

ผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินต่อผลการดำเนินงาน

The Impacts of a Financial Structure on Performances

โชษิตา เปสตันยี^{1*}

Chosita Pestonji^{1*}

Abstract

The purpose of this study was to determine 1) the impacts of a financial structure on profitability and firm value, and 2) the impact of profitability on firm value within the property and construction segment in the Stock Exchange of Thailand (SET). The data, mostly secondary, were derived from the financial statements before and during the COVID-19 pandemic periods. The outcomes show that the application of a conservative working capital financing policy increased the firm value during the pandemic. In addition, a capital structure based on the pecking order theory is also subsequently associated with increasing profitability both before and during the pandemic periods, which reflects the potential risk of leverage to investors' stances. Finally, having high profitability also deliberately elevated the firm value both before and during the pandemic.

Keywords: *Financial Structure, Short-term Debt, Long-term Debt, Equity, Performances*

¹สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน อ.เมือง จ.นครราชสีมา 30000

¹School of Finance, Rajamangala University of Technology Isan, Muang District, Nakhon Ratchasima Province 30000

*ผู้ให้การติดต่อ (Corresponding e-mail: chosita.pe@rmu.ac.th)

รับบทความวันที่ 11 พฤษภาคม 2564 แก้ไขวันที่ 21 สิงหาคม 2564 รับลงตีพิมพ์วันที่ 26 สิงหาคม 2564

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของ 1) โครงสร้างทางการเงินที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ และ 2) ความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดยศึกษาในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินสำหรับข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลในช่วงโควิด-19 ระบาด ผลการศึกษา พบว่า การใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในช่วงโควิด-19 ระบาด อีกทั้งการมีโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ทั้งก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนในด้านความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการก่อหนี้ นอกจากนี้ พบว่า เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงจะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นตามไปด้วย ทั้งก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด

คำสำคัญ: โครงสร้างทางการเงิน, หนี้สินระยะสั้น, หนี้สินระยะยาว, ส่วนของผู้ถือหุ้น, ผลการดำเนินงาน

บทนำ

การสะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการเป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินธุรกิจ เพื่อนำผลการดำเนินงานไปปรับปรุงให้เกิดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยการสะท้อนถึงผลการดำเนินงานนั้นธุรกิจมักใช้มูลค่ากิจการเป็นเป้าหมายสูงสุดขององค์กรในการประเมินผลการดำเนินงาน และอาจมีเป้าหมายย่อยลงมา คือ ความสามารถในการทำกำไร (Jingmeng, 2013) โดยการสร้างผลกำไรของกิจการจำเป็นต้องมีการลงทุนซึ่งต้องใช้เงินทุน ทำให้การกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างทางการเงินมีความสำคัญต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ อีกทั้งการกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างทางการเงินให้เหมาะสมกับกิจการยังมีส่วนช่วยในการเพิ่มมูลค่ากิจการ เนื่องจากเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงและผลประกอบการที่เป็นส่วนในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน (Kumar, Colombage, & Rao 2017)

โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) เป็นแหล่งเงินทุนทั้งหมดของกิจการ ซึ่งประกอบด้วยหนี้สินทั้งหมดและส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด โดยแบ่งออกเป็นแหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว (Lisa, 2016) ทั้งนี้ แหล่งเงินทุนระยะสั้นอยู่ในงบแสดงฐานะการเงินในส่วนหนี้สินหมุนเวียน ในขณะที่แหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของกิจการซึ่งอยู่ในงบแสดงฐานะการเงินในส่วนหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Brealey, Myers, & Marcus, 2007)

สำหรับการศึกษาในอดีตได้ให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันในการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน ดังเช่น การศึกษาของ Javid and Zita (2014) พบว่า การมีหนี้สินระยะสั้นในปริมาณต่ำจะส่งผลให้

กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงและมูลค่ากิจการสูง และ Sudiyatno, Puspitasari, and Sudarsi (2017) พบว่า การมีหนี้สินระยะสั้นในปริมาณต่ำจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ในขณะที่การศึกษาของ Mwangi, Makau, and Kosimbei (2014) สนับสนุนว่าการมีหนี้สินระยะสั้นในปริมาณสูงจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น นอกจากนี้ ในส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาว การศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) พบว่า กิจการที่มีหนี้สินระยะยาวในสัดส่วนที่สูงจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง แต่จะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น ในขณะที่ Tan and Hamid (2016) สนับสนุนว่า กิจการที่มีหนี้สินระยะยาวในสัดส่วนที่สูงจะนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร

อย่างไรก็ตาม การศึกษาที่ผ่านมาเน้นศึกษาเพียงแหล่งเงินทุนระยะสั้นส่วนเดียว ซึ่งสะท้อนถึงส่วนของเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ (Sabri, 2012; Sudiyatno et al., 2017) หรือศึกษาในแหล่งเงินทุนระยะยาวเพียงส่วนเดียว ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ (Basit & Hassan, 2017; Bajaj, Kashiramka, & Singh, 2020) ทำให้ไม่สะท้อนถึงโครงสร้างทางการเงินทั้งหมดที่ประกอบด้วยแหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว การศึกษาในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาผลกระทบจากโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการว่าควรกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างทางการเงินอย่างไรเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ

โดยการศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากข้อมูลสองชุด คือ 1) ข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และ 2) ข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด เพื่อให้ได้องค์ความรู้ภายใต้สถานการณ์ปกติและสถานการณ์ที่เกิดโรคระบาดในประเทศ โดยศึกษาในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากในสถานการณ์โควิด-19 ทำให้อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างต้องปรับตัวในการดำเนินงานจากการเกิดต้นทุนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากมาตรการลดการแพร่กระจายของโรคระบาด เช่น ค่าเดินทางรับส่งแรงงาน ค่าที่พักคนงาน และค่าใช้จ่ายอุปกรณ์ป้องกันโรค (Kasikorn Research Center, 2020) ซึ่งล้วนแล้วแต่เป็นต้นทุนที่เพิ่มขึ้น และจำเป็นต้องมีแหล่งเงินทุนในการรองรับต้นทุนที่เกิดขึ้น ประกอบกับมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์อสังหาริมทรัพย์ลดลงร้อยละ 17 และราคาหุ้นปรับตัวลงเฉลี่ยร้อยละ 30 หลังเกิดการระบาดของโควิด-19 (Real Estate Information Center, 2020) ดังนั้น การศึกษาโครงสร้างทางการเงินทั้งส่วนของแหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาวจึงเป็นสิ่งสำคัญ เพื่อเป็นแนวทางให้ผู้บริหารในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างปรับใช้แหล่งเงินทุนสำหรับการดำเนินงานภายใต้สถานการณ์โควิด-19 เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่สูงที่สุด

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด

3. เพื่อศึกษาผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด

การทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

โครงสร้างทางการเงิน ประกอบด้วย แหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาวของกิจการ (Lisa, 2016) ทั้งนี้ แหล่งเงินทุนระยะสั้น คือ ส่วนของหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ และแหล่งเงินทุนระยะยาว คือ ส่วนของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น (Brealey et al., 2007) ซึ่งการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของการศึกษาในครั้งนี้ ได้กล่าวถึงในประเด็นของแหล่งเงินทุนระยะสั้น แหล่งเงินทุนระยะยาว และผลการดำเนินงานของกิจการ โดยมีรายละเอียดดังนี้

แหล่งเงินทุนระยะสั้น

นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Financing Policy) เป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียน โดยพิจารณาว่ากิจการจะหาเงินทุนจากแหล่งใดบ้างเพื่อมาลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน โดยทั่วไปแบ่งออกเป็น 2 นโยบาย ดังนี้

1) นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Financing Policy) เป็นนโยบายที่เน้นการจัดการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้น นโยบายนี้มีแนวคิดที่ว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้นมีดอกเบี้ยหรือต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว แม้จะต้องยอมรับความเสี่ยงที่สูงกว่าในการจ่ายชำระหนี้ที่เร็ว แต่จะทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น (Nazir & Afza, 2009) และส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย (Sabri, 2012)

2) นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Financing Policy) เป็นการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นเพียงบางส่วน และส่วนที่เหลือจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาว นโยบายนี้จะลดความเสี่ยงในการชำระหนี้ไม่ทันระยะเวลาที่กำหนด ในขณะที่เดียวกันก็ต้องยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำกว่า จากสาเหตุที่แหล่งเงินทุนระยะยาวมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า เมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนระยะสั้น จึงทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรลดลง (Nazir & Afza, 2009)

สำหรับการวัดนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนสามารถวัดได้โดยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (Short-Term Debt Ratio: STD) (Javid & Zita, 2014; Mwangi et al., 2014; Sudiyatno et al., 2017) โดยการคำนวณอัตราส่วนดังกล่าวจะมีตัวเลขอยู่ระหว่าง 0 - 1 เท่า ซึ่งผลการคำนวณที่มีตัวเลขเข้าใกล้ 0 แสดงถึงนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม ในขณะที่ผลการคำนวณที่มีตัวเลขเข้าใกล้ 1 แสดงว่ากิจการมีนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางเชิงรุก (Adam, Quansah, & Kawor, 2017)

สำหรับการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับหนี้สินระยะสั้นที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร การศึกษาของ Saif-Alyousfi, Md-Rus, Taufil-Mohd, TaibH, and Shahar (2020) และ Bolarinwa and Adegboye (2021) พบว่า กิจการสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไร (วัดโดยอัตราส่วน

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม) ได้ด้วยการลดลงของอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในประเทศมาเลเซีย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Vo (2017) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงลบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งสะท้อนถึงการเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และสอดคล้องกับการศึกษาของ Sudiyatno et al. (2017) ที่พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมส่งผลให้กิจการในประเทศอินโดนีเซียมีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงขึ้น ในขณะที่การศึกษาของ Mwangi et al. (2014) พบว่า ในประเทศเคนยาสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมด้วยการเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก เช่นเดียวกับการศึกษาของ Nireesh (2012) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งสะท้อนถึงการเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ในส่วนของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องของหนี้สินระยะสั้นที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ การศึกษาของ Javid and Zita (2014) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q) ในประเทศปากีสถาน เช่นเดียวกับการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ที่สนับสนุนว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการจากอัตราส่วน Tobin's Q ในประเทศมาเลเซีย ในขณะที่ การศึกษาของ Altaf and Ahmad (2019) สนับสนุนว่า กิจการในอินเดียสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการจากอัตราส่วน Tobin's Q ด้วยการมีโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินระยะสั้นในปริมาณสูง ซึ่งสะท้อนถึงนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก เช่นเดียวกับการศึกษาของ Shubiri (2011) และ Sabri (2012) สนับสนุนว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกรนำไปสู่การเพิ่มอัตราส่วน Tobin's Q ในประเทศจอร์แดน

