



ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: การศึกษาเปรียบเทียบกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ศิรินุช นิมตระกูล^{1*} และ จีรพรรณ เพ็งจันทิก²

(วันที่รับบทความ: 20/06/2568; วันที่แก้ไขบทความ: 03/11/2568; วันที่ตอบรับบทความ: 16/12/2568)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ดังกล่าวระหว่างอุตสาหกรรมทั้งสอง โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทตัวอย่างจำนวน 113 บริษัท โดยศึกษาข้อมูล 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2561-2565 รวมเป็นจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 348 ตัวอย่าง วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ROA และ DE รวมทั้งความสัมพันธ์ระหว่าง ROE กับ DA และ DE ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการ Tobin's Q กับ DA และ DE ของทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรมไม่แตกต่างกัน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงาน อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

¹ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ประจำคณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

² นักบัญชี บริษัท พีเคเอฟ บิสซิเนส โซลูชันส์ (ประเทศไทย) จำกัด

*ผู้นิพนธ์ประสานงาน โทรศัพท์ 065-041-5159 อีเมล: sirinuch_nim@utcc.ac.th

**Relationship between Capital Structure and Performance of Listed
Companies on the Stock Exchange of Thailand:
A Comparative Study of Consumer Products Industry and
Agro & Food Industry**

Sirinuch Nimtrakoon^{1*} and Jeerawan Pengjantuk²

(Received: 20/06/2025; Revised: 03/11/2025; Accepted: 16/12/2025)

Abstract

This study aims to examine the relationship between capital structure and performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand in consumer products industry and the agro & food industry and compare those relationships between two industries. The data was collected from 113 companies during 2561-2565 B.E., resulting in 348 samples in total. The data analysis consisted of descriptive statistical analysis and inferential statistics analysis including correlation analysis and multiple regression analysis. The results found that return on assets (ROA), return on equity (ROE) and firm value (Tobin's Q) are negatively related to the capital structure measured by debt-to-assets (DA) and debt-to-equity (DE) ratio. A comparative study found that the relationship between ROA and DE as well as the relationship between ROE and capital structure measured by DA and DE of consumer products industry were significantly higher than those of agro & food industry. However, the relationships between Tobin's Q and DA and DE of two industries were not significantly different.

Keywords: capital structure, performance, consumer products Industry, agro & food industry

¹ Assistant Professor, School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce

² Junior Accountant, Pkf Business Solutions (Thailand) Ltd.

*Corresponding Author, Tel. 065-041-5159, e-mail: sirinuch_nim@utcc.ac.th



1. บทนำ

โครงสร้างเงินทุน เป็นโครงสร้างการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนระยะยาวไม่รวมถึงแหล่งเงินทุนระยะสั้น โดยแหล่งที่มาของเงินทุนอาจมาจากแหล่งเงินทุนภายในและภายนอกของกิจการโดยแหล่งเงินทุนระยะยาว ประกอบด้วย เงินกู้ระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนจึงเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน โดยเงินทุนส่วนนี้เป็นส่วนที่จะนำไปใช้ในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเป็นหลัก ซึ่งธุรกิจจะต้องตัดสินใจจัดหาเงินทุนระยะยาวให้ได้โครงสร้างที่ดีที่สุด เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตามเป้าหมายการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กรธุรกิจ การกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมมีเป้าหมายเพื่อให้มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำที่สุดและมีมูลค่าของบริษัทสูง การที่ธุรกิจสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและมีประสิทธิภาพนั้น จะทำให้ธุรกิจมีความมั่นคงและเติบโตสามารถสร้างรายได้ตามเป้าที่วางไว้ภายใต้สถานะเศรษฐกิจที่ถดถอยและมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา รวมทั้งการแข่งขันทางการตลาดที่เพิ่มมากขึ้น (ภัทรวดี สิงห์สุพรรณ, 2562)

จากความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนดังกล่าว ทำให้มีผู้สนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทในประเทศต่างๆ รวมถึงประเทศไทยด้วย โดยผลการศึกษาในอดีตมีความแตกต่างกัน มีผู้วิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร (Shaari & Kamarudin, 2024; Yuswandani et al., 2024; เปรมศักดิ์ วันสุวรรณ์, 2564) ในขณะที่ผู้วิจัยบางส่วนกลับพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน (Ahmed et al., 2023; Alamgir & Cheng, 2023; ภูษณิศา ส่งเจริญ, 2565) โดยผู้วิจัยพยายามหาเหตุผลมาอธิบายโดยอาศัยทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นทฤษฎีที่ไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ (Capital Structure Irrelevant) หรือ MM Theory ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ขัดกับรูปแบบที่ไม่มีเงินภาษีและรูปแบบที่มีภาษีเงินได้ (Modigliani & Miller, 1958) ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ซึ่งกล่าวว่าองค์กรต่างๆ จะมุ่งหาระดับของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด โดยแลกเปลี่ยนระหว่างการประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่ายและต้นทุนในการล้มละลายที่เพิ่มขึ้นเมื่อมีการก่อหนี้มากขึ้น (Kraus & Litzenberger, 1973) ทฤษฎีการจัดลำดับของเงินทุน (Pecking Order Theory) ที่เสนอว่าองค์กรจะจัดหาทุนจากแหล่งภายในก่อนแล้วจึงจัดหาทุนจากแหล่งภายนอกเป็นอันดับต่อไป (Myers & Majluf, 1984)

