ISSN: 3027-8414 (Online)

วารสารนวัตกรรมสังคมและการเรียนรู้ตลอดชีวิต ปีที่ 20 ฉบับที่ 1 มกราคม – เมษายน 2569

Journal of Social Innovation and Lifelong Learning Volume 20 Number 1 January – April 2026

ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

Causal factors affecting the operational performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand: Agro and Food Industry sector

พลกฤต รักจุล*, มัณฑนา เลิศตระกูลพนา, อรวรรณ เชื้อเมืองพาน

Ponkrit Rakjul*, Mantana Lerttrakoonpana, Orawon Chuamaungphan

หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย

เลขที่ 80 หมู่ 9 ตำบลบ้านดู่ อำเภอเมือง จังหวัดเชียงราย รหัสไปรษณีย์ 57100

School of Accounting, Chiang Rai Rajabhat University

No. 80, Moo 9, Ban Du Sub-district, Mueang Chiang Rai District, Chiang Rai Province, 57100

Thailand

***รับบทความ**: 3 ธันวาคม 2568* ***ปรับปรุงบทความ**: 22 เมษายน 2569* ***ตอบรับตีพิมพ์บทความ**: 28 เมษายน 2569*

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินที่มีต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2565–2567 จำนวน 83 บริษัท รวม 152 หน่วยตัวอย่าง รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1 One Report) และระบบฐานข้อมูล SETSMART วิเคราะห์ข้อมูลด้วยโมเดลสมการโครงสร้างผ่านโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป ผลการวิจัยพบว่า โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์อยู่ในเกณฑ์ดี (ค่า Chi-Square (χ^2) เท่ากับ 10.24 ค่าองศาอิสระ(df) = 7 ค่า p-value เท่ากับ 0.18 มีค่ามากกว่า 0.05 ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์ (χ^2/df) เท่ากับ 1.46 มีค่าน้อยกว่า 2 ค่าดัชนี GFI เท่ากับ 0.98 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี AGFI = 0.94 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี CFI เท่ากับ 0.99 มีค่ามากกว่า 0.90 และค่าดัชนี RMSEA เท่ากับ 0.06 มีค่ามากกว่า

* ผู้ประพันธ์บรรณกิจ

อีเมล: Ponkrit.ra@gmail.com

0.05) ผลการทดสอบสมมติฐานพบว่า (1) โครงสร้างการเงินมีผลต่อผลตอบแทนของผู้บริหาร (β = 0.30, p < 0.01) (2) โครงสร้างทางการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (β = -0.33, p < 0.01) (3) ผลตอบแทนของผู้บริหารมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน (β = 0.14, p < 0.01) (4) โครงสร้างการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหาร (β = 0.11, p < 0.01) ผลการวิเคราะห์ชี้ให้เห็นว่าการกำหนดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมช่วยเสริมแรงจูงใจผู้บริหารให้สร้างผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น และเป็นแนวทางในการบูรณาการนโยบายการเงินเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืน

คำสำคัญ

โครงสร้างทางการเงิน, ผลตอบแทนของผู้บริหาร, ผลการดำเนินงานด้านการเงิน

***Received**: December 3, 2025* ***Revised**: April 22, 2026* ***Accepted**: April 28, 2026*

Abstract

The objective of this research is to investigate the impact of capital structure on financial performance, mediated by executive compensation, among companies in the Agro & Food Industry sector listed on the Stock Exchange of Thailand from 2022 to 2024. The sample consists of 83 listed companies, providing a total of 152 observations. Secondary data were collected from annual registration statements (Form 56-1 One Report) and the SETSMART database. Data analysis was conducted using Structural Equation Modeling (SEM). The results indicate that the structural model demonstrates a good fit with empirical data (**Chi-Square (χ^2)** = 10.24, df = 7, p = 0.18, **Chi-Square (χ^2)** /df = 1.46, GFI = 0.98, AGFI = 0.94, CFI = 0.99, RMSEA = 0.06). Hypothesis testing revealed that: (1) capital structure has a significant positive effect on executive compensation (β = 0.30, p < 0.01); (2) capital structure has a significant negative effect on financial performance (β = -0.33, p < 0.01); (3) executive compensation has a significant positive effect on financial performance (β = 0.14, p < 0.01); and (4) capital structure significantly influences financial performance through executive compensation (β = 0.11, p < 0.01$). These findings suggest that establishing an optimal capital structure can enhance managerial incentives, leading to improved operational performance and providing a strategic framework for integrating financial policies to achieve sustainable firm value.

Keywords

Financial Structure, Compensation for executives, Financial Performance

บทนำ (Introduction)

การตัดสินใจด้านการเงินที่สำคัญที่สุดสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ การกำหนดโครงสร้างทางการเงินหรือสัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น (จิราวัฒน์ แสงเป๋า และคณะ, 2025; อัศวเทพ อากาศวิภาต และสุจินดา เจียมศรีพงษ์, 2022) ซึ่งเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม การค้นพบความสัมพันธ์เชิงประจักษ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินกับผลการดำเนินงานทางการเงินยังคงมีความหลากหลายและไม่มีข้อสรุปที่เป็นเอกฉันท์ในบริบทสากล (John-Akamelu et al, 2025; Claudia Burz et al, 2024) โดยงานวิจัยบางส่วนชี้ให้เห็นถึงประโยชน์ของภาษีจากการก่อหนี้ ขณะที่บางส่วนเน้นย้ำถึงต้นทุนตัวแทนและภาวะล้มละลาย ความขัดแย้งทางวิชาการนี้ชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจไม่ได้เกิดขึ้นในลักษณะโดยตรงเพียงอย่างเดียว แต่มีกลไกเชิงพฤติกรรมซ่อนอยู่ ทำให้เกิดช่องว่างในความรู้ที่ว่ากลไกใดเป็นตัวกลางในการเชื่อมโยงตัวแปรทั้งสองนี้เข้าด้วยกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของบริษัทไทย ในบริบทของธุรกิจกลไกหนึ่งที่ถูกนำมาใช้เพื่อลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่อาจเกิดจากโครงสร้างหนี้ คือ ผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหาร (ณัฐนนท์ ก้อนศิลา และลักษมี งามมีศรี, 2025) ผลตอบแทนของผู้บริหารระดับสูงถูกออกแบบให้มีสัดส่วนของเงินจูงใจแบบผันแปรระยะยาว ซึ่งเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่าของบริษัท (Ahmadu Usman & Ahmad Yahaya, 2024; Nadia Mans-Kemp & Amy Swartz, 2024) การมีหนี้สินสูงจะกระตุ้นให้บริษัทต้องออกแบบผลตอบแทนที่รัดกุมยิ่งขึ้น เพื่อจูงใจให้ผู้บริหารใช้ความระมัดระวังในการบริหารงาน และมุ่งเน้นการสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืนให้แก่ผู้ถือหุ้น (กิตติมา สกุณี และพิธาน แสนภักดี, 2025) โดยเฉพาะการเลือกศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ในช่วงปี 2565 ถึง 2567 มีนัยสำคัญสำคัญ 3 ประการ ซึ่งถือเป็นภาวะเร่งด่วน (Urgency) ที่ส่งผลต่อการอยู่รอดของธุรกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2024) คือ (1) การฟื้นตัวหลังวิกฤตการณ์แพร่ระบาด (2) ความผันผวนของต้นทุนและการเงิน โดยภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นในช่วงปี 2566–2567 กดดันให้บริษัทต้องแบกรับภาระหนี้ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และ (3) การปรับเปลี่ยนสู่ดิจิทัลและนวัตกรรม ท่ามกลางปัจจัยกดดันเหล่านี้ ผลตอบแทนผู้บริหารจึงไม่ใช่เพียงค่าตอบแทนการทำงาน แต่เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญในการดึงดูดและรักษาผู้บริหารที่มีความสามารถในการจัดการวิกฤตเพื่อเปลี่ยนทิศทางโครงสร้างทุนให้กลับมาสร้างกำไรได้อีกครั้ง จากข้อมูลสถิติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ สิ้นปี 2566 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ดังนี้

ปี พ.ศ.	มูลค่า Market Cap (ล้านบาท)	หมายเหตุ / เหตุการณ์สำคัญ
2562	531,000	ช่วงก่อนวิกฤตโควิด-19 ภาคการส่งออกอาหารยังคงเติบโตคงที่
2563	482,000	ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน
2564	615,000	ภาคการส่งออกฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว (V-Shape Recovery) และความต้องการอาหารแปรรูปสูงขึ้น
2565	688,000	ปีเริ่มต้นการศึกษามีการฟื้นตัวเต็มรูปแบบและต้นทุนวัตถุดิบเริ่มผันผวน
2566	642,000	มูลค่าปรับลดลงเล็กน้อยตามสภาวะตลาด แต่ยังคงรักษาฐานมูลค่าระดับสูง
2567	628,000	มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของกลุ่ม AGRO จะมีการปรับตัวลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ประมาณ

(ที่มาของข้อมูลจาก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2567). ค้นเมื่อวันที่ 5 พฤจิกายน 2568 https://www.setsmart.com)

จากข้อมูลสถิติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2567) ณ สิ้นปี 2566 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลงเล็กน้อยตามสภาวะตลาดแต่ยังคงรักษาฐานมูลค่าระดับสูง โดยปี 2567 ถือเป็นปีสิ้นสุดของขอบเขตการศึกษาซึ่งมีความสำคัญอย่างยิ่งในการสะท้อนภาพปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานได้อย่างครอบคลุมทั้งในสภาวะการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจปี 2565 และสภาวะวิกฤตซ้อนทับปี 2567 การศึกษานี้จึงมีความจำเป็นในการวิเคราะห์บทบาทของผลตอบแทนพนักงานและผู้บริหารในฐานะตัวแปรส่งผ่านที่เชื่อมโยงอิทธิพลของอัตราส่วนหนี้สินเข้ากับผลการดำเนินงานด้านการเงิน เพื่อให้ข้อมูลเชิงลึกแก่ผู้บริหารระดับสูงในการออกแบบนโยบายทางการเงินและการจ่ายผลตอบแทนอย่างบูรณาการเพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ

การศึกษานี้จึงมีความจำเป็นอย่างยิ่งในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงกลไกนี้อย่างเป็นระบบ เพื่อยืนยันบทบาทของผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารในฐานะตัวแปรส่งผ่านที่เชื่อมโยงอิทธิพลของอัตราส่วนหนี้สิน (D/E และ D/A) เข้ากับผลการดำเนินงานด้านการเงินวัดด้วยอัตราการเติบโตของ ROA, ROE, และ EPS) ในบริบทเฉพาะของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยเฉพาะการเลือกศึกษาบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ในช่วงปี 2565 ถึง 2567 มีนัยสำคัญสำคัญ 3 ประการ ซึ่งถือเป็นภาวะเร่งด่วน (Urgency) ที่ส่งผลต่อการอยู่รอดของธุรกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567) คือ (1) การฟื้นตัวหลังวิกฤตการณ์ (2)

ความผันผวนของต้นทุนและการเงินซึ่งภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นในช่วงปี 2566-2567 กดดันให้บริษัทต้องแบกรับภาระหนี้ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และ (3) การปรับเปลี่ยนสู่ดิจิทัล ท่ามกลางปัจจัยกดดันเหล่านี้ ผลตอบแทนผู้บริหารจึงไม่ใช่เพียงค่าตอบแทนการทำงาน แต่เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญที่สุดในการดึงดูดและรักษาผู้บริหารที่มีความสามารถในการจัดการวิกฤตเพื่อเปลี่ยนทิศทางโครงสร้างทุนให้กลับมาสร้างกำไรได้อีกครั้งซึ่งจะให้ข้อมูลเชิงลึกที่มีคุณค่าต่อผู้บริหารระดับสูงในการออกแบบนโยบายทางการเงินและการจ่ายผลตอบแทนอย่างบูรณาการ เพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ วัตถุประสงค์ของการวิจัยนี้คือเพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ (Research Objectives)

เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ทบทวนวรรณกรรม (Literature Reviews)

ในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้บูรณาการทฤษฎีทางด้านการเงินและบรรษัทภิบาลเพื่ออธิบายกลไกความสัมพันธ์ของตัวแปร โดยใช้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ตามแนวคิดของ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976) and Jensen, A. R. (1986, 42-88) เป็นรากฐานสำคัญในการอธิบายว่าหนี้สินสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกควบคุมวินัยทางการเงิน ซึ่งบีบให้มีการออกแบบระบบผลตอบแทนที่เหมาะสมเพื่อประสานประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และกระตุ้นให้ผู้บริหารสร้างผลการดำเนินงานที่เป็นเลิศ แนวคิดนี้จึงเป็นที่มาของสมมติฐานที่ 1, 3 และ 4 นอกจากนี้ยังได้นำทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของ Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984) มาอธิบายสมมติฐานที่ 2 โดยระบุว่าการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนภายใต้ปัญหาข้อมูลที่ไม่สมมาตร เป็นเครื่องสะท้อนถึงระดับความสามารถในการทำกำไรและประสิทธิภาพในการบริหารจัดการขององค์กรในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารได้เป็นอย่างดี

นอกจากทฤษฎีข้างต้น ผู้วิจัยยังได้ประยุกต์ใช้ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) ตามแนวคิดของ Ross, S. A. (1977) เพื่อสนับสนุนสมมติฐานที่ 2 และ 4 โดยมองว่าการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินและการกำหนดนโยบายผลตอบแทนผู้บริหารเป็นกลไกในการส่งสัญญาณ ไปยังตลาดทุนเกี่ยวกับศักยภาพและความเชื่อมั่นในมูลค่าอนาคตของบริษัท การใช้เครื่องมือทางการเงินและระบบแรงจูงใจเหล่านี้จึงเปรียบเสมือนตัวกลางในการส่งผ่านข้อมูลความแข็งแกร่งของกิจการไปยังผลการดำเนินงานและมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน การบูรณาการทั้งสามทฤษฎีนี้ช่วยให้เห็นภาพรวมของกลไกเชิงโครงสร้างและพฤติกรรมที่ส่งผลต่อการเติบโตของผลการดำเนินงานในมิติต่าง ๆ อย่างเป็นระบบ และตอบโจทย์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุที่ตั้งไว้ในการศึกษาครั้งนี้

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงิน

โครงสร้างทางการเงิน หมายถึง กลยุทธ์สำคัญทางการเงินที่แสดงถึงสัดส่วนและรูปแบบการจัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวของบริษัท โดยมุ่งเน้นการผสมผสานระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อใช้ในการดำเนินงานและลงทุน (อัศวเทพ อากาศวิภาต และสุจินดา เจียมศรีพงษ์, 2022) แหล่งเงินทุนประกอบด้วยเงินทุนภายใน เช่น กำไรสะสม และเงินทุนภายนอก เช่น การกู้ยืมและการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ (ทิพวรรณ ฤทธิชัย และคณะ, 2024, 17-29) การกำหนดสัดส่วนเงินทุนมีผลกระทบต่อหลายมิติ ทั้งการได้รับประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย การลดต้นทุนเงินทุน และการเพิ่มมูลค่ากิจการ (จิราวัฒน์ แสงเป๋า และคณะ, 2025, 86–107) นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนยังสะท้อนสถานะทางการเงินผ่านตัวชี้วัดสำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (ธนาพร แก้วมา และประเวศ เพ็ญวุฒิกุล, 2023, 219–229) โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนเงินทุน ได้แก่ ขนาดของบริษัทและประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (กัลยา ตันมณี และคณะ, 2024, 137–154) โดยสรุป โครงสร้างทางการเงินเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่สร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีและความเสี่ยงทางการเงิน เพื่อนำไปสู่การจัดการกำไรและสร้างมูลค่าตลาดของกิจการในระยะยาว

สำหรับการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดองค์ประกอบของโครงสร้างทางการเงินตามแนวทางของงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (กัลยา ตันมณี และคณะ, 2024; จิราวัฒน์ แสงเป๋า และคณะ, 2025; ณัฐนนท์ ก้อนศิลา และลักษมี งามมีศรี, 2025; ธัญดา กล่อมสูงเนิน และมัตธิมา กรงเต้น, 2023; นริทธิ บุญศักดิ์ และพรรณทิพย์ อย่างกลั่น, 2025; เนติภูมิ อักษรดี และจิรพงษ์ จันทร์งาม, 2025; ปวีณา แซ่จู และคณะ, 2024; ภัทรมณ สุคนธปฏิภาค, 2023; วริยา สุวภิญโญภาส และดารณี เอื้อชนะจิต, 2023; สุภัตรา ชูสังไชยกุล และคณะ, 2025; อัศวเทพ อากาศวิภาต และสุจินดา เจียมศรีพงษ์, 2022) ดังนี้

1. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หมายถึง การวัดสัดส่วนของเงินทุนทั้งหมดที่บริษัทใช้ในการดำเนินงานซึ่งมาจากหนี้สิน เทียบกับเงินทุนที่มาจากส่วนของเจ้าของ (ผู้ถือหุ้น) โดยใช้ตัวเลขหนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นรวม เป็นตัวชี้วัดหลักในการประเมิน ความเสี่ยงทางการเงิน ของกิจการ หากค่า D/E สูง แสดงว่าบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมสูงกว่าเงินทุนของตนเอง ซึ่งอาจบ่งชี้ถึงความสามารถในการชำระหนี้ในอนาคตที่สูงขึ้น และทำให้เจ้าหนี้หรือนักลงทุนพิจารณาว่าบริษัทมีความเสี่ยงที่สูงขึ้นตามไปด้วย

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ หมายถึง การวัดสัดส่วนของสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัทที่ถูกจัดหามาด้วยการก่อหนี้ โดยใช้ตัวเลขหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมทั้งหมดของกิจการ เป็นตัวชี้วัดที่แสดงให้เห็นว่าเจ้าหนี้มีสิทธิ์เรียกร้องในสินทรัพย์ของบริษัทเป็นสัดส่วนเท่าใดเมื่อเทียบกับมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด หากค่า D/A สูง แสดงว่าสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของบริษัทถูกจัดหามาด้วยการกู้ยืมและเป็นภาระหนี้สิน ซึ่งเป็นการแสดงระดับความเสี่ยงที่บริษัทอาจเผชิญ หากมีปัญหาในการดำเนินงานและต้องมีการชำระบัญชี

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับผลตอบแทนของผู้บริหาร

ผลตอบแทนของผู้บริหาร เป็นกลไกสำคัญในการบริหารทรัพยากรมนุษย์และบรรษัทภิบาล โดยมีจุดมุ่งหมายเพื่อดึงดูด รักษา และสร้างแรงจูงใจให้บุคลากรปฏิบัติงานเพื่อบรรลุเป้าหมายขององค์กร

ผลตอบแทนครอบคลุมทั้งค่าตอบแทนโดยตรง เช่น เงินเดือน โบนัส ค่าคอมมิชชั่น และค่าล่วงเวลา รวมถึงค่าตอบแทนทางอ้อมหรือสวัสดิการ เช่น ประกันสุขภาพ วันลาพักร้อน และประกันสังคม (Zhalfa Putri Elisa et al., 2022; Abdul Rachman, 2024; Isaac Ampong, 2024) สำหรับการบริหารจัดการพนักงานทั่วไป แนวคิดมักอิงทฤษฎีแรงจูงใจและความเป็นธรรมเพื่อให้มั่นใจว่าค่าตอบแทนสามารถจูงใจให้ปฏิบัติงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในขณะที่ผลตอบแทนของผู้บริหารระดับสูงจะให้ความสำคัญกับทฤษฎีตัวแทน โดยมีการออกแบบโครงสร้างผลตอบแทนที่ผสมผสานระหว่างค่าตอบแทนคงที่และค่าตอบแทนผันแปรทั้งระยะสั้นและระยะยาว เช่น หุ้นและสิทธิซื้อหุ้น เพื่อเชื่อมโยงค่าตอบแทนเข้ากับผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่าของบริษัทในระยะยาว การออกแบบในลักษณะนี้ช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ตลอดจนส่งเสริมการตัดสินใจที่รอบคอบและมีความรับผิดชอบต่อองค์กร (จินตนา โสมโสดา และคณะ, 2025; ณัฐนนท์ ก้อนศิลา และลักษมี งามมีศรี, 2025; Mans-Kemp & Swartz, 2024)

ดังนั้น การกำหนดโครงสร้างผลตอบแทนที่เหมาะสมจึงเปรียบเสมือนเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญในการสร้างแรงจูงใจ เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน และสร้างความยั่งยืนให้แก่กิจการ ตลอดจนสนับสนุนการสร้างมูลค่าและผลตอบแทนที่สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว (กิตติมา สกุณี และพิธาน แสนภักดี, 2025; พจนารถ ฤทธิเดช และคณะ, 2021)

