

โครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

Capital Structure Affecting the Rate of Return on Assets and Firm Value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 Index

ปิยรัตน์ โพธิ์ย้อย¹ ชูชีพ เมืองจันทร์^{2*}

¹คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

²คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนครศรีอยุธยา

Piyarat Poyoy¹ Chureepom Mueangjun^{2*}

¹Faculty of Business Administration and Information Technology, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

²Faculty of Management Science, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University

*Corresponding Author E-mail: mchureeporn@aru.ac.th

(วันที่รับบทความ: 21 มกราคม 2568 วันที่แก้ไขบทความ 2 กรกฎาคม 2568 วันที่ตอบรับบทความ: 18 กรกฎาคม 2568)

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับมูลค่ากิจการ ตั้งแต่ปี 2563 - 2565 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 เป็นบริษัทที่มีดัชนีราคาหุ้นที่มีมูลค่าราคาตามตลาดสูงสุด 100 อันดับแรกและการซื้อขายที่มีสภาพคล่องอย่างสม่ำเสมอ ทั้งนี้จะมีการพิจารณาเลือกทุก ๆ 6 เดือน รวมทั้งสิ้น 243 รายปีรายบริษัท (Firm-year) การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง (SEM) ด้วยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) ซึ่งใช้หลักการประมาณค่าด้วยความเป็นไปได้สูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นองค์ประกอบสำคัญในการบริหารจัดการด้านการเงินซึ่งบริษัทควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพราะสามารถใช้ประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยลดภาระทางภาษีส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่สูงขึ้นและ บริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถวางแผนการดำเนินงาน ตามเป้าหมายและตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์, มูลค่ากิจการ

Abstract

This research aimed to study the influence of long-term debt to total assets ratio, short-term debt to total assets ratio, and total debt to total assets ratio on the return on assets and firm value from 2020 to 2022 of listed companies in the Stock Exchange of Thailand, SET100 group, totaling 243 companies per year (Firm-year). Data Analysis was performed using structural equation modeling (SEM) with Path Analysis using the principle of maximum likelihood estimation (ML) to estimate the path coefficient.

The study results found that the ratio of long-term debt to total assets has a positive influence on the rate of return on assets and the value of the company. The ratio of short-term debt to total assets has a positive influence on the rate of return on assets and the value of the company. The ratio of total debt to total assets has

a positive influence on the rate of return on assets and the value of the company. This shows that the capital structure is an important element in financial management services. The company should find funds from external sources because it can take advantage of the interest burden, reduce the tax burden, and result in higher performance. The company has an appropriate capital structure that can plan operations according to the goals and respond to the needs of investors effectively.

Keywords: Capital Structure, Return on Asset, Tobin's Q

บทนำ

ปัจจุบันการบริหารจัดการทางการเงินมีส่วนสำคัญในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการและแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ ซึ่งมีความสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ในการสร้างความเหมาะสมระหว่างหนี้สินและเงินทุนซึ่งโครงสร้างเงินทุนคือการผสมผสานระหว่างหนี้สินและทุนของกิจการ ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นมีความเกี่ยวข้องอย่างซับซ้อนกับผลการดำเนินงานของบริษัท การปรับปรุงผลการดำเนินงานของบริษัททั้งในระยะสั้นและระยะยาวเป็นสิ่งที่ผู้ถือหุ้น นักลงทุน และเศรษฐกิจโดยรวมให้ความสำคัญเป็นอันดับแรก โครงสร้างเงินทุนเป็นการผสมผสานระหว่างหนี้สินและทุนของกิจการที่ใช้ในการจัดหาเงินทุนสำหรับการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้นการตัดสินใจเกี่ยวกับวิธีการจัดหาเงินทุนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากมีผลโดยตรงต่อผลตอบแทนของบริษัท การกำหนดโครงสร้างเงินทุนสามารถใช้ทางเลือกโดยคำนวณอัตราส่วนหนี้สิน หนี้สินต่อสินทรัพย์เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่ยอมรับได้ การวิจัยมักจะใช้การวัดหลายอย่างที่แสดงถึงตัวแทนของโครงสร้างเงินทุน เช่น การรวมของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Al-Haddad et al., 2024)

