

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Relationship between Capital Structure and Firm Performance
and Firm Value of Listed Companies
on the Stock Exchange of Thailand

ณัฐมล จรัสเรืองอุทัย

ผู้จัดการบัญชี
บริษัท เอธิกอล กูร์เมต์ จำกัด
E-mail: natthamon_j@gmail.com

ศิริบุษ นิ่มตระกูล

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำคณะบัญชี
คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
E-mail: sirinuch_nim@utcc.ac.th

Natthamon Jarutruangutai

Accounting Manager
Ethical Gourmet Co., Ltd.
E-mail: natthamon_j@gmail.com

Sirinuch Nimtrakoon, Ph.D.

Assistant Professor of School of Accountancy
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce
E-mail: sirinuch_nim@utcc.ac.th

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ณัฐมณ จรัสเรืองอุทัย

ผู้จัดการบัญชี
บริษัท เออร์ธคอลล กูร์เมต์ จำกัด
E-mail: natthamon_j@gmail.com

ศิริบุษ นิมตระกูล

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำคณะบัญชี
คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
E-mail: sirinuch_nim@utcc.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 23 กรกฎาคม 2567

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 26 สิงหาคม 2567

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 29 สิงหาคม 2567

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 462 ตัวอย่างตัวแปรอิสระ คือ โครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ตัวแปรตามประกอบด้วยผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ การวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการด้วย นอกจากนี้ ยังพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการมีการก่อหนี้จากแหล่งภายนอกเพิ่มขึ้น ทำให้กิจการมีต้นทุนของเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้สูงขึ้น โดยอาจสูงกว่าผลตอบแทนและมูลค่ากิจการที่สามารถสร้างได้ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ กิจการที่มีความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยสูง แสดงว่ากิจการมีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังพบว่าขนาดกิจการ อัตราการเติบโต และกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ โดยคาดว่าองค์กรต่างๆ จะสามารถนำผลการศึกษานี้ไปใช้ในการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการ

Relationship between Capital Structure and Firm Performance and Firm Value of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand

Natthamon Jarutruangutai

Accounting Manager
Ethical Gourmet Co., Ltd.
E-mail: natthamon_j@gmail.com

Sirinuch Nimtrakoon, Ph.D.

Assistant Professor of School of Accountancy
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce
E-mail: sirinuch_nim@utcc.ac.th

Received: July 23, 2024

Revised: August 26, 2024

Accepted: August 29, 2024

ABSTRACT

The purpose of this research was to study the relationship between capital structure and firm performance as well as firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. There were 462 samples in total. The independent variables are the capital structures while the dependent variables consist of firm performance and firm value. Data analysis includes descriptive statistical analysis and inferential statistical analysis, which are correlation coefficient analysis and multiple regression analysis. The result indicated that capital structure measured by debt to equity ratio is negatively correlated with profitability measured by return on assets and return on equity. It also had a negative correlation with the firm value. In addition, it was found that the capital structure measured by the debt to asset ratio had a negative relationship with the return on equity and firm value. The results implied that when the firms borrowed money from external sources, their cost of capital increased. Sometimes the cost of capital increased by a greater amount compared to the return and firm value generated. Moreover, the results found that capital structure measured by interest coverage ratio has a positive association with firm value. It implied that firms with greater ability to pay the interest may have greater efficiency, which lead to higher firm value. Moreover, firm size, growth, and industry were found to have significant relationship with firm performance and firm value. It is expected that organizations can apply the results to determine the optimal level of cost structure in order to increase firm performance and firm value.

Keywords: *Capital Structure, Firm Performance, Firm Value*

■ บทนำ

การจัดการแหล่งเงินทุนมีความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจของทุกองค์กร ทั้งนี้เพื่อใช้ในการดำเนินงาน โดยแหล่งเงินทุนสามารถจัดหามาได้จากหลายแหล่ง เช่น รายได้จากการประกอบกิจการตามปกติ หรือกำไรสะสม รวมไปถึงการกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน การขายหุ้นเพิ่มทุน เป็นต้น โดยเรียกสิ่งเหล่านี้ว่า “โครงสร้างเงินทุน” ซึ่งแหล่งเงินทุนของธุรกิจแต่ละแห่งนั้นมีความแตกต่างกันตามนโยบายทางการเงิน รวมไปถึงต้นทุนในการจัดหาแหล่งเงินทุนที่แตกต่างกัน อาทิเช่น หากบริษัทมีนโยบายที่จะลดหย่อนภาษี อาจมีการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเป็นส่วนใหญ่ ทั้งนี้ เพื่อนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมเงิน มาลดหย่อนภาษี เป็นต้น (Sripanakul, 2013) อย่างไรก็ตาม การกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับแต่ละองค์กรยังคงเป็นปัญหาทางธุรกิจที่ยังรอคอยคำตอบที่ชัดเจน โดยนักวิจัยทั่วโลก รวมถึงในประเทศไทย ได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการกันอย่างกว้างขวาง (Abata et al., 2017) โดยอ้างอิงทฤษฎีที่หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นวิธีกำไรสุทธิ (Net Income Approach) วิธีกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income Approach) ทฤษฎี MM (MM Theory) และทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) (Sinha, 2017)

