

# อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงาน ผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Influence of Capital Structure on Firm Performance  
through Firm Value from Listed Companies  
in the Stock Exchange of Thailand

## ดร.ชุรีพร เมืองจันทร์

นอจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี  
คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนครศรีอยุธยา  
Email: mchureeporn@aru.ac.th

## ดร.เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ

อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี  
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ  
\*Corresponding author. Email: penjan.s@mail.rmutk.ac.th

## Chureeporn Mueangjun, Ph.D.

Lecturer of accounting  
Faculty of Management Science, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University  
Email: mchureeporn@aru.ac.th

## Penjan Seangarvut, Ph.D.

Lecturer of Faculty of Accounting  
Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Krungthep  
\*Corresponding author. Email: penjan.s@mail.rmutk.ac.th

# อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.ชวีพร เมืองจันทร์

อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี

คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนครศรีอยุธยา

Email: mchureeporn@aru.ac.th

ดร.เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ

อาจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ

\*Corresponding author. Email: penjan.s@mail.rmutk.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 27 มิถุนายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 22 สิงหาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 26 สิงหาคม 2568

## บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน ผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี 2561 - 2565 รวมเวลา 5 ปี ของบริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษารวม 936 รายปีรายบริษัท (firm-year) จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยใช้โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Total Asset Ratio) มูลค่ากิจการ (Firm Value) ประกอบด้วย อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้น (Price to Book Ratio: P/BV) และผลการดำเนินงานของกิจการ ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และ Tobin's Q เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาประกอบ การวิเคราะห์ทางสถิติการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling : SEM) การวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis)

ผลการศึกษา พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ Tobin's Q มูลค่ากิจการมีอิทธิพลเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และ Tobin's Q โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ผ่านมูลค่ากิจการ โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกกับ Tobin's Q ผ่านมูลค่ากิจการ การบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องพิจารณาในบริบทเฉพาะของแต่ละองค์กร ผู้บริหารจำเป็นต้องวางแผนและตัดสินใจเกี่ยวกับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม สอดคล้องกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและสถานการณ์ทางการเงินของกิจการ การตัดสินใจดังกล่าวควรดำเนินการอย่างมีเหตุผล รอบคอบ และอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลเชิงประจักษ์ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อองค์กร ทั้งนี้ ผู้บริหารควรให้ความสำคัญต่อการกำหนดสัดส่วนระหว่างหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นให้เหมาะสม เนื่องจากเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานในระยะยาว

**คำสำคัญ:** โครงสร้างเงินทุน, มูลค่ากิจการ, อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์, Tobin's Q

# The Influence of Capital Structure on Firm Performance through Firm Value from Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Chureeporn Mueangjun, Ph.D.

Lecturer of accounting

Faculty of Management Science, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University

Email: mchureeporn@aru.ac.th

Penjan Seangarvut, Ph.D.

Lecturer of Faculty of Accounting

Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Krungthep

\*Corresponding author. Email: penjan.s@mail.rmutk.ac.th

Received: June 27, 2025

Revised: August 22, 2025

Accepted: August 26, 2025

## ABSTRACT

This research aims to examine the influence of capital structure on firm performance through firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the period 2018–2022, covering a total of five years. The sample consists of 936 firm-year observations of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, excluding those in the financial sector. The capital structure variable is measured by the Debt-to-Total Asset Ratio, while firm value is represented by the Price-to-Book Ratio (P/BV). Firm performance is assessed using Return on Assets (ROA) and Tobin's Q. The analytical tools employed in this study include Structural Equation Modeling (SEM) and Path Analysis.

The findings reveal that capital structure has a positive influence on return on assets (ROA) and Tobin's Q. Firm value also exerts a positive influence on ROA and Tobin's Q. Furthermore, capital structure positively influences ROA through firm value, and it likewise exerts a positive influence on Tobin's Q through firm value. The management of a firm's capital structure is therefore a crucial issue that must be considered within the specific context of each organization. Managers need to plan and make decisions regarding the optimal proportion of capital structure in accordance with the business environment and the financial circumstances of the firm. Such decisions should be made rationally, prudently, and based on empirical evidence to maximize organizational benefits. In particular, managers should pay close attention to determining the appropriate balance between long-term debt and equity, as this constitutes a critical factor influencing both firm value and long-term performance.

**Key word:** Capital Structure, Firm Value, Return on Assets, Tobin's Q

ในยุคปัจจุบัน การดำเนินธุรกิจต้องเผชิญกับสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูงและเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว บทบาทของผู้บริหารจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งในด้านการวางแผนเชิงกลยุทธ์เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายหลักของการดำเนินธุรกิจ คือ การสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น และเพิ่มความมั่งคั่งผ่านการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ และกระแสเงินสดที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น (Rappaport, 1986) การสร้างมูลค่าดังกล่าวสามารถบรรลุได้ด้วยการเพิ่มโอกาสทางการขายและการลงทุน ควบคู่กับการควบคุมต้นทุนในด้านการผลิต การตลาด และการเงิน เพื่อเสริมศักยภาพในการทำกำไรของกิจการเงินทุนเป็นปัจจัยพื้นฐานที่มีบทบาทสำคัญต่อการลงทุนและการดำเนินธุรกิจผู้บริหารจึงมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการวางแผนโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ เพื่อให้ต้นทุนเงินทุนและเงื่อนไขการชำระคืนมีความเหมาะสม และนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของกิจการ แหล่งเงินทุนที่แตกต่างกันย่อมมีต้นทุนและเงื่อนไขการชำระคืนที่ต่างกัน การระดมทุนจากหนี้สินจำเป็นต้องชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามที่กำหนดไว้ในสัญญา ขณะที่การระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการเป็นหลัก ทั้งนี้ การบริหารจัดการเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพจึงเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความมั่นคงและความเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