ถึงแม้แนวคิดด้านนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจะสนับสนุนว่า การเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกรจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น และทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด อย่างไรก็ตาม มีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สะท้อนให้เห็นว่านโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร และเพิ่มมูลค่ากิจการ การศึกษาในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาในบริบทของประเทศไทยว่า ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างควรมีการเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบใด เพื่อการมีโครงสร้างทางการเงินที่มีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ภายใต้สถานการณ์ปกติและสถานการณ์ที่เกิดโรคระบาดในประเทศ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H1: อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H2: อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงโควิด-19 ระบาด

H3: อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H4: อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงโควิด-19 ระบาด

แหล่งเงินทุนระยะยาว

ในส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาวหรือที่เรียกกันว่าโครงสร้างเงินทุน ได้พบการศึกษาที่ใช้ อัตราส่วนที่วัดโครงสร้างเงินทุนในอัตราส่วนที่แตกต่างกัน คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-Term Debt Ratio: LTD) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt Ratio: TTD) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Debt to Equity Ratio: TTDE) อีกทั้งพบทฤษฎี ด้านโครงสร้างเงินทุนที่ให้แนวคิดที่แตกต่างกันในผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถ ในการทำกำไร

ในทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ระบุว่า กิจการที่มีการจัดหา แหล่งเงินทุนระยะยาวจากการก่อหนี้ในปริมาณสูงจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น เนื่องจากการกู้ยืมเงินจะก่อให้เกิดดอกเบี้ยเงินกู้ ซึ่งจะช่วยให้กิจการสามารถประหยัดภาษีได้ จึงทำให้ กิจการมีต้นทุนทางภาษีลดลง ดังนั้นกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจึงมักจะก่อหนี้สูง ตามไปด้วย เพื่อผลประโยชน์ด้านภาษี (Kraus & Litzenberger, 1973) ในขณะที่ ทฤษฎีการจัดหา เงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) สนับสนุนว่ากิจการจะเลือกการเพิ่มทุนในโครงสร้าง เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นลำดับแรก ซึ่งเป็นกำไรสะสมของกิจการและจะเลือกการเพิ่มทุน ด้วยการก่อหนี้เป็นลำดับถัดไป เพื่อลดการโอนความมั่งคั่งให้กับบุคคลภายนอก ทำให้กิจการที่มีหนี้สินต่ำ จะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูง (Myers, 1984)

อย่างไรก็ตาม ทั้งทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น สนับสนุนว่า การมีหนี้สินระยะยาวในปริมาณสูงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นตามไปด้วย โดยทฤษฎี โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม กล่าวไว้ว่า การมีหนี้สินระยะยาวในระดับที่เหมาะสมจะทำให้กิจการมีต้นทุน ของเงินทุนต่ำที่สุดและจะเกิดการประหยัดภาษี ซึ่งเป็นผลดีต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นกิจการที่มีการจัดหา เงินทุนจากหนี้สินระยะยาวจึงช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ (Kraus & Litzenberger, 1973) นอกจากนี้ ในทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ยังระบุว่า ความไม่สมมาตรของข้อมูลจากแหล่งเงินทุน ทำให้ ผู้บริหารมีข้อมูลภายในกิจการมากกว่านักลงทุน ดังนั้นการเพิ่มทุนด้วยการก่อหนี้สะท้อนว่าผู้บริหาร มีความมั่นใจในเชิงบวกเกี่ยวกับกระแสเงินสดสุทธิในอนาคตของกิจการ จึงเป็นเหตุผลให้การจัดหา เงินทุนจากหนี้สินระยะยาวช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการ (Myers, 1984)

สำหรับการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่ส่งผลต่อ ความสามารถในการทำกำไร พบการศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถาน สนับสนุนว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการ ทำกำไร (วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม) ซึ่งสะท้อนถึงทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น และสอดคล้องกับการศึกษาของ Saif-Alyousfi et al. (2020) ที่ศึกษาในประเทศมาเลเซีย การศึกษา ของ Yazdanfar and Öhman (2015) ที่ศึกษาในประเทศสวีเดน และการศึกษาในประเทศเวียดนาม

ของ Quang and Xin (2014) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีอัตราที่ต่ำจะนำไปสู่อัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมที่สูง ในขณะที่ การศึกษาของ Tan and Hamid (2016) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมในมาเลเซีย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

นอกจากนี้ การศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ในการศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งสอดคล้องกับทั้งทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไนจีเรียของ Olokoyo (2013) ที่สนับสนุนว่า กิจการที่มีหนี้สินระยะยาวจะนำไปสู่การเพิ่มอัตราส่วน Tobin's Q ในขณะที่การศึกษาในประเทศบราซิลของ Loncan and Caldeira (2014) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q) ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุน

จากข้อค้นพบที่มีทิศทางความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน การศึกษาในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาในบริบทของประเทศไทยว่า ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างควรมีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางใดเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงาน จึงเป็นที่มาของสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H5: อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H6: อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงโควิด-19 ระบาด

H7: อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H8: อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงโควิด-19 ระบาด

การศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร การศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) พบว่า ในประเทศปากีสถาน อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร (วัดโดยอัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวม) ซึ่งสะท้อนถึงทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น และสอดคล้องกับการศึกษาของ Chua, Razak, Nassir, and Yahya (2021) ที่ศึกษาในประเทศอินโดนีเซีย การศึกษาของ Lazăr (2016) ที่ศึกษาในประเทศโรมาเนีย รวมทั้งการศึกษาในประเทศเวียดนามของ Quang and Xin (2014) ที่สนับสนุนว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีอัตราที่ต่ำจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่การศึกษาของ Chandra et al. (2019) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Isika (2017) ที่พบว่า ในกิจการขนาดใหญ่ของประเทศตุรกี เมื่ออัตราส่วนหนี้สินรวม

