

ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
**Structural Relationship of Factors Influencing Firm Value of Companies
Listed in the Stock Exchange of Thailand**

อัสวเทพ อากาศวิภาต,
สุจินดา เจียมศรีพงษ์ และ ภัทรพร พงศาปรมัตต์

มหาวิทยาลัยนเรศวร

**Ausawatap Akartwipart,
Sujinda Chemsripong and Pattaraporn Pongsapornamat**
Naresuan University, Thailand
Correspondent Author, E-mail: aj_palm@hotmail.com

บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์ของงานวิจัยนี้ คือ 1) เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ และ 2) เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลทศนิยมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 339 บริษัท ระหว่างปี 2554-2563 งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้สถิติ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างเพื่อทดสอบสมมติฐาน

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยเฉพาะของกิจการ ได้แก่ ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยผลการดำเนินงานและสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงบวก ในขณะที่โอกาสในการเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ โดยที่ผลการดำเนินงานและโอกาสในการเติบโต มีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ จากผลการวิจัยนี้ เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่านที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ตลอดจนผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ในการจัดการโครงสร้างเงินทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในท้ายที่สุด

คำสำคัญ: ปัจจัยเฉพาะของกิจการ; โครงสร้างเงินทุน; มูลค่ากิจการ; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* วันที่รับบทความ : 6 มกราคม 2566; วันที่แก้ไขบทความ 1 กุมภาพันธ์ 2566; วันที่ตอบรับบทความ : 4 กุมภาพันธ์ 2566

Received: January 6, 2023; Revised: February 1, 2023; Accepted: February 4, 2023

Abstracts

The objective of this research are to study the implication of the characteristics of listed company on capital structure and firm value, and, also, to study the implication of capital structure on the firm value of companies listed in the Stock Exchange of Thailand, whereby a sample of 339 listed companies was analyzed. This research is a quantitative research using statistics, minimum, maximum, mean, standard deviation. and a structural equation model was used to test the hypothesis.

The results showed that the specific factors of the entity castes influence on the capital structure. Here, the performance and tangible assets of the business casted a positive influence on the capital structure, while the opportunity for growth casted no impact upon the capital structure. It was also found that the specific factors of the entity casted influences upon the value of the entity. Here, the opportunity for performance growth casted positive influence on firm value, while the tangible assets casted no impact upon the value of the entity. Further, the results also show that capital structure casted positive influence on enterprise value. From the results of this research, it empirically establishes capital structure as a passive factor affecting enterprise value. Executives of companies listed on the Stock Exchange of Thailand can use these research findings to manage their capital structure and ultimately add value to their businesses.

Keywords: Specific Factors; Capital Structure; Firm Value; Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ปัจจุบัน บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มักให้ความสำคัญกับมูลค่ากิจการของบริษัท เป็นอย่างมาก เนื่องจากมูลค่ากิจการเป็นสิ่งที่สามารถสะท้อนถึงความมั่งคั่งของผู้เป็นเจ้าของ (Chupol, 2019 : 10) และการกำหนดโครงสร้างเงินทุน เป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินงานของบริษัท ธุรกิจจึงจำเป็นต้องบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลเพื่อสร้างมูลค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสียกับกิจการอย่างยั่งยืน การจัดโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการและสภาพแวดล้อมในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้การชำระคืนเงินทุนและต้นทุนมีความเหมาะสม ทำให้สร้างมูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น (Maneerattanrungsroj & Donkhwa, 2018 : 1-14) เพราะเงินทุนจากต่างแหล่งย่อมมีต้นทุนและเงื่อนไขการชำระคืนต่างกัน การชำระ คืนเงินต้นพร้อมทั้งดอกเบี้ยในอัตราและระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา การระดมเงินทุน การจัดการเงินทุน และจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการเป็นหลัก (Porterfield, 1965 : 25-32) เพื่อการ ได้มาของสินทรัพย์และการดำเนินธุรกิจ รวมถึงการลงทุนในโครงการใหม่ (Philippatos, 1973 : 35-45)

นอกจากนั้นการศึกษาที่ผ่านมายังให้ความสำคัญกับปัจจัยเฉพาะของกิจการ ได้แก่ ผลการดำเนินงาน (Ifada, Faisal, Ghazali, & Udin, 2019 : 11-23 ; Loncan & Caldeira, 2014 : 46-59) โอกาสในการเติบโต (Ha & Tai, 2017 : 24-30 ; Fosu, Danso, Ahmad, & Coffie, 2016 : 140-150) และสินทรัพย์มีตัวตน (Saengpao & Thongkong, 2018 : 101-107 ; Fosu et al., 2016 : 140-150) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งข้อสรุปของทฤษฎีตัวแทน (agency theory) และทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (pecking