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับผลการดำเนินงานด้านการเงิน

ผลการดำเนินงานด้านการเงิน เป็นแนวคิดที่เน้นการประเมินความสำเร็จของกิจการในการใช้และบริหารจัดการทรัพยากรเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ทางการเงิน โดยมีเป้าหมายสูงสุดในการสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว ลักษณะสำคัญของผลการดำเนินงานด้านการเงินคือเป็นแนวคิดหลายมิติที่ไม่สามารถวัดได้ด้วยตัวชี้วัดเพียงตัวเดียว การประเมินจึงมักอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลจากงบการเงินประจำปีและใช้ตัวชี้วัดทางการเงินเป็นเครื่องมือหลัก (รัตนา ศรีนวล และคณะ, 2020; ทิพวรรณ ฤทธิชัย และคณะ, 2024; ภณิตา จามิตร และคณะ, 2024)

ตัวชี้วัดสำคัญครอบคลุมหลายด้าน ได้แก่ ด้านความสามารถในการทำกำไร (เช่น ผลตอบแทนจากสินทรัพย์: ROA, ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น: ROE และอัตรากำไรสุทธิ: Net Profit Margin) ด้านการตลาดและการเติบโต (เช่น ยอดขาย ต้นทุน กำไร และส่วนแบ่งตลาด) และด้านมูลค่าตลาด (เช่น Tobin’s Q) การวัดผลในหลายมิตินี้ช่วยสะท้อนประสิทธิภาพโดยรวมขององค์กร สนับสนุนการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ และช่วยให้องค์กรสามารถปรับปรุงคุณภาพการปฏิบัติงาน ลดต้นทุน และสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืนต่อผู้ถือหุ้นและบุคลากรได้อย่างมีประสิทธิผล (ทิพวรรณ ฤทธิชัย และคณะ, 2024; ประภัสสร กาญจนประโชติ และคณะ, 2017; Lin, 2012)

สำหรับการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดองค์ประกอบของผลการดำเนินงานด้านการเงินโดยมุ่งเน้นที่อัตราการเติบโต เพื่อสะท้อนถึงพัฒนาการและความสามารถในการแข่งขันของบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ตามแนวทางของงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (จิราวัฒน์ แสงเป๋า และคณะ, 2025; ทิพวรรณ ฤทธิชัย และคณะ, 2024; ภณิตา จามิตร และคณะ, 2024; รัตนา ศรีนวล และคณะ, 2020; อริสา นพวงศ์ ณ

อยุธยา และคณะ, 2025; อัศวเทพ อากาศวิภาต และสุจินดา เจียมศรีพงษ์, 2022; อุราภรณ์ รักมิตร และคณะ , 2023) มีองค์ประกอบดังนี้

1. อัตราการโตของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets Growth Rate) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ของกิจการในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนว่าบริษัทมีความสามารถในการ สร้างกำไรสุทธิจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ได้เติบโตขึ้นหรือลดลง อย่างไรเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า (หรือช่วงเวลาก่อนหน้า) อัตราส่วนนี้ใช้ในการประเมินประสิทธิภาพของผู้บริหารในการใช้สินทรัพย์ของบริษัทเพื่อสร้างผลกำไรให้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

2. อัตราการโตของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity Growth Rate) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของกิจการในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนว่าบริษัทมีความสามารถในการ สร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เติบโตขึ้นหรือลดลง อย่างไรเมื่อเทียบกับช่วงเวลาก่อนหน้า อัตราส่วนนี้มีความสำคัญต่อนักลงทุนโดยตรง เนื่องจากแสดงถึงความสามารถในการเพิ่มผลตอบแทนของเงินทุนที่ผู้ถือหุ้นลงทุนไป

3. อัตราการโตของกำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share Growth Rate) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น (EPS) ของกิจการในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง เป็นตัวชี้วัดที่สำคัญที่สุดที่สะท้อนให้เห็นถึง การเติบโตของผลกำไรที่ตกเป็นของผู้ถือหุ้นแต่ละราย เมื่อเทียบกับช่วงเวลาก่อนหน้า โดยกำไรต่อหุ้นที่เติบโตสูงอย่างต่อเนื่องมักเป็นสัญญาณที่ดีต่อราคาหลักทรัพย์และผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารในอนาคต

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเงินมีผลต่อผลตอบแทนของผู้บริหาร

ผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารถือเป็นระบบรางวัลรวมที่องค์กรจัดสรรเพื่อแลกเปลี่ยนกับความสามารถ ความรับผิดชอบ และผลการปฏิบัติงาน โดยประกอบด้วยทั้งค่าตอบแทนทางตรง เช่น เงินเดือน โบนัส ค่าคอมมิชชั่น และค่าตอบแทนทางอ้อมหรือสวัสดิการ เช่น ประกันสุขภาพ การเลื่อนตำแหน่ง และวันลาพักร้อน (Ahmat Tatoya et al., 2025; Isaac Ampong, 2024) เป้าหมายหลักของระบบผลตอบแทนคือการดึงดูดและรักษาบุคลากรที่มีคุณภาพ รวมถึงการสร้างแรงจูงใจให้พนักงานปฏิบัติหน้าที่อย่างเต็มความสามารถเพื่อให้เกิดความพึงพอใจในการทำงานและบรรลุวัตถุประสงค์ขององค์กร (Abdul Rachman, 2024; Madan Kumar Luitel & Krishna Humagain, 2025)

สำหรับผู้บริหารระดับสูง ผลตอบแทนถูกจัดเป็นกลไกสำคัญในการกำกับดูแลกิจการตามทฤษฎีตัวแทน (จินตนา โสมโสดา และคณะ, 2025, 197–219) โดยระบบค่าตอบแทนมักถูกออกแบบให้มีสัดส่วนของเงินจูงใจแบบผันแปรที่ผูกโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงินและการเติบโตของมูลค่ากิจการในระยะยาว (Ahmadu Usman & Ahmad Yahaya, 2024; Mans-Kemp & Swartz, 2024) การกำหนดโครงสร้างทางการเงินที่ประกอบด้วยภาระหนี้สิน จะทำหน้าที่เป็นกลไกควบคุมวินัยทางการเงินที่กดดันให้คณะกรรมการต้องออกแบบนโยบายผลตอบแทนที่เข้มงวดและมีประสิทธิภาพ เพื่อให้ผู้บริหารมีความรับผิดชอบและตระหนักถึงบทบาทของตนในการบริหารจัดการอย่างรอบคอบภายใต้ข้อจำกัดด้านกระแสเงินสด เพื่อสร้างมูลค่าอย่าง

ยั่งยืนแก่ผู้ถือหุ้น (กิตติมา สกุณี และพิธาน แสนภักดี, 2025; ณัฐนนท์ ก้อนศิลา และลักษมี งามมีศรี, 2025) จากความสัมพันธ์ดังกล่าว ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างการเงินมีผลต่อผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหาร

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและผลการดำเนินงานทางการเงินมีความซับซ้อนและแปรผันตามบริบทขององค์กร โดยมีพื้นฐานสำคัญจากทฤษฎีต้นทุนตัวแทน และทฤษฎีสัญญาณ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการมีระดับหนี้สินที่เหมาะสมจะช่วยสร้างระเบียบวินัยในการบริหารจัดการ ลดปัญหาการใช้จ่ายเงินสดส่วนเกินอย่างไร้ประสิทธิภาพ และใช้ประโยชน์จากสิทธิประโยชน์ทางภาษี เพื่อส่งเสริมประสิทธิภาพโดยรวมของบริษัท (Jensen, 1986; Rittberger, 2024) อย่างไรก็ตาม หากบริษัทมีภาระหนี้สินสูงเกินขีดความสามารถ โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่มีความผันผวนของวงจรธุรกิจและราคาวัตถุดิบสูง หนี้สินอาจกลับกลายเป็นภาระต้นทุนทางการเงินที่บั่นทอนความสามารถในการทำกำไรและเพิ่มความเสี่ยงต่อการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ (Lin, 2012, 55–74)

นอกจากนี้ โครงสร้างทางการเงินยังทำหน้าที่เป็นกลไกการกำกับดูแลที่เชื่อมโยงกับพฤติกรรมของผู้บริหาร ซึ่งหากมีการจัดสรรผลตอบแทนที่จูงใจอย่างเหมาะสมภายใต้โครงสร้างทุนที่สมดุล จะช่วยผลักดันให้ผลการดำเนินงานทางการเงินเติบโตได้อย่างยั่งยืนและลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ภายในองค์กร (Core et al., 1999) จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างทางการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของผู้บริหารมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

ระบบผลตอบแทนที่มีประสิทธิภาพทั้งในรูปของตัวเงินและสวัสดิการอื่น ๆ ถือเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญในการดึงดูดและรักษาบุคลากรที่มีศักยภาพ ตลอดจนสร้างแรงจูงใจให้พนักงานทุกระดับปฏิบัติงานได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ (Ampong, 2024; Luitel, M. K., & Humagain, K., 2025; Rachman, 2024) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระดับบริหาร การออกแบบโครงสร้างผลตอบแทนที่เชื่อมโยงกับเป้าหมายระยะยาวไม่เพียงแต่ช่วยกระตุ้นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่แม่นยำ แต่ยังส่งผลเชิงบวกโดยตรงต่อตัวชี้วัดความสำเร็จทางการเงินและการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการอย่างยั่งยืน (Mans-Kemp & Swartz, 2024; Usman & Yahaya, 2024)

ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการจัดการผลตอบแทนที่เหมาะสมและสอดคล้องกับบริบทขององค์กรเป็นปัจจัยเชิงสาเหตุที่สำคัญในการขับเคลื่อนผลการดำเนินงานของบริษัทให้บรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ ผ่านการลดปัญหาตัวแทนและการประสานประโยชน์ร่วมกันระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 3 ผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน

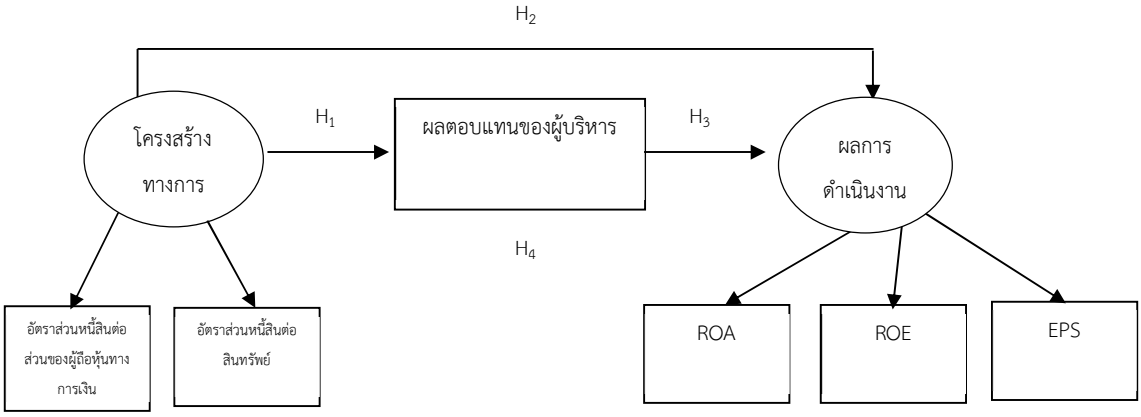
ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหาร

โครงสร้างทางการเงินไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินเพียงทางตรงเท่านั้น แต่ยังส่งผลผ่านกลไกการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมและการสร้างแรงจูงใจของผู้บริหาร (Jensen, 1986; Zhalfa Putri Elisa et al., 2022) โดยการมีภาระหนี้สินในระดับที่เหมาะสมจะทำหน้าที่เป็นกลไกควบคุมวินัยทางการเงินและกระตุ้นให้องค์กรออกแบบระบบผลตอบแทนที่เน้นเงินจูงใจระยะยาว เพื่อผลักดันให้ผู้บริหารบริหารจัดการความเสี่ยงอย่างรอบคอบและมุ่งเน้นการสร้างกำไรเพื่อชำระคืนภาระหนี้สินและดอกเบี้ย

นอกจากนี้ ผลตอบแทนที่จัดสรรอย่างมีประสิทธิภาพยังเป็นปัจจัยสำคัญในการดึงดูดและรักษาบุคลากรที่มีศักยภาพ ซึ่งช่วยยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงานในภาพรวมและนำไปสู่การบรรลุผลตอบแทนทางการเงินที่เป็นเลิศและยั่งยืน (พจนารถ ฤทธิเดช และคณะ, 2021; Luitel, M. K., & Humagain, K., 2025) ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างนี้สะท้อนว่าผลตอบแทนผู้บริหารทำหน้าที่เป็นกลไกกลางในการส่งผ่านอิทธิพลที่เชื่อมโยงระหว่างการตัดสินใจจัดหาเงินทุนไปสู่ความสำเร็จในการดำเนินงานขององค์กร จากเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยดังนี้

สมมติฐานที่ 4 โครงสร้างการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหาร

กรอบแนวคิดงานวิจัย



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีการวิจัย (Research Methodology)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดเก็บข้อมูลแบบพลาแนลดาต้า (Panel Data) ระเวลาตั้งแต่ ปี 2565 – 2567 ข้อมูลย้อนหลัง 3 ปี โดยกลุ่มตัวอย่าง คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ทำให้กลุ่มตัวอย่างมีทั้งสิ้น 83 บริษัท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	2565	2566	2567	รวม
จำนวนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	83	83	83	**249**
จำนวนที่มีข้อมูลครบถ้วนตามตัวแปรที่ต้องการศึกษา	34	56	62	**152**
จำนวนที่ข้อมูลครบไม่สมบูรณ์ตามตัวแปรที่ต้องการศึกษา	49	27	21	**97**
รวม	**83**	**83**	**83**	**249**

ผู้วิจัยรวบรวม ข้อมูลทุติยภูมิ ได้แก่ งบการเงินประจำปี และ มูลค่าหลักทรัพย์ทางการตลาด (MVE) จากเว็บไซต์ www.setsmart.com และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และ รายงานประจำปี จากเว็บไซต์ www.set.or.th โดยมีเกณฑ์การคัดเลือกและขอบเขตการศึกษา คือ ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินที่ ครบถ้วนสมบูรณ์ และมีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลา และเพื่อให้ข้อมูลที่ได้รับสามารถนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้นการศึกษานี้จึงมีบริษัทที่ใช้ทดสอบทั้งหมด 83 บริษัท โดยใช้ข้อมูลทางการเงินระหว่างปี 2565 ถึง 2567

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากเว็บไซต์ www.setsmart.com, www.set.or.th, และ www.sec.or.th ซึ่งเป็นข้อมูล แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และ รายงานประจำปี จะดำเนินการด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูป โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ ทดสอบความสัมพันธ์โครงสร้างระหว่างตัวแปรหลัก 3 ส่วนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	นิยามและการวัดค่าตัวแปร	แหล่งข้อมูล
1. โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure)	**ตัวแปรแฝงที่วัดจาก**	SETSMART
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวม หารด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม	
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม	อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวม หารด้วย สินทรัพย์รวมทั้งหมด	

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

2. ผลตอบแทนของผู้บริหาร (Executive Compensation)	**ตัวแปรแฝงที่วัดจาก**	**56-1 One Report**
ค่าตอบแทนที่เป็นตัวเงินรวม	ค่าลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm: Ln) ของมูลค่ารวมของเงินเดือน โบนัส และค่าตอบแทนอื่นที่เป็นตัวเงินที่จ่ายให้แก่ผู้บริหารระดับสูง เพื่อลดความเบี่ยงเบนของข้อมูล (Skewness)	
3. ผลการดำเนินงานด้านการเงิน (Financial Performance)	**ตัวแปรแฝงที่วัดจาก**	**SETSMART**
อัตราการเติบโตของ ROA	(ROA ปีปัจจุบัน - ROA ปีก่อนหน้า) / ROA ปีก่อนหน้า	
อัตราการเติบโตของ ROE	(ROE ปีปัจจุบัน - ROE ปีก่อนหน้า) / ROE ปีก่อนหน้า	
อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น	(EPS ปีปัจจุบัน - EPS ปีก่อนหน้า) / EPS ปีก่อนหน้า	

จากตารางข้างต้น ผู้วิจัยกำหนดให้ **ผลตอบแทนของผู้บริหาร (EC)** เป็นตัวแปรส่งผ่าน (Mediator Variable) โดยทำการรวบรวมข้อมูลค่าตอบแทนรวมที่ปรากฏในแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1 One Report) และปรับค่าให้อยู่ในรูปลอการิทึมธรรมชาติเพื่อให้ข้อมูลมีคุณสมบัติการแจกแจงแบบปกติ (Normality)

นอกจากนี้ ก่อนการวิเคราะห์ด้วยโมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) ผู้วิจัยได้ดำเนินการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติประกอบด้วย 1) การตรวจสอบและจัดการค่าผิดปกติ (Outliers) 2) การทดสอบความเป็นปกติหลายตัวแปร (Multivariate Normality) 3) การตรวจสอบภาวะร่วมเส้นตรงพหุ (Multicollinearity) โดยค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรวัดต้องไม่เกิน 0.85 และ 4) การตรวจสอบความสมบูรณ์ของข้อมูลเพื่อให้ปราศจากค่าสูญหาย (Missing Data) ซึ่งผลการตรวจสอบพบว่าข้อมูลมีคุณสมบัติครบถ้วนตามข้อตกลงเบื้องต้นทุกประการ

การวิเคราะห์ความตรงเชิงโครงสร้าง (Construct validity) โดยวิธีการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory factor analysis) โดยใช้โปรแกรม AMOS เป็นการตรวจสอบว่าโมเดลการวัดตัวแปรแฝงมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แสดงว่าโมเดลการวัดมีความตรงตัวแปรแฝงมีความเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบความตรงของโมเดล ดังผลการวิเคราะห์ที่แสดงด้วยค่าสถิติและโมเดลจำลองการวัดตัวแปรแฝงแต่ละตัวโดยมีเกณฑ์ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 3 แสดงค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดล พลกฤต รักจุล (2022)

ลำดับ	ค่าดัชนี	เกณฑ์	การพิจารณา
1	ค่าสถิติไคสแควร์ (Chi-square: χ^2)	P > .05	ค่า P มีค่ามากกว่า 0.05 จะแสดงว่าโมเดลมีความเหมาะสม (Goodness of Fit) และสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์
2	ค่าไคสแควร์สัมพันธ์ (χ^2/df)	$\leq$ 3	ค่า CMIN/dfต้องน้อยกว่าหรือเท่ากับ3 และถ้าค่า CMIN/dfยิ่งมีค่าใกล้ 0 มากเท่าไหร่ แสดงว่าโมเดลนั้นยิ่งมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น
3	ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI)	> 0.90	ค่าดัชนี GFI ต้องมากกว่า 0.90 และถ้าค่า GFI ยิ่งมีค่าใกล้ 1 มากเท่าไหร่แสดงว่าโมเดลนั้นยิ่งมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น
4	ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องกลมกลืนที่ปรับแก้แล้ว (Adjusted Goodness of Fit Index: AGFI)	> 0.90	ค่าดัชนี AGFI ต้องมากกว่า 0.90 และถ้าค่า AGFI ยิ่งมีค่าใกล้ 1 มากเท่าไหร่แสดงว่าโมเดลนั้นยิ่งมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากขึ้นเท่านั้น
5	ค่าดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของการประมาณค่าความคลาดเคลื่อน (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA)	< 0.05	ค่าดัชนี RMSEA จะต้องมีค่าต่ำกว่า 0.05 ถ้าค่าดัชนี RMSEA ยิ่งมีค่าใกล้ 0 มากเท่าไหร่แสดงว่าโมเดลนั้นมีค่าความคลาดเคลื่อนยิ่งน้อย โมเดลจึงมีความกลมกลืนสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากยิ่งขึ้น
6	ค่าดัชนีวัดความสอดคล้องกลมกลืนเชิงสัมพัทธ์ (Comparative Fit Index: CFI)	>0.90-0.95	ค่า CFI อยู่ระหว่าง 0 และ 1 และหาค่า CFI มีค่าดัชนี > 0.90 เป็นระดับที่โมเดลอาจถูกยอมรับ

สัญลักษณ์ที่ใช้แทนตัวแปร

ตัวแปรแฝงภายนอก (Exogenous Latent Variable)

FS แทน โครงสร้างการเงิน

ตัวแปรแฝงภายใน (Endogenous Latent Variable)

EC แทน ผลตอบแทนผู้บริหาร

OPR แทน ผลการดำเนินงาน

ตัวแปรสังเกตได้ภายนอก (Exogenous Observed Variable)

DE แทน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทางการเงิน

DA แทน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

ตัวแปรสังเกตได้ภายใน (Endogenous Observed Variable)