จากผลการวิจัยในอดีตที่มีความขัดแย้งกัน ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนยังคงเป็นคำถามที่ยังรอคอยคำตอบ โดยมีนักวิจัยที่กล่าวว่าความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานขององค์กรอาจจะขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น เช่น ขนาดกิจการ กลุ่มอุตสาหกรรม เงื่อนไขของตลาด (Sinha, 2017; Ahmed et al., 2023) ประกอบกับงานวิจัยในอดีตมักจะมีมุ่งศึกษาเพียงอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง โดยไม่มีการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานระหว่างอุตสาหกรรมซึ่งถือเป็นช่องว่างการวิจัยนี้

กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร (Agro & Food Industry) เป็นสองอุตสาหกรรมหลักที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย โดยมีมูลค่าตลาดเท่ากับ 16,197,430 บาท และ 476,323,150 บาท ตามลำดับ โดยอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตหรือตัวแทนจำหน่ายสินค้าเพื่อการอุปโภคบริโภคต่างๆ ทั้งที่เป็นสินค้าที่จำเป็นและสินค้าฟุ่มเฟือย ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการเพาะปลูก ทำป้าไม้ ทำปศุสัตว์ การแปรรูปผลิตผลทางการเกษตรและการผลิตอาหารและเครื่องดื่ม โดยอุตสาหกรรมทั้งสองมีความเกี่ยวข้องกันในหลายแง่มุม ไม่ว่าจะเป็นความเชื่อมโยงด้านห่วงโซ่อุปทาน เช่น วัตถุดิบส่วนใหญ่ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร นอกจากนั้น โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสองยังมีความคล้ายคลึงกันด้วย เนื่องจากลักษณะธุรกิจที่เชื่อมโยงกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568) สำหรับเหตุผลที่ทำให้ผู้วิจัยเลือกศึกษาตัวอย่างบริษัทจากสองอุตสาหกรรมนี้ เนื่องจากทั้งสองกลุ่มมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจไทย รวมถึงลักษณะธุรกิจที่เป็นต้นน้ำปลายน้ำของอุตสาหกรรมทั้งสอง ประกอบกับความต้องการใช้เงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญของทั้งสองอุตสาหกรรม ทำให้กลุ่มตัวอย่างนี้มีความน่าสนใจในการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานตลอดจนมูลค่ากิจการ

จากความสำคัญของอุตสาหกรรมทั้งสองรวมถึงช่องว่างการวิจัยที่กล่าวข้างต้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ดังกล่าวระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร โดยคาดว่าผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ประกอบการ นักลงทุน และผู้สนใจต่อไป

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

2.2 เพื่อศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร



3. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

3.1 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน สามารถนำผลการศึกษาไปวิเคราะห์ความเสี่ยงและความน่าเชื่อถือของบริษัทเพื่อเป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามต้องการ

3.2 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการกำหนดว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการและจัดหาเงินทุนให้กับบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพสามารถเพิ่มผลการดำเนินงานได้

3.3 เพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจศึกษา สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการทำงานวิจัยเพื่อต่อยอดองค์ความรู้ได้

4. ทบทวนวรรณกรรม

4.1 ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีแรกที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนเป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายในปัจจุบันนี้ คือ ทฤษฎีที่ไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ (Irrelevance Theory) หรือ MM Theory ที่เสนอโดย Modigliani & Miller (1958) ทฤษฎีนี้กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อการกำหนดมูลค่ากิจการ เนื่องจากการกำหนดมูลค่ากิจการจะขึ้นอยู่กับสินทรัพย์ของกิจการ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความเสี่ยงของกิจการเท่านั้น ไม่ว่าจะใช้เงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด ก็ไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้ข้อสมมติฐานหลายข้อ เช่น ต้องเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแบบสมบูรณ์ ไม่มีภาษี ไม่มีความเสี่ยงจากการล้มละลาย รวมถึงไม่มีต้นทุนในการทำธุรกรรมหรือต้นทุนล้มละลาย ไม่มีต้นทุนในการออกหลักทรัพย์ ไม่มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ นักลงทุนมีข้อมูลเท่าเทียมกับกิจการ ซึ่งไม่ตรงกับความเป็นจริงของตลาด ต่อมา Modigliani & Miller (1963) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบที่มีการคำนึงถึงภาษีด้วย โดยได้มีการเพิ่มหนี้สินเข้าไปในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งหนี้สินที่เพิ่มเข้าไปนี้ กิจการสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ ทำให้ต้นทุนของเงินทุนลดลง และส่งผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อคำนึงถึงต้นทุนในการล้มละลาย กลับพบว่า การเพิ่มขึ้นของหนี้สินจะเพิ่มความเสี่ยงในการล้มละลายเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ