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนถือเป็นการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญของกิจการโดยขึ้นอยู่กับนโยบายกิจการว่าควรมีการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สิน บังคับจำนวนเงินที่มีผลต่อกิจการในความรับผิดชอบภาระหนี้สินอย่างต่อเนื่องไม่ว่าจะเป็นระยะสั้นหรือระยะยาว โดยไม่ควรส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ การบริหารจัดการทางการเงินมีส่วนสำคัญที่ช่วยสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันและให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างคล่องตัว ประกอบกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นสิ่งสำคัญในการจัดการบริหารหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นได้อย่างเหมาะสม ผลสามารถสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนมากขึ้น โดยกิจการต้องจัดการหนี้สินไม่ให้เกิดความเสี่ยงในการบริหารจัดการ การมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและเติบโตในระยะยาว การจัดการระหว่างหนี้สินและทุนอย่างเหมาะสมจะช่วยให้กิจการสามารถสร้างมูลค่ากิจการผลตอบแทนจากการดำเนินการ และรักษาความยั่งยืนทางการเงินได้ในอนาคต ซึ่งกิจการจำเป็นต้องแสดงให้เห็นสัดส่วนของหนี้สินให้ผู้ถือหุ้น และนักลงทุน และผู้สนใจได้เห็นการบริหารจัดการทางการเงิน หากกิจการมีหนี้สินมากเกินไป ก็อาจทำให้เกิดความเสี่ยงมากขึ้น แต่หากกิจการมีหนี้สินที่ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการในทางที่ดี กิจการอาจยังคงก่อหนี้ต่อไปทั้งในระยะสั้นและระยะยาว การศึกษาโครงสร้างเงินทุนสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการ และมีส่วนสำคัญในการบริหารการเงินระหว่างหนี้สินกับเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการหรือจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ โดยเฉพาะกิจการที่มีต้นทุนของเงินทุนที่สูงจะใช้แหล่งเงินทุนภายในมากกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการเพื่อที่จะรักษาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Chandra et al., 2022) แม้ว่าจะมีการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่สำคัญที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนซึ่งส่งผลต่อมูลค่าของกิจการในประเทศที่กำลังพัฒนาและประเทศที่พัฒนาแล้ว ซึ่งเน้นถึงความแตกต่างระหว่างปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน (Mathur et al., 2021)

กิจการไม่ว่าจะใหญ่หรือเล็กล้วนมีสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงาน กิจการจำเป็นต้องทำกำไรจากการใช้สินทรัพย์ของตน Arhinful & Radmehr (2023) เห็นว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นทางเลือกที่ช่วยประเมินผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ช่วยในการกำหนดว่าบริหารจัดการของกิจการที่สอดคล้องกับโครงสร้างเงินทุนในการก่อหนี้เพื่อนำมาซึ่งการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิภาพในการสร้างรายได้ที่เพียงพอ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงหมายความว่าสินทรัพย์ที่ได้มาจากการก่อหนี้ถูกใช้งานได้อย่างคุ้มค่าและเห็นได้ว่าการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนมีประสิทธิภาพ

โครงสร้างเงินทุนถือเป็นการตัดสินใจที่สำคัญที่สุดที่ผู้บริหารระดับสูงให้ความสำคัญผู้บริหารมักจะกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนในลักษณะที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นหลัก

อย่างไรก็ตาม Ayaz et al. (2021) เห็นว่านอกจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สิน ต่อสินทรัพย์ ที่ช่วยในการก่อหนี้ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมซึ่งไม่เพียงแต่ปรับปรุงผลการดำเนินงานของกิจการแต่ยังลดต้นทุนที่เกี่ยวข้องได้อีกด้วย ยังมีทางเลือกในการประเมินผลการดำเนินการที่แสดงความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม คือ การวัดมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) กิจการที่มีกำไรสูงจะสามารถจ่ายชำระหนี้ได้อย่างเหมาะสมและส่งสัญญาณไปยังตลาดเกี่ยวกับโอกาสการเติบโตที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการกลุ่ม SET 100 สำหรับการศึกษาในประเทศไทยก็มีการศึกษาอย่างกว้างขวางเช่นกัน เช่น งานของ Noohuang & Pongsupatt (2021) ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET 100 ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนทั้งสองแบบจำลอง ในขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนทั้งสองแบบจำลองเช่นกัน เมื่อทำการเปรียบเทียบการวิเคราะห์ทั้งสองแบบจำลอง ซึ่งโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการมีการกล่าวถึงจำนวนมาก แต่ก็ยังไม่สามารถสรุปได้ว่าสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะต้องมีสัดส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่าใดจึงจะเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับหุ้นที่ได้จดทะเบียนได้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยการศึกษาครั้งนี้เลือกศึกษาในสัดส่วนความเหมาะสมของโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ด้านหนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว หนี้สินรวมที่มีต่อสินทรัพย์ ซึ่งถือเป็นเครื่องมือที่ช่วยเป็นแนวทางในการตัดสินใจวางแผนการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในหรือเงินทุนจากแหล่งภายนอกเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดและเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller กล่าวว่า การจัดหาเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ภายใต้สมมติฐาน 6 ประการ ได้แก่ ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีค่าภาษี ไม่มีต้นทุนของการล้มละลาย ผู้ลงทุนสามารถกู้เงินได้อัตราดอกเบี้ยเดียวกันกับกิจการ ผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในอนาคตเช่นเดียวกับที่กิจการมีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินไม่มีผลกระทบต่อกำไรหรือผลขาดทุนก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (EBIT) ต่อมาได้มีการพัฒนาทฤษฎีโดยมีการยกเลิกสมมติฐานในเรื่องไม่มีค่าภาษีออกไปและนำดอกเบี้ยจ่ายมาเป็นค่าใช้จ่ายในการหักลดภาษีได้เพื่อในความเป็นจริงในทางปฏิบัติมากขึ้นทำให้การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มีต้นทุนที่ต่ำลง ดังนั้นยิ่งอัตราภาษียิ่งสูงยิ่งได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น (Modigliani & Miller, 1963)

