ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

Factors Influencing Capital Structure and Firm Value of Companies Listed in the Stock Exchange of Thailand: Evidence from the SET100 Index

เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ[1] และสุกัญยา กิตติคุณงาม[2,*]

Penjan Saengarvut[1] and Sukanya Kittikhunngam[2,*]

Received : September 29, 2025 Revised : December 23, 2025 Accepted : December 24, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ตั้งแต่ปี 2563 - 2567 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 เป็นบริษัทที่มีดัชนีราคาหุ้นที่มีมูลค่าราคาตามตลาดสูงสุด 100 อันดับแรก และการซื้อขายที่มีสภาพคล่องอย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้จะมีการพิจารณาเลือกทุก ๆ 6 เดือน รวมทั้งสิ้น 445 รายปีรายบริษัท (Firm-year) การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (SEM) ด้วยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) ซึ่งใช้หลักการประมาณค่าด้วยความเป็นไปได้สูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ผลการศึกษาพบว่า ผลการดำเนินงาน มีอิทธิต่อโครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการผ่านโครงสร้างเงินทุน สินทรัพย์ที่มีตัวตน มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน และสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการผ่านโครงสร้างเงินทุน และโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าของกิจการ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การก่อหนี้จากแหล่งภายนอกที่เพิ่มขึ้นมีแนวโน้มเพิ่มต้นทุนเงินทุนและส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ขณะที่โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ

[1,2] อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ

[1,2] Lecturer in Department of Accounting, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Krungthep

* Corresponding author e-mail: sukanya.k@mail.rmutk.ac.th

Abstract

This study aims to examine the factors influencing capital structure and firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET), specifically those included in the SET100 index, during the period from 2020 to 2024. The SET100 companies represent the top 100 listed firms with the highest market capitalization and consistently high trading liquidity, with the index constituents reviewed and adjusted every six months. The sample consists of 445 firm-year observations. Data were analyzed using Structural Equation Modeling (SEM) with path analysis, employing the Maximum Likelihood (ML) estimation method. The results reveal that firm performance significantly influences capital structure and indirectly affects firm value through capital structure. Tangible assets are also found to have a significant effect on capital structure and an indirect influence on firm value via capital structure. In addition, capital structure has a significant impact on firm value. The findings further indicate that an increase in external debt financing tends to raise the cost of capital and affect firm value, while capital structure measured by the interest coverage ratio has a significant influence on firm value.

Keywords: Firm Performance, Capital structure, Firm value

1. บทนำ

ในยุคเศรษฐกิจโลกาภิวัตน์ที่ธุรกิจต้องเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงและความผันผวนทางเศรษฐกิจ ปัจจัยภายในของกิจการได้กลายเป็นหัวใจสำคัญในการสร้างความมั่นคงและเพิ่มมูลค่ากิจการให้แก่ผู้ถือหุ้น ปัจจัยภายในที่นักวิชาการและผู้บริหารให้ความสนใจเป็นพิเศษ ได้แก่ ผลการดำเนินงาน และโครงสร้างของสินทรัพย์ที่มีตัวตน ซึ่งเป็นตัวสะท้อนถึงศักยภาพในการสร้างผลตอบแทน ความมั่นคงในการดำเนินงาน และความสามารถในการระดมทุน ผลการดำเนินงานทางการเงินถือเป็นตัวแปรสำคัญที่แสดงถึงความสามารถของกิจการในการบริหารจัดการทรัพยากรเพื่อสร้างกำไรและกระแสเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพ กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีได้รับความเชื่อมั่นจากผู้ลงทุนและสถาบันการเงิน ทำให้มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง และมีความสามารถในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนได้อย่างยืดหยุ่น ขณะเดียวกัน กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในสัดส่วนสูง เช่น อาคาร โรงงาน เครื่องจักร อุปกรณ์ และที่ดิน สามารถใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันในการกู้ยืม ซึ่งช่วยเพิ่มศักยภาพในการระดมทุนผ่านหนี้สินซึ่งจากทฤษฎี Trade-off ที่ระบุว่ากิจการจะพิจารณาการใช้หนี้เพื่อสร้างประโยชน์จากภาษีและดอกเบี้ย ในขณะที่ต้องควบคุมความเสี่ยงจากภาระหนี้สิน และทฤษฎี Pecking Order ซึ่งชี้ว่ากิจการที่มีผลการดำเนินงานดี และมีกระแสเงินสดสูงมักจะเลือกใช้เงินทุนภายในก่อนการกู้ยืมภายนอก ทำให้โครงสร้างเงินทุนมีสัดส่วนหนี้สินต่ำ การที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี และมีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณที่เหมาะสมไม่เพียงช่วยให้กิจการมีความมั่นคงทางการเงิน แต่ยังสร้างความมั่นใจให้ผู้ลงทุนและเจ้าหนี้ ซึ่งจะสะท้อนออกมาในราคาหุ้นและมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ในขณะเดียวกัน (Shyam-Sunder and Myers, 1999) โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital: WACC) ซึ่งมีส่วนโดยตรงในการเพิ่มมูลค่ากิจการ ความเชื่อมโยงนี้จึงเกิดขึ้นจาก ผลการดำเนินงานและสินทรัพย์ที่มีตัวตน ซึ่งมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนซึ่งจะช่วยส่งเสริมให้กิจการมีมูลค่าที่สูงขึ้นในระยะยาว ดังนั้นการทำความเข้าใจกลไกและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเหล่านี้จึงเป็นสิ่งจำเป็น ทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงปฏิบัติ

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่อธิบายว่าการใช้หนี้สินอย่างเหมาะสมสามารถช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการได้ผ่านกลไกของภาษีดอกเบี้ย และการบริหารต้นทุนการเงินอย่างมีประสิทธภาพ (ชุรีพร เมืองจันทร์ และ เพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ, 2568) ซึ่งมูลค่ากิจการเป็นแนวคิดสำคัญทางการเงินที่สะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนและความมั่งคั่งในระยะยาวให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยมูลค่ากิจการไม่เพียงแสดงถึงผลการดำเนินงานในปัจจุบันเท่านั้น หากยังสะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อศักยภาพและทิศทางการเติบโตของกิจการในอนาคต ด้วยเหตุนี้ การเพิ่มมูลค่ากิจการจึงเป็นเป้าหมายหลักของการบริหารการเงินองค์กร และเป็นตัวชี้วัดความสำเร็จที่สำคัญของการดำเนินธุรกิจในระบบเศรษฐกิจตลาดทุน การสร้างมูลค่ากิจการมีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุน ซึ่งหมายถึงการกำหนดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่กิจการนำมาใช้ในการดำเนินงานและการลงทุน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถช่วยลดต้นทุนเงินทุน เพิ่มประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากร และเสริมสร้างความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของกิจการ ในทางตรงกันข้าม การพึ่งพาแหล่งเงินทุนใดแหล่งหนึ่งมากเกินไปอาจเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินและส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว ดังนั้น การทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการจึงมีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากช่วยอธิบายกลไกของการตัดสินใจทางการเงินที่ส่งผลต่อการสร้างมูลค่าให้แก่กิจการ และเป็นฐานความรู้สำคัญสำหรับการกำหนดนโยบายทางการเงินที่เหมาะสมในบริบทของบริษัทจดทะเบียนที่ต้องเผชิญกับการแข่งขันและความผันผวนของตลาดทุนอย่างต่อเนื่อง