หลังจากนั้น ได้มีนักวิเคราะห์เสนอทฤษฎีอื่นๆ ที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนขึ้นมาใช้เพิ่มเติม ได้แก่ ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) โดย Kraus & Litzenberger (1973) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่สำคัญในการอธิบายว่าเหตุใดบริษัทต่างๆ จึงมีการจัดหาเงินทุนจากทั้งแหล่งหนี้และแหล่งทุน โดยเน้นการหาจุดสมดุลระหว่างประโยชน์จากการใช้หนี้และต้นทุนที่เกิดจากการใช้หนี้มากเกินไป โดยทฤษฎีนี้เสนอว่าการพิจารณาโครงสร้างเงินทุนต้องพิจารณาใน 2 แง่มุม ซึ่งประกอบไปด้วยการประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย และต้นทุนที่อาจเพิ่มสูงขึ้นเมื่อกิจการมีหนี้สินมากขึ้น ซึ่งประกอบไปด้วย ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Costs) ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) และต้นทุนทางการเงินอื่นๆ เช่น ต้นทุนจากการผิดนัดชำระหนี้ โดยองค์กรธุรกิจต้องพิจารณา

หาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) โดยการแลกเปลี่ยนระหว่างการประหยัดภาษีกับต้นทุนที่เกิดจากการใช้หนี้มากเกินไป โดยอ้างว่า ณ ระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด บริษัทจะมีมูลค่ากิจการสูงที่สุด

นอกจากนั้น ยังมี Myers & Majluf (1984) ที่นำเสนอทฤษฎีการจัดลำดับของเงินทุน (Pecking Order Theory) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่สำคัญในการอธิบายพฤติกรรมการเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัท โดยเน้นความไม่สมมาตรกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก โดยกล่าวว่าไม่มีระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด หากแต่องค์กรต่างๆ จะจัดหาทุนจากแหล่งต่างๆ โดยเรียงลำดับจากแหล่งเงินทุนภายในองค์กรซึ่งหมายถึงกำไรสะสมก่อน เนื่องจากไม่มีต้นทุนของเงินทุนและไม่มีปัญหาข้อมูลไม่สมดุล แล้วจึงจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก โดยแหล่งทุนภายนอกจะเรียงจากการก่อหนี้ก่อน แล้วจึงระดมทุนจากส่วนของเจ้าของเป็นแหล่งสุดท้าย เนื่องจากมีต้นทุนของเงินทุนสูงกว่าทางเลือกอื่นๆ และยังสามารถส่งสัญญาณเชิงลบให้แก่นักลงทุนด้วย เช่น การออกหุ้นใหม่เป็นเพราะบริษัทมีมูลค่าหุ้นต่ำกว่าที่แสดง หรือผู้บริหารต้องการขายหุ้นในราคาที่สูงก่อนที่มูลค่าหุ้นจะลดลง ทั้งนี้ เนื่องจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารซึ่งเป็นบุคคลภายในองค์กรและผู้ลงทุนภายนอก โดยผู้ลงทุนภายนอกมีข้อมูลน้อยกว่าบุคคลภายในองค์กร จึงทำให้การระดมทุนจากผู้ลงทุนภายนอกมีต้นทุนในการจัดหาทุนที่สูงกว่า

4.2 งานวิจัยในอดีตและการกำหนดสมมติฐาน

4.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน

จากงานวิจัยในอดีตของ Gill et al., (2011) และ Tailab (2014) ที่รายงานความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ New York Stock Exchange (NYSE) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Abata et al., (2017) ที่พบว่าหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Johannesburg Stock Exchange (JSE) เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Bui et al. (2023) ที่กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเวียดนาม นอกจากนี้ งานวิจัยของ Yuswandami et al. (2024) ยังรายงานความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pires et al. (2024) ที่พบว่าอัตราหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศโปรตุเกสและสเปน เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Shaari & Kamarudin (2024) ที่นำเสนอความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างหนี้สินระยะยาวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้ นันทกร ลิ้มสุ่มังคลกุล (2559) พบว่าการก่อหนี้รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลประกอบการทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ ศิริทิพย์ อัครลาวัณย์ (2562)



ที่รายงานความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจพาณิชย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งการพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการนี้ สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่กล่าวว่าบริษัทสามารถได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีจากการก่อหนี้ ซึ่งทำให้ต้นทุนของเงินทุนลดลงและทำให้ผลการดำเนินงานตลอดจนมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น (Kraus & Litzenberger, 1973)

อย่างไรก็ดี มีงานวิจัยบางส่วนที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานขององค์กร โดยหลักฐานเชิงประจักษ์จากแอฟริกาใต้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ (Abata et al., 2017) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sinha (2017) และ Paul (2023) ที่รายงานความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการของบริษัทผู้ผลิตในประเทศอินเดีย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศปากีสถาน (Rehan & Karaca, 2020; Alamgir & Cheng, 2023) ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาของ Ahmed et al. (2023) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอิหร่าน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ รong เอก วรรณพฤกษ์ และคณะ (2565) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลดำเนินงานโดยวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ วิชชุณี วงศ์ธรรสารสิน และนงคินี จันทรจรัส (2564) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม ซึ่งความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการที่เกิดขึ้น อาจเนื่องมาจากการก่อหนี้ในระดับที่สูงเกินไปจนทำให้บริษัทมีต้นทุนการล้มละลายและต้นทุนทางการเงินอื่นๆ เพิ่มสูงขึ้น จนทำให้ผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการลดลง (Kraus & Litzenberger, 1973)

จากผลการวิจัยในอดีตที่มีความขัดแย้งกัน ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานแบบไม่มีทิศทาง ดังนี้