การจัดการโครงสร้างเงินทุนถือเป็นหนึ่งในกระบวนการตัดสินใจด้านการเงินที่สำคัญของทุกองค์กร เนื่องจากเกี่ยวข้องโดยตรงกับการจัดหาและบริหารเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินงาน รวมถึงความมุ่งหมายที่จะลดต้นทุนของเงินทุนให้อยู่ในระดับต่ำที่สุด โดยทั่วไปแหล่งเงินทุนของกิจการมาจากสองช่องทางหลัก คือ การกู้ยืมเงิน ซึ่งก่อให้เกิดภาระหนี้สินและการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจอยู่ในรูปของการออกหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิ การกำหนดโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสมเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากมีผลต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการและความมั่นคงทางการเงินขององค์กร งานวิจัยที่ผ่านมาให้ข้อค้นพบที่น่าสนใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงาน และมูลค่ากิจการ โดย Radiman (2018) ระบุว่ากิจการที่ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินมักมีมูลค่ากิจการสูงกว่ากิจการที่ใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม การเพิ่มสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อาจส่งผลให้ประสิทธิภาพในการใช้ทรัพย์สินเพื่อสร้างกำไรลดลง ซึ่งสะท้อนผ่านอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ลดลง ขณะที่ Akhmadi et al. (2023) ชี้ว่าโครงสร้างทางการเงินมีความสำคัญต่อมูลค่ากิจการ แต่ความสามารถในการทำกำไรไม่ได้มีบทบาทเป็นตัวกลางที่เชื่อมความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้ ผลการศึกษาของ Sinaga Isma Khairani and Astini Rina (2021) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมีผลทางอ้อมต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เท่านั้น ขณะที่ Radiman (2018) รายงานว่าผลกระทบของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market-to-Book Value Ratio: M/B) อาจไม่ชัดเจนในบางกรณี เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่ได้จำเป็นต้องทำให้มูลค่าทางบัญชีลดลง ในทางกลับกัน Rahayu (2021) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น แต่ไม่มีผลโดยตรงต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ขณะที่ Widigdy, Akhmadi and Ichwanudin (2024) ชี้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ M/B ซึ่งสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อศักยภาพในการสร้างกำไรและมูลค่าทรัพย์สินของกิจการ นอกจากนี้ ปัจจัยด้านสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร เช่น อัตราส่วนปัจจุบัน และกำไรต่อหุ้น ยังมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดราคาหุ้นและผลตอบแทน ซึ่งส่งผลต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Cahyani & Hendra, 2022) ดังนั้น แม้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จะมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์แต่ความสัมพันธ์ต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีอาจแตกต่างกันไปตามบริบทและปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ ส่งผลให้การประเมินความสัมพันธ์ระหว่างตัวชี้วัดทางการเงินเหล่านี้จำเป็นต้องพิจารณาร่วมกัน จากเหตุผลดังกล่าว งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักของการศึกษาคือโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน มูลค่ากิจการมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน และโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและ Tobin's Q ส่งผ่านมูลค่ากิจการ

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมุ่งเน้นไปที่ผู้บริหารด้านการเงินในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ยังมุ่งวิเคราะห์เงื่อนไขเฉพาะที่ใช้ประโยชน์จากโครงสร้างเงินทุนสามารถเพิ่มหรือลดมูลค่ากิจการได้ โดยเน้นการวิเคราะห์จากมุมมองของผู้บริหารด้านการเงินในบริษัทจดทะเบียน

## ■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani & Miller (1958) เป็นทฤษฎีแรกเริ่มที่อธิบายถึงโครงสร้างเงินทุน คือ ได้อธิบายว่าโครงสร้างเงินทุนจะไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการหากตลาดเป็นตลาดที่สมบูรณ์และต่อมาได้มีการศึกษามากมายที่พยายามที่จะอธิบายถึงจุดที่เหมาะสมสำหรับโครงสร้างเงินทุนของกิจการและเริ่มมีการผ่อนคลายข้อสมมติฐานของ Modigliani & Miller (1958) โดยที่ Modigliani & Miller (1963) ได้นำภาษีเงินได้นิติบุคคลมาใช้และต่อมา Myers (1977) ได้เสนอทฤษฎี Trade-off กล่าวว่า กิจการจะเลือกการก่อหนี้ให้ถึงจุดที่เหมาะสมที่ทำให้กิจการมีมูลค่าสูงสุดซึ่งเป็นจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้จากการก่อหนี้และโทษจากการก่อหนี้มากขึ้น ต่อมา Myers & Majluf (1984) ได้เสนอทฤษฎี Pecking Order กล่าวว่า หากบริษัทจะมีการระดมทุนก็มักจะเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนสองแหล่ง คือ จากแหล่งเงินทุนภายในคือกำไรสะสมก่อนแต่ถ้ากำไรสะสมไม่พอตามต้องการก็จะไประดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก คือ เริ่มจากการระดมทุนด้วยตราสารหนี้เพราะจะมีต้นทุนที่ถูกกว่าแต่ถ้าเกิดการระดมทุนด้วยวิธีการก่อหนี้ไม่สามารถทำได้แล้วเนื่องจากการที่บริษัทมีนโยบายกำหนดระดมทุนก่อหนี้ไว้หรือการก่อหนี้ไม่สามารถสร้างประโยชน์ให้แก่มูลค่าของบริษัทได้บริษัทจึงจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกโดยการระดมทุนด้วยตราสารทุนแทน แต่เนื่องจากมีต้นทุนด้านข้อมูลที่ค่อนข้างสูงจึงเป็นวิธีสุดท้ายที่บริษัทควรที่จะเลือก

โครงสร้างเงินทุนเป็นสิ่งสำคัญในการรายงานทางการเงินของบริษัทการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเป็นสิ่งสำคัญเกิดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้รับผลกระทบโดยตรงจากการตัดสินใจ ดังนั้นจึงต้องให้ความสำคัญเกี่ยวกับการตัดสินใจทางด้านเงินทุน โครงสร้างเงินทุนเป็นแหล่งเงินทุนทั้งหมดของกิจการทั้งเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนระยะยาว ซึ่งการจัดหาเงินทุนเป็นหน้าที่สำคัญของคณะกรรมการบริหารการจัดหาเงินทุนเพื่อให้บริษัทได้รับผลตอบแทนสูงสุดลดค่าใช้จ่าย การจัดหาแหล่งเงินทุนจึงมีต้นทุนทางการเงินด้วยกัน

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือหนึ่งที่มีประโยชน์ในการวิเคราะห์งบการเงินโดยแนวคิดของการวิเคราะห์ด้วยวิธีการทำให้สารสนเทศและข้อมูลทางการเงินต่าง ๆ ที่ปรากฏอยู่ในงบการเงินอยู่ในฐานเดียวกันเพื่อให้ข้อมูลทางการเงินสามารถเปรียบเทียบกันได้ประเภทของการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์งบการเงินแบ่งได้เป็น 5 ประเภท 1) อัตราส่วนวิเคราะห์สภาพคล่อง 2) อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน 3) อัตราส่วนประเมินความสามารถในการจัดโครงสร้างทางการเงิน 4) อัตราส่วนวิเคราะห์ความสามารถ ในการสร้างกำไร 5) ข้อมูลทางการเงินต่อหุ้นของกิจการ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีแสดงถึงการประเมินมูลค่ากิจการโดยสะท้อนที่ราคาตลาดหุ้นสามัญเทียบกับราคาตามบัญชีต่อหุ้นของกิจการถ้าค่าที่ได้น้อยกว่า 1 แสดงว่าธุรกิจไม่ประสบความสำเร็จในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น (Colline, 2022)

ผลการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวชี้วัดผลของความสำเร็จและเป็นตัวสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการ โดยกิจการที่ประสบความสำเร็จจะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดีและสามารถสร้างมูลค่าของกิจการให้กับผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวคิดทั้งที่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงินและไม่ใช้การเงิน (Butsalee and Sincharoonsak, 2020) สรุปได้ว่า ผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี เป็นการวัดผลการดำเนินงานจากข้อมูลในงบการเงินและเป็นข้อมูลที่เป็นตัวเลขนำมาวิเคราะห์เพื่อบ่งบอกถึงผลสำเร็จของกิจการ เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และผลการดำเนินงานทางการเงินการตลาด เป็นการวัดผลการดำเนินงาน เป็นการคาดการณ์ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนและมูลค่าของกิจการ ซึ่งตัวชี้วัดค่าผลการดำเนินงานวัดค่าจาก Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ของกิจการจากการทบทวนวรรณกรรมสมมติฐานดังนี้