order theory) มีข้อเสนอด้านทิศทางอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งเหมือนและแตกต่างกัน เช่น ทฤษฎีตัวแทนเสนอว่าผลการดำเนินงานมีผลเชิงบวกต่อการมีหนี้สิน ส่วนทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนเสนอว่าผลการดำเนินงานมีผลลบต่อการมีหนี้สิน เป็นต้น (Myers, 1984 : 574-592 ; Tudose, 2012 : 277-294) นอกเหนือจากนี้งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ทำการศึกษเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจะใช้สมการถดถอย เพื่อหาสาเหตุระดับของโครงสร้างเงินทุน และการมีอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการในรูป แบบจำลองโดยแยกเป็นสองแบบจำลอง คือ ศึกษาปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน หรือศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ตลอดจนงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมาเลือกใช้ตัวแปรแทนเพียงหนึ่งตัวในการอธิบายทำให้อาจก่อให้เกิดปัญหาความคลาดเคลื่อนในการวัดได้ (Hair, Black, Babin,& Anderson, 2010 : 700-708) โดยในงานวิจัยครั้งนี้จะใช้เครื่องมือชี้วัดที่ครอบคลุมทั้งด้านการตลาด การเงินและการบัญชีเพื่อให้การตัดสินใจเกิดประโยชน์สูงสุดต่อกิจการ คำถามงานวิจัยนี้คือ ปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร โดยศึกษาปัจจัยเฉพาะของกิจการที่ส่งผลไปยัง โครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่าน (mediating variable) ไปยังมูลค่ากิจการ เพื่อให้ได้ข้อสรุปถึงความเป็นเหตุเป็นผลของโครงสร้างเงินทุน โดยการศึกษาครั้งนี้ต้องการลดความคลาดเคลื่อนในการวัดจากสมการ ถดถอย จึงเลือกใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model) ผลการวิจัยให้ข้อเสนอแนะในการจัดโครงสร้างเงินทุนให้สอดคล้องกับปัจจัยเฉพาะของกิจการ เพื่อสร้าง มูลค่าเพิ่มให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีลำดับดังนี้

กลุ่มประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 775 บริษัท

กลุ่มตัวอย่าง

ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจำนวน 339 บริษัท คัดเลือกจากจำนวนประชากรทั้งหมด 775 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2563 (ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, เมษายน 2562) ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หมวดในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ กลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด MAI และบริษัทที่ไม่ส่งข้อมูลแบบรายการประจำปี (แบบ 56-1)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

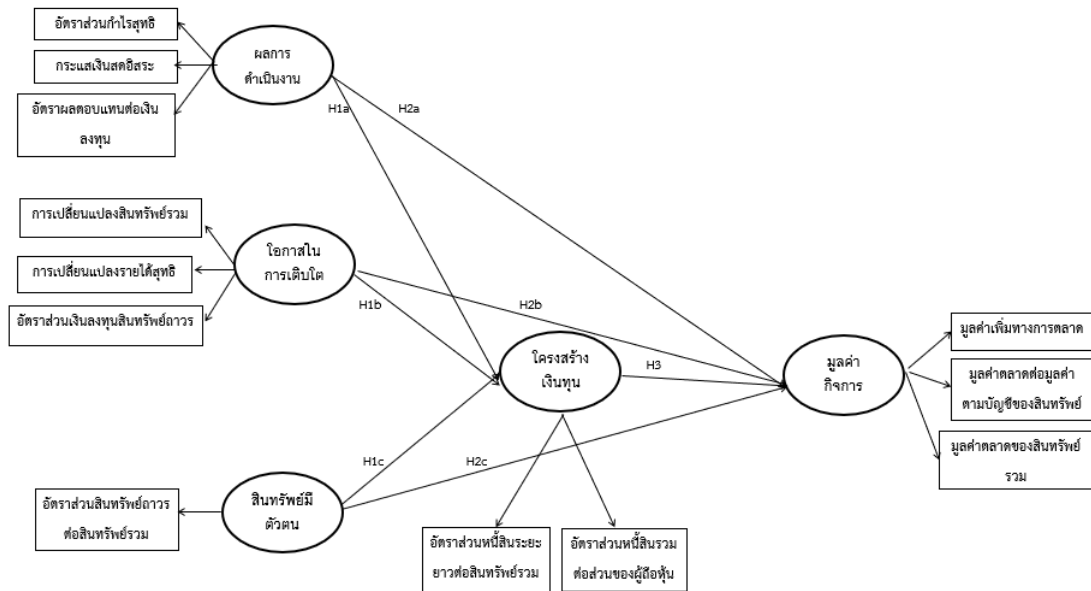
ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลประเภททุติยภูมิ (Secondary data) โดยบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาต้องมีจำนวนข้อมูลครบถ้วนทุกตัวแปรในระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งมีระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 – พ.ศ.2563 โดยมีได้นำปี 2564-2565 มาพิจารณาเนื่องจาก สถานการณ์แพร่ระบาดของโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อความเสถียรของข้อมูล ที่จะนำไปวิเคราะห์ โดยดำเนินการเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) โดยการเก็บรวบรวมจากระบบ SET SMART ซึ่งเป็นระบบข้อมูลออนไลน์ จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เป็นการวิเคราะห์ตัวแปรจากรายงานงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ในระบบ SET SMART โดยใช้สถิติเช่น ค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เป็นต้น

2. สถิติเชิงอนุมาน เป็นการวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (SEM) เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรอิสระ (ผลการดำเนินงาน โอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์ที่มีตัวตน) ตัวแปรส่งผ่าน (โครงสร้างเงินทุน) และตัวแปรตาม (มูลค่ากิจการ) ในแบบจำลองในคราวเดียว สามารถมีตัวแปรสังเกตได้ทำหน้าที่เป็นตัวแปรแทนคุณลักษณะของกิจการได้หลายตัวพร้อมๆ กัน และช่วยลดความคลาดเคลื่อนในการวัด ซึ่งเป็นข้อจำกัดของการวิเคราะห์ด้วยเทคนิคถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณที่กำหนดให้ตัวแปรอิสระต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเอง

กรอบแนวคิดในการวิจัย



แผนภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 ข้อมูลทั่วไปของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยเป็นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 37 บริษัท (ร้อยละ 10.92) กลุ่มทรัพยากร 26 บริษัท (ร้อยละ 7.67) กลุ่มเทคโนโลยี 30 บริษัท (ร้อยละ 8.84) กลุ่มบริการ 73 บริษัท (ร้อยละ 21.35) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 71 บริษัท (ร้อยละ 20.95) กลุ่มสินค้าอุปโภค บริโภค 30 บริษัท (ร้อยละ 8.85) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 72 บริษัท (ร้อยละ 21.24) ตามลำดับ