H1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

4.2.2 การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม

งานวิจัยในอดีตพบว่าโครงสร้างเงินทุนของแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตพบว่าผลการดำเนินงานระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันด้วย (Sinha, 2017; Ahmed et al., 2023) โดยวิชชุณี วงศ์ธรรสารสิน และนงคินี จันทรจรัส (2564) พบว่าบริษัทในกลุ่ม

อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มทรัพยากร ส่วนใหญ่ใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก ในขณะที่บริษัทในกลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีการใช้เงินทุนจากหนี้สินเป็นหลัก แต่อย่างไรก็ดียังไม่มีใครศึกษาความสัมพันธ์โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานโดยเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรม ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงคาดการณ์ว่าความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคแตกต่างกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารแต่ไม่สามรถกำหนดทิศทางได้ จึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2: ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคแตกต่างความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

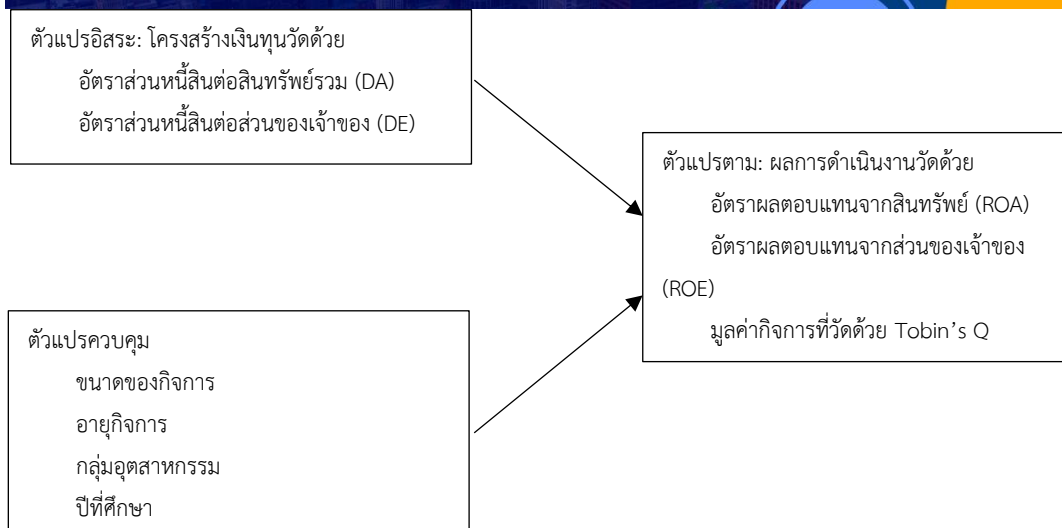
5. วิธีการดำเนินการวิจัย

5.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

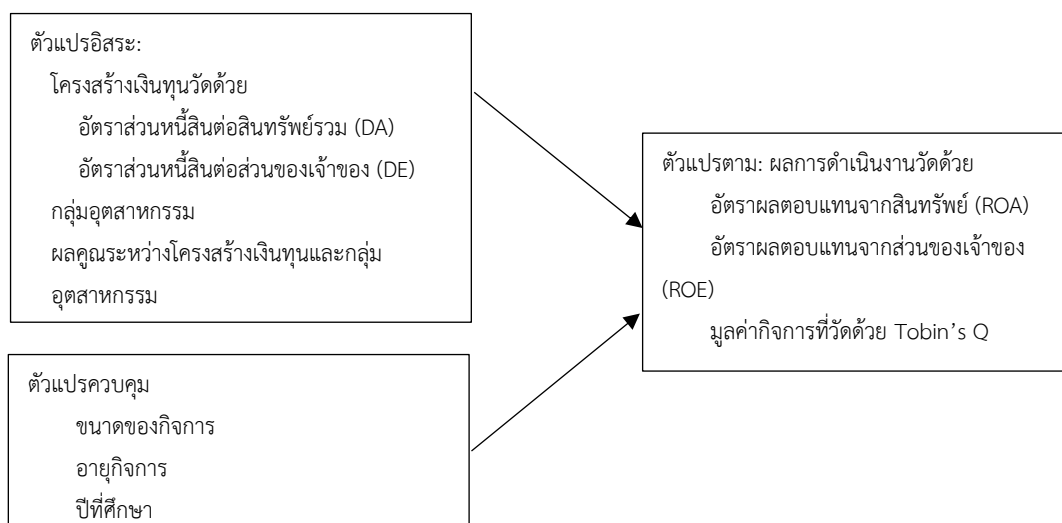
ประชากรในการศึกษาค้างครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคจำนวน 45 บริษัท และบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารบริษัทมี 68 บริษัท รวมจำนวน 113 บริษัท พบว่าบริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ครบจำนวน 11 บริษัท และบริษัทที่ไม่ได้ปิดงบวันที่ 31 ธันวาคม 2565 จำนวน 31 บริษัท คงเหลือบริษัทตัวอย่างจำนวน 71 บริษัท โดยเป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 30 บริษัท และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารบริษัทจำนวน 41 บริษัท โดยผู้วิจัยได้ศึกษา ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2561-2565 เป็นระยะเวลา 5 ปี รวมเป็นจำนวนกลุ่มตัวอย่างจึงเป็น 355 ตัวอย่างได้มีการหักข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliners) ที่มีค่า Standard Residual เกิน ± 3 จำนวน 7 ตัวอย่าง คงเหลือจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 348 ตัวอย่าง

