small Size	Big Size	Small Size
Minimum	0.058	0.0004	-28.000	-23.772
Maximum	3.030	2.604	44.201	57.320
Mean	1.120	0.825	9.431	14.431
Frequency of DER	78	109		
Where to DER < 1				
Frequency of ROE			152	157
Where to ROE is positive				

Note: Big Size Sample (n) = 170, Small Size Sample (n) = 170 and Year = 5

จากตารางที่ 4 พบว่า บริษัทในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) โดยเฉลี่ยสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก (1.120 เท่า เทียบกับ 0.825 เท่า) แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่อาจมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินในการระดมทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่มีช่วงของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่กว้างกว่า (0.058 เท่า ถึง 3.030 เท่า) เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก (0.0004 เท่า ถึง 2.604 เท่า) แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของระดับหนี้สินที่มากกว่า นอกจากนี้เมื่อพิจารณาอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าน้อยกว่า 1 พบว่า บริษัทในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่มีจำนวน 78 บริษัท น้อยกว่าบริษัทในกลุ่มกิจการขนาดเล็กที่มีจำนวนถึง 109 บริษัท แสดงให้เห็นว่าโดยทั่วไปแล้วบริษัทที่อยู่ในกลุ่มขนาดเล็กมีหนี้สินน้อยกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในจำนวนที่มากกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มขนาดใหญ่ แสดงให้เห็นถึงบริษัทที่อยู่ในกลุ่มขนาดเล็กมีแหล่งเงินทุนจากหนี้สินที่ต่ำกว่า (ความเสี่ยงต่ำกว่า)

เมื่อพิจารณาอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่มีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก (9.431%

เทียบกับ 14.431%) แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดเล็กอาจมีศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นได้ดีกว่า และบริษัทขนาดเล็กมีช่วงของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่กว้างกว่า (-23.772% ถึง 57.320%) เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ (-28% ถึง 44.201%) แสดงให้เห็นถึงความผันผวนของผลตอบแทนที่มากกว่า และบริษัทส่วนใหญ่ในทั้งสองกลุ่มมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นบวก แสดงให้เห็นถึงศักยภาพในการทำกำไรของบริษัทเหล่านี้ที่อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนหรือดัชนี SETESG

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ประกอบด้วย 1) การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย 2) กลุ่มอิสระจากกัน 2) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และ 3) การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย 2 กลุ่มอิสระจากกัน (Independent Samples Test) เพื่อทำการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์การวิจัยที่ 1 คือ เพื่อทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินของบริษัทโดยแบ่งตามขนาดกิจการ และวัตถุประสงค์การวิจัยที่ 2 คือ เพื่อทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทโดยแบ่งตามขนาดกิจการ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินระหว่างขนาดกิจการ

Financial Structure (DER)	Levene's Test for Equality of Variances		Equal variances not assumed			
	F	p-value	t	p-value	Mean Diff.	Std. Error Diff.
Big & Small Size (H1)	8.518	.004	4.252	.001	.29462	.06929

จากตารางที่ 5 การทดสอบ Levene's Test พบว่ามีค่า F-test เท่ากับ 8.518 และ p-value < 0.05 แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของความแปรปรวนระหว่างกลุ่มของกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่กับกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก และผลการทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่และกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็กมีโครงสร้างทางการเงินแตกต่างกัน โดยค่า t-test เท่ากับ 4.252 และ p-value < 0.05 จึงเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 1 (H1) ที่ตั้งไว้

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นระหว่างขนาดกิจการ

Shareholder Returns (ROE)	Levene's Test for Equality of Variances		Equal variances not assumed			
	F	p-value	t	p-value	Mean Diff.	Std. Error Diff.
Big & Small Size (H2)	6.080	.014	-4.233	.001	-5.0004	1.1812