ตารางที่ 1 แสดงค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	Descriptive Statistics			
	Min	Max	Mean	SD.
มูลค่ากิจการ (VAL)				
มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) (ล้านบาท)	-721,469	373,509	6,966.57	72,501.76
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของ สินทรัพย์รวม (MB) (เท่า)	0	8	1.08	1.00
มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) (ล้านบาท)	7	1,039,976	27,474.59	90,977.17
ตัวแปร	Descriptive Statistics			
	Min	Max	Mean	SD.
ผลการดำเนินงาน (PERF)				
อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) (%)	-503	769	4.75	52.58
กระแสเงินสดอิสระ (FCF) (ล้านบาท)	-11,487	237,697	2,888.23	15,289.06
อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) (%)	-22	455	6.36	29.89
โอกาสในการเติบโต (GROW)				
ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) (%)	-16	10,989	54.21	609.01
ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) (%)	-1,760	1,671	8.24	136.38
ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) (%)	0	5	0.37	0.37
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)				
อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) (%)	0	473	36.89	36.88
โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)				
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) (%)	0	158.97	17.30	33.86
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (%)	0	488.32	87.42	87.15

จากตารางที่ 1 แสดงค่าต่ำสุด สูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของตัวแปรต้น ตัวแปรตาม และตัวแปรคั่นกลาง พบว่า มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) อยู่ระหว่าง -721,469 ล้านบาท ถึง 373,509 ล้านบาท และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6,966.57 ล้านบาท อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.08 เท่า และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 27,474.59 ล้านบาท ผลการดำเนินงาน (PERF) พบว่า อัตราส่วนกำไรสุทธิ (PM) อยู่ระหว่าง -503% ถึง 769% มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.75% กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อยู่ระหว่าง -11,487 ล้านบาท ถึง 237,697 ล้านบาท มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2,888.23 ล้านบาท และ อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) อยู่ระหว่าง -22% ถึง 455% มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.36% โอกาสในการเติบโต (GROW) พบว่า ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 54.21% ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.24% และ ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.37% ในขณะที่สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) พบว่า อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 36.89% และโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 17.30% และ 87.42% ตามลำดับ

ตารางที่ 2 เมทริกซ์ค่าสหสัมพันธ์ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้

		PM	FCF	ROIC	GTA	GTR	GCAP	FA	LTD	DE	MVA	MB	MTA
ผลการดำเนินงาน (PERF)	PM	1.000											
โอกาสในการเติบโต (GROW)	FCF	.393**	1.000										
	ROIC	.363**	.118*	1.000									
	GTA	.172**	0.020	0.048	1.000								
	GTR	.212**	0.025	0.105	.513**	1.000							
	GCAP	-	.137*	0.019	0.070	-0.071	1.000						
		0.027											
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)	FA	-	.136*	0.017	0.070	-0.073	.185**	1.000					
		0.027											
โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	LTD	0.029	.191**	.140**	0.104	.241**	.244**	.244**	1.000				
	DE	-	0.085	0.023	0.003	.108*	-0.093	-	.428**	1.000			
		.296**						0.093					
มูลค่ากิจการ (VAL)	MVA	.272**	0.012	0.100	.145**	0.019	.173**	.173**	-.246**	-	1.000		
										.347**			
	MB	.371**	.206**	0.085	.206**	.131*	.164**	.164**	-0.102	-	.700**	1.000	
										.297**			
	MTA	.381**	.746**	0.102	.133*	.218**	-0.017	-	.282**	.193**	-0.017	.325**	1.000
								0.019					

มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ ** 0.01, *0.05

หมายเหตุ: ตัวแปรสังเกตได้ประกอบด้วย กำไรสุทธิ (PM) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (ROIC) ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม (GTA) ค่าเฉลี่ยอัตราเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ (GTR) ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (GCAP) อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (FA) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA)

จากตารางที่ 2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปร เมื่อพิจารณาตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) เป็นตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าเพิ่มทางการตลาด (MVA) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม (MB) และมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (MTA) ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ผลการดำเนินงาน (PERF) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.206 ถึง 0.381 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ โอกาสในการเติบโต (GROW) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.133 ถึง 0.206 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง 0.164 ถึง 0.173 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ ตัวแปรตัวแทน (Proxy Variable) คือ โครงสร้างเงินทุน (CAPIT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตอนที่ 2 ผลการวิเคราะห์เพื่อตอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างทำการตรวจสอบความกลมกลืนของโมเดลองค์ประกอบเชิงยืนยัน พบว่าทุกตัวแปรผ่านเกณฑ์การทดสอบโดยพิจารณาจากค่า MI (Modification Indices) ซึ่งยอมให้ความคลาดเคลื่อนในการวัดมีความสัมพันธ์กันได้สรุปผลการวิเคราะห์เป็นรายตัวแปรดังนี้

ตารางที่ 3 แสดงค่าสถิติประเมินความกลมกลืนของโมเดลข้อมูลเชิงประจักษ์

ค่าดัชนีความสอดคล้อง	เกณฑ์ที่ใช้พิจารณา	ค่าสถิติที่ได้	
		จากการวิเคราะห์	ผลการทดสอบ
Chi-square (X^2)	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ	150.522	ผ่านเกณฑ์
Degree of freedom (df)		109	ผ่านเกณฑ์
Probability level	มากกว่า 0.05	0.219	ผ่านเกณฑ์
χ / df (CMIN/ DF)	น้อยกว่า 5	1.381	ผ่านเกณฑ์
Goodness of fit index (GFI)	ไม่น้อยกว่า 0.90	0.915	ผ่านเกณฑ์