ทฤษฎีแรกที่ทำให้เกิดการอธิบายโครงสร้างเงินทุน คือ ทฤษฎีของ Modigliani and Miller (1958) เสนอว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าบริษัทในตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ต่อมาในปี 1963 Modigliani and Miller ได้นำปัจจัยภาษีเงินได้มาพิจารณาด้วย จึงเป็นที่มาของทฤษฎีทางเลือก (Trade Off Theory) คือโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดของบริษัทจะต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย โครงสร้างเงินทุนจะสามารถทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากการประหยัดภาษี ซึ่งจากทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนไว้ คือ กรณีไม่มีภาษีเงินได้เป็นการเพิ่มหนี้สินเข้าไปโครงสร้างเงินทุนจะสามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการ และกรณีมีภาษีเงินได้ เมื่อมีหนี้สินจะถูกเพิ่มเข้าไปโครงสร้างเงินทุนทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น และต้นทุนของเงินทุนลดลง การเปลี่ยนแปลงก็มาจากดอกเบี้ยเงินกู้ที่สามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายเมื่อคำนวณภาษี การวัดมูลค่ากิจการจากงานวิจัยส่วนใหญ่จะวัดจากมูลค่ากิจการโดยแนวคิด Tobin's Q (Chung and Pruitt, 1994) จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการที่ผ่านมาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพล ที่กล่าวมาข้างต้นกับผลการวิจัยในอดีตที่ขัดแย้งกัน งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ เพื่อศึกษาสินทรัพย์มีตัวตนที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ และศึกษาผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุน และสินทรัพย์ที่มีตัวตนที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุน โดยการศึกษาในอดีตศึกษาในตลาดหลักทรัพย์และอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง และใช้อัตราโครงสร้างเงินทุนที่ไม่หลากหลาย นอกจากนี้งานวิจัยในประเทศไทยศึกษาโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการ และผลดำเนินงาน สินทรัพย์ที่มีตัวตนของกิจการยังมีจำนวนไม่มาก เมื่อเทียบกับงานวิจัยในต่างประเทศ แม้ว่างานวิจัยก่อนหน้าได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ รวมถึงบทบาทของสินทรัพย์ถาวรและผลการดำเนินงานของกิจการอย่างต่อเนื่อง แต่ยังขาดการบูรณาการตัวแปรสินทรัพย์มีตัวตนและผลการดำเนินงานผ่านโครงสร้างเงินทุนในฐานะกลไกเชื่อมโยงที่อธิบายมูลค่ากิจการอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 งานวิจัยนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าวเพื่อขยายองค์ความรู้ด้านโครงสร้างเงินทุนในตลาดทุนไทย ซึ่งในงานวิจัยครั้งนี้จะลดช่องว่างของงานวิจัยโดยศึกษาข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 เป็นบริษัทที่มีดัชนีราคาหุ้นที่มี

มูลค่าราคาตามตลาดสูงสุด 100 อันดับแรกและการซื้อขายที่มีสภาพคล่องอย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้จะมีการพิจารณาเลือกทุก ๆ 6 เดือน ผลการศึกษาครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ให้กับผู้ใช้งบการเงินและนักลงทุนในการเลือกลงทุนให้ได้รับผลตอบแทนตามต้องการ อีกทั้งผู้บริหารสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการในระยะยาว

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมุติฐานของการวิจัย

ประหยัดภาษี (Tax Shield) ซึ่งเกิดจากการนำดอกเบี้ยเงินกู้มาหักลดหย่อนภาษีได้ ทำให้ต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ลดลง กิจการจะต้องพิจารณาประโยชน์จากภาษีที่ได้จากการก่อหนี้เทียบกับต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและความเสี่ยงจากการล้มละลายที่เพิ่มขึ้นเมื่อใช้หนี้สินมากขึ้น เพื่อหาสัดส่วนหนี้สินและทุนที่เหมาะสมที่สุดซึ่งช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ ต้นทุนของการมีตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งเกิดจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ในกรณีความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ผู้บริหารซึ่งได้รับผลตอบแทนเป็นเงินเดือน อาจไม่มุ่งเน้นการตัดสินใจที่สร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น การก่อหนี้สินช่วยควบคุมพฤติกรรมผู้บริหารได้บางส่วน เนื่องจากภาระการจ่ายดอกเบี้ยทำให้ต้องใช้เงินสดลดลง ลดโอกาสที่ผู้บริหารจะใช้จ่ายในโครงการหรือสิ่งที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด และความเสี่ยงจากการล้มละลายจะกระตุ้นให้ผู้บริหารตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเหมาะสม เพื่อรักษาชื่อเสียงและตำแหน่งงาน และในกรณีความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ บริษัทที่มีหนี้สินสูงอาจมีแรงจูงใจในการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะหากโครงการประสบความสำเร็จ ผู้ถือหุ้นจะได้ผลตอบแทนเพิ่ม แต่หากขาดทุน เจ้าหนี้จะต้องรับความเสี่ยงร่วมด้วย การจัดทำสัญญาเงินกู้จึงมักกำหนดข้อจำกัดต่าง ๆ เพื่อจำกัดการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเกินควร อย่างไรก็ตาม บริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมักเลือกใช้เงินทุนจากกำไรสะสม (แหล่งทุนภายใน) มากกว่าเงินทุนจากภายนอกเพื่อลดข้อจำกัดเหล่านี้ (Meckling & Jensen, 1976)

ทฤษฎี Pecking Order (Myers & Majluf, 1984) เสนอกรอบแนวคิดในการอธิบายพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนของกิจการที่แตกต่างจากทฤษฎี Trade-off โดยให้ความสำคัญกับปัญหาข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก ทฤษฎีดังกล่าวชี้ให้เห็นว่ากิจการไม่ได้มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตายตัว แต่จะตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนตามลำดับความเหมาะสมของต้นทุนและผลกระทบจากข้อมูลที่ไม่สมมาตร โดยกิจการมีแนวโน้มเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to Asset Ratio) เป็นตัวชี้วัดโครงสร้างเงินทุนที่สะท้อนระดับการพึ่งพาเงินทุนจากหนี้สินในการจัดหาเงินทุนสำหรับสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ ตัวชี้วัดดังกล่าวมีบทบาทสำคัญในการอธิบายความเสี่ยงทางการเงินและความสามารถในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น ประเด็นนี้ได้รับการอธิบายภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนหลายแนวคิด โดยทฤษฎี Modigliani and Miller ภายใต้เงื่อนไขที่มีภาษีชี้ให้เห็นว่าการใช้หนี้สินก่อให้เกิดประโยชน์จากภาษีของดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ ขณะที่ทฤษฎี Trade-off เสนอว่ากิจการจะเลือกใช้หนี้สินในระดับที่เหมาะสมโดยสร้างสมดุลระหว่างประโยชน์จากภาษีและต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับมูลค่ากิจการมีลักษณะไม่เป็นเชิงเส้น ในทางกลับกัน ทฤษฎี Pecking Order อธิบายว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สะท้อนข้อจำกัดด้านแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าการมุ่งเพิ่มมูลค่ากิจการโดยตรง ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวอาจไม่ชัดเจนหรือแตกต่างกันไปตามบริบทของกิจการ ขณะเดียวกัน ทฤษฎี Agency and Signaling ชี้ให้เห็นว่าการใช้หนี้สินสามารถเป็นทั้งกลไกในการลดปัญหาตัวแทนและเป็นสัญญาณเชิงบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน อย่างไรก็ตามหากระดับหนี้สินสูงเกินไป อาจเพิ่มความขัดแย้งกับเจ้าหนี้และความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับมูลค่ากิจการจึงมีความซับซ้อน และขึ้นอยู่กับบริบททางเศรษฐกิจและลักษณะเฉพาะของกิจการ

โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ซึ่งการศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศได้มีการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่มีความเหมาะสมกับกิจการ เพื่อให้สามารถเพิ่มผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ โดยการอ้างอิงทฤษฎี Jaros and Bartosova (2015) ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน 2 แนวทาง คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้และมีภาษีเงินได้ จากการดำเนินการกิจการเพื่อให้สามารถอธิบายปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งการไม่มีภาระภาษีเรียกว่า แนวคิด MM2 โดยระบุว่าดอกเบี้ยจ่ายถือเป็นค่าใช้จ่ายและนำมาหักภาษีได้ แต่เงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นไม่อาจถือเป็นค่าใช้จ่ายที่สามารถนำมาหักภาษีได้ ทำให้บริษัทกลับมาเพิ่มสัดส่วนการใช้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น เพราะประโยชน์ทางภาษีจะช่วยให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของบริษัทลดต่ำลงและมีมูลค่าบริษัทสูงขึ้น แต่การที่บริษัทมีหนี้สินสูงจนเกินไปย่อมเสี่ยงต่อการที่ไม่สามารถจ่ายชำระหนี้สินทั้งดอกเบี้ยและเงินต้นได้ ในขณะที่เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นจึงก่อให้เกิดต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและต้นทุนการล้มละลายเพิ่มขึ้น มูลค่าบริษัทลดต่ำลง