ต่อสินทรัพย์รวมสูงจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงตามไปด้วย ซึ่งมีแนวคิดตามแบบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

อีกทั้งการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการนั้น การศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งสอดคล้องกับทั้งทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น และสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศเกาหลีใต้ของ Hong (2017) และสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไนจีเรียของ Olokoyo (2013) อย่างไรก็ตาม การศึกษาของ Basu, Paeglis, and Rahnamaei (2016) พบว่า ในสหรัฐอเมริกา อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งให้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่แตกต่างจากทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุน

จากข้อค้นพบที่มีทิศทางความสัมพันธ์ที่ต่างกัน การศึกษาในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาในบริบทของประเทศไทยว่า ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างควรมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางใดเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงาน จึงเป็นที่มาของสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H9: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H10: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงโควิด-19 ระบาด

H11: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H12: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงโควิด-19 ระบาด

การศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรด้านโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ได้พบการศึกษาในประเทศปากีสถานของ Basit and Hassan (2017) และการศึกษาในประเทศมาเลเซียของ Tan and Hamid (2016) ที่สนับสนุนว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอัตราส่วนที่ต่ำจะนำไปสู่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงขึ้น ซึ่งสะท้อนถึงทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น และสอดคล้องกับการศึกษาของ Rouf (2015) ที่พบว่า ในประเทศบังกลาเทศ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และสอดคล้องกับการศึกษาของ Saif-Alyousfi et al. (2020) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อย่างไรก็ตาม การศึกษาในอินโดนีเซียของ Husaeni (2018) ได้สนับสนุนทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งผลการศึกษพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ในการศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรด้านโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ยังมีการศึกษาที่ไม่แพร่หลายนัก และพบเพียงการศึกษาของ Bajaj et al. (2020) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วน Tobin's Q และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม อิทธิพลดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในการศึกษาในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาในบริบทของประเทศไทยว่า ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างควรมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางใดเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงาน จึงเป็นที่มาของสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H13: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H14: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในช่วงโควิด-19 ระบาด

H15: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

H16: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงโควิด-19 ระบาด

ทั้งนี้ โครงสร้างทางการเงินอาจมีความแตกต่างกันในบริบทของอุตสาหกรรม เช่น อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง รวมทั้งอุตสาหกรรมการผลิต จะต้องลงทุนในปริมาณสูงกับวัตถุดิบ สินค้าคงเหลือ และลูกหนี้การค้า ซึ่งทำให้มีความต้องการในเงินทุนสูง ในขณะที่อุตสาหกรรมบริการจะต้องมีการลงทุนในลูกหนี้การค้าในปริมาณสูง แต่มีวัตถุดิบและสินค้าคงเหลือในปริมาณต่ำ ซึ่งทำให้มีความต้องการในเงินทุนต่ำสำหรับการลงทุนกับวัตถุดิบและสินค้าคงเหลือ หรือในธุรกิจค้าปลีกจะมีการจัดเก็บสินค้าจำนวนมากเพื่อจำหน่าย แต่จะมีลูกหนี้การค้าจำนวนน้อย เนื่องจากลักษณะของธุรกิจอาจไม่มีการให้สินเชื่อทางการค้ากับลูกค้าเลยหรือมีการให้สินเชื่อในปริมาณต่ำ ซึ่งทำให้มีความต้องการในเงินทุนต่ำสำหรับการลงทุนกับลูกหนี้การค้า โดยปริมาณของความต้องการเงินทุนที่แตกต่างกันนี้อาจทำให้โครงสร้างเงินทุนมีลักษณะที่แตกต่างกันในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน (Watson & Head, 2012)

ผลการดำเนินงาน

การสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการนั้น ธุรกิจมักใช้มูลค่ากิจการเป็นเป้าหมายสูงสุดขององค์กรในการประเมินผลการดำเนินงาน ซึ่งมูลค่ากิจการ คือ การกำหนดคุณค่าของกิจการโดยพิจารณาจากมูลค่าของกิจการที่กำหนดโดยตลาดการเงินกับมูลค่าของสินทรัพย์ตามบัญชี (Tobin, 1969) นอกจากนี้ กิจการอาจมีเป้าหมายย่อยลงมา คือ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเป็นตัวบ่งบอกถึงประสิทธิภาพจากการดำเนินงานในการสร้างผลกำไรให้กับกิจการ (Jingmeng, 2013) อีกทั้งความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการเป็นเป้าหมายสำคัญประการหนึ่งในการบริหารด้านการเงิน เพราะนอกจากการเพิ่มยอดขายและการลดต้นทุนแล้ว การบริหารโครงสร้างทางการเงินให้มี

ประสิทธิภาพเป็นอีกปัจจัยหนึ่งในการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและเพิ่มมูลค่ากิจการ อีกทั้งการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ยังนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าตลาดอีกด้วย เนื่องจากเมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูง จะทำให้นักลงทุนมีความต้องการในการลงทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้มีราคาหุ้นที่สูงขึ้น และนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการในที่สุด (Smith, 1980; Mohamad & Saad, 2010) ทั้งนี้ ในการศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการในบริบทของโครงสร้างทางการเงินนั้น การศึกษาที่ผ่านมาได้วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และวัดมูลค่ากิจการด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ในการศึกษาของ Hong (2017) พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบเชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q เช่นเดียวกับการศึกษาในของ Loncan and Caldeira (2014) และการศึกษาของ Alghifari, Triharjono, and Juhaeni (2013) ที่สนับสนุนว่า กิจการที่มีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงจะทำให้อัตราส่วน Tobin's Q สูงขึ้นด้วย อย่างไรก็ตามการศึกษาของ Sudiyatno et al. (2017) พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบกับอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดที่ว่าเมื่อความสามารถในการทำกำไรสูง นักลงทุนจะมีความต้องการในการลงทุนมากขึ้น และนำไปสู่มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น (Smith, 1980; Mohamad & Saad, 2010) โดย Sudiyatno et al. (2017) ได้สรุปผลการศึกษาว่า การเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรไม่ได้ถูกมองว่าเป็นสัญญาณบวกสำหรับนักลงทุนในอินโดนีเซีย เนื่องจากเศรษฐกิจอินโดนีเซียยังไม่เสถียรภายใต้แรงกดดันทางเศรษฐกิจโลก จากผลการศึกษาที่มีทิศทางความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน จึงทำให้การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ต้องการศึกษาในบริบทของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่าความสามารถในการทำกำไรจะสามารถพยากรณ์มูลค่ากิจการเป็นไปในทิศทางใด ซึ่งมีสมมติฐาน ดังนี้