จากตารางที่ 6 การทดสอบ Levene's Test พบว่ามีค่า F-test เท่ากับ 6.080 และ p-value < 0.05 แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างของความแปรปรวนระหว่างกลุ่มของกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่กับกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก และผลการทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่

และกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็กก็มีผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน โดยค่า t-test เท่ากับ -4.233 และ p-value < 0.05 จึงเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 2 (H2) ที่ตั้งไว้

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยทำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์รายคู่ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม และระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเองเพื่อทดสอบในเบื้องต้นว่าเกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) หรือไม่ ผลการวิเคราะห์แสดงได้ ดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation (ด้านขวา) และ Spearman Correlation (ด้านซ้าย)

Variable		P	DER	ROE	BVS	EPS	SIZE
P	Correlation	1	-.038	.084	.553***	.375***	.164***
DER	Correlation	-.053	1	-.216***	-.080	-.143***	.225***
ROE	Correlation	.083	-.212***	1	-.147***	.369***	-.224***
BVS	Correlation	.696***	-.107**	-.177***	1	.569***	.371***
EPS	Correlation	.562***	-.258***	.508***	.622***	1	.191***
SIZE	Correlation	.212***	.257***	-.242***	.309***	.083	1

Note: ***. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

** . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

จากตารางที่ 7 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation พบว่า ราคาหลักทรัพย์ (P) มีความสัมพันธ์กับมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (BVS) กำไรต่อหุ้น (EPS) และขนาดกิจการ (SIZE) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% (p-value < 0.01) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งผลการวิเคราะห์สอดคล้องกับการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของ Spearman Correlation (สำหรับตัวแปรที่ไม่จำเป็นต้องมีการแจกแจงแบบปกติหรือตัวแปรที่อยู่ในระดับ Ordinal Scale) นอกจากนั้น เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นพบว่า ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มขนาดใหญ่จะมีสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง แต่จะมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

สำหรับในส่วนของการพิจารณาการเกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเองแต่ละคู่มีค่าไม่เกิน 0.800 ดังนั้น จึงไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระ (Kumari, 2008)

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) เพื่อทำการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์การวิจัยที่ 3 คือ เพื่อศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์

ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ และวัตถุประสงค์การวิจัยที่ 4 คือ เพื่อศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

Variable	$P_{it+3m} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} * DER_{it} + \beta_5 SIZE_{it} * ROE_{it} + \beta_6 BVS_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \sum_{n=1}^N \beta_n Year_t + \epsilon_{it}$									
	Pooled OLS Model			Fixed Effect Model			Random Effect Model			VIF
	Coefficients	t	p-value	Coefficients	t	p-value	Coefficients	z	p-value	
Const.	3.836	48.32***	<0.0001	3.925	55.74***	<0.0001	3.874	53.82***	<0.0001	
SIZE	-0.407	-4.262***	<0.0001	-0.510	-5.674***	<0.0001	-0.449	-5.209***	<0.0001	6.491
DER	-0.056	-1.295	0.199	-0.131	-3.077***	0.003	-0.086	-2.109**	0.034	1.842
ROE	0.006	1.997**	0.049	0.006	2.514**	0.014	0.006	2.312**	0.020	1.880
SIZE*DER (H3)	0.252	3.579***	0.001	0.258	3.770***	0.001	0.252	3.789***	0.001	5.233
SIZE*ROE (H4)	0.012	2.537**	0.012	0.016	4.278***	<0.0001	0.013	3.269***	0.001	3.320
Control	Yes			Yes			Yes			< 1.000
n = 340	Durbin-Watson	1.2467		Durbin-Watson	1.9049		Durbin-Watson	1.9049		
	Adjusted R ²	0.3513		LSDV R ²	0.6125		Between variance	0.0215		
	F	17.094***		Within R ²	0.4609		Within variance	0.1032		
	Hausman test, p-value = 0.0013 Breusch-Pagan test, p-value = 0.0001									

Note: All models used robust heteroskedasticity and autocorrelation consistent (HAC) standard errors.