โครงสร้างเงินทุน หมายถึง แหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการที่นำมาใช้ในการดำเนินงาน และการลงทุนโดยมีแหล่งที่มาจากหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของ โดยที่กิจการสามารถจัดหาเงินทุนดังกล่าวมาจากแหล่งภายใน และแหล่งภายนอก ซึ่งโครงสร้างเงินทุนเป็นความสัมพันธ์ของจำนวนหนี้สินและส่วนของเจ้าของเป็นแหล่งเงินทุนที่กิจการใช้ในการลงทุนและการดำเนินงาน โครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรหนึ่งที่มีความสำคัญในการกำหนดมูลค่าของกิจการ การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนหรือการจัดหาเงินทุน จึงเป็นปัจจัยหลักที่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการบริหารงาน สัดส่วนในการจัดหาเงินทุนมีผลต่อการอยู่รอดและการเติบโตของกิจการในระยะยาว ความผิดพลาดในการจัดโครงสร้างเงินทุนอาจก่อให้เกิดผลกระทบต่อกิจการอย่างคาดไม่ถึง (Jaros & Bartosova, 2015) ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างผลประโยชน์จากการกำกับดูแลกิจการที่มีหนี้สินหรือผลประโยชน์จากการลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากการตัดสินใจของผู้บริหารที่มุ่งผลประโยชน์ส่วนตัวเป็นหลัก และความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้นเนื่องมาจากการมีหนี้สิน คือ โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินช่วยให้กิจการมีมูลค่าที่สูงขึ้นได้ (Meesawat, 2023) ผลการดำเนินงานของบริษัทมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สิน (Kyissima et al., 2020) เนื่องจากกิจการที่มีกำไรสูงจะมีกระแสเงินสดอิสระมาก การมีหนี้สินจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง ดังนั้น ผลการดำเนินงานจึงมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

ผลการดำเนินงานของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ เนื่องจากกิจการที่มีความสามารถในการสร้างกำไรและกระแสเงินสดที่มั่นคงย่อมมีศักยภาพในการกู้ยืมสูงและมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ ส่งผลให้สามารถกำหนดสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างเหมาะสม ขณะเดียวกันผลการดำเนินงานที่ดีสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งมีผลโดยตรงต่อการประเมินมูลค่ากิจการในตลาดทุน งานวิจัยของ เนติ ภูมิอักษร และจิรพงษ์ จันทร์งาม (2568) ศึกษาอิทธิพลของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทในกลุ่มอุปโภคบริโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ทั้งอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับการศึกษาของ วริยา สุวภิญโญภาส และดารณี เอื้อชนะจิต (2566) ซึ่งพบว่าอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรมีผลต่อมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET50 โดยอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ส่งผลเชิงบวกต่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ขณะที่อัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินบางรายการ โดยเฉพาะอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลกระทบต่อมูลค่าทางการตลาดในทิศทางที่แตกต่างกัน ซึ่งจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสะท้อนให้เห็นว่า ผลการดำเนินงานของกิจการมีบทบาท

สำคัญต่อทั้งการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนและการสร้างมูลค่ากิจการ ซึ่งสนับสนุนแนวคิดว่าประสิทธิภาพในการดำเนินงานเป็นกลไกสำคัญที่เชื่อมโยงการบริหารจัดการทางการเงินกับการประเมินมูลค่ากิจการในตลาดทุน

ผู้วิจัยจึงได้กำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H1: **ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

ผลการดำเนินงานของกิจการสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารจัดการทรัพยากร และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งถือเป็นปัจจัยพื้นฐานที่มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่ากิจการในตลาดทุน กิจการที่มีผลการดำเนินงานที่ดีสามารถสร้างกระแสเงินสดและผลกำไรได้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นของนักลงทุนและสะท้อนออกมาในรูปของมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ในขณะที่กิจการที่มีผลการดำเนินงานต่ำอาจถูกประเมินมูลค่าในระดับที่ต่ำกว่าศักยภาพที่แท้จริง งานวิจัยที่เกี่ยวข้องส่วนใหญ่สนับสนุนว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะเมื่อผลการดำเนินงานถูกวัดผ่านตัวชี้วัดทางการเงิน เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการที่วัดด้วยตัวชี้วัดเชิงตลาด เช่น Tobin's Q ได้อย่างมีนัยสำคัญ ความสัมพันธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าประสิทธิภาพในการดำเนินงานเป็นกลไกสำคัญที่เชื่อมโยงผลลัพธ์ภายในองค์กรกับการรับรู้คุณค่าในมุมมองของนักลงทุน แนวคิดดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ ชุรีพร เมืองจันทร์ และเพ็ญจันทร์ แสงอาวุธ (2568) ซึ่งพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อีกทั้งมูลค่ากิจการยังส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน และทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่านความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของกิจการ ผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถสร้างมูลค่ากิจการ และนำไปสู่การยกระดับผลการดำเนินงานของกิจการในระยะยาว สอดคล้องกับแนวคิดทางการเงินองค์กรอย่างชัดเจน

H2: **ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ โดยการจัดสรรสัดส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสมสามารถสร้างประโยชน์ด้านภาษีจากดอกเบี้ย (Tax Shield) และส่งสัญญาณถึงความน่าเชื่อถือทางการเงินของกิจการ อันจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของความเชื่อมั่นจากนักลงทุน และสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในตลาดทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ อัศวเทพ อากาศวิภาต และคณะ (2566) โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ จากผลการวิจัยนี้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่านที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ตลอดจนผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์ในการจัดการโครงสร้างเงินทุนและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ

H3: **โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ สินทรัพย์ที่มีตัวตนถือเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนความสามารถในการก่อหนี้และการจัดหาเงินทุน เนื่องจากสามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันได้โดยตรง ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความมั่นคงมากขึ้น และด้วยคุณลักษณะดังกล่าวยังช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของ ผู้ลงทุนและเจ้าหนี้ ซึ่งท้ายที่สุดก่อให้เกิดผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ จากงานวิจัยของ วรัมพร ธเนศอนุกูล และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร (2563) ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ

ไทย กลุ่ม SET100 พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคต ซึ่งวัดผ่านกำไร(ขาดทุน)สุทธิตลอดทั้ง 3 ปี ในขณะที่ค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่สามารถบันทึกบัญชีในส่วนของทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตเพียง 1 ปี ภายหลังจากปีที่มีการนำเสนอข้อมูลเท่านั้น โดยค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรในอนาคตปีที่ 1 ส่วนสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่สามารถบันทึกบัญชีในส่วนของทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับกำไรในอนาคตปีที่ 1 และสอดคล้องกับงานวิจัยของ กวินนาท เรืองแสง และ ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล (2568) ศึกษาการบริหารความเสี่ยงและการลงทุนในสินทรัพย์ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าหลักทรัพย์ตามบัญชี อัตราส่วนการหมุนเวียนของลูกหนี้ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด นักลงทุนสามารถนำบทวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ไปใช้ประกอบการพิจารณาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์และเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ให้แก่พอร์ตการลงทุนของตัวเองและสร้างความมั่งคั่งในระยะยาวได้

H4: **สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

H5: **สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงานของกิจการถือเป็นปัจจัยพื้นฐานที่กำหนดศักยภาพในการจัดหาเงินทุนและความมั่นคงทางการเงิน กิจการที่มีผลการดำเนินงานในระดับสูงย่อมสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำ และนำไปสู่การกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและเจ้าหนี้ ซึ่งท้ายที่สุดย่อมสะท้อนออกมาในรูปของมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น งานวิจัยหลายชิ้น (Meckling and Jensen, 1976) ต่างสนับสนุนแนวคิดดังกล่าว โดยชี้ว่าผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านโครงสร้างเงินทุนที่ทำหน้าที่เป็นตัวแปรส่งผ่าน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ กัลยา ตันมณี และคณะ (2567) ศึกษาปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