Adjusted goodness of fit index (AGFI)	ไม่น้อยกว่า 0.90	0.902	ผ่านเกณฑ์
Root Mean Squared Error of Approximate Residual (RMSEA)	น้อยกว่า 0.05	0.048	ผ่านเกณฑ์

ที่มา: Hair et al. (2010 : 700-726)

จากตารางที่ 3 โมเดลตัวบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลององค์ประกอบอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จะทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังปรับโมเดล มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ มีค่า Chi – Square = 150.522, p-value = 0.219 > 0.05 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ CMIN/DF เท่ากับ = 1.381 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืน (GFI) เท่ากับ 0.915 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (AGFI) เท่ากับ 0.902 ค่าดัชนีวัดระดับความกลมกลืนเปรียบเทียบ (CFI) เท่ากับ 1.00 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความคลาดเคลื่อน (RMSEA) เท่ากับ 0.048 ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือมาตรฐาน (SRMR) เท่ากับ 0.010 ทั้งหมดผ่านเกณฑ์ทุกดัชนีนั้นแสดงให้เห็นว่าข้อมูลเชิงประจักษ์มีความสอดคล้องกับรูปแบบโมเดลตามสมมติฐานที่ผู้วิจัยสร้างขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ค่าดัชนีทั้ง 6 ตัว มีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งให้เห็นว่าตัวบ่งชี้องค์ประกอบเชิงยืนยันแบบจำลององค์ประกอบความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ตามเงื่อนไขในระดับการยอมรับทางสถิติ ประกอบด้วยตัวแปรมูลค่ากิจการ (VAL) ผลการดำเนินงาน (PERF) โอกาสในการเติบโต (GROW) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG) และโครงสร้างเงินทุน (CAPIT) รวมทั้งหมด 12 ตัวแปรสังเกตได้มีความสอดคล้องเป็นไปตามเกณฑ์การกำหนดค่าซึ่งแสดงว่าโมเดลในการวัดนี้มีความเที่ยงตรง (Validity) หรือ OK Fit Confirm สรุปผลทดสอบอิทธิพลได้ดังตารางที่ 4 และแผนภาพที่ 2

ตารางที่ 4 โมเดลสมการโครงสร้างของตัวแปรสังเกตได้กับตัวแปรแฝงภายในและตัวแปรแฝงภายนอก

ตัวแปรแฝง	ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนักองค์ประกอบ				R ²
		λ	SE.	t	p-value	
CAPIT --->	มูลค่ากิจการ (VAL)	0.707	0.02	34.964*	0.001	0.46
PERF --->	มูลค่ากิจการ (VAL)	0.609	0.058	7.788**	0.001	0.67

GROW	--->	มูลค่ากิจการ (VAL)	0.884	0.097	11.194* *	0.002	
TANG	--->	มูลค่ากิจการ (VAL)	- 0.359	0.208	-1.238	0.216	
TANG	--->	โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.621	0.298	4.696**	0.001	0.56
GROW	--->	โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	- 0.083	0.137	-0.868	0.386	
PERF	--->	โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.389	0.082	5.019**	0.001	
ROIC	--->	ผลการดำเนินงาน (PERF)	0.991	0.029	48.078* *	0.001	0.98
FCF	--->	ผลการดำเนินงาน (PERF)	0.942	0.004	11.206* *	0.001	0.89
PM	--->	ผลการดำเนินงาน (PERF)	0.982	0.03	45.412* *	0.001	0.97
GCAP	--->	โอกาสในการเติบโต (GROW)	0.984	0.003	10.172* *	0.001	0.97
GTR	--->	โอกาสในการเติบโต (GROW)	0.977	0.002	9.012* *	0.045	0.96
GTA	--->	โอกาสในการเติบโต (GROW)	0.893	0.02	35.190* *	0.001	0.80
MVA	--->	มูลค่ากิจการ (VAL)	0.928	0.019	38.748* *	0.001	0.86
MB	--->	มูลค่ากิจการ (VAL)	0.97	0.002	12.005* *	0.006	0.94
MTA	--->	มูลค่ากิจการ (VAL)	0.898	0.017	42.816* *	0.001	0.81
FA	--->	สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)	0.901	0.001	10.132* *	0.001	0.81

LTD	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.902	0.00 4	12.911* *	0.001	0.81
DE	---> โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)	0.986	0.03 7	38.664* *	0.001	0.97

มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ ** 0.01, *0.05

ตารางที่ 5 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
H1: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H1a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H1b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน
H1c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน	สนับสนุนสมมติฐาน
H2: ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน
H2c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	ปฏิเสธสมมติฐาน
H3: โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ	สนับสนุนสมมติฐาน

ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า

สมมติฐานการวิจัย H1 เป็นการทดสอบปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางมีค่าระหว่าง 0.389 ถึง 0.621 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 56

สมมติฐานการวิจัย H1a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.389 แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1a ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H1b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.083 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการเติบโตไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1b โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H1c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.621 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H1c สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานการวิจัย H2 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าระหว่าง 0.609 ถึง 0.884 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2 ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยปัจจัยเฉพาะของกิจการสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 67

สมมติฐานการวิจัย H2a: ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.609 แสดงให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2a ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H2b: โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.884 แสดงให้เห็นว่า โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2b โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