***significant level at 0.01 (two-tailed test).

Hausman test, p-value < 0.05, in favor of the fixed effects model, therefore the Breusch-Pagan test is not considered.

จากตารางที่ 8 การทดสอบ Hausman test พบว่าค่านัยสำคัญที่คำนวณได้มีค่าเท่ากับ 0.0013 (p-value < 0.05) แสดงให้เห็นว่าตัวแบบการศึกษา Fixed Effect Model มีความเหมาะสมกว่า Pooled OLS Model และ Random Effect Model ดังนั้น จากการวิเคราะห์ตาม Fixed Effect Model พบว่าขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% (SIZE*DER, Coefficients = 0.258, p-value < 0.01) รวมถึงขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% (SIZE*ROE, Coefficients = 0.016, p-value < 0.01) จึงเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 3 (H3) และสมมติฐานการวิจัยที่ 4 (H4) ที่ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% (DER, Coefficients = -0.131, p-value < 0.01) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% (ROE, Coefficients = 0.006, p-value < 0.05)

ทั้งนี้ จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ได้มีการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญเพื่อให้ผลลัพธ์มีความน่าเชื่อถือ โดยพบว่าค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าไม่เกิน 10 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) นอกจากนี้ ค่าสถิติ Durbin-Watson

เท่ากับ 1.9049 ซึ่งอยู่ในช่วง 1.5–2.5 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างค่าความคลาดเคลื่อน (Error term) (Tabachnick & Fidell, 2013; Hair, Black, Babin & Anderson, 2014) และเพื่อเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับการวิเคราะห์ ในงานวิจัยนี้ได้นำวิธีการ Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent (HAC) Standard Errors (Rangkulnuwat, 2015) มาใช้ในการจัดการกับปัญหาที่อาจเกิดขึ้น ได้แก่ ปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) และปัญหาความไม่คงที่ของความแปรปรวนในตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) ในตัวแบบจำลองที่ทำการศึกษา

จากผลการศึกษาศาสามารถสรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัยได้ดังตารางที่ 9

ตารางที่ 9 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย	การคาดการณ์	ผลการทดสอบ
สมมติฐานการวิจัยที่ 1 (H1)	ขนาดกิจการส่งผลให้โครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG มีความแตกต่างกัน	สมมติฐานเป็นไปตามที่ตั้งไว้ (Accept)
สมมติฐานการวิจัยที่ 2 (H2)	ขนาดกิจการส่งผลให้ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG มีความแตกต่างกัน	สมมติฐานเป็นไปตามที่ตั้งไว้ (Accept)
สมมติฐานการวิจัยที่ 3 (H3)	ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG	สมมติฐานเป็นไปตามที่ตั้งไว้ (Accept)
สมมติฐานการวิจัยที่ 4 (H4)	ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SETESG	สมมติฐานเป็นไปตามที่ตั้งไว้ (Accept)

สรุป

การศึกษานิเทศของขนาดกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SETESG ตามวัตถุประสงค์การวิจัยที่ 1 และ 2 พบว่า บริษัทในกลุ่มดัชนี SETESG ที่มีขนาดกิจการแตกต่างกันระหว่างกิจการที่มีขนาดใหญ่กับกิจการที่มีขนาดเล็ก (วัดจากมูลค่าของสินทรัพย์รวมโดยแบ่งตามค่ามัธยฐาน) ส่งผลให้โครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 1 และ 2 โดยบริษัทที่อยู่ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่จะมีโครงสร้างทางการเงินที่เกิดจากการก่อหนี้หรือมีสัดส่วนหนี้สินสูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในจำนวน

ที่มากกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มกิจการขนาดเล็ก นอกจากนี้โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทที่อยู่ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่จะมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำกว่าบริษัทในกลุ่มกิจการขนาดเล็ก