H6: **ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

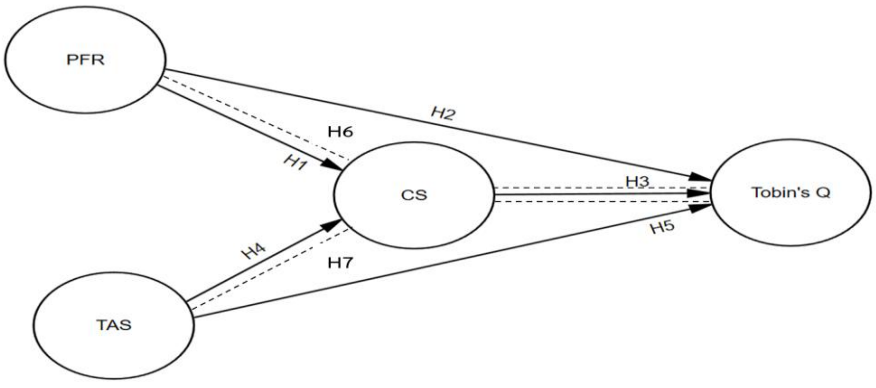
สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุน สินทรัพย์ที่มีตัวตนถือเป็นปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญต่อมูลค่ากิจการ โดยทำหน้าที่สนับสนุนความสามารถของกิจการในการเข้าถึงเงินทุนภายนอก ซึ่ง เกิดจากการที่สินทรัพย์เหล่านี้สามารถใช้เป็นหลักประกันแก่เจ้าหนี้ได้โดยตรง ช่วยให้กิจการจัดสรรโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสม ลดต้นทุนเงินทุน และเพิ่มความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน ซึ่งท้ายที่สุดสะท้อนออกมาเป็นการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการ และสินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่เพียงแต่สะท้อนถึงความแข็งแกร่งของกิจการ แต่ยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทสามารถจัดหาเงินทุนจากภายนอกได้ง่ายขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้และนักลงทุนมีความเชื่อมั่นสูงขึ้น ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีเสถียรภาพ และท้ายที่สุดนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการในตลาดทุน การตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและสอดคล้องกับความต้องการใช้เงินของธุรกิจ เป็นประเด็นที่ผู้บริหารต้องพิจารณาอย่างรอบคอบ โดยคำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนที่เกิดขึ้น ระดับความเสี่ยงของธุรกิจ รวมทั้งการสร้างประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (ปัณณภัสร์ ปัญญากาศ และ กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินิทธิ์, 2564) ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนถือเป็นองค์ประกอบที่มี

ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ ไม่เพียงแต่ผู้บริหารเท่านั้น หากแต่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนต่างให้ความสนใจในประเด็นนี้มาตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่าของบริษัท (ภัทรมน สุคนธปฏิภาค, 2566) การตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนจึงนับเป็นความท้าทายที่สำคัญสำหรับบริษัท เพราะเกี่ยวข้องกับการพิจารณาสัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น อันเป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่จำเป็นต้องเปิดเผยต่อสาธารณชน ทั้งนี้หากการตัดสินใจทางการเงินดังกล่าวผิดพลาด อาจส่งผลกระทบเชิงลบและขัดขวางการสร้างความมั่งคั่งของกิจการได้ (Modugu & Anyaduba, 2013)

H7: **สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม** SET100

กรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดในการวิจัยที่มีตัวแปรผลการดำเนินงาน (PFR) สินทรัพย์มีตัวตน (TAS) โครงสร้างเงินทุน (CS) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ดังแสดงตามรูปภาพประกอบ 1



รูปภาพประกอบ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

3. วิธีการดำเนินงานวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นดัชนี SET 100 เป็นดัชนีที่จัดทำขึ้นเพื่อเป็นดัชนีอ้างอิง โดยคัดเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูง จำนวน 100 หลักทรัพย์ จำนวน 89 บริษัท แต่ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ข้อมูลทางการเงินระหว่างปี 2563 ถึง 2567 รวมทั้งสิ้น 445 รายปีรายบริษัท (Firm-year) ซึ่งผู้วิจัยไม่เลือกกลุ่มดังต่อไปนี้มาศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินการอยู่ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนซึ่งมีรายชื่อในกลุ่มจัดทำแผนฟื้นฟูกิจการ เนื่องจากบางบริษัทไม่มีข้อมูลครบถ้วนในการวิเคราะห์และหากพิจารณาในแง่ของความเกี่ยวข้องกับงานวิจัยแล้วผู้วิจัยเห็นว่าไม่ก่อให้เกิดประโยชน์กับการศึกษาเท่าที่ควร เนื่องจากกิจการประสบปัญหาในการดำเนินธุรกิจ การมีภาระหนี้ที่สูงเกินปกติซึ่งไม่อาจสะท้อนต้นทุนที่แท้จริงในการดำเนินธุรกิจตามปกติโครงสร้างเงินทุนมีความไม่แน่นอนเนื่องจากจะต้องมีการเปลี่ยนแปลงอีกภายหลังที่มีการจัดทำแผนฟื้นฟู ซึ่งทั้งหมดจะไม่สะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ เนื่องจากกิจการดำเนินธุรกิจในสถานการณ์ที่ไม่ปกติ จากตาราง 1 ดังนี้

ตาราง 1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	
	ประชากร	ร้อยละ
1) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	11	12.36
2) สินค้าอุตสาหกรรม	7	7.87
3) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	12	13.48
4) ทรัพยากร	21	23.60
5) บริการ	23	25.84
6) เทคโนโลยี	10	11.23
7) สินค้าอุปโภคบริโภค	5	5.61
รวม	**89**	**100**

สำหรับการพิจารณาความเหมาะสมของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการพิจารณาถึงขนาดกลุ่มตัวอย่างที่มีความเหมาะสมกับการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการใช้เทคนิคการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM) ซึ่งผู้วิจัยใช้วิธีการกำหนดขนาดตัวอย่างตาม Hair et al., (2014) กล่าวว่าขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสมคือ ≥ 100 – 200 ตัวอย่าง (Hair and Alamer, 2022) ในการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรแฝงจำนวน 4 ตัวแปร ประกอบด้วย ตัวแปรแฝงนอก ได้แก่ ผลการดำเนินงาน (PFR) สินทรัพย์มีตัวตน (TAS) ตัวแปรแฝงใน ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน (CS) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จำนวนกลุ่มตัวอย่าง 89 บริษัท 5 ปี ข้อมูลในการศึกษาจำนวน 445 ข้อมูล ซึ่งมีจำนวนเพียงพอและมากกว่าขนาดของกลุ่มตัวอย่างขั้นต่ำที่สามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ด้วยเทคนิคโมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Model: SEM)

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ คือ ข้อมูลจากงบการเงิน รายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2563 – 2567 รวมระยะเวลา 5 ปี ดังนั้น จำนวนข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์รวมเป็น 445 รายปีรายบริษัท (firm-year) โดยสืบค้นจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) สอดคล้องกับการวิจัยครั้งนี้ที่จำเป็นต้องพิจารณาเงื่อนไขของขนาดตัวอย่างที่ต้องสอดคล้องกับสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลโดย Jackson (2001) กล่าวถึงเกณฑ์ที่ใช้กำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างว่าขนาดกลุ่มตัวอย่างควรเป็น 10-20 เท่าของตัวแปรสังเกต ซึ่งการวิจัยนี้มีตัวแปรสังเกตจำนวน 3 ตัวแปร จึงต้องมีขนาดตัวอย่างเท่ากับ 140-280 ตัวอย่าง

3.3 การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

1. ผลการดำเนินงาน คือ ผลการดำเนินงานประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนกำไรสุทธิ และกระแสเงินสดอิสระ (Gómez et al. 2016; Seetanah et al., 2014)