ทฤษฎีตัวแทน

ทฤษฎีนี้เสนอโดย Meckling & Jensen (1976) โดยได้นำเสนอต้นทุนของตัวแทน ซึ่งกล่าวถึง 2 ประเภท ได้แก่ 1) Agency Cost of Debt หมายถึง ปัญหาเกี่ยวกับการออกหนี้สินใหม่เพิ่มขึ้น ซึ่งปัญหา Agency Cost of Debt มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นตามอัตราส่วนหนี้สินที่มากขึ้น 2) Agency Cost of External Equity หมายถึง ปัญหาที่เกิดจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทำให้ผู้ถือหุ้นภายนอกเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นร่วม ซึ่งเกิดปัญหา Agency Cost of External Equity จะสูงขึ้นหากเปอร์เซ็นต์อัตราส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นภายนอกมี

มากขึ้น ดังนั้นถ้าใช้เงินทุนจากเจ้าหนี้เพิ่มขึ้นก็ทำให้เกิดปัญหา Agency Cost of Debt เพิ่มขึ้น แต่หากออกหุ้นสามัญใหม่ บุคคลภายนอกเพิ่มขึ้น ก็ทำให้เกิดปัญหา Agency Cost of External Equity ซึ่งจะมีจุดที่เหมาะสมระหว่างการกู้ยืมเงินและการออกหุ้นสามัญที่จะทำให้ Total Agency Costs ต่ำที่สุด

การพัฒนาสมมติฐาน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET 100 โดยในแต่ละปีจะมีการจำแนกเป็น 2 ช่วงในการจัดอันดับดัชนีราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ ช่วงแรก วันที่ 1 มกราคม ถึง 30 มิถุนายน และช่วงที่สอง วันที่ 1 กรกฎาคม ถึง 31 ธันวาคม ของทุกปี ซึ่งดัชนี SET 100 เป็นดัชนีที่สะท้อนความเคลื่อนไหวของราคากลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ที่มีสภาพคล่องสูงที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 100 หลักทรัพย์ ซึ่งให้น้ำหนักหลักทรัพย์ในดัชนีตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ในขณะที่กลุ่มดัชนีและเป็นกลุ่มดัชนีที่ให้น้ำหนักหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free float) ของแต่ละหลักทรัพย์เพิ่มเติมจากการให้น้ำหนักตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด เพื่อให้ให้น้ำหนักของหลักทรัพย์สะท้อนถึงความสามารถในการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

โครงสร้างเงินทุน เป็นสิ่งสำคัญในการรายงานทางการเงินของบริษัท การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเป็นสิ่งสำคัญเกิดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้รับผลกระทบโดยตรงจากการตัดสินใจ ดังนั้นจึงต้องให้ความสำคัญเกี่ยวกับการตัดสินใจทางด้านเงินทุน โครงสร้างเงินทุนเป็นแหล่งเงินทุนทั้งหมดของกิจการทั้งเงินทุนระยะสั้นและเงินทุนระยะยาว ซึ่งการจัดหาเงินทุนเป็นหน้าที่สำคัญของคณะกรรมการบริหาร การจัดหาเงินทุนเพื่อให้บริษัทได้รับผลตอบแทนสูงสุด ลดค่าใช้จ่าย การจัดหาแหล่งเงินทุนจึงมีต้นทุนทางการเงินด้วยกัน โดยเฉพาะต้นทุนเงินทุนที่มาจาก การก่อหนี้สิน โดยโครงสร้างเงินทุนของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกันตามลักษณะการดำเนินงานของกิจการนั้น ซึ่งโครงสร้างเงินทุนเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงินส่วนประกอบของแหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการว่าเป็นหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนเท่าใด การบริหารจัดการเงินลงทุนระยะสั้นเป็นการบริหารสภาพคล่องของกิจการ แต่การบริหารจัดการเงินลงทุนระยะยาวจำเป็นต้องอาศัยระยะเวลาในการสร้างกำไร ซึ่งผู้บริหารต้องตัดสินใจในการวางแผนใช้เงินลงทุนให้เหมาะสมการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ ถึงแม้การได้มาซึ่งเงินลงทุนจากการก่อหนี้จะมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำกว่า เงินลงทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น หากมีการก่อหนี้มากเกินไปจะเกิดความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งส่งผลกระทบต่อการล้มละลายได้

ผลการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวชี้วัดผลของความสำเร็จและเป็นตัวสะท้อนถึงมูลค่าทางการตลาด โดยกิจการที่ประสบความสำเร็จจะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดีและสามารถสร้างมูลค่ากิจการให้กับผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งตัวชี้วัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวคิดทั้งที่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานด้านการเงินและไม่ใช้การเงิน (Butsalee & Sincharoonsak, 2020) สรุปได้ว่า ผลการดำเนินงานทางด้านบัญชี เป็นการวัดผลการดำเนินงานจากข้อมูลในงบการเงินและเป็นข้อมูลที่เป็นตัวเลข นำมาวิเคราะห์เพื่อป้องกันถึงผลสำเร็จของกิจการ เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และผลการดำเนินงานทางด้านการตลาด เป็นการวัดผลการดำเนินงานเป็นการคาดการณ์ความสามารถในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนและมูลค่ากิจการ ซึ่งตัวชี้วัดค่าผลการดำเนินงานวัดค่าจาก Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ของกิจการ สำหรับการศึกษาครั้งนี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ 2 มุมมองคือ ผลการดำเนินงานด้านบัญชีโดยใช้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งเป็นการวัดถึงโครงสร้างเงินทุน ซึ่งจากงานวิจัยของ Khuong et al. (2020) กล่าวว่า ตัวชี้วัดนี้บ่งบอกถึงความสำเร็จของการดำเนินงานและการเติบโตของกิจการในอนาคต ดังนั้นการศึกษานี้จึงเลือกตัวชี้วัดนี้เพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ

จากงานวิจัยในอดีตได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุน ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ ซึ่งโครงสร้างเงินทุนเหมาะสมในจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์จากการก่อหนี้กับต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน โดยเน้นไปที่ผลกระทบของภาษีและต้นทุนการล้มละลายที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยกิจการที่เลือกโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้หมายความว่ากิจการจะต้องแบกรับภาระต้นทุนการล้มละลายจากดอกเบี้ยที่เกิดขึ้น แต่กิจการสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นนั้นมาใช้ประโยชน์ในเรื่องของภาษีในขณะเดียวกันถ้ากิจการเลือกโครงสร้างเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะทำให้กิจการไม่ต้องแบกรับภาระต้นทุนการล้มละลายจากการจ่ายดอกเบี้ย แต่กิจการจะได้รับผลกระทบของภาษีอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้เช่นเดียวกัน (Leland & Toft, 1996)

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 จากงานวิจัยของ ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จึงสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปุณชญา ปัทมกชกร (2562) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่พิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทน จากส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย และคณะ (2563) พบว่า โครงสร้างเงินทุนพิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ จากการทบทวนวรรณกรรมจึงได้สมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 1 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 จากงานวิจัยของ Raihandika & Sudrajad (2025) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน พบว่า กำหนดโครงสร้างเงินทุน คือ หนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับงานวิจัยของ Noohuang & Pongsupatt (2021) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้สิน ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากการทบทวนวรรณกรรมจึงได้สมมติฐานดังนี้

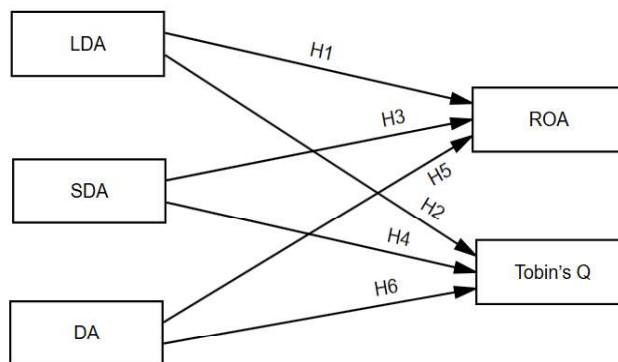
สมมติฐานที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 จากงานวิจัยของ Hasan et al. (2014) ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท กรณีศึกษาจากประเทศบังคลาเทศ เก็บรวบรวมข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์ธากา (DSE) ตัวแปรที่วัดผลการดำเนินงานมี 4 ตัว ได้แก่ กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share) อัตราส่วนผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์ และอัตราส่วนระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์ เป็นตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ ได้แก่ อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Ratio) ประกอบด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-term Debt Ratio) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-term Debt Ratio) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt Ratio) จากการทบทวนวรรณกรรมจึงได้สมมติฐานดังนี้

สมมติฐานที่ 5 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

สมมติฐานที่ 6 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากภาพที่ 1 LDA แทน อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม SDA แทน อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม DA แทน อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (ROA) แทน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ Tobin's Q แทน มูลค่าของกิจการ