สำหรับการศึกษาตามวัตถุประสงค์การวิจัยที่ 3 และที่ 4 พบว่า ขนาดกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ จึงเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 3 และ 4 ซึ่งกล่าวได้ว่าบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่มกิจการขนาดใหญ่จะสามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จากข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้ดีกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มกิจการขนาดเล็ก

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการศึกษานี้ชี้ให้เห็นบทบาทของขนาดกิจการในฐานะตัวแปรสำคัญที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงิน ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และความสัมพันธ์ของตัวแปรเหล่านี้กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มบริษัท SETESG อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การอภิปรายผลการวิจัยแบ่งตามวัตถุประสงค์ที่สำคัญ ดังนี้

ความแตกต่างของโครงสร้างทางการเงินตามขนาดกิจการ

ผลการวิจัยยืนยันว่าบริษัทขนาดใหญ่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) สูงกว่าบริษัทขนาดเล็กอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order และงานวิจัยเดิม (Frank & Goyal, 2003; Rajan & Zingales, 1995) ที่เสนอว่าบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่า ด้วยความน่าเชื่อถือและสินทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันสูงกว่า ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งทุน จึงมีแนวโน้มพึ่งพาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับแนวโน้มที่พบในตลาดทุนประเทศกำลังพัฒนา (Alabdulkarim et al., 2024; Ramli et al., 2019)

ความแตกต่างของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ตามขนาดกิจการ

บริษัทขนาดเล็กมีผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เฉลี่ยสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับแนวคิดของ Banz (1981) และ Fama & French (1992) ที่พบว่ากิจการขนาดเล็กมักสร้างผลตอบแทนสูงกว่าโดยต้องแลกกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ยังอาจเกิดจากโอกาสเติบโตของบริษัทขนาดเล็กที่มีศักยภาพมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ในบางอุตสาหกรรม ผลที่พบในงานวิจัยนี้ยังสนับสนุนหลักฐานเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ เช่น Rahman and Liu (2021) ที่ยืนยันความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการกับ ROE ในตลาดทุนเอเชีย

อิทธิพลของขนาดกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์

ขนาดกิจการมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับ (moderator) ที่ช่วยเพิ่มความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่าง DER กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ บริษัทขนาดใหญ่สามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จากข้อมูลโครงสร้างทางการเงินได้ชัดเจนกว่าบริษัทขนาดเล็ก ผลลัพธ์

นี้สอดคล้องกับทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ที่ว่า ข้อมูลทางการเงินของบริษัทขนาดใหญ่ได้รับความเชื่อถือมากกว่าในสายตานักลงทุน จึงส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่า (Myers & Majluf, 1984) และสอดคล้องกับงานของ Alabdulkarim et al. (2024) ที่พบว่า บทบาทของขนาดกิจการในการปรับเปลี่ยนผลของโครงสร้างทุนต่อราคาหลักทรัพย์มีความสำคัญโดยเฉพาะในตลาดทุนเกิดใหม่

อิทธิพลของขนาดกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ROE กับราคาหลักทรัพย์

ขนาดกิจการยังมีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่าง ROE กับราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ ข้อมูลด้าน ROE ของบริษัทขนาดใหญ่มีน้ำหนักในการกำหนดราคาหลักทรัพย์สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก อาจเนื่องจากนักลงทุนเชื่อมั่นในเสถียรภาพทางการเงินและการเติบโตของบริษัทขนาดใหญ่มากกว่า (Yoon et al., 2018; Moolkham, 2025) ผลลัพธ์นี้ยังสอดคล้องกับ Ohlson Model ที่อธิบายว่า ปัจจัยกำไรและตัวชี้วัดทางบัญชีมีผลต่อราคาหลักทรัพย์โดยตรง แต่จะมีน้ำหนักมากขึ้นหากบริษัทมีขนาดใหญ่และข้อมูลมีความน่าเชื่อถือสูง (Ohlson, 1995)