5.2 กรอบแนวคิด

กรอบแนวคิดในศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดดังภาพที่ 1 (กรอบแนวคิดของสมมติฐานที่ 1) และภาพที่ 2 (กรอบแนวคิดของสมมติฐานที่ 2)



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของสมมติฐานที่ 1



ภาพที่ 2 กรอบแนวคิดของสมมติฐานที่ 2



5.3 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาค้นคว้านี้เป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 - 2565 ย้อนหลัง 5 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

5.4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) คือการวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงเบื้องต้นของข้อมูลในลักษณะของข้อมูลที่เก็บมาได้ในรูปแบบของ ความถี่ ร้อยละ ค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เป็นการแจกแจงสถิติเบื้องต้นของโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน และตัวแปรควบคุม

5.4.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นการนำข้อมูลที่เก็บมาได้จากกลุ่มตัวอย่างไปใช้อ้างอิงหรืออธิบายกลุ่มประชากร สถิติเชิงอนุมานที่ใช้จะแยกออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis: MRA) โดยมีการควบคุมตัวแปรที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา ได้แก่ ตัวแปรอุตสาหกรรม และปีที่ศึกษา ผลการวิเคราะห์จึงอ้างอิงจากตัวแปรคงที่ดังกล่าวเพื่อสะท้อนลักษณะของอุตสาหกรรมและปีที่ศึกษาแทนการเลือกระหว่างตัวแบบ Fixed Effect/Random Effect

5.4.3 ตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน

$$(1) ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \varepsilon_{it}$$

$$(2) ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \varepsilon_{it}$$

$$(3) ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \varepsilon_{it}$$

$$(4) ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \varepsilon_{it}$$

$$(5) \text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \varepsilon_{it}$$

$$(6) \text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \varepsilon_{it}$$

การทดสอบการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม 2 กลุ่มอุตสาหกรรม

$$(1) ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \beta_9 DA_{it} \times SEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(2) ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \beta_9 DE_{it} \times SEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(3) ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \beta_9 DA_{it} \times SEC_{it} + \varepsilon_{it}$$



$$(4) ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \beta_9 DE_{it} \times SEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(5) \text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \beta_9 DA_{it} \times SEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(6) \text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \sum_{j=5}^8 \beta_j Year_t + \beta_9 DE_{it} \times SEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ ROA_{it} คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ของบริษัท i ในปี t

ROE_{it} คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัท i ในปี t

$\text{Tobin's } Q_{it}$ คือ อัตราส่วนระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์

DA_{it} คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (D/A Ratio)

DE_{it} คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)

$SIZE_{it}$ คือ ขนาดของกิจการของบริษัท i ในปี t

Age_{it} คือ อายุของกิจการของบริษัท i ในปี t

SEC_{it} คือ กลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัท i ในปี t โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 หากเป็นกลุ่ม

อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคหากมีค่าเป็น 0 หากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

$Year1_t$ คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2561 นอกนั้น 0

$Year2_t$ คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2562 นอกนั้น 0

$Year3_t$ คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2563 นอกนั้น 0

$Year4_t$ คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2564 นอกนั้น 0

ε คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

6. ผลการวิจัย

6.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา ในรูปแบบของค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ROA (ร้อยละ)	-32.780	37.650	5.521	8.084
ROE (ร้อยละ)	-47.010	38.060	6.220	11.945
TOBIN'S Q (เท่า)	53.469	6,701.533	1,016.389	1,093.817
DA (เท่า)	0.000	4.350	0.728	0.756
DE (เท่า)	0.004	0.813	0.344	0.198
Size (บาท)	350,448.820	926,987,180.000	21,070,548.658	97,718,215.218
Size (ค่าล็อกกาภิทิม)	5.545	8.967	6.620	0.589
AGE (ปี)	2.000	47.500	24.067	11.097

หมายเหตุ: ROA คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ; ROE คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ; DA คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ; DE คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ; TOBIN'S Q คือ มูลค่ากิจการ ; Size คือ ขนาดของบริษัท ; AGE คือ อายุของกิจการ

จากตารางที่ 1 พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.521 อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.220 มูลค่ากิจการ (TOBIN'S Q) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1,016.389 เท่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.728 เท่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.344 เท่า ขนาดของบริษัท (Size) พบว่ามีเฉลี่ยเท่ากับ 21,070,548.658 บาท โดยมีค่าล็อกกาไลทิมเท่ากับ 6.620 อายุของบริษัท (AGE) พบว่าค่าเฉลี่ยเท่ากับ 24.067 ปี

6.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

6.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบสเปียร์แมน (Spearman Correlation Coefficient Analysis) เนื่องจากข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สัมพันธ์เท่ากับ -.122 นอกจากนั้นยังพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีความสัมพันธ์เท่ากับ -.121 นอกจากนั้นยังพบว่ามูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีความสัมพันธ์เท่ากับ -.421 นอกจากนั้นยังพบว่ามูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โดยมีความสัมพันธ์เท่ากับ -.414 ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนใดๆ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบแบบสเปียร์แมน (Spearman Correlation Coefficient Analysis)