ทฤษฎีที่สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้ดี คือ ทฤษฎี MM หรือ Modigliani & Miller (1958) ซึ่งมีการให้ข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ กรณีไม่มีภาษีเงินได้ กล่าวคือ การเพิ่มหนี้สินเข้าไปในโครงสร้างเงินทุน จะไม่สามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ ซึ่งผลประโยชน์ของการจัดหาทุนจากแหล่งหนี้ที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำ จะถูกชดเชยด้วยต้นทุนของการจัดหาทุนจากส่วนของเจ้าของที่เพิ่มขึ้น และกรณีมีภาษีเงินได้ กล่าวคือ เมื่อมีหนี้สินถูกเพิ่มเข้าไปในโครงสร้างเงินทุน จะทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นและต้นทุนของเงินทุนจะลดลง ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้มาจากดอกเบี้ยเงินกู้ที่สามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายเมื่อคำนวณภาษี จากทฤษฎีดังกล่าว จึงนำไปสู่ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) เพื่อให้บริษัทได้ประโยชน์จากการจัดหาเงินทุน รวมไปถึงเป็นแนวทางในการวางแผนภาษีในส่วนของการวัดมูลค่ากิจการงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่จะวัดมูลค่ากิจการโดยใช้แนวคิด Tobin's Q (Lindenberg & Ross, 1981) แต่เนื่องจากการคำนวณค่า Tobin's Q มีวิธีการคำนวณที่ค่อนข้างยุ่งยาก จึงได้มีการปรับปรุงการคำนวณเพื่อให้สามารถคำนวณได้ง่ายขึ้นโดย Chung and Pruitt (1994) ซึ่งค่าที่คำนวณได้จากสูตรการคำนวณที่ปรับใหม่และค่าที่คำนวณได้จากสูตรเดิมมีค่าใกล้เคียงกันถึงร้อยละ 96 ทำให้เกิดความมั่นใจในการใช้สูตรที่มีการปรับใหม่นี้ (Choengsamro, 2008)

จากการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานที่ผ่านมาพบว่าเมื่อสภาพแวดล้อมต่างกัน ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานแตกต่างกัน โดยงานวิจัยในอดีตพบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและเชิงลบ โครงสร้างเงินทุนพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากหากกิจการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอกสูงเมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนภายในจากเจ้าของ จะทำให้กิจการสามารถประหยัดภาษีจากภาวะผูกพันในการจ่ายดอกเบี้ย ส่งผลให้อัตรากำไร (Profit Margin) สูงขึ้น (Abor, 2007; Limsumungkolkul, 2016; Akaralawan, 2019; Wongtanasarasin & Chancharat, 2021; Songjarean, 2022; Ahmed et al., 2023; Pires et al., 2024) อย่างไรก็ตาม กิจการอาจมีการนำเงินทุน ที่ได้จากแหล่งภายนอกไปลงทุนในสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ความสามารถในการใช้สินทรัพย์ (Asset Turnover) ต่ำลงจนทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ต่ำลง (Abor, 2007; Chadha & Sharma, 2015; Phetkong, 2016; Rehan et al., 2020; Songjarean, 2022; Paul, 2023; Duppati et al., 2023; Shaari & Kamarudin, 2024)

ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการ จากการศึกษาผลการวิจัยในอดีต พบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและเชิงลบเช่นกัน หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งหมายถึง หากกิจการมีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการต่ำ (Sinha, 2017; Abata, et.al., 2017; Alamgir & Cheng, 2023) และพบความสัมพันธ์เชิงลบเมื่อทดสอบแยกตามอุตสาหกรรม กลุ่มบริการ กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มสินค้า โดยกลุ่มทรัพยากรและกลุ่มบริการมีมูลค่ากิจการลดลง เนื่องจากมีหนี้สิน ในโครงสร้างเงินทุนที่สูง (Wongyai et al, 2017) ในทางตรงกันข้าม งานวิจัยที่ผ่านมา ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการด้วย (Phetkong, 2016; Bui et al., 2023; Yuswandani et al., 2024)

จากความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนที่กล่าวมาข้างต้น ประกอบกับผลการวิจัยในอดีตที่ขัดแย้งกัน งานวิจัยฉบับนี้ จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาในอดีต มักมุ่งศึกษาในอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่งเท่านั้น และใช้อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนที่ไม่หลากหลาย นอกจากนั้น งานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการยังมีอยู่จำนวนน้อยเมื่อเทียบกับงานวิจัยในต่างประเทศ โดยในงานวิจัยนี้พยายามลดช่องว่างของงานวิจัยดังกล่าว โดยการศึกษาข้อมูลทั้งตลาดไม่ได้จำกัดอยู่ที่อุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง และเพิ่มการใช้อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเป็นตัวแปรโครงสร้างเงินทุน ซึ่งยังมีการศึกษาน้อยอยู่ รวมทั้งศึกษามูลค่ากิจการเป็นตัวแปรตามด้วยนอกเหนือจากผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ คาดว่าผลการวิจัยนี้จะประโยชน์ให้กับผู้ใช้การเงินและนักลงทุนในการเลือกลงทุนให้ได้ผลตอบแทนตามต้องการ รวมถึงเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการในการเพิ่มผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการต่อไป