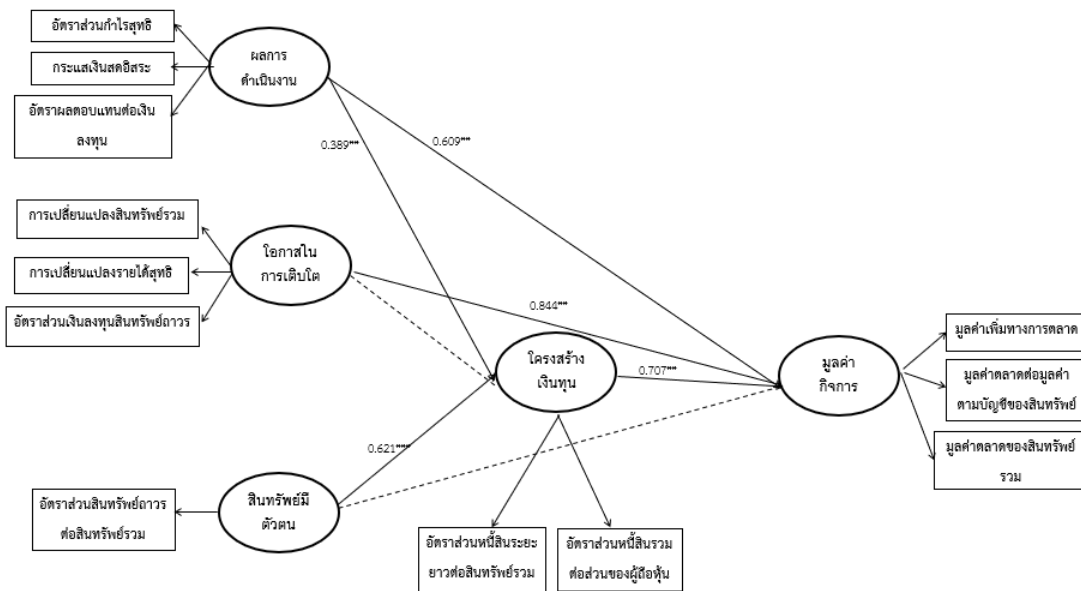
สมมติฐานการวิจัย H2c: สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง (Path Analysis) สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.359 แสดงให้เห็น

ว่า สินทรัพย์มีตัวตนไม่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H2c สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

สมมติฐานการวิจัย H3 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทาง(Path Analysis) โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าระหว่าง 0.707 แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า H3 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยโครงสร้างเงินทุนสามารถอธิบายความผันแปรร่วมกับมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 46 สามารถสรุปผลทดสอบอิทธิพลได้ดังแผนภาพที่ 2



GFI = 0.915, AGFI = 0.902, RMSEA = 0.048

แผนภาพที่ 2 โมเดลอิทธิพลของความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวมแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ

ความสัมพันธ์ของโมเดลเชิงโครงสร้าง สามารถพิจารณาได้จาก ค่าอิทธิพลโดยรวม คือ ค่าอิทธิพลของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตามนั้นๆ โดยพิจารณาทั้งอิทธิพลทางตรง และอิทธิพลทางอ้อม ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้าง สามารถนำเสนอรายละเอียดได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 6 เส้นทางอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัวแปรสังเกตได้ ตัวแปรสาเหตุ ภายใน และตัวแปรผล สมการโครงสร้าง

ตัวแปรเชิงสาเหตุ ภายใน	ตัวแปรผล (Consequences)					
	มูลค่ากิจการ (VAL)			โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE
CAPIT	0.707**	0.707**	-	-	-	-
TANG	0.014	-0.359	0.373**	0.621**	0.621**	-
GROW	0.976**	0.884**	-0.084	-0.083	-0.083	-
PERF	0.213**	0.609**	0.392**	0.389**	0.389**	-
R²	0.46			0.56		

หมายเหตุ : DE = อิทธิพลทางตรง, IE = อิทธิพลทางอ้อม, TE = อิทธิพลรวม, * นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้างที่มีอิทธิพลทางตรง ทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ สรุปได้ดังนี้

มูลค่ากิจการ พบว่า ตัวแปรแฝงที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน มีผลทางตรง และอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.707 ขณะที่ผลการดำเนินงาน มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งมีผลทางตรง ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.609 ผลทางอ้อม ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.392 และอิทธิพลรวม มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.213 และโอกาสในการเติบโต มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งมีผลทางตรง ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.884 และอิทธิพลรวม มีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.976 ตามลำดับ

โครงสร้างเงินทุน พบว่า ตัวแปรแฝงที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน และผลการดำเนินงาน มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีผลทางตรง และอิทธิพลรวม ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.621 และ 0.389 ตามลำดับ

ตารางที่ 7 เส้นทางอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม ของตัวแปรสังเกตได้ ตัวแปรสาเหตุ และตัวแปรผล สมการโครงสร้าง

ตัวแปรเชิงสาเหตุ ภายนอก	ตัวแปรผล (Consequences)					
	มูลค่ากิจการ (VAL)			โครงสร้างเงินทุน (CAPIT)		
	TE	DE	IE	TE	DE	IE
LTD	0.909**	-	0.909**	0.902**	0.902**	-
DE	0.993**	-	0.993**	0.986**	0.986**	-
FA	0.914**	-	0.914**	0.828**	-	0.828**
MTA	0.898**	0.898**	-	-	-	-
MB	0.970**	0.970**	-	-	-	-
MVA	0.928**	0.928**	-	-	-	-
GTA	0.893**	-	0.893**	-0.074	-	-0.074
GTR	0.977**	-	0.977**	-0.081	-	-0.081
GCAP	0.984**	-	0.984**	-0.082	-	-0.082
PM	0.982**	-	0.982**	0.382**	-	0.382**
FCF	0.943**	-	0.943**	0.367**	-	0.367**
ROIC	0.992**	-	0.992**	0.386**	-	0.386**