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนได้ถูกพัฒนาขึ้นหลายแนวทาง โดยทฤษฎีสำคัญสามทฤษฎีมีข้อสรุปในทิศทางที่สอดคล้องกันว่า โครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ เนื่องจากดอกเบี้ยเงินกู้สามารถบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายก่อนการคำนวณภาษี จึงก่อให้เกิดประโยชน์ทางภาษี (Tax Shield) ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง นอกจากนี้ การระดมทุนจากเจ้าหนี้มักได้รับการพิจารณาว่ามีความได้เปรียบกว่าการระดมทุนจากเจ้าของกิจการ เนื่องจากใช้เวลาและต้นทุนในการดำเนินการน้อยกว่าและการใช้เงินกู้ยังถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวก (Positive Signaling) ต่อผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียผู้บริหารมีความมั่นใจในโครงการลงทุนว่ามีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value: NPV) เป็นบวกในด้านความสัมพันธ์เชิงสัญญา โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินยังช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ทั้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการ และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ทำให้กิจการสามารถเพิ่มมูลค่าได้ แม้ในเชิงทฤษฎีจะมีการสนับสนุนว่าการก่อหนี้สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ แต่ผลการศึกษาทางเชิงประจักษ์กลับพบข้อสรุปที่แตกต่างกันออกไปในแต่ละบริบท ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าของกิจการยังคงเป็นประเด็นที่ต้องอาศัยการศึกษาวิจัยเพิ่มเติม จากการศึกษาของ Sudiyatno et al. (2020) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณางานวิจัยก่อนปี 2020 จะพบผลการศึกษาที่หลากหลาย เช่น งานของ Fumani and Moghadam (2015) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกี พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าธุรกิจ ในทางตรงกันข้าม Kontesa (2015) รายงานผลการศึกษาที่ชี้ว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าธุรกิจ ทั้งนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานของ Setan.T et al. การศึกษาตัวแปรคั่นกลางด้านผลประกอบการทางด้านบัญชีที่มีอิทธิพลระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ผลประกอบการทางด้านบัญชีซึ่งวัดจากอัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงจากการกู้ยืมประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและความสามารถในการชำระดอกเบี้ยไม่เป็นตัวแปรคั่นกลางระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น สรุปได้ว่า งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจยังคงมีข้อโต้แย้งและความแตกต่างในผลลัพธ์ ขึ้นอยู่กับบริบทของประเทศ ช่วงเวลา และวิธีการวัดมูลค่าธุรกิจที่ใช้

H1: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทสามารถอธิบายได้ตาม ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) โดยในระยะเริ่มแรกของการเพิ่มหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน กิจการจะได้รับประโยชน์ทางภาษี เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายได้ ส่งผลให้เกิดการประหยัดภาษี (Tax Shield) และช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการ (Sdiq and Abdullah, 2022) อย่างไรก็ตาม เมื่อระดับหนี้สินเพิ่มสูงขึ้น กิจการจะเผชิญกับความเสี่ยงทางการเงินและต้นทุนการล้มละลายที่สูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลลบต่อผลการดำเนินงาน (Ria, 2023) ในมิติของแหล่งเงินทุน Kalash (2021) อธิบายว่า บริษัทควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นลำดับแรก เช่น กำไรสะสม แต่หากไม่เพียงพอ จึงหันไปใช้เงินทุนจากภายนอกโดยเลือกกู้ยืมหรือก่อหนี้สินก่อน และใช้การออกหุ้นสามัญเป็นทางเลือกสุดท้าย แนวทางดังกล่าวสอดคล้องกับ Pecking Order Theory ที่เน้นการจัดลำดับความสำคัญของแหล่งเงินทุนอย่างไรก็ดี การจัดหาเงินทุนผ่านการก่อหนี้ย่อมมีค่าใช้จ่ายและภาระผูกพันในการชำระคืนทั้งดอกเบี้ยและเงินต้น หากกิจการพึ่งพาหนี้สินมากเกินไป อาจทำให้ความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มสูงขึ้นจนกระทั่งนำไปสู่การล้มละลาย ซึ่งจะส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ รวมทั้งกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและผู้ถือหุ้น (Kruk, 2021) ดังนั้น จากมุมมองเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ การก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนสามารถสร้างคุณค่าให้แก่กิจการได้ แต่ก็ต้องอยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อาจทำให้มูลค่ากิจการลดลง

H2: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มูลค่ากิจการกับการผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการดำเนินงานทางการเงินถือเป็นตัวชี้วัดที่สำคัญในการสะท้อนสภาพทางการเงิน ซึ่งเป็นผลลัพธ์โดยตรงจากการตัดสินใจเชิงบริหารและการดำเนินการของสมาชิกในองค์กร ทั้งนี้ผลการดำเนินงานทางการเงินสามารถสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการตัดสินใจ การดำเนินงาน และการจัดหาเงินทุนขององค์กรได้เป็นอย่างดีที่จะกำหนดความสามารถในการอยู่รอดและเติบโตในมิติของกลยุทธ์องค์กร การวางแผนธุรกิจจำเป็นต้องสอดคล้องกับการวางแผนทางการเงิน เนื่องจากการตัดสินใจหรือโอกาสทางธุรกิจที่เกิดขึ้นควรได้รับการพิจารณาโดยอ้างอิงจากการวิเคราะห์ทางการเงินและการคาดการณ์ถึงผลประโยชน์ที่แท้จริงที่องค์กรจะได้รับข้อมูลทางการเงินซึ่งปรากฏในงบการเงิน จึงมีบทบาทสำคัญในการประเมินผลการดำเนินงานในช่วงเวลาที่กำหนดทั้งนี้ ผลการดำเนินงานทางการเงินถือเป็นส่วนหนึ่งของการเงินที่สะท้อนถึงสถานะของทรัพยากรและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทในการสร้างรายได้จากทรัพยากรที่มีอยู่การวัดผลการดำเนินงานทางการเงินสามารถพิจารณาได้จากหลายปัจจัย เช่น ยอดขาย ความสามารถในการทำกำไร ตลอดจนการเติบโตของยอดขายและกำไรในช่วงเวลาต่าง ๆ (Husnah et al., 2018) ซึ่งตัวชี้วัดเหล่านี้ล้วนสะท้อนให้เห็นถึงความมั่นคงและศักยภาพการเติบโตของกิจการในระยะยาว และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Cheuthong.P and Boonvorachote.T. (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มของกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, มูลค่าเพิ่มทางเศรษฐศาสตร์ ต่อทรัพย์สินหรือเงินลงทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน และอัตราส่วนวัดมูลค่าเพิ่มตลาด Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อวิเคราะห์ค่าสมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น คณะแนบความยั่งยืนของหลักทรัพย์, LN Total Assets และWACC สามารถใช้ทำนายค่า ROA, ROE และอัตราส่วนวัดมูลค่าเพิ่มตลาด Tobin Q