1.1 อัตราส่วนกำไรสุทธิ = (กำไรสุทธิ / รายได้สุทธิ) X 100

1.2 กระแสเงินสดอิสระ = กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี + ค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด– ภาษีเงินได้ – เงินลงทุนสินทรัพย์ถาวร – เงินลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน

2. สินทรัพย์ที่มีตัวตน คือ สินทรัพย์ที่มีรูปร่าง มีลักษณะที่สามารถจับต้องได้ทางกายภาพ ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (San Martín & Saona, 2017)

2.1 อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed-Asset Turnover Ratio) ซึ่งคำนวณโดยนำยอดขายสุทธิมาหารด้วยสินทรัพย์ถาวร สินทรัพย์ถาวรที่มีสามารถสร้างยอดขายได้กี่เท่า ถ้าค่านี้สูง แสดงว่ากิจการใช้สินทรัพย์ถาวรอย่างมีประสิทธิภาพในการสร้างรายได้

3. โครงสร้างเงินทุน คือ แหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการที่นำมาใช้ในการดำเนินงานและการลงทุนโดยมีแหล่งที่มาจากหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของ โดยที่กิจการสามารถจัดหาเงินทุนดังกล่าวมาจากแหล่งภายในและแหล่งภายนอก ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Ha, 2017)

3.1 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (หนี้สินระยะยาว / (หนี้สินรวม+ส่วนของผู้ถือหุ้น))X100

3.2 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้น) X 100

4. มูลค่ากิจการ Tobin's Q คือ มูลค่ากิจการ ของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) ใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์โดยองค์กรที่มีค่า Tobin' s Q มากกว่า 1 จัดเป็นองค์กรที่สามารถใช้ทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพนำไปสู่มูลค่าขององค์กร ตรงกันข้ามก็น องค์กรที่มีค่า Tobin' s Q น้อยกว่า 1 จะจัดเป็นองค์กรที่ไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ได้อย่างเต็มที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าแก่องค์กร (Chung and Pruitt, 1994)

3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากจากเว็บไซต์ www.setsmart.com และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ www.set.or.th และ www.sec.or.th ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปและทดสอบความสัมพันธ์และปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานและสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยใช้ในการอธิบายและสรุปลักษณะทั่วไปของข้อมูลเบื้องต้น

2. การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์อิทธิพลหรือการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) และประมาณค่าพารามิเตอร์ของโมเดล (Parameter Estimation) ด้วยวิธี Maximum Likelihood (ML) ผ่านโปรแกรม AMOS

4. ผลลัพธ์การวิจัยและการอภิปรายผล

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 แสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลเกี่ยวกับการโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากตาราง 2

ตาราง 2 แสดงค่าสถิติพรรณนาลักษณะของตัวแปร

ตัวแปร	Min	Max	Mean	S.D.	Skewness	Kurtosis
PFR	433.37	169.53	0.832	2.43	-1.26	1.75
TAS	674.00	265.54	0.936	2.33	-1.64	-0.78
CS	753.36	334.22	237.39	2.28	-1.51	1.92
Tobin's Q	7.23	1.41	0.891	2.31	-1.82	0.67

จากตาราง 2 พบว่า ตัวแปรผลการดำเนินงาน (PFR) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TAS) โครงสร้างเงินทุน (CS) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีค่าเฉลี่ย 0.832 0.936 237.39 และ 0.891 ตามลำดับ ค่าความเบ้อยู่ระหว่าง -1.82 ถึง -1.26 และค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -0.78 ถึง 1.75 ซึ่งสอดคล้องตามเกณฑ์ของ Kline (2023) ที่ค่าความเบ้ (Skewness) ต้องมีค่าอยู่ในช่วง -3 ถึง 3 และความโด่งต้องมีค่าอยู่ในช่วง -10 ถึง 10 จึงถือว่าข้อมูลมีการกระจายแบบปกติ

ตาราง 3 ผลการวิเคราะห์ทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ

	PFR	TAS	CS	Tobin's Q
PFR	1			
TAS	0.326*	1		
CS	0.321*	0.234*	1	
Tobin's Q	0.311*	0.321*	0.372*	1

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

ผลการดำเนินงาน (PFR) สินทรัพย์มีตัวตน (TAS) โครงสร้างเงินทุน (CS) มูลค่ากิจการ (Tobin's Q) จากตาราง 3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามพร้อมทั้งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกัน เพื่อแสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดในการศึกษาครั้งนี้ที่มีความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยหากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันแต่หากมีค่าเป็นลบแสดงว่ามีค่าความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีความสัมพันธ์ในระดับมากเกินกว่า 0.80 และความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทุกคู่มีค่าความสัมพันธ์ไม่เกินเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด ทำให้ไม่เกิดสภาวะ Multicollinearity (Kline, 2023) ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูงเกินไปผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน

ตาราง 4 ตัวแปร การวัดและน้ำหนักการถดถอย

ตัวแปร	Esitmate	S.E.	C.R.	P
PER-->CS	0.286	0.039	7.285	0.005*
TAS-->CS	0.403	0.038	8.291	0.000*
CS-->Tobin'sQ	0.177	0.063	2.822	0.021*
PER--> Tobin'sQ	0.1894	0.074	2.981	0.000*
TAS--> Tobin'sQ	0.2110	0.048	2.754	0.003*

หมายเหตุ : มีนัยสำคัญ *** < 0.05

จากตาราง 4 ผลการวิเคราะห์ ผลการดำเนินงาน (PFR) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน (CS) เท่ากับ 0.005 สินทรัพย์มีตัวตน (TAS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน (CS) เท่ากับ 0.000 โครงสร้างเงินทุน (CS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เท่ากับ 0.021 ผลการดำเนินงาน (PFR)

มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เท่ากับ 0.000 สินทรัพย์มีตัวตน (TAS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) เท่ากับ 0.003

ตาราง 5 R-square

ตัวแปร	R-square
สินทรัพย์มีตัวตน (TAS)	.288
โครงสร้างเงินทุน (CS)	.315
ผลการดำเนินงาน (PFR)	.365
มูลค่ากิจการ (Tobin's Q)	.279

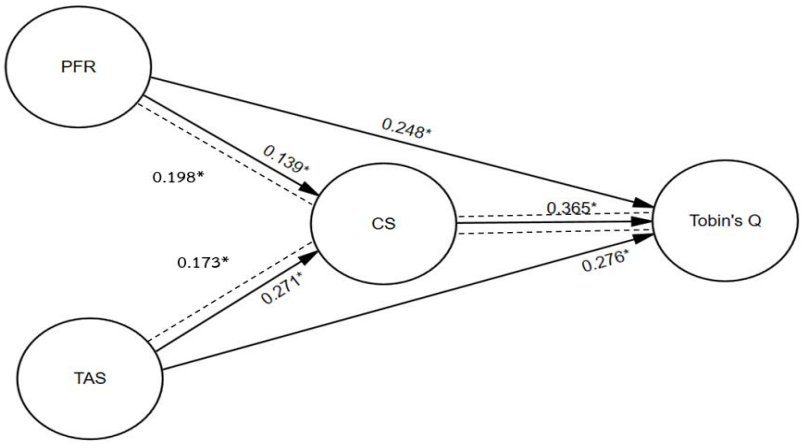
ผลการตรวจสอบค่า R-square ดังแสดงในตาราง 5 มุ่งวิเคราะห์ความเชื่อมโยงระหว่างค่าที่มีนัยสำคัญกับตัวแปรแฝงต่าง ๆ เพื่ออธิบายความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างที่แฝงอยู่ การประมาณค่าช่วยสะท้อนระดับความสามารถของตัวแปรแฝงในการอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตามแต่ละตัว ค่า R-square แสดงสัดส่วนของความแปรปรวนที่สามารถอธิบายได้โดยตัวแปรแฝงภายในแบบจำลองโครงสร้าง ผลการวิเคราะห์พบว่า สินทรัพย์มีตัวตน (TAS) มีค่า R-square เท่ากับ 0.288 หรือร้อยละ 28.80 โครงสร้างเงินทุน (CS) มีค่า R-square เท่ากับ 0.315 หรือร้อยละ 31.50 ผลการดำเนินงาน (PFR) มีค่า R-square เท่ากับ 0.365 หรือร้อยละ 36.50 และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีค่า R-square เท่ากับ 0.279 หรือร้อยละ 27.90