ประเด็นอภิปรายเพิ่มเติม

แม้ว่าผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์จะไม่พบความสัมพันธ์ที่เข้มแข็งระหว่าง DER และ ROE กับราคาหลักทรัพย์ แต่การวิเคราะห์แบบ interaction effect ผ่าน Fixed Effect Model ชี้ชัดว่าขนาดกิจการช่วยขยายอิทธิพลของตัวแปรทางการเงินต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดของการวิเคราะห์รายคู่ (bivariate) เมื่อเทียบกับการวิเคราะห์เชิงปฏิสัมพันธ์ (moderated regression) ผลลัพธ์นี้แสดงให้เห็นว่าสำหรับบริษัทในกลุ่มหุ้นยังยืน (SETESG) ขนาดกิจการเป็นเงื่อนไขสำคัญที่ต้องพิจารณาร่วมในการวิเคราะห์มูลค่าบริษัทและการกำหนดราคาหลักทรัพย์

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

การศึกษาอิทธิพลของขนาดกิจการที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SETESG นำไปสู่องค์ความรู้ใหม่ ดังนี้

ขนาดกิจการส่งผลต่อทั้งโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) สูงกว่า ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สูงกว่า

ขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่าง DER และ ROE กับราคาหลักทรัพย์ กล่าวคือ สำหรับบริษัทขนาดใหญ่ นั้น การเพิ่มขึ้นของ DER และ ROE จะสัมพันธ์กับการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์มากกว่าในบริษัทขนาดเล็ก

บริษัทขนาดใหญ่สามารถสะท้อนการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จากข้อมูล DER และ ROE ได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ดังนั้น องค์ความรู้ใหม่ที่มีประโยชน์ต่อนักลงทุน ผู้บริหาร และนักวิชาการ ในการทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการ โครงสร้างทางการเงิน ผลตอบแทน และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SETESG ซึ่งสามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน การกำหนดกลยุทธ์ และการศึกษาต่อยอดในอนาคตได้

ข้อเสนอแนะ

สำหรับนักลงทุน ควรพิจารณาขนาดกิจการ (สินทรัพย์รวมของบริษัท) เป็นปัจจัยสำคัญในการวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงิน ผลตอบแทน และราคาหลักทรัพย์ของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทในกลุ่ม SETESG เนื่องจากขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเหล่านี้

สำหรับผู้บริหาร ควรตระหนักถึงอิทธิพลของขนาดกิจการต่อโครงสร้างทางการเงิน ผลตอบแทน และราคาหลักทรัพย์ เพื่อกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับขนาดของบริษัท เนื่องจากผลลัพธ์ของนโยบายการเงินจะสะท้อนต่อราคาหุ้นแตกต่างกันตามขนาดบริษัท

สำหรับนักวิชาการ ควรมีการศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นอื่น ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการศึกษาในบริษัทที่จัดอยู่ในกลุ่ม ESG เพื่อให้ได้องค์ความรู้ที่สมบูรณ์และเป็นประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุน ได้แก่ 1) ควรมีการศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบของขนาดกิจการในกลุ่มบริษัท ESG และกลุ่มบริษัททั่วไป 2) ควรมีการศึกษาเชิงคุณภาพ เพื่อให้เข้าใจถึงมุมมองของผู้บริหารและนักลงทุนเกี่ยวกับอิทธิพลของขนาดกิจการ และ 3) ควรมีการศึกษาในระยะยาว เพื่อติดตามผลกระทบของขนาดกิจการในระยะยาว

เอกสารอ้างอิง

- Alabdulkarim, N., Kalyanaraman, L., & Alhussayen, H. (2024). The impact of firm size on the relationship between leverage and firm performance: Evidence from Saudi Arabia. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11, Article 1664. DOI:10.1057/s41599-024-04211-x
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Callen, J. L., Penman, S. H., & Richardson, S. A. (2005). The role of accounting information in the valuation of equity securities. *Accounting Horizons*, 19(2), 255–286.
- Chan, K. C., & Chen, N. F. (1991). Structural and return characteristics of small and large firms. *The Journal of Finance*, 46(4), 1467–1484.