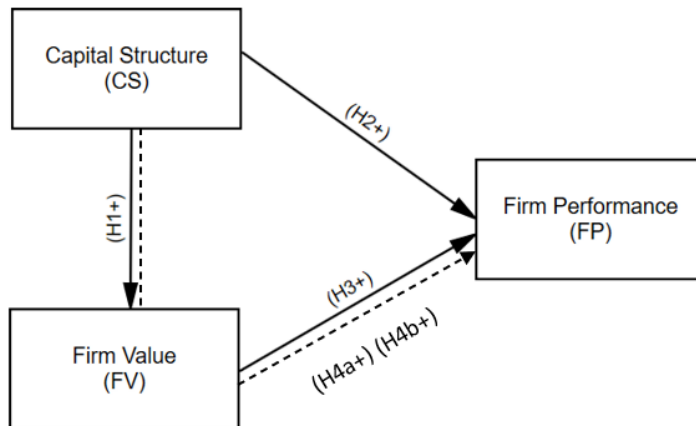
H3: มูลค่ากิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงาน จากงานวิจัยของ Ayaz, Mohamed Zabri & Ahmad (2021) เห็นว่านอกจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ที่ช่วยในการก่อหนี้ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมซึ่งไม่เพียงแต่ปรับปรุงผลการดำเนินงานของกิจการแต่ยังลดต้นทุนที่เกี่ยวข้องได้อีกด้วย ยังมีทางเลือกในการประเมินผลการดำเนินการที่แสดงความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม คือ การวัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) กิจการที่มีกำไรสูงจะสามารถจ่ายชำระหนี้ได้อย่างเหมาะสมและส่งสัญญาณไปยังตลาดเกี่ยวกับโอกาสการเติบโตที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ สำหรับการศึกษานี้ในประเทศไทยก็มีการศึกษาอย่างกว้างขวางเช่นกัน เช่น งานของ Noohuang & Pongsupatt (2021) งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง Ivascu & Barbuta-Misu (2017) กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่เกิดจากการก่อหนี้ ประสิทธิภาพทางการเงินสูงสุดเมื่อโครงสร้างทางการเงินน้อยที่สุดและต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงสุดงานวิจัยของ Anh-Huyen & Phung (2021) พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทซึ่งแสดงโดยอัตราส่วนหนี้สินมีผลกระทบเชิงลบอย่างมากต่อมาตรการทางการเงินของบริษัท หมายความว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่ำมีผลประโยชน์ทางการเงินที่ดีกว่าธุรกิจที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nassar (2016) กล่าวว่า การใช้หนี้ในระดับสูงส่งผลเสียต่อผลผลิตต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

H4a: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่งผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

H4b: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ Tobin's Q ส่งผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ■ กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากภาพที่ 1 ตัวแปรที่ศึกษาประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน (CS) มูลค่ากิจการ (FV) ผลการดำเนินงาน (FP) คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และ Tobin's Q และการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย ดังนี้ สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมมติฐานที่ 3 มูลค่ากิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมมติฐานที่ 4a โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ส่งผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสมมติฐานที่ 4b โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ Tobin's Q ส่งผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ■ วิธีดำเนินการวิจัย

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดเก็บข้อมูลแบบพาแนลดาต้า (Panel Data) ระยะเวลาตั้งแต่ 2563-2567 ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี โดยกลุ่มตัวอย่างตัดกลุ่มบริษัทธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานเนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีรูปแบบการเงินที่ไม่เหมือนกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น อาจทำให้ข้อมูลที่เก็บได้ไม่สอดคล้องกับงบการเงินของกลุ่มธุรกิจอื่น พร้อมทั้งบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วนทำให้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเหลือทั้งสิ้นจำนวน 936 ตัวอย่างบริษัท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

| ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง                                                                         | 2563  | 2564  | 2565  | 2566  | 2566  | รวม     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย                                               | 624   | 590   | 610   | 628   | 637   | 3,089   |
| หัก กลุ่มการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ<br>บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน | (56)  | (55)  | (58)  | (61)  | (68)  | (298)   |
| บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน                                                                     | (365) | (369) | (398) | (393) | (330) | (1,855) |
| ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง                                                            | 203   | 166   | 154   | 174   | 239   | 936     |

■ เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทฤษฎีได้แก่ งบการเงินประจำปีและมูลค่าหลักทรัพย์ทางการตลาด (MVE) จากเว็บไซต์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) จากนั้นเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินที่ครบถ้วนสมบูรณ์ตามที่ต้องการศึกษาทั้งหมดและมีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลาและเพื่อให้ข้อมูลที่ได้รับสามารถนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีบริษัทที่ใช้ทดสอบทั้งหมด 936 บริษัทจาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรม แต่ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ข้อมูลทางการเงินระหว่างปี 2563 ถึง 2567 รวมทั้งสิ้น 936 รายปี รายบริษัท (firm-year)

การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

1. โครงสร้างเงินทุนการวัดอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Total Asset Ratio) เป็นอัตราส่วนการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์นโยบายทางการเงินของกิจการหรือเป็นการเปรียบเทียบสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของกิจการจากแหล่งที่มาระหว่าง “หนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้น” ซึ่งคำนวณโดยการหารหนี้สินรวมของบริษัทด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น งานวิจัยแสดงให้เห็นว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีผลกระทบต่อประสิทธิภาพของบริษัท เช่น อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ตัวอย่างเช่น การศึกษาเกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Fauzan & Mukaram, 2018)  $D/E \text{ ratio} = \text{Total Debt} / \text{Equity}$
2. มูลค่ากิจการ (Firm Value) คือ อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้น (Price to Book Ratio: P/BV) เป็นอัตราส่วนเพื่อประเมินสถานะความมั่นคงของกิจการ โดยถ้าอัตราส่วนนี้ยิ่งสูงแสดงว่าราคาตลาดมากกว่าราคามูลค่าตามบัญชีหรือมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นนั้นสูงกว่าราคาบัญชี ซึ่งแสดงว่าบริษัทมีความมั่นคงเป็นที่น่าเชื่อถือ  $PBV = \text{ราคาตลาดต่อหุ้น} / \text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น}$  จากงานวิจัยของ Sukmawati and Garsela (2016) ได้ศึกษาเรื่องผลกระทบของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นและมูลค่าหุ้นการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นได้ตั้งนี้อัตรผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ราคาหุ้นก็มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้น ในขณะเดียวกัน อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นลดลงทำให้ราคาหุ้นลดลงไปในทิศทางเดียวกัน

3. ผลการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวชี้วัดผลของความสำเร็จและเป็นตัวสะท้อนถึงมูลค่าของกิจการ โดยกิจการที่ประสบความสำเร็จจะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดีและสามารถสร้างมูลค่าของกิจการให้กับผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวคิดทั้งที่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงินและไม่ใช้การเงิน (Butsalee and Sincharoonsak, 2020) งานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงานใน 2 มุมมอง คือ

3.1 ROA คือ ผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม โดยยังมีค่าสูงแสดงให้เห็นว่ากิจการมีผลการดำเนินงานดีเพราะสามารถใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนได้สูง

3.2 Tobin's Q คือ ผลการดำเนินงานด้านตลาดวัดด้วย (มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี บวก หนี้สินทั้งหมดของบริษัท) หารด้วยสินทรัพย์รวม โดยค่า Tobin's Q หากมีค่ามากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีผลการดำเนินงานดีซึ่งสะท้อนถึงการบริหารงานเพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนจากการลงทุนได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุนจึงส่งผลให้มูลค่าทางการตลาดของกิจการสูงขึ้น แต่หากมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีผลการดำเนินงานไม่ดีและไม่สามารถใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนได้คุ้มค่า

## ■ การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากจากเว็บไซต์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.sec.or.th](http://www.sec.or.th) ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปและทดสอบความสัมพันธ์โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และมูลค่ากิจการมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานและการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยนำมาใช้ในการอธิบายหรือบรรยายผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นและสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

2. การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางด้วยโปรแกรม AMOS

## ■ ผลการวิจัย

ผลการทดสอบอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลเกี่ยวกับการโครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากตารางที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติพรรณนาลักษณะของตัวแปร

| ตัวแปร    | Min    | Max    | Mean   | S.D. | Skewness | Kurtosis |
|-----------|--------|--------|--------|------|----------|----------|
| CS        | 145.37 | 166.07 | 155.72 | 3.03 | -1.54    | 1.68     |
| FV        | 128.62 | 132.23 | 131.42 | 3.26 | -1.76    | -1.77    |
| ROA       | 163.45 | 231.36 | 118.39 | 3.45 | -1.49    | -1.65    |
| Tobin's Q | 3.76   | 5.92   | 0.89   | 3.61 | -1.58    | 1.87     |

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรผลโครงสร้างเงินทุน (CS) มูลค่ากิจการ (FV) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ย 155.76 131.42 118.39 และ 0.33 ตามลำดับ ค่าความเบ้อยู่ระหว่าง -1.49 ถึง -1.76 และค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -1.77 ถึง 1.87 ซึ่งสอดคล้องตามเกณฑ์ของ Kline (2015) ที่ค่าความเบ้ (Skewness) ต้องมีค่าอยู่ในช่วง -3 ถึง 3 และความโด่งต้องมีค่าอยู่ในช่วง -10 ถึง 10 จึงถือว่าข้อมูลมีการกระจายแบบปกติ

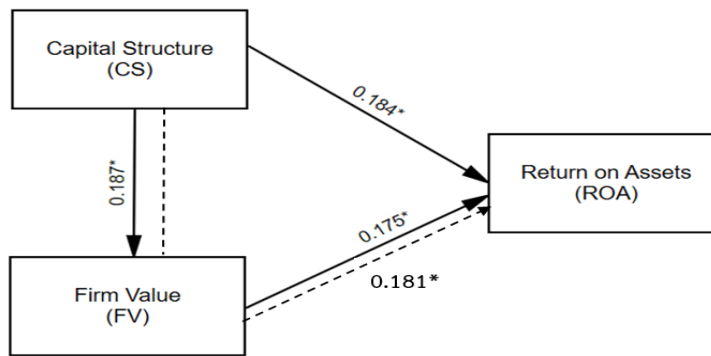
ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมูลค่ากิจการ

|           | CS     | FV     | ROA    | Tobin's Q |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| CS        | 1      |        |        |           |
| FV        | 0.310* | 1      |        |           |
| ROA       | 0.323* | 0.438* | 0.343* | 1         |
| Tobin's Q | 0.351* | 0.422* | 0.257* | 0.347*    |

หมายเหตุ : \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 1 แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม 1 และความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทุกคู่มีค่าความสัมพันธ์ไม่เกินเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด ทำให้ไม่เกิดสถานะ Multicollinearity (Kline, 2023) ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน สูงเกินไปผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน

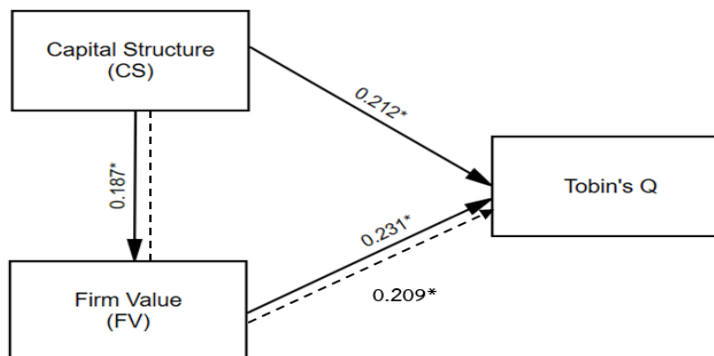
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้เส้นทางความสัมพันธ์ที่มีวิธีการประมาณค่าที่เกี่ยวข้องด้วยวิธีความเป็นไปได้สูงสุด (Maximum Likelihood Estimates) พบว่า ข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกับตัวแบบทางทฤษฎี โดยสถิติที่ใช้ในการตรวจสอบความพอเหมาะพอดี (Fit) ได้แก่ ค่า p-Value ต้องไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ คือมีค่ามากกว่า 0.05 ค่าอัตราส่วนของ Chi-Square/degree of freedom ( $\chi^2/df$ ) มีค่าน้อยกว่า 3.00 ค่า Goodness of Fit Index (GFI) มีค่ามากกว่า 0.90 และค่า Comparative Fit Index (CFI) มีค่ามากกว่า 0.95 ค่า Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA) มีค่าน้อยกว่า 0.06 และค่า Root Mean Square Residual (RMR) มีค่าน้อยกว่า 0.08



(p-value = 0.632,  $\chi^2/df$  = 0.189, GFI = 0.980, CFI = 0.974, RMSEA = 0.002, RMR = 0.004)

**ภาพที่ 2** เส้นทางการสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

จากภาพที่ 2 พบว่า ผลการวิเคราะห์เส้นทางการสัมพันธ์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) สามารถอธิบายผลการวิเคราะห์ได้ตามลำดับโดยอิทธิพลทางตรง แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (CS --> ROA) มีค่าเท่ากับ 0.184 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (CS-->FV) มีค่าเท่ากับ 0.187 และมูลค่ากิจการมีอิทธิพลในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) (FV--> ROA) มีค่าเท่ากับ 0.175 และโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมส่งผ่านมูลค่ากิจการ (CS -->FV --> ROA) มีค่าเท่ากับ 0.181



(p-value = 0.710,  $\chi^2/df$  = 0.193, GFI = 1.000, CFI = 0.982, RMSEA = 0.003, RMR = 0.012)