หมายเหตุ : DE = อิทธิพลทางตรง, IE = อิทธิพลทางอ้อม, TE = อิทธิพลรวม, * นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลเส้นทางของโมเดลสมการโครงสร้างที่มีอิทธิพลทางตรง ทางอ้อม และอิทธิพลรวมในแบบจำลองโครงสร้างเชิงสาเหตุ สรุปได้ดังนี้

มูลค่ากิจการ พบว่า ตัวแปรเชิงสังเกตภายนอกที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม มูลค่าเพิ่มทางการตลาด มีผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งมีผลทางตรง และอิทธิพลรวม ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.898, 0.970 และ 0.928 ตามลำดับ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร อัตราส่วนกำไรสุทธิ กระแสเงินสดอิสระ และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน มีผลทางอ้อม และอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางระหว่าง 0.893 ถึง 0.994

โครงสร้างเงินทุน พบว่า ตัวแปรเชิงสังเกตภายนอกที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลทางตรง และอิทธิพลรวมต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง เท่ากับ 0.902 และ 0.986 ตามลำดับ ในขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกำไรสุทธิ กระแสเงินสดอิสระ และอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน มีผลทางอ้อม และอิทธิพลรวมต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางระหว่าง 0.367 ถึง 0.828

อภิปรายผลการวิจัย

1. ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าระหว่าง 0.389 ถึง 0.667 แสดงให้เห็นว่าปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ หากผลการประกอบการของกิจการดี ก็จะส่งผลให้กิจการมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมาก แต่ถ้าหากผลการดำเนินงานของกิจการไม่ดี กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ifada et al., (2019 : 11-23) การศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนของประเทศอินโดนีเซีย ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงานมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินและเป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Chen (2015 : 458-464) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน นอกจากนี้การศึกษาศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศโรมาเนีย Serghiescu & Vaidean, (2014 : 1,447-1,457) และการศึกษาในประเทศจีน Kyissima et al., (2020 : 218-226) พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนเป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สิน อีกทั้งการศึกษาศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน Alipour et al., (2015 : 44-63) ซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในขณะเดียวกันก็มีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของ Martín & Saona, (2017 : 163-174) Gomez et al., (2016 : 341-354) ซึ่งพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือกิจการที่มีผลประกอบการที่ดี จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย

2. โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.083 กล่าวคือ กิจการที่มีโอกาสในการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจมาก กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินมากขึ้น แต่เนื่องจากข้อมูลโอกาสในการเติบโตเป็นช่วงที่ได้รับผลกระทบของสถานการณ์โควิด 19 มีการระบาดจึงทำให้โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kumar et al. (2017 : 213-228) ได้วิเคราะห์ Meta Analysis แล้วพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ตลอดจนผลการศึกษาของ

Gomez et al., (2016 : 341-354) Tongkong, (2012 : 716-725) Sakhayewakij & Chandrakolika, (2016 : 50-63) พบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการมีผลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ แต่ในงานวิจัยของ Alipour et al., (2015 : 44-63) ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเติบโตของกิจการ ที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ซึ่งเป็นการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่าน และในงานวิจัยชิ้นเดียวกันของ Alipouret al., (2015 : 44-63) ยังพบอีกว่าโอกาสในการเติบโตที่ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ ในขณะที่การศึกษาบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใน 19 ประเทศในกลุ่ม G20 ของ Fauver & McDonald, (2015 : 1-23) บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ของ Jiraporn et al., (2012 : 139-158) และธุรกิจกักตุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ของ Min & Jang, (2013 : 51-63) พบว่า โอกาสในการเจริญเติบโตของกิจการที่ใช้อัตราเงินลงทุนสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัด มีผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

3. สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.621 แสดงให้เห็นว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางตรงต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ หากกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมาก เช่น ที่ดิน อาคาร โรงงาน ก็มีโอกาสที่โครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีหนี้สินมาก แต่หากกิจการมีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินน้อย เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนสามารถนำไปเป็นหลักประกันในการค้าประกันการก่อหนี้ได้ จึงทำให้กิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากมีโอกาสที่จะก่อหนี้ได้มาก Maneerattanrungrroj & Donkhwa (2018 : 1-14) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kumar et al. (2017 : 213-228) ได้ทำการวิเคราะห์ Mets Analysis แล้วพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มีหนี้สินในกลุ่มประเทศแถบแอฟริกา อเมริกา ยุโรป และตะวันออกกลาง นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยและผลการศึกษาเชิงประจักษ์ การศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศชิลี (Martín & Saona, 2017 : 163-174) ประเทศนิวซีแลนด์ (Smith et al., 2015 : 1,135-1,169) ประเทศไนจีเรีย (Oino & Ukaegbu, 2015 : 1111-121) ประเทศไทย (Thippayana, 2014 : 1,074-1,077 ; Tongkong, 2012 : 719-724 ; Saengpao & Thongkong 2018: 101-107 ; Banchuenwichit 2014 : 16-26 ; Chamlongrat 2011 : 56-70) ประเทศบราซิล (Loncan & Caldeira, 2014 : 46-59) ประเทศมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014 : 123-127) ประเทศจีน (Chang et al., 2014 : 87-113 ; Chen, 2015 : 458-464 ; Chen & Jiang, 2014 : 1,024-1,039 ; Tian et al., 2015 : 22-39) บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในกลุ่มประเทศอาเซียน (ไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์และสิงคโปร์) (Sakhayewakij & Chandrakolika, 2016 : 50-63) ประเทศสหรัฐอเมริกา (Dang et al., 2014 : 117-128 ; Salama & Putnam, 2015 : 119-138) และกลุ่มประเทศ G20 (Fauver & McDonald, 2015 : 1-23) ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการ

4. ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าระหว่าง 0.609 ถึง 0.884 แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.609 โอกาสในการเติบโตมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ 0.884 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Atiyet, (2012 : 52-55) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าเพิ่มทางการตลาดของกิจการและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ha & Tai, (2017 : 24-30) ผลการศึกษาพบว่า ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) เป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ผลประกอบการของกิจการที่ใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิเป็นตัวชี้วัดกลับไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ

5. สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางลบต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าเท่ากับ -0.359 ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Saengpao & Thongkong (2018 : 101-107) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรเป็นตัวชี้วัดมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด แต่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fosu et al., (2016 : 140-150) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลแบบสุ่มและเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุดแต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่นอกจากนี้การศึกษาระดับปริญญาโทที่จัดทำขึ้นของประเทศไทยในจังหวัดบุรีรัมย์ (Salawu et al., 2012 : 175-181) ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการที่ใช้อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ เมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคอิทธิพลคงที่และเทคนิคกำลังสองน้อยที่สุด แต่กลับไม่พบอิทธิพลของสินทรัพย์ถาวรที่มีต่อมูลค่ากิจการเมื่อวิเคราะห์ด้วยเทคนิคโมเมนต์น้อยทั่วไป

6. โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์ทางเส้นทางมีค่าระหว่าง 0.707 แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rouf, (2015 : 28-31) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tangkitjaroenphon (2015 : 21-22) ซึ่งพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัด มีความสัมพันธ์เชิงลบ ต่อมูลค่ากิจการที่ใช้มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด นอกจากนี้ยังมีผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเวียดนาม (Ha & Tai, 2017 : 24-30) ประเทศบังกลาเทศ (Hasan et al., 2014 : 111-122) ประเทศสเปน (Sanchez-Ballesta & Garcia-Meca, 2011 : 404-412) ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์

รวมเป็นตัวชี้วัด และการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย (Salim & Yadav, 2012 : 389-416) ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินของกิจการไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัยในครั้งนี้

ผู้จัดการฝ่ายการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการวิจัยครั้งนี้ ไปใช้ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ได้ดังนี้

1. ระดับหนี้สิน เพื่อให้กิจการมีความคล่องตัวและมีความได้เปรียบทางการแข่งขันตลอดจนไม่ทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินที่มากเกินไปหรือสูงกว่าคู่แข่ง ผู้จัดการทางการเงินจึงควรบริหารกิจการให้มีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากผู้ถือหุ้น และจัดการระดับหนี้สินของกิจการให้มีความใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ตลอดจนใช้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว โดยกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสามารถมีระดับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวสูงกว่ากิจการจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

2. การกำหนดโครงสร้างเงินทุน ต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

2.1 ผลการดำเนินงาน กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่สูง แสดงว่ากิจการมีศักยภาพในการดำเนินงาน มีผลกำไรจากการประกอบธุรกิจ กิจการจึงมีความจำเป็นในการก่อหนี้ที่น้อยเนื่องจากกิจการมีกำไรจากการดำเนินงาน ในขณะที่กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ต่ำ ผลการประกอบการขาดทุน กิจการมีแนวโน้มในการก่อหนี้ที่สูง เนื่องจากต้องนำเงินมาใช้ในการหมุนเวียน สร้างสภาพคล่องในการดำเนินงานของกิจการ

2.2 สินทรัพย์ที่มีตัวตน กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูง กิจการจะสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ ดังนั้น กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงจึงมีโอกาสดำเนินการก่อหนี้ได้มาก แต่กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนน้อยควรเลือกระดมทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

3. การเพิ่มมูลค่ากิจการ ต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

3.1 ผลการดำเนินงาน กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่สูงจะมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ดังนั้นเพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่ากิจการให้มีผลตอบแทนที่สูงขึ้น กิจการควรหาแนวทางในการเพิ่มยอดขายเพิ่มรายรับของกิจการ ตลอดจนเข้มงวดควบคุมค่าใช้จ่ายของกิจการ

3.2 โอกาสในการเติบโต กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีมูลค่าของกิจการที่สูงขึ้น ดังนั้นในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ กิจการควรหาแนวทางในการลงทุน ทั้งสินทรัพย์หมุนเวียน สินทรัพย์ถาวร ตลอดจนสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน เพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและเพิ่มเพิ่มยอดขายให้กับกิจการ โดยโอกาสในการเติบโตที่วัดจากค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด

3.3 โครงสร้างเงินทุน กิจกรรมการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน เนื่องจากการที่กิจการมีหนี้สินจะช่วยประหยัดภาษีได้จากดอกเบี้ยเงินกู้ตลอดจนเป็นการลดต้นทุนตัวแทน การมีหนี้สินจึงช่วยให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นโดยตรง โดยหนี้สินระยะสั้นจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้กิจการได้มากกว่าหนี้สินระยะยาว อย่างไรก็ตามกิจการควรมีโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่มาจากผู้ถือหุ้น เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินที่สูงเกินไปทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น ซึ่งอาจจะมีผลให้มูลค่ากิจการลดลงได้ โดยโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการสูงที่สุด