Spearman Correlation	ROA	ROE	TOBIN'S Q	DA	DE	Size	AGE	Year1	Year2	Year3	Year4	SEC
ROA	1.000											
ROE	.891***	1.000										
TOBIN'S Q	.551***	.572***	1.000									
DA	-.122**	-.078	-.421***	1.000								
DE	-.121**	-.074	-.414***	.979***	1.000							
Size	.262***	.313***	-.031	.282***	.277***	1.000						
AGE	-.154***	-.202***	-.292***	-.108**	-.116**	-.066	1.000					
Year1	-.080	.024	.011	.009	.004	-.025	-.148***	1.000				
Year2	-.070	-.121**	-.049	-.005	-.010	-.013	-.081	-.252***	1.000			
Year3	-.019	-.045	-.094*	.013	.023	.005	.003	-.247***	-.247***	1.000		
Year4	.037	.033	.071	.011	.008	.005	.075	-.252***	-.252***	-.247***	1.000	
SEC	-.271***	-.335***	-.223***	-.234***	-.216***	-.503***	-.298***	-.002	-.002	.010	-.002	1.000

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

โดยที่ : ROA คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ; DA คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม; TOBIN'S Q คือ มูลค่ากิจการ ; Size คือ ขนาดของบริษัทที่วัดด้วยค่าลอการิทึม ; AGE คือ อายุของกิจการ ; Year 1 คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2561 นอกนั้น 0 ; Year 2 คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2562 นอกนั้น 0; Year 3 คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2563 นอกนั้น 0 ;Year 4 คือ กำหนดค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นปีการศึกษาปี 2564 นอกนั้น 0 ; SEC คือ กลุ่มอุตสาหกรรม โดยกำหนดให้มีค่าเป็น 1 หากอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและมีค่าเป็น 0 หากอยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร

6.2.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานแสดงดังตารางที่ 3 และการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานระหว่างอุตสาหกรรมแสดงดังตารางที่ 4 โดยผู้วิจัยได้ทดสอบสมมติฐานของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุทั้ง 12 ตัวแบบ สรุปได้ดังนี้ ค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ทุกสมการ ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกันทุกสมการ โดยค่า Durbin-Watson มีค่าเข้าใกล้ 2 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 – 2.5 นอกจากนี้ ยังพบว่าค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าคงที่ โดยพิจารณาจากการสร้างกราฟระหว่าง Z residual กับ Z predicted พบว่ากราฟไม่มีการเกาะกลุ่ม กล่าวคือข้อมูลมีลักษณะกระจายตัวอย่างไม่มีรูปแบบทุกสมการ อย่างไรก็ตาม ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติเพียง 3 ตัวแบบซึ่งถือเป็นข้อจำกัดของงานวิจัยนี้



ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน

ตัวแปร	Unstandardized Coefficient (t-statistics)					
	สมการที่ 1 (ROA)	สมการที่ 2 (ROA)	สมการที่ 3 (ROE)	สมการที่ 4 (ROE)	สมการที่ 5 (Tobin's Q)	สมการที่ 6 (Tobin's Q)
Constant	-6.142	-4.335	-21.752***	-17.656	2572.679***	2816.532***
DA	-3.338***	n.a.	-6.180***	n.a.	-511.998***	n.a.
DE	n.a.	-11.189***	n.a.	-17.084**	n.a.	-1877.299***
Size	2.964***	2.883***	6.338***	5.867***	18.801	20.519
AGE	-0.075**	-0.069*	-0.185***	-0.170***	-42.294***	-41.588***
SEC	-4.217***	-4.071***	-4.848***	-4.414***	-368.966***	-353.970***
Year1	-3.163**	-3.208***	-2.768	-2.921	-266.498*	-270.281*
Year2	-3.278***	-3.311***	-6.295***	-6.398***	-248.389	-251.585
Year3	-1.852	-1.926	-3.600**	-3.803**	-218.668	-227.003
Year4	-1.256	-1.367	-2.044	-2.310	75.420	61.149
F-statistics	11.976***	10.644***	17.965***	12.944***	19.055***	18.301***
Adjusted R ²	.202	.182	.281	.216	.294	.285

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

จากตารางที่ 3 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของกิจการ (Size) นอกจากนี้ยังพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับอายุของกิจการ (Age) และกลุ่มอุตสาหกรรม ปีที่ศึกษา 2561 และปี 2562 อย่างไรก็ตามปี 2563 และปี 2564 ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่าอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของกิจการ (Size) นอกจากนี้ยังพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับอายุของกิจการ (Age) กลุ่มอุตสาหกรรม และ ปี 2562 และปี 2563 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตามปี 2561 และปี 2564 ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานทางตลาดที่เป็นมูลค่ากิจการ Tobin's Q พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า

มูลค่ากิจการ Tobin's Q มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอายุของกิจการ (Age) กลุ่มอุตสาหกรรม และปี 2561 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตามพบว่า ขนาดของกิจการ (Size) และ ปี 2562 ปี 2563 และปี 2564 ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุเพื่อเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรม

ตัวแปร	Unstandardized Coefficient (t-statistics)					
	สมการที่ 1 (ROA)	สมการที่ 2 (ROA)	สมการที่ 3 (ROE)	สมการที่ 4 (ROE)	สมการที่ 5 (Tobin's Q)	สมการที่ 6 (Tobin's Q)
Constant	-6.598	-5.567	-22.702***	-19.607***	2611.731***	2772.576***
DA	-3.646***	n.a.	-6.822***	n.a.	-485.590***	n.a.
DE	n.a.	-15.673***	n.a.	-24.191***	n.a.	-2037.377***
Size	3.057***	3.281***	6.531***	6.499***	10.854	34.755
AGE	-0.071*	-0.061*	-0.178***	-0.158***	-42.598***	-41.299***
SEC	-5.341***	-8.173***	-7.194***	-10.915***	-272.523*	-500.418**
Year1	-3.111**	-3.061**	-2.658	-2.687	-271.018*	-265.014*
Year2	-3.254***	-3.259***	-6.244***	-6.316***	-250.470	-249.735
Year3	-1.825	-1.858	-3.543**	-3.697**	-220.992	-224.604
Year4	-1.252	-1.339	-2.035	-2.266	75.069	62.147
DA x SEC	2.063	n.a.	4.303***	n.a.	-176.923	n.a.
DE x SEC	n.a.	13.318***	n.a.	21.108***	n.a.	475.476
F-statistics	10.874***	10.685***	16.566***	13.049***	17.021***	16.331***
Adjusted R ²	.204	.201	.288	.238	.294	.285

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

จากตารางที่ 4 สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) ของสองอุตสาหกรรมไม่แตกต่างกัน เมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานที่วัดด้วย อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับโครงสร้างเงินทุนไม่ว่าจะวัดด้วยอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) หรืออัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร เมื่อพิจารณาพบว่าผลการดำเนินงานทางตลาดที่เป็นมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) พบว่า

ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) และโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของสองกลุ่มอุตสาหกรรมไม่แตกต่างกัน

7. สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

7.1 สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่ว่าจะวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ผลการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรมพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และความสัมพันธ์ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับโครงสร้างเงินทุนไม่ว่าจะวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร

7.2 อภิปรายผล

โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ รองเอก วรณพฤกษ์ และคณะ (2565) และ Abata et al. (2017) และโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ สุภาวดี มัชฌิมาดิลก (2564) กล่าวคือ เมื่อกิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้สูงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ลดลงเนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากการก่อหนี้สูงกว่าผลตอบแทนที่บริษัทสามารถสร้างได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้ยังพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของรองเอก วรณพฤกษ์ และคณะ (2565) และ สุภาวดี มัชฌิมาดิลก (2564) กล่าวคือเมื่อกิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ลดลงเนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นสูงกว่าผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งสอดคล้องกับ Sinha (2017) และ Paul (2023) กล่าวคือเมื่อกิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนสูงอาจส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง ทั้งนี้เนื่องจากต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น การที่อัตราหนี้สิน



ต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA, ROE และ Tobin's Q สะท้อนว่าการใช้หนี้มากเกินไปอาจส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนไทย โดยอาจเกิดจากต้นทุนทางการเงินที่สูง ความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น หรือข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งทุนในภาวะเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่เสนอว่าองค์กรควรมีระดับหนี้ที่เหมาะสม โดยพิจารณาผลประโยชน์จากการใช้หนี้ เช่น ดอกเบี้ยลดหย่อนภาษี กับต้นทุนของความเสี่ยงทางการเงิน เช่น ความเสี่ยงล้มละลาย (Kraus & Litzenberger, 1973) จากผลการศึกษาที่พบว่า DE และ DA มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA, ROE และ Tobin's Q สะท้อนว่าบริษัทในอุตสาหกรรมทั้งสองนี้อาจใช้หนี้เกินระดับที่เหมาะสม ทำให้ต้นทุนทางการเงินสูงกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับ

การศึกษานี้พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีการก่อหนี้เป็นสัดส่วนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสามารถจัดการก่อหนี้นั้นทำให้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เปลี่ยนแปลงได้มากกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ วิชญ์ วงศ์ธรรสารสิน และณรงค์นิตย์ จันทร์จรัส (2564) ที่พบว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอุปโภคบริโภคมีการจัดหาทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร แต่อย่างไรก็ดีพบ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) ของสองกลุ่มอุตสาหกรรมไม่แตกต่างกัน ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะสัดส่วนการก่อหนี้ต่อสินทรัพย์ส่งผลต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ไม่แตกต่างกันในอุตสาหกรรมทั้งสอง นอกจากนี้ยังพบว่าผลการดำเนินงานอัตราผลตอบแทนจากส่วนเจ้าของ (ROE) กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีการก่อหนี้ทั้งที่เป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยการก่อหนี้นี้สามารถส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนเจ้าของ (ROE) ได้มากกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารอย่างมีนัยสำคัญ ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานที่วัดด้วยมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคไม่แตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหาร ทั้งนี้ อาจเนื่องมาจากการก่อหนี้ที่เป็นสัดส่วนต่อสินทรัพย์ และหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลต่อมูลค่ากิจการไม่แตกต่างกันในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งสอง โดยผลของการวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าการที่บริษัทในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค มีความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานสูงกว่ากลุ่มเกษตรและอาหาร อาจสะท้อนถึงความสามารถในการบริหารหนี้ที่แตกต่างกัน และความมั่นคงของรายได้และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่แตกต่างกัน โดยผลการวิจัยนี้ได้ช่วยเติมเต็มช่องว่าง

การวิจัยในการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานระหว่างอุตสาหกรรม ซึ่งคาดว่าจะประโยชน์ต่อผู้ประกอบการ นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแลต่อไป

7.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยนี้

7.3.1 ผู้ประกอบการสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้วางแผนโครงสร้างเงินทุนอย่างรอบคอบ โดยเฉพาะการใช้หนี้ในระดับที่เหมาะสมกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทน ตลอดจนประเมินความเสี่ยงทางการเงิน และผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างสม่ำเสมอ โดยกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ควรให้ความสำคัญกับการบริหารทุนหมุนเวียนและการลดต้นทุนทางการเงิน

7.3.2 นักลงทุนสามารถใช้โครงสร้างเงินทุนเป็นหนึ่งในเกณฑ์วิเคราะห์การลงทุน โดยพิจารณาความสามารถในการสร้าง ROA และ ROE ภายใต้ระดับหนี้ที่มี โดยอาจให้น้ำหนักกับบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนที่สมดุล และมีประวัติการบริหารหนี้ที่ดี โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์สูง

7.3.3 ผู้กำหนดนโยบายหรือหน่วยงานกำกับดูแลสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้ในการส่งเสริมให้บริษัทจดทะเบียนมีการเปิดเผยข้อมูลโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานอย่างโปร่งใส และพิจารณาแนวทวงสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งทุนที่มีต้นทุนต่ำสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงสูงจากการใช้หนี้

7.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

7.4.1 ผู้สนใจอาจศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ

7.4.2 ผู้สนใจศึกษาอาจกำหนดตัวแปรตามอื่นในการศึกษาเพิ่มเติม เช่น อัตราผลตอบแทนจากเงินทุน อัตรากำไรขั้นต้น หรือราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

7.4.3 ผู้สนใจศึกษาอาจแยกการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานตลอดจนมูลค่ากิจการ ออกตามอุตสาหกรรมแทนการใช้ตัวแปรหุ่น

เอกสารอ้างอิง

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). ข้อมูลดัชนีราคากลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ.

<https://www.set.or.th/th/market/index/set/industry-sector-profile>

นันทร ลิ้มสมังคลกุล. (2559). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนต่อผลประกอบการทางการเงินของผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

เปรมศักดิ์ วันสุวรรณ์. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไร หลักฐานจากอุตสาหกรรมสื่อและสิ่งพิมพ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [การค้นคว้าอิสระปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

- ภูษณิศาส์ สงเจริญ. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 16(47), 177-188.
- ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ. (2562). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 [วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต]. <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Pattarawadee.Sin.pdf>
- รองเอก วรณพฤกษ์, เพชรา บุญห่อ และปรารณา วงศ์กันยา. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ [การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชี]. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/SPUCJ/article/view/259388/176386>
- วิชชุดา วงศ์นสารสิน และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส. (2564). บทบาทของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *มหาวิทยาลัยขอนแก่น Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 1-15.
- ศิริทิพย์ อัครลาวัณย์. (2562). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [การค้นคว้าอิสระปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- สุภาวดี มัชฌิมาดิลก. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 [ภาคินพนธ์ปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- Abata, M.A., Migiro, S.O., Akande, J.O. & Layton, R. (2017). Does Capital structure impact on the performance of South African listed firms?. *ACTA Universitatis Danubius*, 13(6), 334-350.
- Ahmed, A.M., Nugraha, D.P. & Hagen, I. (2023). The relationship between capital structure and firm performance: The moderating role of agency cost. *Risks*, 11(102), 1-17.
- Alamgir, M. & Cheng, M.C. (2023). Capital structure and firm value: The role of contextual variables in this relationship. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(3), 2350022.
- Bui, T.N., Nguyen, X.H. & Pham, K.T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(100), 1-20.
- Gill, A., Bigger, N. & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). A state preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, 53(1), 433-443.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- 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.
- Pires, C., Bailoa, S., Cantarinha, A. & Almeida, N. (2024). *The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on PSI20 and IBEX5*. Proceedings of the International Conference of Applied Business and Management (ICABM 2024), Porto, Portugal.
- Rehan, M. & Karaca, S.S. (2020). Capital structure and financial performance: Case study from Pakistan pharmaceutical sector. *Financial Studies*, 3(2020), 66-82.
- Shaari, S.N.M. & Kamarudin, N.N.A.N. (2024). The moderating effect of the pandemic on capital structure and firm performance in Malaysia. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 19(1), 25-49.
- Sinha, A. (2017). An enquiry into effect of capital structure on firm value: A study of power sector companies in India. *Parikalpana – KIIT Journal of Management*, 13(2), 107-117.
- Tailab, M.K. (2014). The effect of capital structure on profitability of energy American firms. *International Journal of Business and Management Invention*, 3(12), 54-61.
- Yuswandani, A.E., Tubastuvi, N., Fitriati, A., Darmawan, A. & Jaroenwanit, P. (2024). Profitability as a moderator: Assessing the influence of capital structure, investment decision, and firm size on firm value. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 9(1), 125-137.