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของตัวแปรในแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) เพื่อหาขนาดอิทธิพลที่ปรากฏในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น ดังแสดงในรูปภาพประกอบ 2 และผลการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลอง (Goodness of Fit Measures) กับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังตาราง 6

ตาราง 6 ค่าดัชนีความเหมาะสมสอดคล้องในภาพรวมของโมเดลโครงสร้าง

การทดสอบการแจกแจง	ค่าที่เสนอ	โครงสร้างโมเดล	
		การประมาณการ	การแปลความหมาย
CMIN/DF	1.0 – 3.0 (Diamantopoulos and Siguaw, 2000)	1.389	ยอมรับ
p-value	≥ 0.05 (Schermelleh-Engel, Moosbrugger, and Müller, 2003)	0.628	ยอมรับ
CFI	>0.90 (kelloway, 2015)	0.931	ยอมรับ
GFI	>0.90 (Schumacker and Lomax, 2010)	0.952	ยอมรับ
AGIF	>0.90 (Schumacker and Lomax, 2010)	0.943	ยอมรับ
SRMR	>0.08 (Diamantopoulos and Siguaw,2000)	0.033	ยอมรับ
RMSEA	>0.05 (Diamantopoulos and Siguaw,2000)	0.041	ยอมรับ

จากตาราง 6 พบว่า แบบจำลองสมการปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ผลการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน ดังรูปภาพประกอบ 2



รูปภาพประกอบ 2 ผลการวิธีวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน

หมายเหตุ * p value< 0.05

ผลจากการวิเคราะห์ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.139 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการโดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.248 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการโดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.365 สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนโดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.271 สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการโดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.276 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุน โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.198 และสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่าการกิจที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุน โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.173

ตาราง 7 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Direct Effects, Indirect Effects

สมมติฐาน	Path Relationship	DE	t-values	P-values	IDE	t-values	P-values	TE	VAF	ผลการวิจัย
H1	PFR ---> CS	0.139*	1.821	0.050	-	-	-	0.139	-	S
H2	PFR ---> Tobin's Q	0.248*	1.736	0.017	-	-	-	0.248	-	S
H3	CS ---> Tobin's Q	0.365*	2.105	0.023	-	-	-	0.365	-	S
H4	TAS ---> CS	0.271*	2.327	0.028	-	-	-	0.271	-	S
H5	TAS ---> Tobin's Q	0.276*	3.267	0.025	-	-	-	0.276	-	S

ตาราง 7 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Direct Effects, Indirect Effects (ต่อ)

สมมติฐาน	Path Relationship	DE	t-values	P-values	IDE	t-values	P-values	TE	VAF	ผลการวิจัย
H6	PFR ->CS->Tobin's Q	-	-	-	0.198	2.142	0.022	0.198	0.521	S
H7	TAS->CS->Tobin's Q	-	-	-	0.173	2.316	0.003	0.173	0.534	S

หมายเหตุ * = p < .05; DE = Direct Effect, IDE = Indirect Effect, VAF = Variance Accounted For = IDE/IDE+DE, S = ยอมรับสมมติฐาน

จากตาราง 7 พบว่า ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.139 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีโดยมีระดับอิทธิพลเท่ากับ 0.248 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.365 สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมีระดับอิทธิพลเท่ากับ 0.271 สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมีระดับอิทธิพลเท่ากับ 0.276 ผลการดำเนินงานที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมีระดับอิทธิพลเท่ากับ 0.198 และสินทรัพย์ที่มีตัวตนที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าการกิจที่ส่งผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมีระดับอิทธิพลเท่ากับ 0.173 เห็นด้วยว่าผลการดำเนินงานมีอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการโดยมีระดับอิทธิพล 0.248 สำหรับสินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการโดยมีระดับอิทธิพล 0.276

5. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

5.1 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ข้อเสนอแนะทางทฤษฎี

1. ผลการวิจัยพบว่าปัจจัยภายในของกิจการ ได้แก่ ผลการดำเนินงานและสินทรัพย์ที่มีตัวตน มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน และโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับทฤษฎี Trade-off และ Pecking Order ซึ่งสนับสนุนแนวคิดว่ากิจการควรหาจุดสมดุลระหว่างหนี้สินและทุนของผู้ถือหุ้นเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการได้สูงสุด

2. งานวิจัยนี้สนับสนุนแนวคิดของทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ว่า การก่อหนี้ในระดับเหมาะสมช่วยลดต้นทุนตัวแทน และทำให้ผู้บริหารใช้เงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งสุดท้ายจะสะท้อนเป็นมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น

3. ในส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตน พบว่ามีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้า และยืนยันว่าในตลาดหลักทรัพย์ของไทย (กลุ่ม SET100) สินทรัพย์ที่มีตัวตนยังเป็นปัจจัยสำคัญต่อการระดมทุนและการสร้างมูลค่ากิจการ

ข้อเสนอแนะทางปฏิบัติ

1.การลงทุนในสินทรัพย์ที่มีตัวตน เช่น อาคาร โรงงาน เครื่องจักร สามารถใช้เป็นหลักประกันการกู้ยืมได้จะช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือให้กับเจ้าหนี้และนักลงทุน และช่วยให้กิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายขึ้น

2. ผู้บริหารควรบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนให้มีความสมดุล ไม่พึ่งพาหนี้สินมากเกินไปจนเพิ่มความเสี่ยงจากดอกเบี้ยและการล้มละลาย แต่ก็ควรใช้หนี้สินอย่างเหมาะสมเพื่อประโยชน์ทางภาษีและลดต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

3. ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการรักษาผลการดำเนินงานในระดับที่ดีและสม่ำเสมอ เพราะจะช่วยให้กิจการสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ลดต้นทุนการกู้ยืม และเพิ่มมูลค่ากิจการได้

4. นักลงทุนและผู้ใช้งบการเงินสามารถใช้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน สินทรัพย์ที่มีตัวตน และโครงสร้างเงินทุน เป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจลงทุน เพื่อคาดการณ์แนวโน้มการสร้างมูลค่ากิจการในอนาคตได้แม่นยำยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. การศึกษานี้ใช้ข้อมูลเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความพร้อมด้านเงินทุนและมีระบบการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็ง จึงอาจส่งผลให้ผลการวิจัยไม่สามารถอธิบายไปยังบริษัทในกลุ่มอื่นได้อย่างครอบคลุม อีกทั้งความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอาจมีความแตกต่างกันตามลักษณะและบริบทของแต่ละกิจการ

2. แบ่งกลุ่มกิจการตามลักษณะอุตสาหกรรม ขนาดกิจการ หรือระดับหนี้สิน เพื่อดูว่าโครงสร้างเงินทุนและปัจจัยที่มีอิทธิพลแตกต่างกันหรือไม่

3. สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ กฎระเบียบ และโครงสร้างตลาดทุนของประเทศไทย มีลักษณะเฉพาะ เช่น บทบาทของสถาบันการเงิน ระบบภาษี และระดับการคุ้มครองผู้ลงทุน ซึ่งอาจส่งผลต่อการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ดังนั้น การนำผลการวิจัยไปเปรียบเทียบกับตลาดทุนในประเทศอื่นหรือช่วงเวลาที่แตกต่างกันควรพิจารณาบริบทเชิงสถาบัน

4. ศึกษาผลของปัจจัยภายนอก เช่น สภาพเศรษฐกิจ ดอกเบี้ย หรือกฎหมายภาษี ที่อาจมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการเพิ่มเติม