ROA แทน ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ROE แทน ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

EPS แทน อัตรากำไรต่อหุ้น

ผลการวิจัย (Results)

ผลการวิเคราะห์การแจกแจงข้อมูลก่อนการวิเคราะห์ตัวแบบสมการโครงสร้าง

การวิเคราะห์นี้เป็นการตรวจสอบการแจกแจงของข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ แต่ละตัวว่ามีการแจกแจงปกติ ซึ่งเป็นข้อตกลงเบื้องต้นก่อนใช้กำการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้าง (SEM) ด้วยวิธีการ Maximum Liklihood ด้วย โปรแกรม AMOS การตรวจสอบการแจกแจงของตัวแปรสังเกตได้ โดยผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ด้วยสถิติพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ซึ่งเป็นตัวแปรสังเกตได้ ของตัวแปรแฝง จำนวน 2 องค์ประกอบ คือ โครงสร้างการเงิน (FS) และผลการดำเนินงาน (OPR) ส่วนตัวแปรผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) ไม่มีตัวแปรสังเกตได้ ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติพรรณนาลักษณะของตัวแปรสังเกตได้

ตัวแปร	n	$\overline{X}$	S.D.	MIN	MAX
FS					
DE	152	0.81	0.69	0.00	3.68
DA	152	0.38	0.18	0.00	0.79
EC	152	47,700,772.33	49,959,749.23	3,322,775.00	253,700,568.00
OPR					
ROA	152	10.02	9.60	-29.29	42.85
ROE	152	11.09	18.50	-138.42	51.61
EPS	152	0.53	2.81	-31.00	7.78

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ของแต่ละตัวแปรดังต่อไปนี้

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทางการเงิน (DE) มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 0.81 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.69 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 0.38 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.18 ผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 47,700,772.33 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 49,959,749.23 ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 10.02 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 9.60 ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล

เท่ากับ 11.09 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 18.50 อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าเฉลี่ยของข้อมูล เท่ากับ 0.53 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 2.81

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้

การวิเคราะห์องค์ประกอบเป็นส่วนหนึ่งของการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงโครงสร้างเพราะเป็นส่วนสำคัญในการสร้างตัวแปรแฝงข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญของการวิเคราะห์องค์ประกอบ คือ ตัวแปรต้องมีความสัมพันธ์กัน ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้โดยพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson’s Product Moment Correlation) ทำให้ได้เมทริกซ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์โมเดลสมการเชิงโครงสร้าง เนื่องจากข้อตกลงเบื้องต้นที่สำคัญของการวิเคราะห์องค์ประกอบ คือ ตัวแปรต้องมีความสัมพันธ์กัน เพื่อวัตถุประสงค์หลักของการวิเคราะห์องค์ประกอบในการรวมกลุ่มของตัวแปรที่สัมพันธ์กัน ซึ่งการตรวจสอบว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมากหรือไม่นั้น ผู้วิจัยใช้ค่าสถิติทดสอบ 2 ค่า คือ Kaiser-Mayer-Olkin Measure of Sampling Adequacy (KMO) และสถิติ Bartlett’s test of sphericity เพื่อทดสอบว่าตัวแปรสังเกตได้ทั้งหมดเป็นเมทริกซ์เอกลักษณ์ (Identity Matrix) หรือไม่ (สุภมาส อังศุโชติ และคณะ, 2554) ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันระหว่างตัวแปรสังเกตได้

	DE	DA	EC	ROA	ROE	EPS
DE	1					
DA	0.726**	1				
EC	0.270**	0.300**	1			
ROA	-0.313**	-0.343**	0.009	1		
ROE	-0.174*	-0.188*	0.036	0.763**	1	
EPS	-0.139	-0.139	0.081	0.215**	0.237**	1
Bartlett’s test of sphericity Chi-Square = 546.329, df = 15, p = 0.000, KMO = 0.568						

หมายเหตุ ** $p < 0.01$

จากตารางที่ 5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรสังเกตได้ จำนวน 6 ตัวแปร มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน จำนวน 6 คู่ มีค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง 0.215 ถึง 0.763 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม จำนวน 4 คู่ มีค่าสัมประสิทธิ์ระหว่าง -0.174 ถึง -0.343 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนที่เหลืออีก 5 คู่ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้องมีค่าไม่เกิน 0.80 ซึ่งแสดงว่าตัวแปรที่ศึกษาไม่ มีปัญหาในเรื่องความสัมพันธ์สูงเกินไป (Multicollinearity) (Williams, G. et al , 2010; Rubin, K. S., 2012) รวมทั้งการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรเหล่านี้ด้วยค่า KMO(Kaiser-Meyer-Olkin) และค่า Bartlett’s test of Sphericity เพื่อตรวจสอบความเหมาะสมของกลุ่มตัวแปร พบว่า ค่า KMO ที่ได้คือ 0.568 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.50 มีความเหมาะสมที่จะนำมาวิเคราะห์องค์ประกอบปานกลาง และค่า Bartlett’s test of Sphericity มีนัยสำคัญทางสถิติ (Bartlett’s Test = 546.329, df = 15, Sig = 0.000) ดังนั้น ตัวแปรเหล่านี้ไม่มีปัญหาภาวะร่วมพหุจึงมีความ

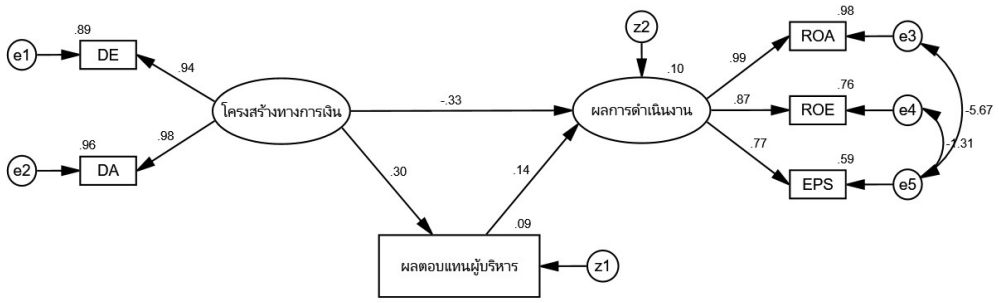
เหมาะสมที่จะสามารถนำไปวิเคราะห์โมเดลการวัดและโมเดลการวิจัยที่พัฒนาขึ้น (Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2006)

ผลการวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ได้โมเดลที่สอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์และได้ค่าสถิติตามเกณฑ์ที่กำหนด ผลการวิเคราะห์ ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลโครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

สถิติที่ใช้ในการตรวจสอบ	**เกณฑ์ที่ใช้พิจารณา**	**ค่าที่คำนวณได้**	**ผลการพิจารณา**
Chi-Square (χ^2)	ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ > 0.05	8.44	-
df	-	7	-
p-value	p > 0.05	0.29	ผ่านเกณฑ์
χ^2 / df	χ^2 / df < 2	1.21	ผ่านเกณฑ์
GFI	> 0.90	0.98	ผ่านเกณฑ์
AGFI	> 0.90	0.95	ผ่านเกณฑ์
CFI	≥ 0.90	1.00	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.05	0.04	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 6 ค่าดัชนีความสอดคล้องกลมกลืนของโมเดลโครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่า โมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ พิจารณาจากสถิติที่ใช้ตรวจสอบ ความสอดคล้องระหว่างโมเดลกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ได้แก่ ค่า Chi-Square (χ^2) เท่ากับ 8.44 ค่าองศาอิสระ(df) เท่ากับ 7 ค่า p-value เท่ากับ 0.29 มีค่ามากกว่า 0.05 ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์ (χ^2 /df) เท่ากับ 1.21 มีค่าน้อยกว่า 2 ค่าดัชนี GFI เท่ากับ 0.98 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี AGFI เท่ากับ 0.95 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี CFI เท่ากับ 1.00 มีค่ามากกว่า 0.90 และค่าดัชนี RMSEA เท่ากับ 0.04 มีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้น จะเห็นได้ว่า ค่าสถิติที่สำคัญทุกดัชนีผ่านเกณฑ์ตามที่กำหนดไว้ สรุปได้ว่า โมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังภาพที่ 2



Chi-square = 8.443, df = 7, P-value = .295, Chi-square/df = 1.206,
GFI = .982, AGFI = .947, CFI = .997, RMSEA = .037

ภาพที่ 2 ผลการวิเคราะห์โมเดลโครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลในโมเดลโครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

ตัวแปรผล	R^2	อิทธิพล	ตัวแปรเชิงสาเหตุ	
			โครงสร้างการเงิน (FS)	ผลตอบแทนผู้บริหาร (EC)
ผลตอบแทนผู้บริหาร (EC)	0.09	ทางตรง (DE)	0.30**	-
		ทางอ้อม (IE)		-
		โดยรวม (TE)	0.30**	-
ผลการดำเนินงาน (OPR)	0.10	ทางตรง (DE)	-0.33**	0.14*
		ทางอ้อม (IE)	0.11*	-
		โดยรวม (TE)	-0.22**	0.14*

หมายเหตุ ** หมายถึง $p < 0.01$, * หมายถึง $p < 0.05$

จากตารางที่ 7 พบว่า โครงสร้างการเงิน (FS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน (OPR) โดยมีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ -0.33 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และยังพบว่า โครงสร้างการเงิน (FS) มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (OPR) โดยผ่านผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) มีขนาดอิทธิพลทางอ้อมเท่ากับ 0.11 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ -0.22 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

โครงสร้างการเงิน (FS) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) โดยมีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.30 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.30 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงาน (OPR) โดยมีขนาดอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.14 และมีขนาดอิทธิพลรวมเท่ากับ 0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R2) ของสมการโครงสร้างตัวแปรแฝงภายใน พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R2) ของผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) มีค่าเท่ากับ 0.09 หรือตัวแปรในโมเดลสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) ได้ร้อยละ 9

ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R2) ของผลการดำเนินงาน (OPR) มีค่าเท่ากับ 0.10 หรือตัวแปรในโมเดลสามารถอธิบายความแปรปรวนของผลการดำเนินงาน (OPR) ได้ร้อยละ 10

ตารางที่ 8 ค่าน้ำหนักองค์ประกอบของตัวแปรสังเกตได้

ตัวแปร	เมทริกซ์น้ำหนักองค์ประกอบ			R^2	เมทริกซ์ สปส.คะแนนองค์ประกอบ
	β	SE	t		
FS					
DE	0.94	-	-	0.89	0.22
DA	0.98	0.01	29.60**	0.96	2.78
OPR					
ROA	0.99	-	-	0.98	0.98
ROE	0.87	0.08	20.92**	0.76	-0.05
EPS	0.77	0.03	8.97**	0.59	2.03