H17: ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

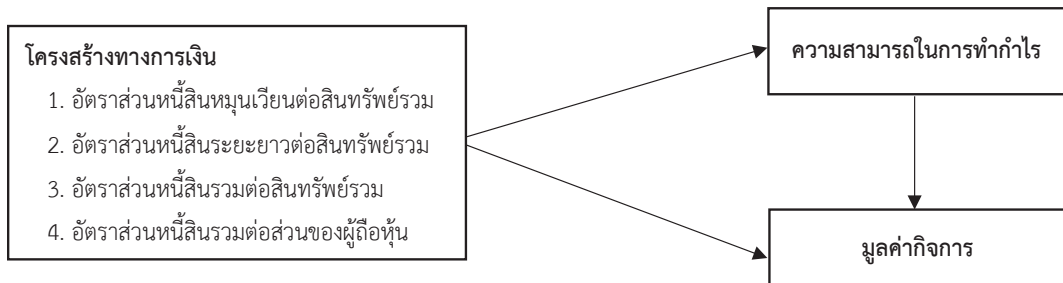
H18: ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในช่วงโควิด-19 ระบาด

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เช่นเดียวกับการศึกษาที่ผ่านมา ซึ่งผู้วิจัยเลือกใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในการวัดความสามารถในการทำกำไรอย่างแพร่หลายจากการศึกษาในบริบทของโครงสร้างทางการเงิน โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของกิจการว่าสามารถบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดที่ลงทุนไปให้ได้ผลตอบแทนกลับมาอย่างน้อยเพียงใด (Basit & Hassan, 2017; Ahmed & Afza, 2019; Chandra et al., 2019; Saif-Alyousfi et al., 2020; Bolarinwa & Adegboye, 2021; Chua et al., 2021) และใช้อัตราส่วน Tobin's Q ในการวัดมูลค่ากิจการ เนื่องจากอัตราส่วน Tobin's Q สะท้อนถึงวัดผลการดำเนินงานจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าตลาด ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบมูลค่าของกิจการที่กำหนดโดยตลาดการเงินกับมูลค่าของสินทรัพย์ตามบัญชี เพื่อสะท้อนถึงการสร้างมูลค่ากิจการว่าสูงกว่ามูลค่าสินทรัพย์ที่ลงทุนไปหรือไม่ (Tobin, 1969) อีกทั้งจากการศึกษาที่ผ่านมาในบริบทด้านโครงสร้างทางการเงินได้มีผู้วิจัยที่เลือกใช้อัตราส่วน Tobin's Q อย่างแพร่หลาย (Basit & Hassan, 2017; Isika, 2017; Ahmed & Afza, 2019; Altaf & Ahmad,

2019; Chandra et al., 2019)

กรอบแนวคิดการวิจัย

การศึกษาค้นคว้านี้มีกรอบแนวคิดในการวิจัยโดยการศึกษาโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ยังมีการศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งแสดงดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาค้นคว้านี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งมีประชากรทั้งหมด 164 บริษัท ทั้งนี้ ไม่นำบริษัทที่เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลังวันที่ 1 มกราคม 2562 เข้ามาวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาค้นคว้านี้ เนื่องจากการศึกษาค้นคว้านี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินในปี 2562 สำหรับชุดข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และใช้ข้อมูลจากงบการเงินปี 2563 สำหรับชุดข้อมูลในช่วงโควิด-19 ระบาด โดยการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง ไม่นำบริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงานเข้าร่วมในการวิเคราะห์ข้อมูล นอกจากนี้ไม่นำหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เข้ามาวิเคราะห์ในการศึกษาค้นคว้านี้ เนื่องจากมีความแตกต่างกับหมวดธุรกิจอื่นในข้อกำหนดการบัญชี (Afrifa, 2016) จึงทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 89 บริษัท

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาค้นคว้านี้มีกระบวนการวิเคราะห์ 1) การแจกแจงของข้อมูลด้วยการหาค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ (Skewness Coefficient) และค่าสัมประสิทธิ์ความโด่ง (Kurtosis Coefficient) 2) วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วย Pearson Correlation 3) วิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปรด้วย Independent Samples t-test และ 4) วิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองสมมติฐานด้วย Simple Regression โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การคำนวณตัวแปรในงานวิจัย