5.2 ประโยชน์จากผลการวิจัย

1. ผลการศึกษาพบว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการวางแผนและกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับศักยภาพและสภาพแวดล้อมทางการเงินของกิจการ

2. ผู้บริหารสามารถนำข้อค้นพบจากงานวิจัยไปประยุกต์ใช้ในการกำหนดนโยบายด้านโครงสร้างเงินทุนเพื่อเสริมสร้างความมั่นคงทางการเงิน สนับสนุนการเติบโตของกิจการอย่างยั่งยืน และเพิ่มความสามารถในการดำเนินกลยุทธ์การแข่งขันทางธุรกิจ ตลอดจนสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้มีส่วนได้เสียในระยะยาว

3. ผลการวิจัยที่แสดงความเชื่อมโยงระหว่างผลการดำเนินงาน สินทรัพย์ที่มีตัวตน โครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ ยังสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนในการคัดเลือกบริษัทที่มีศักยภาพในการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและเหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

6. สรุปผลการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 และ 2 ผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการ พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่ากิจการที่มีผลการดำเนินงานอยู่ในระดับสูงย่อมมีศักยภาพในการก่อหนี้ และสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้มากขึ้น เนื่องจากมีความน่าเชื่อถือทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ที่ดีกว่า ส่งผลให้กิจการมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้นและสามารถนำเงินทุนไปใช้ในการลงทุนเพื่อขยายกิจการและสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีลำดับชั้นของแหล่งเงินทุน (Pecking Order Theory) ซึ่งอธิบายว่ากิจการที่มีผลการดำเนินงานดีและมีข้อมูลทางการเงินที่น่าเชื่อถือ จะสามารถระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก โดยเฉพาะหนี้สินด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง ทำให้การใช้เงินทุนจากหนี้สินกลายเป็นทางเลือกที่เหมาะสม และดึงดูดมากขึ้นเมื่อเทียบกับกิจการที่มีผลการดำเนินงานต่ำ นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ ขวัญสุดา อินหล่ม และพรทิวา แสงเขียว (2566) ซึ่งพบว่า ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไร เช่น อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม และอัตรากำไรขั้นต้น มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ตลอดจนสอดคล้องกับงานวิจัยของ ศศลักษณ์ ปวงสุข และมัทธิมา กรงเต้น (2566) ที่ชี้ให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสะท้อนบทบาทของผลการดำเนินงานในการสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ จากผลการวิจัยยืนยันว่าผลการดำเนินงานของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดทั้งการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนและการสร้างมูลค่ากิจการ มีความสำคัญต่อผู้บริหารในการกำหนดกลยุทธ์ทางการเงินที่สมดุลระหว่างความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางการเงิน และการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในระยะยาว

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่าการจัดหาเงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสมช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะการก่อหนี้ในระดับที่เหมาะสมทำให้กิจการสามารถใช้ประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยในการลดหย่อนภาษี (tax shield) ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนโดยรวมลดลงและเพิ่มผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่อธิบายว่ากิจการจะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่สมดุลระหว่างประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยและต้นทุนจากความเสี่ยงทางการเงิน ทั้งนี้ การเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภายนอกยังช่วยเสริมสภาพคล่องและเพิ่มศักยภาพในการลงทุน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการขยายกิจการและสร้างความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ อพัฏศศิ นวะสิทธิ์ และเบญจพร โมกขะเวส (2566) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน การบริหารสภาพคล่อง และการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยพบว่า ตัวชี้วัดด้านโครงสร้างเงินทุนและสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าหุ้นในทิศทางที่แตกต่างกันตามลักษณะของตัวแปรและวิธีการวัดมูลค่า สะท้อนให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและการบริหารสภาพคล่องอย่างมีประสิทธิภาพมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยยืนยันว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นกลไกทางการเงินที่สำคัญในการเพิ่มมูลค่ากิจการ ซึ่งมีนัยต่อผู้บริหารในการกำหนดนโยบายทางการเงินที่คำนึงถึงความสมดุลระหว่าง การก่อหนี้ ความเสี่ยง และผลตอบแทน เพื่อสนับสนุนการเติบโตและความยั่งยืนของกิจการในระยะยาว

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 4 และ 5 พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ทั้งนี้ ผลดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของ San Martín and Saona (2017) ที่

ระบุว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนช่วยลดปัญหาต้นทุนตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ เนื่องจากสามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันเงินกู้ ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงที่เจ้าหนี้รับไว้ และลดต้นทุนทางการเงินที่กิจการต้องแบกรับ ในบริบทของการจัดหาเงินทุน กิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนในระดับสูงมีแนวโน้มสามารถก่อหนี้สินในสัดส่วนที่มากขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้มีความเชื่อมั่นในความสามารถในการชำระหนี้และการคุ้มครองเงินลงทุน ทั้งนี้ การใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักประกันยังช่วยลดแรงจูงใจของผู้บริหารในการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินสมควร ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อเจ้าหนี้ อันเป็นการลดความขัดแย้งเชิงตัวแทนและส่งเสริมประสิทธิภาพในการจัดสรรเงินทุนของกิจการ ผลการวิจัยดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ ทิพวรรณ ฤทธิชัย และคณะ (2567) ซึ่งพบว่าโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) สะท้อนให้เห็นว่าการจัดหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยอาศัยสินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นฐานรองรับ สามารถสร้างประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยที่ลดหย่อนภาษี และช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานและมูลค่ากิจการในระยะยาว

โดยสรุป ผลการวิจัยยืนยันว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่สำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและการสร้างมูลค่ากิจการ ซึ่งมีนัยสำคัญต่อผู้บริหารในการวางกลยุทธ์ทางการเงินและการบริหารสินทรัพย์ เพื่อสนับสนุนการเติบโตอย่างมั่นคงและสอดคล้องกับความคาดหวังของผู้ลงทุนและเจ้าหนี้

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 6 พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นถึงบทบาทของโครงสร้างเงินทุนในฐานะตัวแปรส่งผ่านที่เชื่อมโยงระหว่างประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการและการประเมินมูลค่ากิจการในตลาดทุน กล่าวคือ กิจการที่มีผลการดำเนินงานดีมีแนวโน้มสามารถเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนได้อย่างเหมาะสม ซึ่งส่งผลต่อการรับรู้คุณค่าและการประเมินมูลค่าของกิจการจากนักลงทุน ผลการวิจัยดังกล่าวสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) และทฤษฎีลำดับชั้นของแหล่งเงินทุน (Pecking Order Theory) ที่ชี้ให้เห็นว่าการก่อหนี้ในระดับที่เหมาะสมสามารถสร้างประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยที่ลดหย่อนภาษีและช่วยเพิ่มผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม หากกิจการมีการก่อหนี้ในระดับที่สูงเกินไป จะทำให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและบั่นทอนมูลค่ากิจการในระยะยาว ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ ษิรินุช นิ่มตระกูล และณัฐมล จรัสเรืองอุทัย (2567) ซึ่งพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับทั้งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยชี้ให้เห็นว่าการก่อหนี้จากแหล่งภายนอกที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้กิจการแบกรับต้นทุนเงินทุนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Songjarean (2022) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบของภาระหนี้ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ขณะเดียวกัน แนวคิดของ Paul (2023) สนับสนุนข้อค้นพบดังกล่าว โดยระบุว่าการเพิ่มขึ้นของการกู้ยืมเงินส่งผลให้กิจการต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งอาจลดทอนกำไรสุทธิและส่งผลต่อการประเมินมูลค่ากิจการของนักลงทุน โดยสรุปผลการวิจัยยืนยันว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นกลไกสำคัญที่ถ่ายทอดผลการดำเนินงานไปสู่มูลค่ากิจการ และมีนัยสำคัญต่อผู้บริหารในการกำหนดนโยบายทางการเงินที่สมดุลระหว่างการสร้างผลตอบแทนและการควบคุมความเสี่ยงทางการเงินเพื่อสนับสนุนการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 7 พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านโครงสร้างเงินทุน แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างมูลค่ากิจการผ่านกลไกของการจัดหาเงินทุน กล่าวคือ กิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูง เช่น อาคาร โรงงาน เครื่องจักร หรือที่ดิน สามารถนำสินทรัพย์ดังกล่าวมาใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมจากสถาบันการเงินได้สะดวกมากขึ้น ส่งผลให้กิจการสามารถจัดหาเงินทุนจากหนี้สินในสัดส่วนที่สูงขึ้น ช่วย