■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ พบว่ามีการศึกษากันอย่างกว้างขวางทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยมีความพยายามที่จะกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่มีความเหมาะสมกับกิจการเพื่อให้สามารถเพิ่มผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ โดยการศึกษาโดยส่วนมากอ้างอิงทฤษฎี MM (Modigliani & Miller, 1958) ซึ่งได้มีการนำเสนอทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้และมีภาษีเงินได้ซึ่งเป็นการดำเนินกิจการทั่ว ๆ ไปของธุรกิจ เพื่อให้สามารถอธิบายปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และสอดคล้องกับสถานการณ์ความเป็นจริงมากที่สุด เช่น ขนาดของธุรกิจ ความแปรปรวนของกระแสเงินสด ความยืดหยุ่นของผลผลิต การมีข้อมูลภายในของธุรกิจ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและผลกระทบต่อภาษี เป็นต้น (Modigliani & Miller, 1963) และถือเป็นที่มาของทฤษฎีการพิจารณาด้านทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade-off Theory) เนื่องจากเงินทุนที่มาจากหนี้สินมีความเป็นไปได้ว่าดอกเบี้ยที่จ่ายจากหนี้สินสามารถช่วยลดภาระทางภาษีของกิจการลง โดยนำดอกเบี้ยจ่ายไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิ ซึ่งจึงทำให้บริษัทจัดหาเงินทุนจำนวนมากจากหนี้สินมากกว่าเงินทุนจากทุนของเจ้าของ ทฤษฎีนี้จึงสรุปได้ว่ากิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง มักใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เพื่อนำผลประโยชน์จากดอกเบี้ยจ่ายมาบรรเทาภาระภาษี ที่บริษัทต้องจ่าย โดยการพิจารณาเลือกสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เกิดความสมดุลระหว่างประโยชน์ทางภาษีของหนี้สินและต้นทุนทางการเงินจากภาระหนี้ (Cassar & Holmes, 2003)

จากการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราหนี้สินรวม ได้แก่ ผลกระทบของอัตรากาสิโนที่ได้รับความนิยมที่เพิ่มขึ้น อัตรากาสิโนที่ได้รับความนิยมที่เพิ่มขึ้น และผลการดำเนินงาน ในขณะที่ปัจจัยที่มี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน คือ เงินกู้ยืมระยะสั้น (Apichottakun & Chitnomrath, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานตลอดจนมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยการก่อหนี้สินรวมและผลประกอบการทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Limsumungkolkul, 2016)

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยในอดีตที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงาน โดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ของหมวดธุรกิจพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Akaralawan, 2019) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET50 ในช่วงปี พ.ศ. 2561 - 2563 ที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Songjarean, 2022) นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wongtanasarasin and Chancharat (2021) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้ถือหุ้น

เมื่อพิจารณางานวิจัยในต่างประเทศพบว่า มีความสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทย โดยงานวิจัยในประเทศกาน่าและแอฟริกาใต้ พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Abor, 2007) นอกจากนี้ งานวิจัยเชิงเปรียบเทียบระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฟิลิปปินส์ (PSI) และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสเปน (IBEX) ยังพบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (Pires, et.al., 2024) ในขณะที่งานวิจัยในประเทศอิหร่านแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินสามารถลดต้นทุนตัวแทน (Agency cost) และนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของผลการดำเนินงานขององค์กร (Ahmed, et.al., 2023)

อย่างไรก็ดี มีงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Phetkong, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Songjarean (2022) ที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และยังพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงาน (Abor, 2007) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rehan et.al. (2020) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยกำไรขั้นต้น กำไรต่อหุ้น และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในอุตสาหกรรมยาที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศ ปากีสถาน นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับหลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศอินเดียของ Chadha & Sharma (2015) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตยังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดำเนินงานในอุตสาหกรรมผลิตในประเทศอินเดีย (Paul, 2023) ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยในประเทศจีนที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของแบบครอบครัว (Duppati, et.al., 2023) รวมถึงหลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทมหาชน

ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลักของประเทศมาเลเซีย (Main market of Bursa Malaysia) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยหนี้สินรวมกับผลการดำเนินงานขององค์กร (Shaari & Kamarudin, 2024)

จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานในอดีตพบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและความสัมพันธ์เชิงลบ ผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