Variables	Measurements	References
Independent Variables		
Short-Term Debt Ratio (STD)	Short-Term Debt/ Total Assets	Sudiyatno et al. (2017); Ahmed and Afza (2019); Bolarinwa and Adegboye (2021)
Long-Term Debt Ratio (LTD)	Long-Term Debt/ Total Assets	Yazdanfar and Öhman (2015); Ahmed and Afza (2019); Saif-Alyousfi et al. (2020)
Total Debt Ratio (TTD)	Total Debt/ Total Assets	Ahmed and Afza (2019); Chandra et al. (2019); Chua et al. (2021)
Total Debt to Equity Ratio (TTDE)	Total Debt/ Total Equity	Basit and Hassan (2017); Husaeni (2018); Bajaj et al. (2020)
Profitability		
Return on Assets (ROA)	Net Income/ Total Assets	Işika (2017); Ahmed and Afza (2019); Chandra et al. (2019); Saif-Alyousfi et al. (2020)
Firm Value		
Tobin's Q Ratio (TQ)	Market Value of Firm/ Book Value of Assets	Hong (2017); Altaf and Ahmad (2019); Bajaj et al. (2020)

ผลการวิจัย

การศึกษานี้มีการทดสอบการแจกแจงของข้อมูล และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ โดยทดสอบการแจกแจงของข้อมูลด้วยการหาค่า

สัมประสิทธิ์ความเบ้ และค่าสัมประสิทธิ์ความโด่ง พบว่า ตัวแปรทุกตัวมีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Normal Curve) โดยข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด ตัวแปรทุกตัวมีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้อยู่ระหว่าง -0.441 ถึง 1.835 และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ตัวแปรทุกตัวมีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้อยู่ระหว่าง -0.410 ถึง 1.716 ซึ่งไม่เกิน ± 3 สำหรับค่าสัมประสิทธิ์ความโด่ง ข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด ตัวแปรทุกตัวมีค่าสัมประสิทธิ์ความโด่งอยู่ระหว่าง -1.272 ถึง 4.981 และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ตัวแปรทุกตัวมีค่าสัมประสิทธิ์ความโด่งอยู่ระหว่าง -0.984 ถึง 4.388 ซึ่งไม่เกิน ± 10 (Kline, 2005)

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า ทั้งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ตัวแปรต้นทุกตัวมีความสัมพันธ์กันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ยกเว้นคู่ของอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม ตัวแปรต้นทั้งหมดมีระดับความสัมพันธ์ไม่เกิน ± 0.75 ทั้งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด แสดงว่าไม่เกิดภาวะที่ตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป (Baggio & Klobas, 2011)

สำหรับการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปร แสดงดังตารางที่ 2 และการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองสมมติฐานแสดงดังตารางที่ 3 - 5

ตารางที่ 2 การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปร

	Mean		F	t	Sig.
	Before COVID-19 Pandemic	During COVID-19 Pandemic			
Short-Term Debt Ratio	0.28	0.27	0.056	0.674	0.501
Long-Term Debt Ratio	0.21	0.23	0.034	-0.904	0.376
Total Debt Ratio	0.50	0.50	0.148	-0.146	0.884
Total Debt to Equity Ratio	1.45	1.50	0.202	-0.256	0.798
Return on Assets	5.84	3.99	0.308	2.061	0.041*
Tobin's Q	0.61	0.56	0.250	0.426	0.671

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยในข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ของอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยเฉลี่ยแล้วมีการเลือกใช้นโยบาย

การจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ทั้งในข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิดของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ทั้งในข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด เมื่อเปรียบเทียบจากสัดส่วนของหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้น

สำหรับในส่วนของผลการดำเนินงาน พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยในข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ของความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด มีค่าเฉลี่ยของความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด (ร้อยละ 5.84 และ 3.99 ตามลำดับ) อย่างไรก็ตาม ค่าเฉลี่ยในข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ของมูลค่ากิจการไม่มีความแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 3 การทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทางการเงิน (X) ที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร (Y)

	Before COVID-19 Pandemic					During COVID-19 Pandemic				
	β	F	t	Sig.	R ²	β	F	t	Sig.	R ²
STD	-0.095	0.785	-0.886	0.378	0.009	-0.072	0.453	-0.673	0.503	0.005
LTD	-0.168	2.518	-1.587	0.116	0.028	-0.219	4.392	-2.096	0.039*	0.048
TTD	-0.200	3.609	-1.900	0.061	0.040	-0.222	4.519	-2.126	0.036*	0.049
TTDE	-0.219	4.385	-2.094	0.039*	0.048	-0.254	5.979	-2.445	0.016*	0.064

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ในการทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรจากตารางที่ 3 พบว่า แหล่งเงินทุนระยะสั้น ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ทั้งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 และ 2

ส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาว พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สำหรับข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด จึงยอมรับสมมติฐานที่ 6, 10 และ 14 ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรได้ร้อยละ 4.8, 4.9 และ 6.4 ตามลำดับ ในขณะที่ข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด มีเพียงอัตราส่วน

หนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 13 ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายความสามารถในการทำกำไรได้ร้อยละ 4.8 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 และ 9

ค่า R-Square จากการทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรมีค่าค่อนข้างต่ำ ซึ่งการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรอาจขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ ทางด้านการเงิน เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผล ความเสี่ยงทางการเงิน หรืออาจขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ ที่ไม่ใช่ทางด้านการเงิน เช่น ผลกระทบทางเศรษฐกิจ และปัจจัยทางด้านการตลาด

ตารางที่ 4 การทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทางการเงิน (X) ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Y)

	Before COVID-19 Pandemic					During COVID-19 Pandemic				
	β	F	t	Sig.	R ²	β	F	t	Sig.	R ²
STD	-0.188	3.175	-1.782	0.078	0.035	-0.245	5.566	-2.359	0.021*	0.060
LTD	-0.397	16.292	-4.036	0.000**	0.158	-0.438	20.622	-4.541	0.000**	0.192
TTD	-0.488	21.847	-4.674	0.000**	0.201	-0.518	31.883	-5.647	0.000**	0.268
TTDE	-0.403	16.842	-4.104	0.000**	0.162	-0.454	22.586	-4.752	0.000**	0.206