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 100 จำนวน 100 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 100 ยกเว้นบริษัทฯ ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน และบริษัทฯ ที่มีข้อมูลไม่ครบ จึงเหลือจำนวนบริษัททั้งหมด จำนวน 81 บริษัท โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่ พ.ศ. 2563 ถึง 2565 จำนวน 243 firm-year (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ดังในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET 100 ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง 2565

รายการ	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET	100
หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน	16
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	13
จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น	81

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ระหว่างปี 2563 ถึง 2565 ประชากรแยกตามอุตสาหกรรม จำนวน 81 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง 2565 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบแสดงรายการ 56-1 งบการเงิน และหมายเหตุประกอบงบการเงิน

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษานี้คือ การคำนวณทางสถิติเพื่อใช้วัดอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย ตัวแปรแฝง ได้ทั้งสิ้น 5

ตัวแปร อัตราส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ โดยใช้การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง และรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี และรายงานประจำปี

ความหมายตัวแปรและการวัดค่า

โครงสร้างเงินทุน คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ผลการดำเนินงาน (Firm Performance) คือ ผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานและความสำเร็จขององค์กร อันนำไปสู่การสร้าง ความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Khuong et al., 2019) งานวิจัยนี้วัดผลการดำเนินงานใน 2 มุมมอง คือ

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม คือ ผลการดำเนินงานด้านบัญชีวัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม โดยยังมีค่าสูงแสดงให้เห็นว่ากิจการมีผลการดำเนินงานดีเพราะสามารถใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนได้สูง

2. มูลค่ากิจการ คือ ผลการดำเนินงานด้านตลาดวัดด้วย (มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี บวก หนี้สินทั้งหมดของบริษัท) หารด้วยสินทรัพย์รวมโดยค่า Tobin's Q หากมีค่ามากกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีผลการดำเนินงานดี ซึ่งสะท้อนถึงการบริหารงานเพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนจากการลงทุนได้มากกว่าต้นทุนของเงินทุน จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการของกิจการสูงขึ้น แต่หากมีค่าน้อยกว่า 1 แสดงว่ากิจการมีผลการดำเนินงานไม่ดีและไม่สามารถใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนได้คุ้มค่า

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน คือ 1) การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานและการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยนำมาใช้ในการอธิบายหรือบรรยายผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) และ 2) การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการใช้การวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) เพื่อวิเคราะห์หาอิทธิพลของตัวแปรแต่ละตัวแปรและเพื่อหาว่าอะไรเป็นสาเหตุของผลที่เกิดขึ้นซึ่งเป็นการวิเคราะห์เชิงเหตุผล ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความน่าจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางด้วยโปรแกรม AMOS

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ผลการแสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการนำเสนอ ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	2563		2564		2565		รวม	
	\bar{x}	S.D.	\bar{x}	S.D.	\bar{x}	S.D.	\bar{x}	S.D.
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	.37	2.56	.32	.23	.28	.38	.33	2.24
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	.28	1.28	.19	.12	.53	.32	.34	2.26

ตัวแปร	2563		2564		2565		รวม	
	\bar{x}	S.D.	\bar{x}	S.D.	\bar{x}	S.D.	\bar{x}	S.D.
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	.31	1.35	.24	1.28	.36	1.23	.32	.45
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม	.27	2.21	.34	.13	.21	.21	.35	.15
มูลค่ากิจการ	.22	2.02	.25	.04	.24	.19	.24	.24

จากตารางที่ 2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนฯ กลุ่ม SET100 มีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยประมาณ .33 หรือ ร้อยละ 33 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยประมาณ .34 หรือ ร้อยละ 34 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DA) เฉลี่ยประมาณ .32 หรือ ร้อยละ 32 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม เฉลี่ยประมาณ .35 หรือ ร้อยละ 35 และอัตราส่วนมูลค่ากิจการ เท่ากับ .24 เท่า จึงแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีผลการดำเนินงานดีและมีการใช้สินทรัพย์เพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ

	LDA	SDA	DA	ROA	Tobin's Q
LDA	1				
SDA	.282*	1			
DA	.312*	.310*	1		
ROA	.367*	.343*	.222*	1	
Tobin's Q	.326*	.263*	.257*	.336*	1

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 3 เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 1 แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม 1 และความสัมพัทธ์ระหว่างตัวแปรทุกคู่มีค่าความสัมพันธ์ไม่เกินเกณฑ์มาตรฐานที่กำหนด ทำให้ไม่เกิดสภาวะ Multicollinearity (Kline, 2015) ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์ระหว่างกันสูงเกินไปผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน

ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของตัวแปรในแบบจำลองโครงสร้างเพื่อหาขนาดอิทธิพลที่ปรากฏในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นและทำการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลอง (Goodness of Fit Measures) เพื่อศึกษาภาพรวมของแบบจำลองว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