**ภาพที่ 3** เส้นทางการสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการที่มีอิทธิพลต่อ Tobin's Q

จากภาพที่ 3 พบว่า ผลการวิเคราะห์เส้นทางการสัมพันธ์ คือ โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลในเชิงบวกกับ Tobin's Q (CS--> Tobin's Q) มีค่าเท่ากับ 0.212 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (CS-->FV) มีค่าเท่ากับ 0.187 และมูลค่ากิจการมีอิทธิพลในเชิงบวกกับ Tobin's Q (FV--> Tobin's Q) มีค่าเท่ากับ 0.231 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ Tobin's Q ส่งผ่านมูลค่ากิจการ (CS --> FV --> Tobin's Q) มีค่าเท่ากับ 0.209

## ■ สรุปผลและอภิปรายผล

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) ที่อธิบายว่าการใช้หนี้สินอย่างเหมาะสมสามารถช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้ผ่านกลไกของภาษีดอกเบี้ย (Tax Shield) และการบริหารต้นทุนทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับงานของ Akartwipart, Chemsripong and Pongsaporamat (2023) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการเช่นเดียวกันอื่นแสดงให้เห็นถึงหลักฐานเชิงประจักษ์ ที่เกี่ยวกับบทบาทของโครงสร้างเงินทุนในปัจจุบันที่สำคัญที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ นอกจากนี้ผลการศึกษาลดคล้อยกับงานวิจัยในต่างประเทศ เช่น Rouf (2015) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศบังกลาเทศพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยใช้อัตรากำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด อีกทั้ง Gill, Biger and Mathur (2011) ที่ศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมการผลิต ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ก็รายงานผลลัพธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวชี้วัด ดังนั้นสำหรับบริบทของประเทศไทยผลการวิจัยนี้ไม่เพียงแต่สะท้อนให้เห็นถึงความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่อการสร้างมูลค่ากิจการเท่านั้น แต่ยังมีนัยสำคัญเชิงปฏิบัติที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้จริงในระดับองค์กร โดยผู้บริหารสามารถใช้ข้อมูลเชิงประจักษ์นี้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายทางการเงินและปรับโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสม เพื่อเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน เสริมสร้างเสถียรภาพทางการเงิน และสร้างคุณค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างยั่งยืน

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) ที่อธิบายว่าการใช้หนี้สินในระดับที่เหมาะสมสามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินของกิจการได้ทั้งในด้านการใช้ประโยชน์จากภาษีดอกเบี้ย (Tax Shield) และการสร้างแรงกดดันให้เกิดการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานของ Wongtanasarasasin and Chancharat (2021) ที่ศึกษาบทบาทของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ขณะที่ทั้งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) นอกจากนี้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลเชิงบวกต่อ ROE และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีผลต่ออัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อีกทั้งยังพบว่าขนาดของกิจการมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อ ROE และ EPS ในทำนองเดียวกัน Ahmed and Afza (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานในบริบทของตลาดที่มีการแข่งขันสูง โดยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA ซึ่งสะท้อนว่าการก่อหนี้สินระยะสั้นมากเกินไปอาจลดประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทน อย่างไรก็ตาม เมื่อวัดผลการดำเนินงานด้วยมูลค่ากิจการ พบว่า ทั้งอัตราส่วนหนี้สินรวมและหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Priyan and Rwezimula (2024) ที่ศึกษากิจการในตลาดหลักทรัพย์แอฟริกาตะวันออก โดยพบว่า ทั้งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROA ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึง ประสิทธิภาพของการจัดสรรและบริหารทรัพยากรที่สามารถสร้างผลตอบแทนทางการเงินสูงสุดให้แก่กิจการ

ดังนั้น ผลการวิจัยนี้ไม่เพียงแต่ยืนยันข้อสมมติฐานตามทฤษฎีและงานวิจัยที่ผ่านมาเท่านั้น แต่ยังมี นัยสำคัญเชิงปฏิบัติ (Practical Implications) ที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้จริงโดยผู้บริหารกิจการควรตระหนักถึงบทบาทของโครงสร้างเงินทุนในการขับเคลื่อนผลการดำเนินงานและใช้ข้อมูลเชิงประจักษ์นี้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายทางการเงินปรับสัดส่วนหนี้สินให้เหมาะสมเพื่อเพิ่มศักยภาพการแข่งขันและสร้างความยั่งยืนในการดำเนินธุรกิจในระยะยาว

มูลค่ากิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตาม ทฤษฎีมูลค่ากิจการ (Firm Value Theory) ที่อธิบายว่า มูลค่ากิจการมิได้สะท้อนเพียงผลการดำเนินงานในปัจจุบันเท่านั้น แต่ยังเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนในอนาคต ซึ่งสามารถกระตุ้นให้ผู้บริหารปรับปรุงประสิทธิภาพและสร้างผลการดำเนินงานที่ยั่งยืน งานวิจัยที่ผ่านมาได้สนับสนุนข้อค้นพบนี้ในหลายบริษัท เช่น Khanna, Srivastava and Medury (2016) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินเดีย พบว่า ผลประกอบการของกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวชี้วัดในทำนองเดียวกัน Osazuwa and Che-Ahmad (2016) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย พบว่า ผลประกอบการของกิจการมีส่วนช่วยให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งวัดจากราคาหลักทรัพย์ในตลาด อย่างไรก็ตามผลการวิจัยไม่ได้มีความสอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันทั้งหมด เช่น งานของ Ha and Tai (2017) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศเวียดนาม พบว่า ผลประกอบการที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) มีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ในขณะเดียวกัน ผลประกอบการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิกลับไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ ขณะทำงานของ Park and Jang (2013) ที่ศึกษากลุ่มธุรกิจภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ผลประกอบการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง และการเปรียบเทียบดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการกับผลการดำเนินงานอาจขึ้นอยู่กับตัวชี้วัดที่ใช้ในบริบททางเศรษฐกิจของแต่ละประเทศ อย่างไรก็ตามสำหรับกรณีของประเทศไทย ผลการวิจัยครั้งนี้ตอกย้ำให้เห็นถึงความสำคัญของมูลค่ากิจการในฐานะปัจจัยขับเคลื่อนผลการดำเนินงาน ซึ่งมีนัยสำคัญเชิงปฏิบัติที่สามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการกำหนดกลยุทธ์การบริหารกิจการ โดยเฉพาะการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นในลักษณะที่เสริมสร้างศักยภาพการแข่งขันและการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และ Tobin's Q ผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตาม ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) โดยเฉพาะแนวคิดของ Modigliani and Miller ภายใต้เงื่อนไขที่มีภาษี (trade-off theory) ที่อธิบายว่า การใช้หนี้สินในระดับที่เหมาะสมสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ เนื่องจากประโยชน์จากการประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย (tax shield) ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น และสะท้อนต่อการปรับตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในเชิงบวก ข้อค้นพบนี้ได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยของ Jarutruangutai and Nimtrakoon (2024) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานที่วัดจาก ROA และ ROE ตลอดจนมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ อีกทั้งงานวิจัยของ Songjarean (2022) ก็รายงานผลในทำนองเดียวกันว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน (ROA) โดยชี้ว่าการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายในของเจ้าของสามารถสร้างประโยชน์ทางภาษีและทำให้กิจการมีผลกำไรสูงขึ้น ซึ่งส่งผลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการในที่สุด นอกจากนี้ งานวิจัยของ Abor (2007) ที่ศึกษาในบริบทต่างประเทศ พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมและหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน สอดคล้องกับผลการศึกษารังนี้ที่ชี้ให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต่อการสร้างผลการดำเนินงานและการเพิ่มมูลค่ากิจการ โดยสรุปผลการวิจัยนี้สะท้อนว่า โครงสร้างเงินทุนเป็นกลไกสำคัญที่ส่งผลต่อทั้งความสามารถในการทำกำไรและการประเมินมูลค่ากิจการในตลาด โดยเฉพาะในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย ซึ่งมีนัยสำคัญเชิงปฏิบัติที่ผู้บริหารสามารถนำไปใช้ในการวางกลยุทธ์ด้านการเงิน เพื่อกำหนดสัดส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสม อันจะช่วยสร้างสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน ตลอดจนสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการในระยะยาว

ประโยชน์ของการวิจัยผลการศึกษาคือ โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งในด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ Tobin's Q ผ่านมูลค่ากิจการ ซึ่งสะท้อนถึงบทบาทสำคัญของการบริหารโครงสร้างเงินทุนในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ (อ้างอิง Jarutruangutai & Nimtrakoon, 2024; Songjarean, 2022; Abor, 2007) นอกจากนี้ การวิจัยยังพบว่าการใช้หนี้สินในระดับที่เหมาะสมสามารถเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินและช่วยประหยัดภาษีจากดอกเบี่ยจ่าย (tax shield) ส่งผลให้ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการสูงขึ้น ดังนั้น ผลการศึกษานี้มีประโยชน์ทั้งในเชิง ทฤษฎี โดยเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) และในเชิง ปฏิบัติ โดยผู้บริหารและนักลงทุนสามารถใช้ผลการวิจัยนี้ในการกำหนดสัดส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อสร้างสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน และเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของกิจการ

## ■ ขอบจำกัดงานวิจัย

การศึกษาใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นหลัก ซึ่งอาจไม่สามารถสะท้อนลักษณะของบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน หรือบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ได้อย่างครอบคลุม จึงจำกัดการอธิบายผลการวิจัยในบริบทที่หลากหลายของภาคธุรกิจไทย ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์มุ่งเน้นไปที่โครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ และผลการดำเนินงานทางการเงินเป็นหลัก โดยยังมิได้รวมตัวแปรด้านนโยบายการเงินปันผล ความเสี่ยงของกิจการ และปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งอาจมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของกิจการได้เช่นกัน การวิเคราะห์ในครั้งนี้อาศัยข้อมูลเชิงปริมาณจากการเงินและฐานข้อมูลทางการเงิน จึงยังไม่ครอบคลุมปัจจัยเชิงคุณภาพ เช่น การกำกับดูแลกิจการ นวัตกรรม หรือความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งอาจมีบทบาทต่อการสร้างมูลค่าและศักยภาพการเติบโตของกิจการและระยะเวลาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นเพียงช่วงเวลาหนึ่ง ซึ่งอาจไม่เพียงพอในการสะท้อนผลกระทบระยะยาวของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงาน โดยเฉพาะในสภาวะเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว

สำหรับแนวทางการวิจัยในอนาคต ควรขยายขอบเขตการศึกษาไปยังบริษัทในอุตสาหกรรมที่หลากหลายมากขึ้น รวมถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการในบริบทที่แตกต่างกัน อีกทั้งควรพิจารณาตัวแปรควบคุมเพิ่มเติม เช่น ความเสี่ยงของกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล หรือสภาพเศรษฐกิจมหภาค เพื่อให้การวิเคราะห์มีความละเอียดและรัดกุมยิ่งขึ้น นอกจากนี้ การวิจัยในอนาคตอาจพิจารณานำตัวชี้วัดด้านการเงินและไม่ใช้การเงิน เช่น ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) นวัตกรรม หรือความยั่งยืน (Sustainability) เข้ามาประกอบการศึกษาเพื่อสะท้อนให้เห็นผลของโครงสร้างเงินทุนต่อการสร้างมูลค่าและความยั่งยืนของกิจการในหลายมิติอย่างรอบด้าน อีกทั้งการศึกษาเชิงเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมต่าง ๆ ระหว่างบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ รวมถึงการเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Mai) จะช่วยให้เข้าใจถึงความแตกต่างของผลกระทบด้านโครงสร้างเงินทุนได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

## ■ References

- 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.
- Akhmadi, A., Culiah, L., & Yazid, H. (2023). Profitability as a Mediation Factor: A Test of The Relationship of Capital Structure to Company Value. *Proceedings of the International Conference on Sustainability in Technological, Environmental, Law, Management, Social and Economic Matters, ICOSTELM 2022, 4-5 November 2022, Bandar Lampung, Indonesia*. <https://doi.org/10.4108/eai.4-11-2022.2327869>
- Al-Qudah, A. (2017). The relationship between capital structure and financial performance in the companies listed in ABU DHABI securities exchange: Evidences from United Arab Emirates. *Rev. Eur. Stud.*, 9, 1.
- Artamevia, J., & Almalita, Y. (2021). Pengaruh Return on Assets, Debt to Assets Ratio Dan Faktor Lainnya Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Tsm*, 1(3), 313-324.
- Asif, A., & Aziz, B. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6(6), 231-244.
- Ayaz, M., Mohamed Zabri, S., & Ahmad, K. (2021). An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: evidence from Malaysia. *Managerial Finance*, 47(8), 1107-1127.
- Butsalee, P., & Sincharoonsak, T. (2020). Intellectual capital as an enterprise value measurement. *Academic Journal of Buriram Rajabhat University*, 12(1), 127-141.
- Cahyani, N. K. S., & Hendra, H. (2022). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Harga Saham Perusahaan Subsektor Pertambangan Batu Bara. *E-Jurnal Manajemen Trisakti School Of Management (Tsm)*, 2(3), 23-32. <https://doi.org/10.34208/ejmtsm.v2i3.1563>
- Cheuthong, P. and Boonvorachote, T. (2023) Relationship Between Enterprises Value Creation and Their Financial Performance of Thailand Sustainability Investment (ZTHSI) Stocks. *Procedia of Multidisciplinary Research*, 1(3), 27-27.
- Colline, F. (2022). The Mediating Effect of Debt Equity Ratio on The Effect of current ratio, return on equity and total asset turnover on price to book value. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 26(1), 75-90.
- Dianti, M. M., Winnarko, A. A., Fauzi, R. A., Pratama, F., & Sukmawati, F. (2020). The effect of return on assets and debt to equity ratio to price to book value (study of property and real estate sub sector companies listed on the Indonesia stock exchange for the period of 2016-2018). *PalArch's Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*, 17(5), 1032-1039.
- Dutta, S., Mukherjee, T., & Som, S. (2018). Impact of Financial Leverage on the Value of Firm: Evidence from Some NSE Listed Companies. *The BESC Journal of Commerce and Management*, 4, 42-52. <http://bjcm.bescollge.net/v4/n1/v4n104.pdf>