หมายเหตุ ** หมายถึง $p < 0.01$

จากตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานของตัวแปรสังเกตได้ พบว่า มีค่าเป็นบวกทั้งหมดมีขนาดตั้งแต่ 0.77 ถึง 0.99 และแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัว โดยตัวแปรสังเกตได้ที่มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานมากที่สุด คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) น้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.99 ส่วนตัวแปรสังเกตได้ที่มีน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานน้อยที่สุด คือ อัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) น้ำหนักองค์ประกอบเท่ากับ 0.77 ค่าสัมประสิทธิ์ความเที่ยงของตัวแปรสังเกตได้ทุกค่า (R2) ซึ่งบอกค่าความแปรปรวนร่วมของตัวแปรสังเกตได้ มีค่าตั้งแต่ 0.59 - 0.98 เมื่อพิจารณาค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐาน (β) เป็นรายองค์ประกอบ พบว่า

(1) องค์ประกอบโครงสร้างการเงิน (FS) ตัวแปรที่มีน้ำหนักสำคัญมากที่สุด คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.98 มีความแปรผันร่วมกันกับองค์ประกอบโครงสร้างการเงิน ร้อยละ 96 รองลงมาคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทางการเงิน (DE) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.94 มีความแปรผันร่วมกันกับองค์ประกอบโครงสร้างการเงิน ร้อยละ 89

(2) องค์ประกอบผลการดำเนินงาน (OPR) ตัวแปรที่มีน้ำหนักสำคัญมากที่สุด คือ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.99 มีความแปรผันร่วมกันกับองค์ประกอบผลการดำเนินงาน ร้อยละ 98 รองลงมาคือ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.87 มีความแปรผันร่วมกันกับองค์ประกอบผลการดำเนินงาน ร้อยละ 76 และอัตรากำไรต่อ

หุ้น (EPS) มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานเท่ากับ 0.77 มีความแปรผันร่วมกันกับองค์ประกอบผลการดำเนินงาน ร้อยละ 59

สำหรับค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ของตัวแปรผลตอบแทนผู้บริหาร (0.09) และผลการดำเนินงาน (0.10) แม้จะมีค่าไม่สูงนัก แต่ถือเป็นลักษณะปกติของงานวิจัยในสาขาการเงินและมานุษยวิทยาที่ศึกษาข้อมูลเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีปัจจัยภายนอกที่ควบคุมได้ยากจำนวนมาก เช่น ภาวะเศรษฐกิจโลก นโยบายรัฐบาล และความผันผวนของราคาวัตถุดิบในกลุ่มเกษตรฯ อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาค่า Model Fit ที่ผ่านเกณฑ์ดีเยี่ยมและนัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพล (β) ย่อมยืนยันได้ว่าตัวแปรอิสระที่เลือกมาศึกษามีอำนาจในการอธิบายกลไกความสัมพันธ์ได้อย่างมีนัยสำคัญ แม้จะไม่ใช่ปัจจัยทั้งหมดที่กำหนดความแปรปรวนของตัวแปรตามก็ตาม

ตารางที่ 9 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัย	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างการเงินมีผลต่อผลตอบแทนของผู้บริหาร	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 2 โครงสร้างทางการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3 ผลตอบแทนของผู้บริหารมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 4 โครงสร้างการเงินมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินผ่านผลตอบแทนของผู้บริหาร	ยอมรับสมมติฐาน

อภิปรายผลการวิจัย (Discussion)

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของตัวแบบสมมติฐานที่พัฒนาขึ้นกับข้อมูลเชิงประจักษ์ และศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงิน (FS) ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน (OPR) โดยมีผลตอบแทนผู้บริหาร (EC) เป็นตัวแกลาง (Mediator) ในบริษัทจดทะเบียนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 152 ข้อมูล ผลการวิเคราะห์ยืนยันว่าโมเดลมีความสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์ตามเกณฑ์มาตรฐานทุกประการ ผลการวิเคราะห์ระบุดังนี้ ได้แก่ ค่า Chi-Square (χ^2) เท่ากับ 8.44 ค่าองศาอิสระ(df) เท่ากับ 7 ค่า p-value เท่ากับ 0.29 มีค่ามากกว่า 0.05 ค่าไค-สแควร์สัมพันธ์ (χ^2/df) เท่ากับ 1.21 มีค่าน้อยกว่า 2 ค่าดัชนี GFI เท่ากับ 0.98 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี AGFI เท่ากับ 0.95 มีค่ามากกว่า 0.90 ค่าดัชนี CFI เท่ากับ 1.00 มีค่ามากกว่า 0.90 และค่าดัชนี RMSEA เท่ากับ 0.04 มีค่าน้อยกว่า 0.05 ผลการวิเคราะห์ระบุดังนี้

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงพบว่า โครงสร้างการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ –0.33 และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทที่มีโครงสร้างหนี้ในระดับสูงย่อมเผชิญกับต้นทุนทางการเงินที่กดทับผลการดำเนินงานโดยตรง เมื่อพิจารณาในบริบทเฉพาะของ

กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่าภาคเกษตรต้องเผชิญกับความท้าทายจากปรากฏการณ์เอลนีโญและความผันผวนของราคาสินค้าเกษตรในตลาดโลกอย่างรุนแรง บริษัทที่มีภาระหนี้สูงจึงมีความเปราะบางต่ออัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวสูงขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบที่ไม่แน่นอน อย่างไรก็ตาม ข้อค้นพบที่สำคัญคือในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรไทย ภาระหนี้สินไม่ได้ทำหน้าที่เพียงแค่เป็นกลไกคุมวินัย เพื่อลดปัญหาตัวแทนตามทฤษฎีต้นทุนตัวแทนของ Jensen (1986, 323–329) เท่านั้น แต่กลับเป็นภาระต้นทุนและความตึงเครียดทางการเงินที่รุนแรงกว่าอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากความผันผวนของราคาวัตถุดิบและวงจรรายได้ที่ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางธรรมชาติที่ไม่สามารถควบคุมได้ ทำให้ภาระหนี้สินในบริบทนี้ทำหน้าที่เป็นข้อจำกัดทางการเงินที่ส่งผลกระทบในเชิงลบต่อกำไรและความสามารถในการเติบโตของกิจการอย่างมีนัยสำคัญยิ่งกว่าผลประโยชน์จากการลดต้นทุนตัวแทนของกระแสเงินสดอิสระตามทฤษฎีดั้งเดิม

ผลการวิเคราะห์พบว่า โครงสร้างการเงินมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลตอบแทนผู้บริหารโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ทางตรงเท่ากับ 0.30 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 สะท้อนให้เห็นว่าท่ามกลางวิกฤตความมั่นคงทางอาหารและความผันผวนของห่วงโซ่อุปทาน บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม AGRO ได้ใช้ระบบผลตอบแทนเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์เพื่อดึงดูดและสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารต้องใช้ทักษะในการตัดสินใจที่ซับซ้อนขึ้น กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินจากภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น คณะกรรมการบริษัทมักกำหนดค่าตอบแทนที่จูงใจสูงขึ้น เพื่อกระตุ้นให้ผู้บริหารทุ่มเทในการบริหารจัดการความเสี่ยงด้านวัตถุดิบและรักษาเสถียรภาพการผลิต ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นนี้จึงทำหน้าที่เป็นกลไกส่งผ่านอิทธิพล (Mediator) ที่ช่วยบรรเทาผลกระทบเชิงลบจากโครงสร้างหนี้ โดยกระตุ้นให้เกิดการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่มีประสิทธิภาพเพื่อความอยู่รอดขององค์กร ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบเชิงโต้แย้งกับงานวิจัยของ Core, Holthausen, and Larcker (1999, 371–406) ที่ระบุว่าโครงสร้างบรรษัทภิบาลที่อ่อนแอนำไปสู่ปัญหาตัวแทนโดยแสดงออกผ่านค่าตอบแทน CEO ที่สูงเกินความจำเป็นและส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตนั้น ผู้วิจัยพบข้อค้นพบที่แตกต่างออกไปในบริบทของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารของไทย โดยพบว่าในช่วงปี 2565-2567 การเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนผู้บริหารไม่ได้มีสาเหตุมาจากความหย่อนยานของระบบกำกับดูแล แต่ถูกใช้เป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ในสภาวะวิกฤตซ้อนวิกฤต ซึ่งส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานในภายหลัง ข้อค้นพบนี้จึงเป็นการขยายขอบเขตของทฤษฎีตัวแทนในบริบทตลาดเกิดใหม่ว่า การปรับเพิ่มค่าตอบแทนภายใต้โครงสร้างทุนที่มีความเสี่ยงสูง สามารถกระทำได้เพื่อปรับจูงพฤติกรรมผู้บริหารให้สอดคล้องกับผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในสภาวะการณ์ที่ไม่ปกติ

ผลการวิเคราะห์พบว่า ผลตอบแทนผู้บริหารมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานโดยมีค่าสัมประสิทธิ์อิทธิพลเท่ากับ 0.14 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ข้อค้นพบนี้เน้นย้ำว่าสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร การสร้างแรงจูงใจแก่ผู้บริหารเป็นกลไกสำคัญที่ต้องดำเนินควบคู่ไปกับการบริหารโครงสร้างทางการเงินที่ยืดหยุ่นและการสร้างนวัตกรรม เพื่อรับมือกับปัจจัยภายนอกที่ควบคุมได้ยากและสร้างความยั่งยืนแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งผลลัพธ์นี้สอดคล้องและช่วยยืนยันงานวิจัยของ Hall and Liebman (1998, 653–691) ที่ท้าทายความเชื่อเดิมในอดีต โดยชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและ