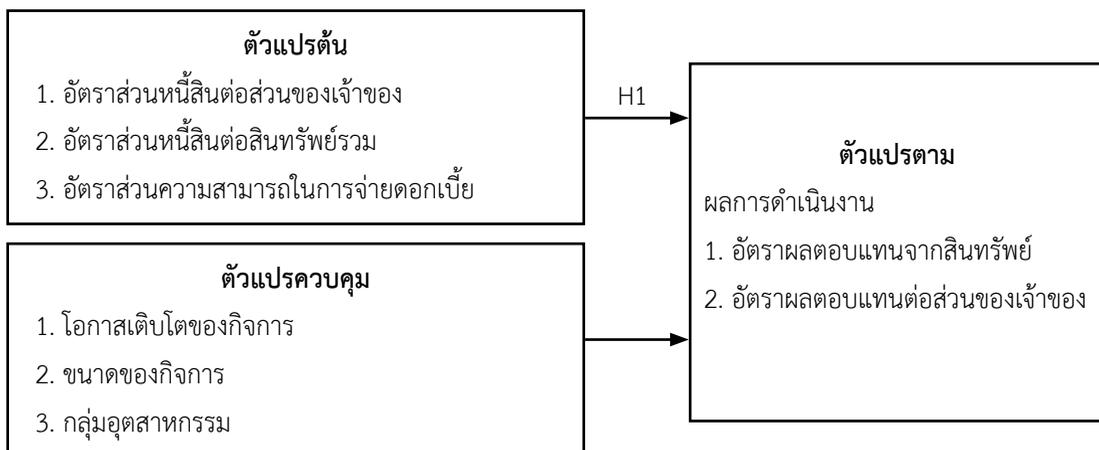
H1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการ Phetkong (2016) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยการก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง ภาระทางการเงินลดลงส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย (Yuswandani, et.al., 2024) นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตยังพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (Bui, et.al., 2023) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม และมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q กล่าวคือ หากกิจการมีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่สูง จะส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าของกิจการต่ำ (Wongyai, et.al., 2017) ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการของบริษัทในกลุ่มพลังงาน ประเทศอินเดีย (Sinha, 2017) นอกจากนี้ งานวิจัยในแอฟริกาใต้ที่ศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์โจฮันเนสเบิร์ก (JSE) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวมและอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ใน ทิศทางตรงข้ามกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q (Abata, et.al., 2017) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Alamgir and Cheng (2023) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศปากีสถาน จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในอดีตพบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและความสัมพันธ์เชิงลบ ผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

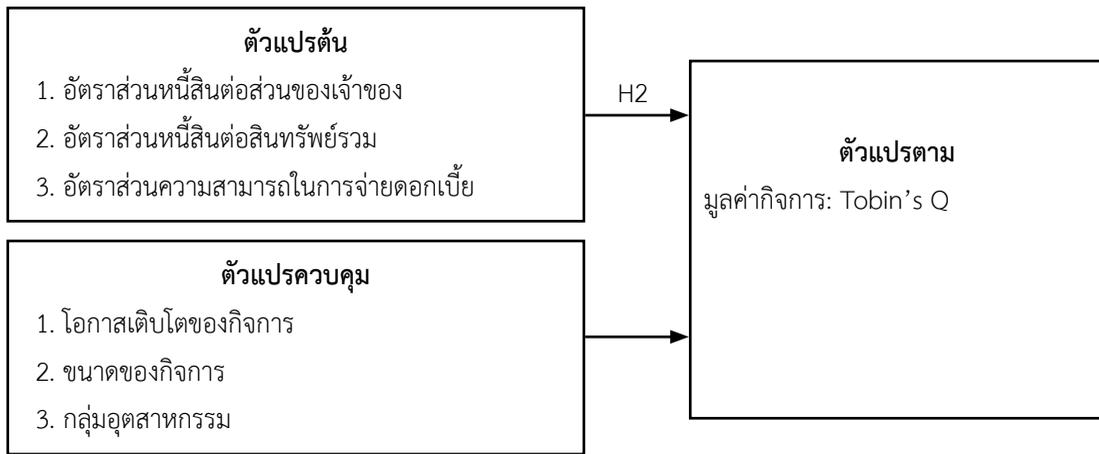
H2: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

■ กรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดในการวิจัยนี้แยกเป็น 2 ส่วน คือ กรอบแนวคิดที่มีตัวแปรตามเป็นผลการดำเนินงาน ดังแสดงในภาพที่ 1 และกรอบแนวคิดที่มีตัวแปรตามเป็นมูลค่ากิจการ ดังแสดงในภาพที่ 2



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัยที่มีตัวแปรตามเป็นผลการดำเนินงาน



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดในการวิจัยที่มีตัวแปรตามเป็นมูลค่ากิจการ

■ วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2564 จำนวน 676 บริษัท โดยยกเว้นบริษัท ดังนี้ เป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงานและบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน ไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินเนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างไปจากบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ไม่รวมกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ไม่รวมตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และไม่รวมตัวอย่างที่ผิดปกติ เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ทั้งหมดจำนวน 462 บริษัท