- Fikasari, R., & Bernawati, Y. (2021). Internal or External Financing: *New Evidence on Investor Reaction in Indonesian Manufacturing Firms*. 22(2), 242–253. <https://doi.org/10.18196/JAI.V22I2.10711>
- Fumani, M., & Moghadam, A. (2015). The Effect of Capital Structure on Firm Value, The Rate of Return on Equity and Earnings Per Share of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(15), 50-57.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management Practice*, 28(4), 3-15.
- Ichwanudin, W., Nurhayati, E. N. O. K., & Anwar, C. J. (2023). Modeling the relationship between capital structure and company value in the perspective of agency and Trade-Off theory. *structure*, 14, 15.
- Irnawati, J., Febriana, H., & Asmita, D. Y. (2022). Pengaruh debt to equity ratio dan growth opportunity terhadap nilai perusahaan. Owner: *Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 7(1), 470–478. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i1.1216>
- Ivascu, E. V., & Barbuta-Misu, N. (2017). Influences of the Capital Structure and the Cost of Capital on Financial Performance. Case Study on ENGIE Group. *Risk in Contemporary Economy*, 304-320.
- Jarutruangutai, N., & Nimtrakoon, S. (2024) Value Relationship between Capital Structure and Firm Performance and Firm Value of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 6(2), 54-71
- Kalash, I. (2021). The impact of environmental performance on capital structure and firm performance: the case of Turkey. *Society and Business Review*, 16(2), 255-277. <https://doi.org/10.1108/SBR-11-2020-0138>
- Khanna, S., Srivastava, A., & Medury, Y. (2016). A study of capital structure dynamics on the value of Indian firms using panel threshold regression model. *International Journal of Management Practice*, 9(1), 40-55.
- Kline, R. B. (2023). Principles and practice of structural equation modeling. *Guilford publications*. 3–4 (2018),189-195. <https://doi.org/10.25336/csp29418>
- Kontesa, M. (2015). Capital Structure, Profitability, And Firm Value. Whats New?, *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(20), 185-192.
- Kruk, S. (2021). Impact of capital structure on corporate value-review of literature. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 1-13. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040155>
- Maneerattananurongrot, C., & Donkwa, K. (2018). Capital Structure Affecting Firm Value in Thailand. *ABAC Journal, Assumption University*, 38(2), 133-146.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 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.
- 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.
- Noohuang, J., & Pongsupatt, A. (2021). Factors Affecting Capital Structure of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand 100 INDEX (SET 100). *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 16-29.
- Nassar, S. (2016). The impact of capital structure on Financial Performance of the firms: Evidence from Borsa Istanbul. *Journal of Business & Financial Affairs*, 5(2), 1-4.
- Osazuwa, N. P., & Che-Ahmad, A. (2016). The moderating effect of profitability and leverage on the relationship between eco-efficiency and firm value in publicly traded Malaysian firms. *Social Responsibility Journal*, 12(2), 295-306.
- Priyan, P. K., Nyabakora, W. I. & Rwezimula, G. (2024). Firm's Capital Structure Decisions, Asset Structure, and Firm's Performance: Application of the Generalized method of moments approach. *Journal of PSU Research Review*, 8(3), 813-827.
- Radiman, R. (2018). Pengaruh debt to equity ratio dan total assets turnover terhadap price to book value dengan return on asset sebagai variabel intervening. *Jurnal Riset Finansial Bisnis*, 2(3), 99-110.
- Rouf, A. (2015). Capital Structure and Firm Performance of Listed Non-Financial Companies in Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 9(1), 25- 32.
- Rahayu, S. (2021). Fundamental Analysis of Share Prices in Coal Mining Subsector Companies. 4(3), 5726–5734. <https://doi.org/10.33258/BIRCI.V4I3.2371>
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value : the new standard for business performance*. New York: Simer and Schuster Publishing Group.
- Ria, R. (2023). Determinant Factors of Corporate Governance on Company Performance: Mediating Role of Capital Structure. *Sustainability*, 15(3), 1-14. <https://doi.org/10.3390/su15032309>
- Rouf, A. (2015). Capital Structure and Firm Performance of Listed Non-Financial Companies in Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 9(1), 25-32.
- Sdiq, S. R., & Abdullah, H. A. (2022). Examining the effect of agency cost on capital structure financial performance nexus: empirical evidence for emerging market. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1-16. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2148364>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 65(1), 156-166.

- Sanchez-Ballesta, J. P., & Garcia-Meca, E. (2011). Ownership Structure and the Cost of Debt. *European Accounting Review*, 20(2), 389-416.
- Setan.T, Phadoongsitthi. M, Saraphat. S, Titaporn Sincharoonsak.T, Montree Chuaychoo.M and Penvutikl.P. (2017). Study of the Mediator Variable of Accounting Performance Influencing between Shareholder Structure and Price to Book Value Ratio of Listen Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of the Association of Researchers*, 24(2), 75-86.
- Sinaga Isma Khairani, & Astini Rina. (2021). Analyze The Influence of Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Earning Per Share, Return on Asset on Stock Return at Coal Mining Company Listed on Indonesia Stock Exchange Period 2013-2016. *International Humanities and Applied Science Journal*, 4(3), 181-193. <https://doi.org/10.22441/ihaj.2021.v4i3.06>
- 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.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., Suwarti, T., & Asyif, M. (2020). Determinants of Firm Value and Profitability: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 769-778. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.769>
- Sukmawati, F., & Garsela, I. (2016). The Effect of Return on Assets and Return on Equity to the Stock Price. Proceedings of the 2016. *Global Conference on Business, Management and Entrepreneurship, Advances in Economics, Business and Management Research*, 15, 53-57.
- Sutriyono, S., Sari, E. N., & Rambe, M. F. (2021). Role of Debt To Equity Ratio Mediating Effect Return On Assets and Current Ratio Against Firm Value. *International Journal of Business Economics (IJBE)*, 3(1), 47-58. <https://doi.org/10.30596/ijbe.v3i1.7519>
- Tangkitjaroenphon. N. (2015). The study of the relationship between capital structure and operating ability of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. (Master of Science Financial Management Program). Thammasat University.
- Widigdy, S., Akhmadi, A., & Ichwanudin, W. (2024). Impact of Capital Structure on Firm Value with Profitability as Mediator: Indonesian Coal Companies Study. *Indonesian Journal of Innovation Multidiscipliner Research*, 2(1), 106-116.
- Wongtanasarasin, 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.
- Yustrianthe, R. H., & Mahmudah, S. (2021). Return on equity, debt to total asset ratio, and company value. *Riset: Jurnal Aplikasi Ekonomi Akuntansi dan Bisnis*, 3(2), 534-549. <https://doi.org/10.37641/riset.v3i2.88>