เสริมสภาพคล่องและเพิ่มศักยภาพในการลงทุนเพื่อการขยายธุรกิจในระยะยาว ผลการวิจัยดังกล่าวสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบแนวคิดของทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากิจการจะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยพิจารณาถึงการถ่วงดุลระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้ เช่น สิทธิประโยชน์ทางภาษีและการเข้าถึงแหล่งเงินทุน กับต้นทุนจากความเสี่ยงทางการเงิน ทั้งนี้ ในกรณีของกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูง เจ้าหนี้จะมีความเสี่ยงลดลงจากการมีหลักประกันที่ชัดเจน ส่งผลให้กิจการสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้นโดยไม่เพิ่มต้นทุนทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกัน ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นของแหล่งเงินทุน (Pecking Order Theory) ที่อธิบายว่ากิจการที่มีศักยภาพในการก่อหนี้มักเลือกใช้เงินทุนจากหนี้สินเป็นลำดับแรกก่อนการเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้น ซึ่งช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลและต้นทุนในการระดมทุนจากตลาดทุน นอกจากนี้ ผลการศึกษาของ ลัทธพรรณ อินทะใจ และจิรพงษ์ จันทร์งาม (2566) ยังสนับสนุนข้อค้นพบดังกล่าว โดยพบว่าสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีอิทธิพลต่อทั้งอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ผลการวิจัยยืนยันว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการผ่านการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งมีนัยสำคัญต่อผู้บริหารในการบริหารสินทรัพย์และวางแผนนโยบายทางการเงิน เพื่อเสริมสร้างศักยภาพการเติบโตและความเชื่อมั่นของนักลงทุนในตลาดทุน

เอกสารอ้างอิง

กวินนาท เรืองแสง และ ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล. (2568). การศึกษาการบริหารความเสี่ยงและการลงทุนในสินทรัพย์ที่ส่งผลต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี. *วารสารรัฐประศาสนศาสตร์, 8(*1), 131-140.

กัลยา ตันมณี, นัฐกานต์ ทิพยโสตถิ และ มัชฌิมา มะบุตร. (2567). ปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย, 9*(2), 137-154.

ขวัญสุดา อินหล่ม และ พรทิวา แสงเขียว. (2566). อิทธิพลจาก ประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและอุตสาหกรรมทรัพยากร. *วารสารการบริหารจัดการและนวัตกรรมท้องถิ่น, 5*(7), 48-61.

ชุรีพร เมืองจันทร์ และ เพ็ญ จันทร์ แสง อาวุธ. (2025). อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานผ่านมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี, 7*(20), 58-76.

ทิพวรรณ ฤทธิชัย, ทาริกา แย้มขะมัง และ นันทวัจน์ ปัญญายศธนากร ณ์. (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนต้นทุนของเงินทุนและผลการดำเนินงานทางการเงิน: กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม ดัชนี หลักทรัพย์ SETCLMV. *วารสารวิทยาการจัดการมหาวิทยาลัยราชภัฏ อุดรธานี, 6*(4), 17-29.

เนติภูมิ อักษรดี และ จิรพงษ์ จันทร์งาม. (2568) . อิทธิพลของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่าธุรกิจของกลุ่มบริษัทธุรกิจอุปโภคบริโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยมหาวิทยาลัยเวสเทิร์นมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 11*(2), 143-154.

ปัณณภัสร์ ปัญญากาศ และ กนกศักดิ์ สุขวัฒนาสินิทธิ์. (2564). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนและการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียน กลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัณฑิตวิทยาลัยพิชญทรรศน์, 16*(2), 171-186.

ภัทรมน สุคนธปฏิภาค. (2566). อิทธิพลของลักษณะของบริษัทผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินและความเสี่ยงทางธุรกิจที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในดัชนีหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Procedia of Multidisciplinary Research, 1*(5), 17-11.

ลัทธพรรณ อินทะใจ และ จิรพงษ์ จันทร์งาม. (2566). อิทธิพลของอัตราการเติบโตอัตราส่วนทางการเงินและขนาดของบริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100. *วารสารการบริหารจัดการและนวัตกรรมท้องถิ่น*, *5*(8), 53-70.

วริยา สุวภิญโญภาส และ ดารณี เอื้อชนะจิต. (2566). ผลกระทบของอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 50. *วารสารรัฐประศาสนศาสตร์มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา, 6*(3), 747-763.

วรัมพร ธเนศอนุกูล และ ศิลปพร ศรีจั่นเพชร. (2563). *ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100*. มหาวิทยาลัย ธรรมศาสตร์.

ศศลักษณ์ ปวงสุข และ มัตธิมา กรงเต้น. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนในการบริหารสินทรัพย์ความสามารถในการบริหารหนี้สินและความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ. *วารสารรัฐศาสตร์มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา, 6*(2), 212-232.

ชิรินุช นิ่มตระกูล และ ณัฐมล จรัสเรืองอุทัย. (2567). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสภาวิชาชีพบัญชี, 6*(17), 54-71.

อัศวเทพ อากาศวิภาต, สุจินดา เจียมศรีพงษ์ และ ภัทรพร พงศาปรมัตถ์. (2566). ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Roi Kaensarn Academi, 8*(4), 283-304.

อพัฏศศิ นวะสิทธิ์ และ เบญจพร โมกขะเวส. (2566). โครงสร้างเงินทุนและการบริหารสภาพคล่องกับการประเมินมูลค่าหุ้นของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยมหาวิทยาลัยเวสเทิร์นมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 9*(1), 261-274.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management, 23*(3), 70-74.

Gomez, A., Petrzelkova, K. J., Burns, M. B., Yeoman, C. J., Amato, K. R., Vlckova, K., ... & Blekhman, R. (2016). Gut microbiome of coexisting BaAka pygmies and bantu reflects gradients of traditional subsistence patterns. *Cell reports, 14*(9), 2142-2153.

Ha, N. 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 Jr, J. F., Sarstedt, M., Hopkins, L., & Kuppelwieser, V. G. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM). *European business review, 26*(2), 106. https://doi.org/10.1108/EBR-10-2013-0128

Hair, J., & Alamer, A. (2022). Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) in second language and education research: Guidelines using an applied example. *Research Methods in Applied Linguistics, 1*(3), 100027. https://doi.org/10.1016/j.rmal.2022.100027

Jackson, V. (2001). The Multidimensional Assessment of Student Performance in Middle School Science. *Assessment in science*, 181–196.

Jaros, J., & Bartosova, V. (2015). To the capital structure choice: Miller and Modigliani model. *Procedia Economics and Finance, 26*, 351-358. https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00864-3

Kline, R. B. (2023). *Principles and practice of structural equation modeling*. Guilford publications.

Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Kossele, 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. https://doi.org/10.1108/CFRI-05-2018-0044

Meesawat, C. (2023). *Determinants of optimal capital structure of Thai listed companies by panel GMM TWO step.* Master's Thesis. Bangkok, Mahidol University.

Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3*(4), 305-360.

Modugu, K. P., & Anyaduba, O. J. (2013). Forensic Accounting and Financial Fraud in Nigeria: An Empirical Approach. *International Journl of Business and Social Science, 4*(7), 281-289.

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.

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.

Paul, P. (2023). Impact of capital structure on firm performance: Evidence from Indian manufacturing industry, *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices, 22*(3), 5-13.

San Martín, P., & Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance, 40*, 163-174. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.01.004

Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014). Capital structure and firm performance: evidence from an emerging economy. *The Business & Management Review, 4*(4), 185.

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.

Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static Trade-off against Pecking Order models of capital structure. *Journal of Financial Economics, 51*, 219-244.