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาคั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ คือ ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสืบค้นจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) รวมไปถึงฐานข้อมูลจาก SETSMART และงานวิจัย บทความ และวารสารอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลแยกเป็น 2 ส่วน คือ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis) ซึ่งจะพิจารณาจากค่าความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics Analysis) ซึ่งประกอบไปด้วย การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) และการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยในการศึกษานี้จะแยกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ซึ่งแยกเป็นการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
DE (เท่า)	16.08	0.01	1.19	1.55
DA (เท่า)	0.94	0.01	0.43	0.21
TIE (เท่า)	67,341.44	-1,518.29	329.29	3,298.02
ROA (ร้อยละ)	36.54	-37.82	6.10	8.24
ROE (ร้อยละ)	102.78	-216.73	7.35	21.68
Tobin's Q (เท่า)	7.41	0.09	1.11	1.08
Growth (ร้อยละ)	13.42	-195.03	-0.14	9.14
Size (ล้านบาท)	3,078,019	364	42,589.83	176,824.10
(ค่าล็อกกาลีทึม)	6.49	2.56	3.91	0.69

ผลจากตารางที่ 1 สามารถสรุปได้ ดังนี้ พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.19 เท่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.55 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 16.08 เท่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.43 เท่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.21 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 0.94 เท่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 329.29 เท่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3,298.02 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ -1,518.29 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 67,341.44 เท่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.10 มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 8.24 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -37.82 และค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 36.54 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 7.35 มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 21.68 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -216.73 และค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 102.78 มูลค่ากิจการ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.11 เท่า มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.08 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.09 เท่า และค่าสูงสุดเท่ากับ 7.41 เท่า โอกาสในการเติบโต มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -0.14 มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 9.14 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -195.03 และค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 13.42 ขนาดของกิจการ ซึ่งวัดจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวม พบว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 42,589.83 ล้านบาท (3.91) มีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 176,824.10 ล้านบาท (0.69) ค่าต่ำสุดเท่ากับ 364 ล้านบาท (2.56) และค่าสูงสุดเท่ากับ 3,078,019 ล้านบาท (6.49) ในส่วนของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยส่วนมากดำเนินงานอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยมีจำนวน 108 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 23.40 และจำนวน 92 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 19.90 ตามลำดับ ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีจำนวนน้อยที่สุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งมีจำนวน 33 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.10 และจำนวน 34 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 7.40 ตามลำดับ

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman Correlation Coefficient Analysis)

Spearman	ROA	ROE	TBQ	DE	DA	TIE	Growth	Size	Ind1	Ind2	Ind3	Ind4	Ind5	Ind6
ROA	1													
ROE	.013	1												
TBQ	-.046	.375***	1											
DE	-.060	-.072	-.427***	1										
DA	-.060	-.072	-.427***	1.000***	1									
TIE	.020	.683***	.421***	-.483***	-.483***	1								
Growth	-.032	.301***	-.070	.117**	.117**	.162***	1							
Size	.022	.132***	-.270***	.436***	.436***	-.056	.190***	1						
Ind1	-.024	-.142***	-.227***	.167***	.167***	-.138***	-.158***	.169***	1					
Ind2	.048	-.133***	-.094**	-.182***	-.182***	.000	-.075	-.212	-.141***	1				
Ind3	.061	.062	-.054	-.137***	-.137***	.095**	.135***	-.197***	-.235***	-.135***	1			
Ind4	-.108**	.001	.235***	-.018	-.018*	-.003*	-.007	-.006	-.275***	-.156***	-.264***	1		
Ind5	.022	.078*	.103**	.109**	.109**	.024	-.054	.058	-.138***	-.078*	-.133***	-.153***	1	
Ind6	-.053	.032	.099**	-.058	-.058	.055	.012	-.018	-.181***	-.103**	-.174***	-.201***	-.101**	1

หมายเหตุ: *มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.10 **มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ***มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

ผลจากตารางที่ 2 สามารถสรุปได้ ดังนี้ ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย นอกจากนี้ ยังพบว่า ผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ในส่วนของมูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนที่ วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) คือ วิธีการทางสถิติที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างตัวแปรอิสระ (Independent Variable) มากกว่า 1 ตัว ซึ่งในที่นี้คือตัวแปร โครงสร้างเงินทุน อัตราการเติบโต ขนาดกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม กับตัวแปรตาม (Dependent Variable) เพียง 1 ตัว คือผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ โดยเป็นการศึกษาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรง (Linearity) โดยตัวแบบสมการถดถอยเชิงพหุคูณที่ใช้ในการศึกษานี้ แยกออกเป็น 9 ตัวแบบ ดังนี้

$$\text{ตัวแบบที่ 1 } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 2 } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 3 } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TIE_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 4 } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 5 } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 6 } ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TIE_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 7 } Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 8 } Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

$$\text{ตัวแบบที่ 9 } Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 TIE_i + \beta_2 GROW_i + \beta_3 Size_i + \sum_{n=4}^{n=9} \beta_n (Ind)_i + \epsilon_i$$