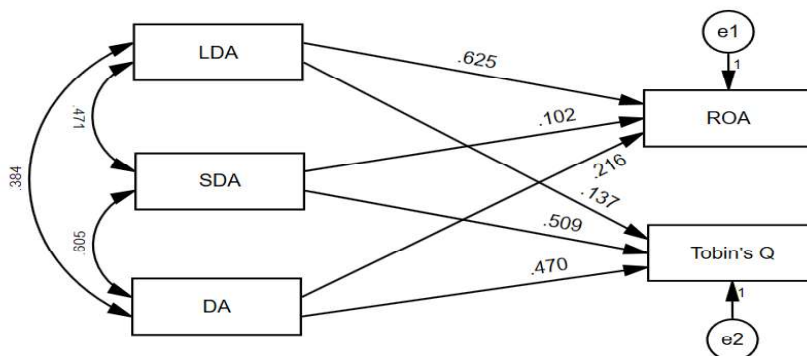
จากการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า ค่าสถิติและเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองผ่านเกณฑ์แสดงว่าแบบจำลองสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ตารางที่ 4 ผลลัพธ์ของแบบจำลองสมการโครงสร้างสมการ

Measure	Threshold	Initial Model		Final Model	
		Estimate	Interpretation	Estimate	Interpretation
CMIN	-	456.322	-	416.201	-
CMIN/DF	Between 1 and 3	2.661	Excellent	2.874	Excellent
CFI	> .95	.932	Need More DF	.961	Acceptable
GFI	> .95	.927	Excellent	.958	Excellent
AGFI	> .95	.945	Excellent	.966	Excellent
SRMR	> .08	.034	Excellent	.049	Excellent
RMSEA	> .05	.041	Excellent	.021	Excellent

จากตารางที่ 4 พบว่า การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง การวิเคราะห์ SEM ได้ดำเนินการเพื่อตรวจสอบโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ ผลลัพธ์สุดท้ายแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ $\chi^2 = 416.201$ CMIN/DF = 2.874 CFI = .961 GFI = .958 AGFI = .966 SRMR = .049 RMSEA = .021 สรุปได้ว่าแบบจำลองสมการโครงสร้างของโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ผลลัพธ์ของแบบจำลองสมการโครงสร้างให้เห็นผลกระทบของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ดังแสดงในภาพที่ 2

ผลการวิเคราะห์การตรวจสอบข้อมูลการวิเคราะห์โมเดลตามสมมติฐานการวิจัย พบว่า โมเดลตามสมมติฐานมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์โดยค่า CMIN-p = 416.201 ค่า CMIN/df = 2.874 ค่า GFI = .958 ค่า CFI = .961 ค่า AGFI = .966 RMSEA = .021 ซึ่งผ่านเกณฑ์ทุกค่า (Myrden & Kelloway, 2015)



ภาพที่ 2 เส้นทางการสัมพันธ์ของโมเดลที่มีอิทธิพลและไม่มีอิทธิพล

หมายเหตุ: \longrightarrow ความสัมพันธ์มีความสำคัญทางสถิติ

การตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พบว่า ค่าสถิติและเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลอง และผลจากการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแบบความสัมพันธ์ ดังนี้

ผลจากการวิเคราะห์อิทธิพลของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ .625 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ .137 อัตราส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ .102 อัตราส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ .470

.509 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ .216 และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ .470

ผลการคำนวณอิทธิพลทางตรง

จากโมเดลเส้นทางความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ผ่านการตกแต่งหรือปรับโมเดลแล้วพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีความสัมพันธ์ที่ดีที่สุดแล้ว จึงนำโมเดลความสัมพันธ์ดังกล่าวมาหาอิทธิพลทางตรง (Direct Effect: DE) ได้ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่า Standardized Direct Effects, Indirect Effects

Hypotheses	Path Relationship	DE	t	p
H1	LDA ---> ROA	.625	1.678	.031
H2	LDA ---> Tobin's Q	.137	1.347	.015
H3	SDA ---> ROA	.102	2.387	.022
H4	SDA ---> Tobin's Q	.509	2.341	.021
H5	DA ---> ROA	.216	4.267	.025
H6	DA ---> Tobin's Q	.470	3.327	.001