ค่าตอบแทนผู้บริหารนั้นมีความแข็งแกร่งสูง เมื่อระบบค่าตอบแทนถูกออกแบบมาเพื่อสร้างความอ่อนไหวต่อผลประกอบการซึ่งช่วยปรับจูงให้พฤติกรรมของผู้บริหารสอดคล้องกับผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้จริง นอกจากนี้ ในประเด็นของค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (R^2) ที่ปรากฏในระดับร้อยละ 9-10 นั้น ผู้วิจัยอภิปรายว่าเป็นลักษณะเฉพาะของงานวิจัยที่ใช้ข้อมูลอัตราการเติบโต ในอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนจากปัจจัยภายนอกสูง เช่น นโยบายภาครัฐและวิกฤตภูมิอากาศที่กระทบต่อภาคเกษตรกรรมโดยตรง อย่างไรก็ตาม การที่โมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ในระดับดีเยี่ยมและตัวแปรอิสระมีนัยสำคัญทางสถิติทุกเส้นทางย่อมเป็นเครื่องยืนยันว่าโครงสร้างทางการเงินและผลตอบแทนผู้บริหารเป็นปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีนัยสำคัญในการกำหนดทิศทางผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนไทยได้อย่างน่าเชื่อถือ

สรุป (Conclusion)

ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ยืนยันถึงความสำคัญของผลตอบแทนผู้บริหาร ในฐานะกลไกที่ส่งผ่านอิทธิพลระหว่างโครงสร้างทางการเงินและผลการดำเนินงาน โดยเฉพาะในบริบทของกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่มีความผันผวนสูงจากปัจจัยราคาวัตถุดิบและนโยบายความมั่นคงทางอาหาร ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการมีภาระหนี้สินในระดับที่เหมาะสมเพียงอย่างเดียวไม่สามารถรับประกันความสำเร็จทางการเงินได้ หากขาดระบบการบริหารจัดการแรงจูงใจที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้นข้อเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) คือ การปรับเปลี่ยนบรรทัดฐานการคัดเลือกหุ้นกลุ่มเกษตรฯ จากการวิเคราะห์ตัวเลขงบการเงินแบบดั้งเดิมไปสู่การวิเคราะห์เชิงคุณภาพผ่านโครงสร้างผลตอบแทนผู้บริหาร ในแบบ 56-1 One Report เพื่อประเมินความสอดคล้องระหว่างผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยบริษัทที่จัดสรรผลตอบแทนจูงใจระยะยาวสอดคล้องกับระดับความเสี่ยงของโครงสร้างทุน จะเป็นสัญญาณเชิงบวกที่บ่งบอกถึงธรรมาภิบาลและการบริหารจัดการความเสี่ยงที่เหนือกว่าคู่แข่ง ในทางกลับกันหากนักลงทุนพบสภาวะความไม่สมดุลระหว่างภาระหนี้ที่สูงกับค่าตอบแทนผู้บริหารที่เกินจริงและไม่สัมพันธ์กับกำไร ย่อมสะท้อนถึงปัญหาตัวแทนที่มีความเสี่ยงสูงต่อการบั่นทอนมูลค่ากิจการในระยะยาว ข้อค้นพบนี้จึงถือเป็นเครื่องมือชิ้นสำคัญในการคัดกรองหุ้นกลุ่มเกษตรและอาหารเพื่อการลงทุนที่ยั่งยืนและปลอดภัยท่ามกลางวิกฤตความผันผวนในปัจจุบัน

นอกจากข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย งานวิจัยนี้ยังมีคุณค่าทางวิชาการ ที่สำคัญ 3 ประการ (1) เป็นการเปิดพื้นที่การศึกษาบทบาทตัวแปรส่งผ่านของผลตอบแทนผู้บริหารในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของไทย ซึ่งเป็นภาคส่วนที่เปราะบางต่อปัจจัยภายนอกสูง (2) ผลการวิจัยค้นพบรูปแบบ Competitive Mediation ที่อธิบายความไม่เป็นเอกฉันท์ในวรรณกรรมก่อนหน้าโดยชี้ให้เห็นว่าหนี้สินบั่นทอนผลดำเนินงานโดยตรง แต่กระตุ้นผลดำเนินงานทางอ้อมผ่านการปรับจูงแรงจูงใจผู้บริหาร (3) งานวิจัยนี้ช่วยขยายขอบเขตของทฤษฎีตัวแทนไปสู่บริบทสภาวะวิกฤต โดยโต้แย้งแนวคิดดั้งเดิมที่มักมองค่าตอบแทนที่สูงว่าเป็นผลเสียเพียงด้านเดียว แต่ชี้ให้เห็นว่าเป็นกลไกสร้างมูลค่า หากมีการออกแบบให้สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงของโครงสร้างทุนอย่างเหมาะสม

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและเชิงปฏิบัติ

จากผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านผลตอบแทนของผู้บริหาร ดังนั้นบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารควรดำเนินการดังนี้

1. การกำหนดสัดส่วนหนี้สินให้เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงของธุรกิจ บริษัทควรบริหารอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและหนี้สินต่อสินทรัพย์ให้สอดคล้องกับระดับกระแสเงินสด ความผันผวนของรายได้ และสภาพคล่องขององค์กร โดยเฉพาะในสภาวะวิกฤตเศรษฐกิจและความผันผวนของห่วงโซ่อุปทานกลุ่มเกษตรฯ บริษัทต้องให้ความสำคัญกับความยืดหยุ่นทางการเงินมากกว่าเพียงแค่การลดต้นทุนทางการเงิน เพื่อให้สามารถรับมือกับปัจจัยภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น วิกฤตภูมิอากาศและดอกเบี้ยขาขึ้น

2. การออกแบบระบบผลตอบแทนผู้บริหารให้สอดคล้องกับผลการดำเนินงานระยะยาว บริษัทควรออกแบบระบบค่าตอบแทนที่เน้นแรงจูงใจระยะยาว โดยใช้เครื่องมือ เช่น หุ้นหรือสิทธิซื้อหุ้นและผูกค่าตอบแทนกับตัวชี้วัดประสิทธิภาพระยะยาว เช่น ROA, ROE, EPS และประสิทธิภาพการบริหารต้นทุน เพื่อส่งเสริมให้ผู้บริหารมุ่งสร้างผลการดำเนินงานที่ยั่งยืน และลดความไม่สอดคล้องของผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นตามแนวคิด Agency Theory ทั้งนี้ คณะกรรมการควรใช้ระบบผลตอบแทนเป็นเครื่องมือเชิงกลยุทธ์ในการจูงใจให้ผู้บริหารทุ่มเทจัดการความเสี่ยงที่ซับซ้อนในช่วงเปลี่ยนผ่านหรือวิกฤตการณ์ ซึ่งผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าแรงจูงใจที่เหมาะสมสามารถบรรเทา ผลกระทบเชิงลบจากภาระหนี้สินที่มีต่อผลการดำเนินงานได้อย่างมีนัยสำคัญ

3. การเพิ่มความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหาร บริษัทควรเปิดเผยข้อมูลค่าตอบแทนผู้บริหารอย่างครบถ้วน โปร่งใส และตรวจสอบได้ พร้อมจัดทำรายงานค่าตอบแทนที่เชื่อมโยงกับผลการปฏิบัติงานอย่างเป็นระบบ เพื่อเสริมสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ถือหุ้น ลดความเสี่ยงของปัญหาผลประโยชน์ทับซ้อน และเพิ่มประสิทธิภาพในการประเมินคุณภาพการกำกับดูแลกิจการของนักลงทุน

4. การเสริมสร้างกลไกกำกับดูแลกิจการ บริษัทควรเสริมสร้างกลไกกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็ง โดยคณะกรรมการมีบทบาทในการกำกับนโยบายโครงสร้างเงินทุนและระบบผลตอบแทนผู้บริหารตามหลักธรรมาภิบาล รวมทั้งคัดเลือกผู้บริหารที่โปร่งใส มีจริยธรรม และมีความสามารถบริหารความเสี่ยงทางการเงิน เพื่อช่วยลดความเสี่ยงจากพฤติกรรมแสวงหาประโยชน์ส่วนตัวและเพิ่มประสิทธิภาพโดยรวมขององค์กร

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรพิจารณาขยายการเก็บตัวอย่างไปยังอุตสาหกรรมอื่น ๆ เช่น พลังงาน สินค้าอุปโภคบริโภค หรือเทคโนโลยี เพื่อนำมาศึกษาและเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนและระบบค่าตอบแทนที่มีลักษณะต่างกันระหว่างอุตสาหกรรม

2. ควรพิจารณาการเปรียบเทียบโมเดลเชิงเศรษฐมิติขั้นสูง เช่น GMM, Panel SEM, หรือ PLS-SEM เพื่อศึกษากลไกการทำงานของปัจจัยทางการเงินอย่างลึกซึ้ง พร้อมทั้งสามารถเสริมด้วยการศึกษาความสัมพันธ์เชิงคุณภาพ ผ่านการสัมภาษณ์เชิงลึกกับผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพื่อทำความเข้าใจพฤติกรรมและการตัดสินใจเกี่ยวกับหนี้สินและระบบค่าตอบแทนในมุมมองเชิงพฤติกรรม

3. ควรมีการศึกษาเชิงลึกเกี่ยวกับปรากฏการณ์ Competitive Mediation ระหว่างอิทธิพลทางตรงและทางอ้อมในบริบทอื่น ๆ เพื่อระบุจุดสมดุลที่เหมาะสมที่สุดระหว่างการใช้หนี้สินเพื่อควบคุมวินัยกับการสร้างภาระต้นทุนทางการเงินที่อาจบั่นทอนแรงจูงใจของผู้บริหาร

เอกสารอ้างอิง (References)

กัลยา ตันมณี, นัฐกานต์ ทิพยโสตถิ, และ มัชฌิมา มะบุตร. (2024). ปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัญชีปริทัศน์ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, *9*(2), 137–154. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/crrujac/article/view/271578

กิตติมา สกุณี, และ พิธาน แสนภักดี. (2025). ผลกระทบของค่าตอบแทนกรรมการบริหารต่อความสัมพันธ์ของคุณลักษณะคณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารราชพฤกษ์*, *19*(64), 197–217. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/Ratchaphruekjournal/article/view/274852

จินตนา โสมโสดา, อรัณพงศ์ ทนันไชย, ดารารัตน์ โพธิ์ประจักษ์, อเนก พุทธิเดช, และ สุรชัย เอมอักษร. (2025). ผลกระทบของสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลต่อความสัมพันธ์ระหว่างค่าตอบแทนกับผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Accountancy and Management*, *17*(3), 197–219. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jammsu/article/view/279841

จิราวัฒน์ แสงเป๋า, ปิยะฉัตร จารุธีรศานต์, และ สุภา ทองคง. (2025). อิทธิพลกำกับของคะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลในความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเครือข่ายส่งเสริมการวิจัยทางมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, *8*(2), 86–107. https://so06.tci-thaijo.org/index.php/hurredia/article/view/275631