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

จากการศึกษาวิจัยครั้งนี้ยังพบว่ามีปัญหาบางประการ ดังนั้น เพื่อความสมบูรณ์ต่อยอดพัฒนาทางวิชาการในการศึกษาวิจัยครั้งต่อไปจึงควรศึกษาวิจัยในมิติดังต่อไปนี้

1. เพื่อให้สามารถอธิบายมูลค่ากิจการให้ดียิ่งขึ้นในอนาคตอาจเพิ่มข้อมูลเชิงคุณภาพเข้าไป เป็นการวิจัยแบบผสมผสาน (Mixed Methods Research) โดยสอบถามผู้มีส่วนเกี่ยวข้องเชิงลึก เช่น นักลงทุน หรือผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ควรพิจารณาปัจจัยภายนอก เช่น แนวคิดของนักลงทุนที่มีผลต่อโครงการหรือนโยบายของรัฐบาล แนวคิดของผู้บริหารที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการได้

เอกสารอ้างอิง

- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57 (1), 53-83.
- Atiyet, B. A. (2012). The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4 (1), 44-63.
- Banchuenwichit, W. (2014). Factors determining capital structure of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Business , Economics and Communication*, 9 (2), 18-26.
- Chamlongrat, W. (2011). Capital structure model of real estate business in Thailand. *Journal of Management and Information Science*, 6 (2), 56-70.
- Chang, C., Chen, X., & Liao, G. (2014). What are the reliably important determinants of capital structure in china? *Pacific-Basin Finance Journal*, 30 (3), 87-113.
- Chen, J. (2015). An Empirical Research: The Determining Factors of Capital Structure of Strategic Emerging Industry, Based on Data of Listed Enterprises in China. *Modern Economy*, 6 (4), 458-464.
- Chen, J., & Jiang, C. (2014). What determine firms' capital structure in China? *Managerial Finance*, 40 (10), 1024-1039.
- Chupol, J. (2019) . *Factors affecting the corporate value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, SET100 group*. (Master of Business Administration). Rajamangala University of Technology Thanyaburi.

- Dang, V., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 33 (3), 226-242.
- Ebrahim, M. S., Girma, S., Shah, M. E., & Williams, J. (2014). Dynamic capital structure and political patronage : the case of Malaysia. *International Review of Financial Analysis*, 31 (1), 117-128.
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34 (3), 1-23.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information Asymmetry, Leverage and Firm Value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46 (1), 140-150.
- Gómez, G., Rivas, A. M., & Bolaños, E. R. L. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 27 (3), 341-354.
- Ha, N. M., & Tai, L. M. (2017). Impact of Capital Structure and Cash Holdings on Firm Value: Case of Firms Listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7 (1), 24-30.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis*. New Jersey: Pearson.
- Hasan, B., Ahsan, A. M., Rahaman, A., & Alam, N. (2014). Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*. 9 (5), 111-122.
- Ifada, L. M., Faisal, F., Ghozali, I., & Udin, U. (2 0 1 9) . Company attributes and firm value: Evidence from companies listed on Jakarta Islamic index. *Espacios*, 40 (37), 11-23.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2012). Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of financial services research : JFSR*, 42 (3), 139-158.
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
- Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Kosselle, T. P. Y., & Abeid, A. R. (2020). Analysis of capital structure stability of listed firms in China. *China Finance Review International*, 10 (2), 213-228.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & FinançasUSP*, 25 (64), 46-59.
- Martín, P. S., & Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance*, 40 (3), 163-174.
- Min, P. K., & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: a holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33 (1), 51-63.
- Maneerattanrungraj, C., & Donkhwa, K. (2018). Causes and Effects of Financial Structure. *WMS Journal of Management*, 7 (3), 1-14.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of finance*, 39 (3), 574-592.
- Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 35 (1), 111-121.

- Philippatos, G. C. (1973). *Financial management: Theory and techniques*. New York: McGraw-Hill Book Co.
- Porterfield, J. T. S. (1965). *Investment Decisions and Capital Costs*. New Jersey: Prentice-Hall.
- 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.
- Sakhayewakij, W., & Chandrakolika, K. (2016). Factors Determining the Appropriate Capital Structure of Listed Companies in the ASEAN Market. *Journal of the Federation of Accounting Professions*, 12 (33), 50-63.
- Salama, F. M., & Putnam, K. (2015). Accounting conservatism, capital structure, and global diversification. *Pacific Accounting Review*, 27 (1), 119-138.
- Salawu, R. O., Asaolu, T. O., & Yinusa, D. O. (2012). Financial policy and corporate performance : an empirical analysis of Nigerian listed companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (4), 175-181.
- 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.
- Saengpao, J., & Thongkong, S. (2018). Factors that followed when to surrender in MAI, *Pathum Thani University Academic Teaching*, 10 (1), 101-107.
- Serghiescu, L., & Vaidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm: an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15 (1), 1447-1457.
- Smith, D. J., Chen, J., Anderson, H. D., & Cahan, S. (2015). The influence of firm financial position and industry characteristics on capital structure adjustment. *Accounting and Finance*, 55 (4), 1135-1169.
- 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.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of Capital Structure in Thailand. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 143 (1), 1074 – 1077.
- Tian, L., Han, L., & Zhang, S. (2015). Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms. *China & World Economy*, 23 (2), 22-39.
- Tongkong, S. (2012). Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40 (1) 716-725.
- Tudose, M. B. (2012). Corporate finance theories. challenges and trajectories. *Management & Marketing*, 7 (2), 277-294.