*P < .05, DE = Direct Effect

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ ซึ่งโครงสร้างเงินทุนที่พิจารณาอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงว่ายิ่งกิจการมีหนี้สินระยะยาวมากกว่าสินทรัพย์รวมเท่าไรจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่กิจการและผู้ถือหุ้นได้รับลดน้อยลง คือ กิจการมีหนี้สินระยะยาวมากเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ การกู้ยืมเงินระยะยาวจากแหล่งเงินทุนภายนอกไม่สามารถสร้างผลตอบแทนและชดเชยความเสี่ยงได้ตามที่กิจการคาดหวัง แต่อัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ahmed & Afza (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานภายใต้ตลาดที่มีการแข่งขันสูงของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ โดยได้กำหนดโครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนหนี้สินรวม คือ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว คือ หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งความสัมพันธ์นี้ชี้ให้เห็นว่ากิจการอาจจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ซึ่งมีค่าใช้จ่ายสูง มูลค่าของกิจการจะลดลงเมื่อกิจการก่อหนี้ กิจการควรให้ความสำคัญกับการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก แสดงถึงมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ การวัดผลการดำเนินงานโดยวัดมูลค่ากิจการบ่งชี้ให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของการก่อหนี้ทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นกิจการยังมีสภาพคล่องที่สามารถมีเงินสดชำระหนี้ได้อย่างเหมาะสม และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Fekadu (2020) ศึกษาความสัมพันธ์ของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อความสามารถทำกำไรของกิจการรับเหมาก่อสร้างในประเทศเอธิโอเปีย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุนประกอบไปด้วยหนี้สินรวมคือหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หนี้สินรวมคือหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และความสามารถทำกำไร วัดโดยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่ากิจการมีความสามารถในการทำกำไรจากการก่อหนี้ อย่างไรก็ตามโครงสร้างเงินทุนที่วัดจากหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในอัตราต่ำอาจมีผลกำไรมากกว่ากิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมในอัตราสูงเพราะไม่จำเป็นต้องหาเงินทุนจากการก่อหนี้

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ จากงานวิจัยของ Ahmed & Afza (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานภายใต้ตลาดที่มีการแข่งขันสูงของกิจการในตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น คือ หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และผลการดำเนินงานวัดโดยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ พบว่า ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีผลในทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าการก่อหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ผลการดำเนินงานที่วัดโดยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลง ส่วนการวัดผลการดำเนินงานในรูปแบบวัดมูลค่ากิจการพบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Priyan et al. (2024) ได้ศึกษาอิทธิพลของการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างสินทรัพย์ต่อผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แอฟริกาตะวันออก พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยผลการดำเนินงานสะท้อนให้เห็นประสิทธิภาพของการกำหนดทรัพยากรที่ควรลงทุนและถูกบริหารจัดการอย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิภาพที่ใช้ทรัพยากรที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด สอดคล้องกับงานวิจัยของ พุทธิมน เพชรคง และภวิธ ยูพารณ (2562) ศึกษาความสัมพันธ์โครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร คือ การก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาวะภาษีที่ลดลงทำให้ภาระทางการเงินลดลงส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นเมื่อกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่าภาระต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจึงทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง ซึ่งจากงานวิจัยของ Wongtanasarasin & Chancharat (2021) ศึกษาบทบาทของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บทบาทของโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมส่งผลในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลในเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยเช่นกัน ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับอัตราส่วนกำไรต่อหุ้น พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลต่ออัตราส่วนกำไรต่อหุ้นส่วนขนาดของกิจการส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ จากงานวิจัยของ Mathur et al. (2021) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและโครงสร้างเงินทุนของกิจการกลุ่มเภสัชกรรมในตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ในอินเดีย โดยกำหนดให้โครงสร้างเงินทุนประกอบไปด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวม คือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นคือหนี้ระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวคือหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ คือ กำไรสุทธิหลังภาษีต่อสินทรัพย์รวม และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) คือมูลค่าตลาดของกิจการต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ พบว่า โครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ เห็นได้ว่าการใช้ประโยชน์จากการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สูงอาจส่งผลเสียต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ในส่วนของมูลค่ากิจการ โครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนหนี้สินรวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้กิจการสามารถหาเงินสดหมุนเวียนเพียงพอในการชำระหนี้ได้ทันเวลาการใช้เงินลงทุนจากการก่อหนี้เป็นสัญญาณที่เชื่อถือได้สำหรับนักลงทุน นักลงทุนจะมองว่ามูลค่าหุ้นนั้นต่ำกว่าความเป็นจริงดังนั้นนักลงทุนจึงจะซื้อหุ้นของกิจการที่มีการใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อเห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้สูง ซึ่งเป็นพื้นฐานการวิเคราะห์ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ การเพิ่มขึ้นของความสามารถในการชำระหนี้ทำให้ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนจึงชอบที่จะลงทุนในกิจการลักษณะนี้เพื่อผลตอบแทนที่ดี

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

1. โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ แสดงว่ากิจการมีการจัดการหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้ แม้ว่าหนี้สินระยะยาวจะไม่กระทบต่อสภาพคล่องในปัจจุบันของกิจการเหมือนกับหนี้สินระยะสั้นเพราะยังไม่ถึงกำหนดชำระหนี้และก่อให้เกิดผลประโยชน์ทางด้านภาษี แต่ผู้บริหารต้องมีการบริหารจัดการและมีความรอบคอบในการก่อหนี้สินระยะยาว โดยวางแผนให้สอดคล้องกับโครงการเงินทุนของกิจการเพื่อสร้างความน่าเชื่อถือกับกิจการ

2. โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ ดังนั้นในความสัมพันธ์จะเป็นประโยชน์สำหรับผู้ที่เกี่ยวข้องในการนำโครงสร้างเงินทุนไปทำการวิเคราะห์ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนสินทรัพย์และมูลค่ากิจการ เพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงสุดให้กับกิจการต่อไป

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ควรมีการเก็บรวบรวมข้อมูลเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ประกอบกับสภาวะทางเศรษฐกิจในแต่ละปีมีผลต่อการวัดมูลค่าทางการบัญชีและกิจการและสามารถใช้อัตราส่วนเพิ่ม เช่น อัตราส่วนสภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สืบค้นเมื่อ 30 มีนาคม 2566 จาก <http://www.set.or.th/th/company/companylist.html>
- ธนวันต์ มุสิกกุล. (2560). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และศิริเดช คำสุพรหม. (2563). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 34(112), 140-161.
- ปณณญา ปัทมกษกร. (2562). ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ผกามาศ บุตรสาส์ และฐิตาภรณ์ สินจรรย์ศักดิ์. (2563). ทูทางปัญญาเครื่องมือวัดมูลค่ากิจการ. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยราชภัฏบุรีรัมย์*, 12(1), 127-141.
- พุทธิมน เพชรคง และกวีต ยุพาภรณ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารสหวิชาชีพบัญชี*, 1(3), 63-80
- Ahmed, N. & Afza, T. (2019). Capital structure, competitive intensity and firm performance: evidence from Pakistan. *Journal of Advances in Management Research*, 16(5), 796-813.
- Arhinful, R. & Radmehr, M. (2023). The effect of financial leverage on financial performance: evidence from non financial institutions listed on the Tokyo stock market, *Journal of Capital Markets Studies*, 7(1), 53-71. <https://org/10.1108/JCMS-10-2022-0038>.
- Al-Haddad, L., Al-Qudah, A., Al-Qudah, N., & Siam, W. Z. (2024). Does capital structure matter evidence from family-owned firms in Jordan. *Journal of Family Business Management*, 14(1), 64-76.
- Ayaz, M., Farhan, N., & Adnan, A. (2021). An empirical investigation on the impact of capital structure on firm performance: evidence from Malaysia. *Managerial Finance*, 47(8), 1107-1127.
- Butsalee, P. & Sincharoonsak, T. (2020). Intellectual capital as an enterprise value measurement. *Academic Journal of Buriram Rajabhat University*, 12(1), 127-141.

- Chandra, T., Gunawan, E., & Wijaya, E. (2022). The impact of co-structure of capital profitability and corporate growth opportunities on stock exchange in Indonesia, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(2), 246-269.
- Fekadu, A. W. (2020). Impacts of capital structure profitability of construction companies in Ethiopia. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 25(3), 371-386.
- Hasan, B., Ahsan, A. F. M. M., Rahaman, M. A., & Alam, M. N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184-194.
- Kline, R. B. (2015). *Principles and practice of structural equation modeling*. (4th ed.). The Guilford Press.
- Khuong, N. V., Khanh, T. H. T., & Liem, N. T. (2020). Earnings management and cash holdings: evidence from energy firms in Vietnam. *Journal of International Studies*, 13(1), 247-261.
- Khuong, N. V., & Liem, N. T. (2019). The relationship between real earnings management and firm performance: The Case of Energy Firms in Vietnam. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(2), 307-314.
- Leland, H. E. & Toft, K. B. (1996). Optimal capital structure endogenous bankruptcy and the term structure of credit spreads. *Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Mathur, N., Kaur, H., & Singh, R. (2021). Capital structure competitive intensity and firm performance: an analysis of Indian pharmaceutical companies. *Journal of Managerial Finance*, 47(9), 1357-1382.
- Meckling, W. H. & Jensen, M. C. (1976). Theory of the firm. managerial behavior managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *Journal of The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myrden, S. & Kelloway, K. (2015). Young workers perception of brand image: main and moderating effects. *Journal of Organizational Effectiveness: People and Performance*, 2(3), 267-281.
- Noohuang, J. & Pongsupatt, A. (2021). Factors affecting capital structure of listed companies in the stock exchange of Thailand 100 INDEX (SET 100). *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 16-29.
- Priyan, P. K., Vasanth, V., & Krishnan, K. (2024). Firm's capital structure decisions, asset structure, and firm's performance: application of the generalized method of moments approach. *Journal of PSU Research Review*, 8(3), 813-827.
- Raihandika, A. B., & Sudrajad, O. Y. (2025). Determining the optimal capital structure of PT. Waskita Karya Tbk (Persero). *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(6), 1271-1283.
- Wongtanasarasasin, W. & Chancharat, N. (2021). The Role of capital structure on financial performance: an empirical study of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 1-15.