ณัฐนนท์ ก้อนศิลา, และ ลักษมี งามมีศรี. (2025). การวางแผนภาษี นโยบายทางการเงิน และผลตอบแทนของผู้บริหารที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *Social Sciences Research and Academic Journal*, *20*(2), 219–234. https://so06.tci-thaijo.org/index.php/ssraj/article/view/278452

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2024). *ข้อมูลสถิติมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) ปี 2562-2567*. SETSMART. https://www.setsmart.com

ทิพวรรณ ฤทธิชัย, ทาริกา แย้มขะมัง, และ นันทวัจน์ ปัญญายศธนากรณ์. (2024). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงิน: กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV. *วารสารวิทยาการ*

จัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏอุดรธานี, *6*(4), 17–29. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/msujournal/article/view/272314

ธนาพร แก้วมา, และ ประเวศ เพ็ญวุฒิกุล. (2023). ผลกระทบของอัตราส่วนการดำเนินงานและโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อการจัดการกำไรและมูลค่าตลาดของกิจการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรม. *Journal of Social Science for Local Development Rajabhat Maha Sarakham University*, *7*(4), 219–229. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/soc-rmsu/article/view/265891

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2024). *รายงานนโยบายการเงินและความเสี่ยงทางเศรษฐกิจปี 2567*. https://www.bot.or.th

ธัญดา กล่อมสูงเนิน, และ มัตธิมา กรงเต้น. (2023). ผลกระทบความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างทางการเงิน และผลตอบแทนจากการลงทุนที่มีต่อมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม. *Journal of Legal Entity Management and Local Innovation*, *9*(8), 544–557. https://so04.tci-thaijo.org/index.php/jsm/article/view/264512

นริทธิ บุญศักดิ์, และ พรรณทิพย์ อย่างกลั่น. (2025). ความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล โครงสร้างทางการเงิน และความสามารถในการทำกำไร ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการประกาศผลประเมินหุ้นยั่งยืน. *วารสารการบริหาร การจัดการ และการพัฒนาที่ยั่งยืน*, *3*(3), 1157–1171. https://so07.tci-thaijo.org/index.php/JMSD/article/view/281245

เนติภูมิ อักษรดี, และ จิรพงษ์ จันทร์งาม. (2025). อิทธิพลของอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่าธุรกิจของกลุ่มบริษัทธุรกิจอุปโภคบริโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยมหาวิทยาลัยเวสเทิร์น มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, *11*(2), 143–154. https://so04.tci-thaijo.org/index.php/western-hss/article/view/277891

ปวีณา แซ่จู, ภณิตา จามิตร, และ ไกรวิทย์ หลีกภัย. (2024). ผลกระทบของอัตราส่วนประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ที่มีผลต่ออัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มธุรกิจสินค้าอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอแห่งประเทศไทย. *Journal of Roi Kaensarn Academi*, *9*(7), 464–477. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jrk/article/view/269874

ประภัสสร กาญจนประโชติ, สิรามน ศรีกุรุวาฬ, และ พชรวรรณ วิริยานันทพร. (2017). การวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศ

ไทย. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, *37*(2), 45–60. https://scholar.utcc.ac.th/handle/6620242034/3547

พจนารถ ฤทธิเดช, ปาริชาติ บูรพาศิริวัฒน์, และ มัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2021). อิทธิพลของผลตอบแทนผู้บริหารต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Journal of Accountancy and Management*, *13*(2), 60–74. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/jammsu/article/view/248563

พลกฤต รักจุล. (2022). ปัจจัยเชิงสาเหตุที่มีผลต่อความตั้งใจที่จะเข้าใช้บริการธุรกิจการท่องเที่ยวเชิงเกษตรในเขตพื้นที่การท่องเที่ยวพิเศษจังหวัดน่าน. *Journal of Social Science and Buddhistic Anthropology*, *7*(4), 441–455. https://so04.tci-thaijo.org/index.php/JSBA/article/view/256712

ภณิตา จามิตร, ปวีณา แซ่จู, และ ไกรวิทย์ หลีกภัย. (2024). ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมกับผลการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน. *วารสารรัฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา*, *7*(1), 130–144. https://so04.tci-thaijo.org/index.php/pssj/article/view/268951

ภัทรมณ สุคนธปฏิภาค. (2023). อิทธิพลของลักษณะของบริษัท ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และความเสี่ยงทางธุรกิจที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในดัชนีหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Procedia of Multidisciplinary Research*, *1*(5), 17–17. https://so03.tci-thaijo.org/index.php/PMR/article/view/263451

รัตนา ศรีนวล, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู, และ ศิริเดช คำสุพรหม. (2020). ผลกระทบของประสิทธิภาพทางเทคนิคและการใช้ประโยชน์สินทรัพย์ทางการเงินต่อผลการดำเนินงานด้านการเงินและมูลค่าองค์กรตามราคาตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสถาบันการเงิน. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, *34*(112), 199–219. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUSuthiparithatJournal/article/view/245671

วริยา สุวภิญโญภาส, และ ดารณี เอื้อชนะจิต. (2023). ผลกระทบของอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและอัตราส่วนโครงสร้างทางการเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์และมูลค่าทางการตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 50. *วารสารรัฐประศาสนศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา*, *6*(3), 747–763. https://so04.tci-thaijo.org/index.php/papssu/article/view/262341

สุภัตรา ชูสังไชยกุล, พัทธ์ธีรา จิร อุดมสาโรจน์, และ พิชญาดา มหาสุด. (2025). การกำกับดูแลกิจการ โครงสร้างทางการเงิน และความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มทรัพยากร. ใน *The 15th*

Benjamit National and International Conference (น. 639–649). มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์. https://rpu.ac.th/conference/

อริสา นพวงศ์ ณ อยุธยา, จิรพงษ์ จันทร์งาม, และ ถิรวุฒิ ยังสุข. (2568). ผลกระทบของการพัฒนาองค์กรอย่างยั่งยืน และการได้รับคัดเลือกโดยองค์กรชั้นนำที่มีผลต่อการดำเนินงานด้านการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสกลนคร*, *5*(1), 362-376. https://so08.tci-thaijo.org/index.php/JMSSNRU/article/view/282341

อัศวเทพ อากาศวิภาต, และ สุจินดา เจียมศรีพงษ์. (2022). *อิทธิพลของปัจจัยเฉพาะของกิจการกับโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อผลตอบแทนของพนักงานและผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [วิทยานิพนธ์ปริญญาดุษฎีบัณฑิต, มหาวิทยาลัยนเรศวร]. NU Digital Repository. http://nuir.lib.nu.ac.th/dspace/handle/123456789/5432

อุราภรณ์ รักมิตร, และ ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. (2023). อิทธิพลของผลการดำเนินงานด้านการเงินและที่ไม่ใช่ด้านการเงินที่ส่งผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Arts of Management Journal*, *7*(3), 1072–1088. https://so02.tci-thaijo.org/index.php/AOMJ/article/view/264123

Abdul Rachman. (2024). The influence of financial compensation on employee motivation and satisfaction. *Journal of Contemporary Human Resource Management*, *5*(1), 12–25. https://doi.org/10.5555/jchrm.2024.5.1.12

Ahmat Tatoya, Nurdin Latif, & Dan Rina. (2025). The impact of employee welfare and compensation on organizational productivity. *Asian Journal of Business and Economics*, *15*(2), 45–60. https://doi.org/10.5555/ajbe.2025.15.2.45

Ahmadu Usman, & Ahmad Yahaya. (2024). Executive compensation, strategic decision-making, and firm financial performance. *International Journal of Management Studies*, *31*(1), 88–104. https://doi.org/10.32890/ijms2024.31.1.4

Burz, C., Pop, V., Silaghi, C., Lupan, I., & Samasca, G. (2024). Prognosis and treatment of gastric cancer: A 2024 update. *Cancers*, *16*(9), 1708. https://doi.org/10.3390/cancers16091708

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, *51*(3), 371–406. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0

Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats?. *The Quarterly Journal of Economics*, *113*(3), 653–691. https://doi.org/10.1162/003355398555776

Isaac Ampong. (2024). The role of direct and indirect compensation on employee retention and firm performance. *Global Economic Review*, *12*(4), 210–225. https://doi.org/10.5555/ger.2024.12.4.210

Jensen, A. R. (1996). The puzzle of nongenetic variance. In R. J. Sternberg & E. L. Grigorenko (Eds.), *Intelligence, heredity, and environment* (pp. 42-88). Cambridge University Press.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, *76*(2), 323–329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

John-Akamelu, C. R., Amedu, J., & Nworie, G. O. (2025). When structure meets substance: The tie between firm physiognomies and cash flow strength in Nigerian agricultural industry. *IIARD International Journal of Economics and Business Management*, *11*(10), 64-77. https://doi.org/10.56201/ijebm.vol.11.no10.2025.pg64.77

Lin, T. C. (2012). The significance of competitive environment on financial performance. *Sutthiparithat Journal*, *26*(78), 55–74. https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUSuthiparithatJournal/article/view/243

Luitel, M. K., & Humagain, K. (2025). Effects of compensation on employees' performance in Nepalese commercial banks. *Drishtikon*, *15*(1), 98-117. https://doi.org/10.3126/dristikon.v15i1.77130

Madan Kumar Luitel, & Krishna Humagain. (2025). Monetary and non-monetary benefits: Influence on employee performance and motivation. *Journal of Human Resource Development*, *10*(1), 101–115. https://doi.org/10.5555/jhrd.2025.10.1.101

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. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Nadia Mans-Kemp, & Amy Swartz. (2024). Linking executive incentive compensation to long-term value creation. *Corporate Governance Review*, *22*(3), 34–50. https://doi.org/10.5555/cgr.2024.22.3.34

Rittberger, B. (2024). 2025: A transition update. *Journal of European Public Policy*, *31*(1), 1–3. https://doi.org/10.1080/13501763.2024.2301234

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, *8*(1), 23-40. https://doi.org/10.2307/3003485

Rubin, K. S. (2012). *Essential Scrum: A practical guide to the most popular Agile process*. Addison-Wesley.

Williams, G., Pallant, J., & Greenwood, K. (2010). Further development of the high-level mobility assessment tool (HiMAT). *Brain injury*, *24*(7-8), 1027-1031.

Zhalfa Putri Elisa, Septa Diana Nabella, Sabri Dewi Permata Sari, & Nurmayunita. (2022). Compensation and employee motivation in the modern workplace. *International Research Journal of Business and Economics*, *8*(2), 115–128. https://doi.org/10.5555/irjbe.2022.8.2.115