กำหนดให้

ROA_i	แทน ผลการดำเนินงาน ที่วัดจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ i
ROE_i	แทน ผลการดำเนินงาน ที่วัดจาก อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ i
Tobin's Q_i	แทน มูลค่ากิจการ ของบริษัทที่ i
DE_i	แทน โครงสร้างเงินทุน ที่วัดจาก อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ i
DA_i	แทน โครงสร้างเงินทุน ที่วัดจาก อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ i
TIE_i	แทน โครงสร้างเงินทุน ที่วัดจาก อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัทที่ i
$GROW_i$	แทน โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัทที่ i
$Size_i$	แทน ขนาดของกิจการ วัดจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวม ของบริษัทที่ i
$Ind1_i$	แทน กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่ i โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หากอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะมีค่าเท่ากับ 0
$Ind2_i$	แทน กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่ i โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค หากอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะมีค่าเท่ากับ 0
$Ind3_i$	แทน กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่ i โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม หากอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะมีค่าเท่ากับ 0
$Ind4_i$	แทน กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่ i โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในอุตสาหกรรมบริการ หากอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะมีค่าเท่ากับ 0
$Ind5_i$	แทน กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่ i โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร หากอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะมีค่าเท่ากับ 0
$Ind6_i$	แทน กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทที่ i โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 หากอยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร หากอยู่ในอุตสาหกรรมอื่นจะมีค่าเท่ากับ 0
β_0	แทน ค่าคงที่ของสมการการถดถอย (Regression Coefficient)
β_n	แทน ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression Coefficient) แสดงการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระ แต่ละตัวที่มีผลต่อตัวแปรตามโดยที่ n เท่ากับ 1 ถึง 9
ε_i	แทน ค่าความคลาดเคลื่อน

ตารางที่ 3 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis)

	ROA (ตัวแบบที่ 1-3)						ROE (ตัวแบบที่ 4-6)						TBQ (ตัวแบบที่ 7-9)					
	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.	Coe.	Sig.
DE	-0.090	0.004***					-0.514	0.000***					-0.198	0.000***				
DA			-0.071	0.175					-293.000	0.000***					-0.291	0.000***		
TIE					-0.056	0.226					0.044	0.346					0.162	0.000***
Growth	0.000	0.061*	0.003	0.946	-0.004	0.929	0.005	0.901	0.014	0.757	-0.006	0.904	-0.044	0.310	-0.027	0.521	-0.042	0.328
Size	0.025	0.997	0.031	0.560	0.003	0.957	0.240	0.000***	0.236	0.000***	0.132	0.008***	-0.114	0.015**	-0.051	0.285	-0.149	0.001***
Inds1	-0.129	0.624	-0.131	0.054**	-0.138	0.043**	-0.054	0.359	-0.075	0.252	-0.095	0.161	-0.056	0.369	-0.052	0.400	-0.068	0.277
Inds2	-0.056	0.058*	-0.060	0.314	-0.053	0.368	-0.048	0.350	-0.057	0.319	-0.023	0.692	-0.055	0.310	-0.079	0.142	-0.042	0.440
Inds3	-0.071	0.343	-0.077	0.270	-0.071	0.309	0.053	0.377	0.028	0.674	0.051	0.464	-0.063	0.323	-0.087	0.167	-0.065	0.312
Inds4	-0.233	0.307	-0.235	0.001***	-0.229	0.001***	-0.020	0.740	-0.028	0.681	-0.022	0.759	0.251	0.000***	0.243	0.000***	0.241	0.000***
Inds5	-0.046	0.001***	-0.052	0.358	-0.059	0.300	0.077	0.122	0.034	0.530	0.012	0.835	0.201	0.000***	0.199	0.000***	0.179	0.001***
Inds6	-0.136	0.415	-0.142	0.023**	-0.140	0.025**	-0.042	0.439	-0.072	0.231	-0.059	0.348	0.114	0.046**	0.095	93.000	0.110	0.056*
F - Statistic		2.025		1.832		1.789		18.756		5.352		1.600		11.208		13.607		10.445
Sig. F - test		0.035**		0.061*		0.068*		0.000***		0.000***		0.113		0.000***		0.000***		0.000***
R-squared		0.039		0.035		0.034		0.272		0.096		0.031		0.182		0.213		0.172
Adj R-squared		0.020		0.016		0.015		0.257		0.078		0.012		0.166		0.198		0.156
Durbin-Watson		1.940		1.933		1.893		1.917		1.879		1.866		2.061		2.106		2.031

หมายเหตุ: *มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.10; **มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05; ***มีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