- Choomnirat, R., & Ritthidach, P. (2023). Relationship between operational efficiency and firm value of the listed companies in Thailand sustainability investment. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 43(2), 39–60. Retrieved from <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/263111>
- Cottrell, A., & Lucchetti, R. (2012). *Gretl user's guide*. Distributed with the Gretl library. Retrieved from <https://fossies.org/linux/misc/gretl-guide-a4.pdf>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Dao, T. T. B., & Ta, T. D. N. (2020). A meta-analysis: Capital structure and firm performance. *Journal of Economics and Development*, 22(1), 111–129. DOI:10.1108/JED-12-2019-0072
- Dhatt, M. S., Kim, Y. H., & Mukherji, S. (1999). The value premium and macroeconomic variables. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9–10), 1257–1281.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *The Accounting Review*, 84(1), 161–191.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Graham, B., Dodd, D., & Cottle, S. (1962). *Security Analysis*. McGraw-Hill.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis*. Pearson Education Limited.
- Horowitz, J. L., Loughran, T., & Savin, N. E. (2000). The disappearing size effect. *Research in Finance*, 54(1), 83–100. DOI:10.1006/reec.1999.0207

- Kobkanjanapued, Y., Tripattanasit, P., & Doungkaew, C. (2023). The value relevance of book value per share and earnings per share of companies listed on the Bursa Malaysia Stock Exchange in the period before and after adoption MFRS 9 and MFRS 15. *Journal of Accounting Profession*, 19(63), 31–58. DOI:10.14456/jap.2023.12
- Kumari, S. S. (2008). Multicollinearity: Estimation and elimination. *Journal of Contemporary Research in Management*, 3(1), 87–95.
- Lam, K. S. K. (2002). The relationship between size, book-to-market equity ratio, earnings-price ratio, and return: The case of Hong Kong. *Global Finance Journal*, 13(2), 163–179. [http://dx.doi.org/10.1016/S1044-0283\(02\)00049-2](http://dx.doi.org/10.1016/S1044-0283(02)00049-2)
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <http://dx.doi.org/10.2307/1924119>
- Moolkham, M. (2025). SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PLOS ONE*, 20(2), 1–23. DOI: 10.1371/journal.pone.0315935
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <http://dx.doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: the gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1–28. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.003>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Ohlson, J. A., & Penman, S. H. (1992). Financial statement analysis and the valuation of the firm. *Journal of Accounting Research*, 30(Supplement), 229–269.
- Oktoriza, L. A., & Puspitasari, D. (2023). The effect of debt-to-asset ratio, stock price, and return of equity on firm value with size as variable moderation (study on food and beverages companies 2017–2021). *Fokus Ekonomi: Jurnal Ilmiah Ekonomi*, 18(2), 129–137. DOI:10.34152/fe.18.2.129–137
- Penman, S. H., & Sougiannis, T. (1998). The evaluation of accounting information in equity valuation. *Review of Accounting Studies*, 3(2), 303–331.

- Rahman, J. M., & Liu, Y. (2021). Firm size, firm age, and firm profitability: Evidence from China. *Journal of Accounting, Business and Management*, 28(1), 101–115.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—a PLS–SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- Rangkakulnuwat, P. (2015). *Introduction to econometrics*. Bangkok: Chulalongkorn University Press.
- Reinganum, M. R. (1983). The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical tests for tax–loss selling effects. *Journal of Financial Economics*, 12(1), 89–104.
[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90029-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(83)90029-6)
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2018). *Corporate Finance*. McGraw–Hill.
- Tabachnick, B. G., Fidell, L. S., & Ullman, J. B. (2013). *Using multivariate statistics*. Boston, MA: Pearson.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635. DOI:10.3390/su10103635