จากตารางที่ 3 เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ในตัวแบบที่ 1-3 พบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ที่นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในตัวแบบที่ 4-6 พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงมูลค่ากิจการ (TBQ) ในตัวแบบที่ 7-9 พบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของกิจการ (TBQ) และพบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการ (TBQ) ที่นัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01

■ สรุปผลและอภิปรายผล

ผลการศึกษานี้สามารถสรุปได้ว่า เมื่อพิจารณาในส่วนของการดำเนินงานพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) นอกจากนี้ ยังพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เมื่อพิจารณาในส่วนของผู้ถือหุ้นพบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ (TBQ) และพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ (TBQ)

โดยผลการศึกษานี้ข้างต้นสามารถอภิปรายได้ดังนี้ โครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (DE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abor (2007), Songjarean (2022) และ Abata et.al. (2017) ที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ทั้งนี้ หากกิจการมีการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอกสูงเมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนภายในจากเจ้าของ จะทำให้กิจการสามารถประหยัดภาษีจากภาระผูกพันในการจ่ายดอกเบี้ย ส่งผลให้อัตรากำไร (Profit Margin) สูงขึ้น นอกจากนี้ กิจการอาจมีการนำเงินคืนที่ได้จากแหล่งภายนอกไปลงทุนใน สินทรัพย์เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ความสามารถในการใช้สินทรัพย์ (Asset Turnover) ต่ำลงจนทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ต่ำลง นอกจากนี้ Abata et.al. (2017) ยังกล่าวด้วยว่าการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาลงทุนในสินทรัพย์ อาจไม่ใช่ทางเลือกที่ดี เนื่องจากอาจทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ต่ำลง หากต้นทุนของเงินทุนที่ไปกู้ยืมมาลงทุนในสินทรัพย์สูงกว่าผลตอบแทนที่สามารถสร้างได้โดยใช้สินทรัพย์นั้น โดยเฉพาะงานวิจัยนี้ ศึกษาตัวอย่างจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งเป็นประเทศในเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่ (Emerging economies) ที่มีอัตราดอกเบี้ยที่สูงส่งผลให้ต้นทุนของการกู้ยืมสูงไปด้วย อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แสดงให้เห็นว่า สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัท ไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ซึ่งขัดแย้งกับ Phetkong (2016) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

โครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (ROE) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Songjarean (2022), Paul (2023) และ Duppati et.al. (2023) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (ROE) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะเมื่อกิจการมีการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกเพิ่มขึ้น ทำให้กิจการมีต้นทุนของเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้ที่สูงกว่าผลตอบแทนที่บริษัทสามารถสร้างได้ โดย Paul (2023) อธิบายเพิ่มเติมว่าเมื่อกิจการมีการกู้ยืมเงินเพิ่มขึ้นจะส่งผลเชิงลบต่อกำไรของกิจการ เนื่องจากกิจการต้องแบกรับอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมที่เพิ่มขึ้น ทำให้อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นลดลงด้วย ดังนั้น กิจการอาจจะพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งภายในมากกว่าแหล่งภายนอก เพื่อไม่ให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลง (Duppati et.al., 2023) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม (ROE) ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของกิจการแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการจ่ายคืนต้นทุนของเงินทุนแต่ไม่ใช่ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดผลการดำเนินงานต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ

โครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของกิจการที่วัดจาก Tobin's Q ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Phetkong (2016) และ Yuswandani et.al. (2024) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้ อาจอธิบายได้ด้วยทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยกิจการที่มีโครงสร้างของเงินทุนทั้งหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมจะทำให้กิจการมีมูลค่าสูงสุด อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยซึ่งเป็นประเทศในเศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่ที่มีแนวโน้มที่จะมีต้นทุนของเงินทุนที่สูง ซึ่งอาจทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางด้านภาวะภาษีที่ลดลงจากการก่อหนี้นั้น ส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการลดลง อีกทั้งยังพบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ทั้งนี้อาจเนื่องมาจาก ยิ่งบริษัทมีความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมากเท่าใด แสดงว่ากิจการมีการดำเนินงานมีประสิทธิภาพและส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งงานวิจัยในอดีตยังไม่มีใครศึกษาโครงสร้างเงินทุนจากความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมาก่อน

■ ประโยชน์จากผลการวิจัย

1. การศึกษาในครั้งนี้พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ ดังนั้น ผลการศึกษาครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ให้แก่ผู้บริหารในองค์กรต่างๆ โดยสามารถนำผลการศึกษาไปปรับใช้ในวางแผนการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อให้กิจการสามารถสร้างผลตอบแทนและมูลค่ากิจการในระดับที่พึงพอใจได้
2. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจนำผลการศึกษาของงานวิจัยนี้ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ไปเผยแพร่เป็นข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุน เพื่อให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจเลือกลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามต้องการ

3. ผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้มีประโยชน์เชิงทฤษฎี โดยหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันการมีอยู่ของทฤษฎีต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน เช่น ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ที่องค์กรต่าง ๆ จะกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการของตนเองเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) โดย ผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้แนะนำให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อนแหล่งภายนอก เพื่อให้กิจการสามารถเพิ่มผลกำไรดำเนินงานและมูลค่ากิจการได้

■ ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. งานวิจัยในอนาคตอาจจะพิจารณาศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวแปรส่งผ่าน (Mediating variables) ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน หรือตัวแปรส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการ เช่น การถือหุ้นสถาบัน (Institutional ownership) และต้นทุนตัวแทน (Agency cost)

2. งานวิจัยในอนาคตอาจจะพิจารณาศึกษาข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series) โดยศึกษาข้อมูลมากกว่า 1 ปี

ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาข้อมูลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2564 เพียงปีเดียว จึงทำให้ไม่เห็นแนวโน้มความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ

References

- Abata, M.A., Migiros, S.O., Akande, J.O., and Layton, R. (2017). Does capital structure impact on the performance of South African listed firms?, *ACTA Universitatis Danubius*, 13(6), 334-350.
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms, *The Journal of Risk Finance*, 8(4), 364-379.
- Ahmed, A.M., Nugraha, D.P. and Hagen, I. (2023). The relationship between capital structure and firm performance: The moderating role of agency cost, *Risk*, 11(6): 102.
- Akaralawan, S. (2019). *The relationship between capital structure concerning of profitability on commerce sector in stock exchange of Thailand* (Master Independent Study). Ramkhamhaeng University, Bangkok.
- Alamgir, M. and Cheng, M.C. (2023). Capital structure and firm value: The role of contextual variables in this relationship, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 26(3), 1-44.
- Apichottakun, R. and Chitnomrath, T. (2016). Factors influencing the capital structure of medium enterprises in Thailand. *Rajabhat Maha Sarakham University Journal (Humanities and Social Sciences)*, 10(1), 111-120.
- Bui, T.N., Nguyen, X.H. and Pham, K.T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market, *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 1-20.
- Cassar, G. and Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 43, 123-147.
- Chadha, S. and Sharma, A.K. (2015). Capital structure and firm Performance: Empirical evidence from India. *Vision*, 19(4), 295-302.
- Choengsamol, S. (2008). Impact of corporate governance scorecard on firm value: *Case study of listed companies in stock exchange of Thailand* (Master Dissertation). Burapha University, Chonburi.
- Chung, K.H. and Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*. 23(3), 70-74.
- Duppatti, G., Gulati, R., Matlani, N. and Kijkasiwat, P. (2023). Institutional ownership, capital structure and performance of SMEs in China, *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, 12(2), 135-159.
- Limsumungkolkul, N. (2016). *Relationship between capital structure and financial performance of small and medium enterprises (SMEs) in Thailand* (Master Dissertation). Thammasat University, Bangkok.
- Lindenberg, E.B. and Ross, S.A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1-32.

- Modigliani, F. and Miller, H. M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, H. M. (1963). Income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Paul, P. (2023). Impact of capital structure on firm performance: Evidence from Indian manufacturing industry, *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 22(3), 5-13.
- Phetkong, P. (2016). *The relationship of capital structure on firm value and profitability of listed companies in market for alternative investment* (Master Dissertation). Thammasat University, Bangkok.
- Pires, C., Bailoa, S., Cantarinha, A. and Almeida, N. (2024). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on PSI20 and IBEX5, Nuno. *International Conference on Applied Business & Management*. Jun2024, 215-228.
- Rehan, M., Karaca, S.S. & Alvi, J. (2020). Capital structure and financial performance: Case Study from Pakistan pharmaceutical sector. *Financial Studies*, 24(3), 66-82.
- Shaari, S.N.M. and Kamarudin, N.N.A.N. (2024). The moderating effect of the pandemic on capital structure and firm performance in Malaysia, *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 19(1), 25-49.
- Sinha, A. (2017). An Enquiry into effect of capital structure on firm value: A study of power sector companies in India. *Parikalpana: KIIT Journal of Management*, 13(2), 107-117.
- Songjarean, P. (2022). The relationship between capital structure and profitability of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Rajapark Journal*, 16(47), 177-188.
- Sripanakul, N. (2013). Factors determining capital structure of listed companies in the stock exchange of Thailand: The case study of the company in the SET50 index (Master Dissertation). Bangkok University, Bangkok.
- Wongtanarasasin, W. & Chancharat, N. (2021). The role of capital structure on financial performance: An empirical study of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 1-15.
- Wongyai, S., Chaikhet, N. and Neerapattanagul, D. (2017). The relationship between capital structure and firm Value: A case study of listed companies in the stock exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 1(3), 1-17.
- Yuswandani, A.E., Tubastuvi, N., Fitriati, A., Darmawan, A., and Jaroenwanit, P. (2024). Profitability as a moderator: Assessing the influence of capital structure, investment decision, and firm size on firm value, *JURNAL Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 9(1), 125-137.