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

สำหรับการทดสอบสมมติฐานของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ในตารางที่ 4 พบว่า ข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 โดยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมสามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 6.0 แต่ข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3 สำหรับแหล่งเงินทุนระยะยาว พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด จึงยอมรับสมมติฐานที่ 7, 8, 11, 12, 15 และ 16 โดยข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 15.8, 20.1 และ 16.2 ตามลำดับ สำหรับข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้ร้อยละ

19.2, 26.8 และ 20.6 ตามลำดับ

ตารางที่ 5 การทดสอบสมมติฐานของความสามารถในการทำกำไร (X) ที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (Y)

	Before COVID-19 Pandemic					During COVID-19 Pandemic				
	β	F	t	Sig.	R ²	β	F	t	Sig.	R ²
ROA	0.561	39.884	6.315	0.000**	0.314	0.549	37.508	6.124	0.000**	0.301

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ในส่วนของการทดสอบสมมติฐานของความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ จากตารางที่ 5 พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด จึงยอมรับสมมติฐานที่ 17 และ 18 โดยข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด ความสามารถในการทำกำไรสามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 31.4 สำหรับข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ความสามารถในการทำกำไรสามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 30.1 ทั้งนี้ ผลการศึกษาทั้งหมดได้แสดงการสรุปผลการวิเคราะห์สมมติฐาน ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 สรุปการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐาน	
ผลการวิเคราะห์ที่ยอมรับสมมติฐาน	H4, H6, H7, H8, H10, H11, H12, H13, H14, H15, H16, H17, H18
ผลการวิเคราะห์ที่ปฏิเสธสมมติฐาน	H1, H2, H3, H5, H9

สรุปและอภิปรายผล

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ โดยตัวแปรต้นในการศึกษานี้ได้ศึกษาทั้งแหล่งเงินทุนระยะสั้นที่สะท้อนถึงเงินทุนหมุนเวียน และแหล่งเงินทุนระยะยาวที่สะท้อนถึงโครงสร้างเงินทุน เพื่อให้ได้องค์ความรู้ที่ครอบคลุมถึงโครงสร้างทางการเงินทั้งหมดของกิจการ นอกจากนี้ ยังศึกษาถึงความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ โดยศึกษาข้อมูล 2 ชุด คือ ข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด เพื่อให้ได้องค์ความรู้ภายใต้สองสถานการณ์ของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับผลการวิเคราะห์ของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร พบว่า แหล่งเงินทุนระยะสั้น ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมไม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ทั้งก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด สะท้อนถึงการใช้นโยบายในการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ทั้งนี้ ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างนั้น แหล่งเงินทุนระยะสั้นอาจมีบทบาทน้อยในการกำหนดโครงสร้างทางการเงินเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากบริบทของอุตสาหกรรมที่ต้องใช้แหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นส่วนสำคัญในการลงทุน

ในการวิเคราะห์แหล่งเงินทุนระยะยาวที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร สำหรับช่วงโควิด-19 ระบาด ในขณะที่ ก่อนโควิด-19 ระบาด อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศปากีสถาน (Ahmed & Afza, 2019) และการศึกษาในประเทศมาเลเซีย (Saif-Alyousfi et al., 2020) ที่สนับสนุนว่า กิจกรรมสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้ด้วยการมีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่ต่ำ และสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศอินโดนีเซีย (Chua et al., 2021) การศึกษาในประเทศโรมาเนีย (Lazăr, 2016) รวมทั้งการศึกษาในประเทศเวียดนาม (Quang & Xin, 2014) ที่สนับสนุนว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่มีอัตราที่ต่ำจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ผลการศึกษาให้ข้อค้นพบเช่นเดียวกับการศึกษาในประเทศมาเลเซีย (Saif-Alyousfi et al., 2020) และการศึกษาในประเทศปากีสถาน (Basit & Hassan, 2017) ที่ให้ข้อสรุปว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีอัตราส่วนที่ต่ำจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ในการศึกษาครั้งนี้ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมไม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ก่อนโควิด-19 ระบาด

ทั้งนี้ จากทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าว เป็นการกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิดของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยกิจการที่มีกำไรสูงมักจะมีการก่อหนี้ในปริมาณต่ำ เนื่องจากสามารถนำกำไรสะสมของกิจการมาเพิ่มทุนในโครงสร้างเงินทุน เพื่อลดการจ่ายโอนความมั่งคั่งให้กับบุคคลภายนอก (Myers, 1984) ซึ่งผลการวิจัยครั้งนี้สะท้อนให้เห็นว่าในช่วงโควิด-19 ระบาด การมีสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิดของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลแสดงให้เห็นว่า การพิจารณาสัดส่วนของโครงสร้างทางการเงินเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมมีบทบาทน้อยในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด เพราะช่วงสถานการณ์ที่ปราศจากโรคระบาด เศรษฐกิจยังคงขับเคลื่อนไปได้ราบรื่นกว่าช่วงที่ธุรกิจเผชิญวิกฤติด้านโรคระบาด ทำให้อาจมีปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลกระทบกับความสามารถในการทำกำไรมากกว่าในบริบทของการจัดการโครงสร้างทางการเงิน ในขณะที่ช่วงโควิด-19 ระบาด การพิจารณาสัดส่วนของหนี้สินเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม

และการพิจารณาหนี้สินเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น มีบทบาทสำคัญกับการสร้างผลกำไรของกิจการ เนื่องจากความผันผวนของเศรษฐกิจจึงเป็นไปได้ว่าผู้บริหารด้านการเงินมีความกังวลในการก่อหนี้ ดังนั้นการกำหนดโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินในปริมาณต่ำจะลดความเสี่ยงในการลงทุน และเน้นการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างทางการเงินโดยมีโครงสร้างเงินทุนที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นในปริมาณสูง (Perez & Famá, 2006)

สำหรับผลการวิเคราะห์ของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ในช่วงโควิด-19 ระบาด แต่กลับพบว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมต่อมูลค่ากิจการในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด ซึ่งผลการวิจัยครั้งนี้ขัดแย้งกับแนวคิดด้านนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่สนับสนุนว่านโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกจะนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้น โดยทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างควรเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมเพื่อการเพิ่มมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Javid and Zita (2014) และ Mohamad and Saad (2010) ที่สนับสนุนว่า อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ ในช่วงเศรษฐกิจผันผวน การวางแผนและควบคุมด้านการเงินในระยะสั้นสามารถบ่งชี้ถึงการอยู่รอดในระยะยาวของธุรกิจ (Panda, 2012)

ถัดมาในส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาว พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ทั้งข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุน คือ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมาของ Loncan and Caldeira (2014) ที่ศึกษาในประเทศบราซิล ซึ่งให้ข้อสรุปว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และสอดคล้องกับการศึกษาของ Basu et al. (2016) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในสหรัฐอเมริกา ทั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากความเสี่ยงจากการก่อหนี้เป็นความเสี่ยงที่ยากต่อการประเมินสำหรับนักลงทุน ทำให้กิจการที่มีการก่อหนี้ในปริมาณสูงจะถูกประเมินจากนักลงทุนในแง่ลบ (Loncan & Caldeira, 2014) นอกจากนี้ การที่โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณสูงสะท้อนถึงความไม่ชอบความเสี่ยงของนักลงทุนอีกด้วย (Lewellen, 2006)

ทั้งนี้ ช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด และช่วงโควิด-19 ระบาด ได้ข้อสรุปแบบเดียวกัน คือ ควรมีสัดส่วนของหนี้สินในปริมาณต่ำ ซึ่งจะลดความเสี่ยงจากการก่อหนี้ โดยเน้นการใช้เงินทุนภายในกิจการสำหรับการดำเนินงาน ซึ่งการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัวอาจเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินให้กับกิจการได้สูง โดยในช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด (พ.ศ. 2562) เศรษฐกิจไทยได้มีการชะลอตัวลงจากร้อยละ 4.2 ในปี 2561 เป็นร้อยละ 2.4 โดยปัจจัยหลักที่ทำให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจชะลอตัว ได้แก่ อุปสงค์ต่อการส่งออกที่อ่อนแอลง จากผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกา

และจีน ต่อมาใน พ.ศ. 2563 เกิดการระบาดของโควิด-19 ในประเทศไทย ทำให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจยังคงชะลอตัวต่อเนื่องจาก พ.ศ. 2562 ซึ่งมีการชะลอตัวลดลงร้อยละ 1.8 เมื่อเทียบกับ พ.ศ. 2562 (World Bank Group, 2020) จากภายใต้การชะลอตัวของเศรษฐกิจดังกล่าว ทำให้ลักษณะของโครงสร้างเงินทุนที่มีการก่อหนี้ในปริมาณต่ำมีความสำคัญในการเพิ่มผลการดำเนินงานทั้งในด้านความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ

นอกจากนี้ ในการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย พบว่า ความสามารถในการทำกำไรของข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยของมูลค่ากิจการในข้อมูลก่อนโควิด-19 ระบาด และข้อมูลช่วงโควิด-19 ระบาด ไม่มีความแตกต่างกัน ซึ่งเป็นส่วนทำให้ผลการศึกษาในส่วนผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรมีผลการศึกษาช่วงโควิด-19 ระบาด เปลี่ยนแปลงไปจากผลการศึกษาช่วงก่อนโควิด-19 ระบาด

ในส่วนสุดท้ายคือ การวิเคราะห์ผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ทั้งก่อนโควิด-19 ระบาด และในช่วงโควิด-19 ระบาด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Loncan and Caldeira (2014) และการศึกษาของ Alghifari et al. (2013) ที่สนับสนุนว่า กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นด้วย อีกทั้งยังสอดคล้องกับแนวคิดด้านผลการดำเนินงานที่ระบุว่า เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูง จะทำให้นักลงทุนจะมีความต้องการการลงทุนเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้มีราคาหุ้นที่สูงขึ้น และนำไปสู่การเพิ่มมูลค่ากิจการในที่สุด (Smith, 1980; Mohamad & Saad, 2010)

ข้อเสนอแนะ

1) ข้อเสนอแนะในการนำไปประยุกต์ใช้

การประยุกต์ใช้แนวทางการกำหนดโครงสร้างทางการเงินสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีการกำหนดโครงสร้างทางการเงินในลักษณะของการเพิ่มทุนด้วยส่วนของผู้อถือหุ้น เพื่อลดความกังวลของนักลงทุนในด้านความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นในการก่อหนี้ อีกทั้งเพื่อลดการโอนความมั่งคั่งให้กับบุคคลภายนอก การใช้แหล่งเงินทุนภายในในการดำเนินงานจึงเป็นทางเลือกที่เหมาะสมเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้อถือหุ้น

2) ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งถัดไป

การวิจัยในอนาคต นักวิจัยสามารถนำปัจจัยทางด้านการเงินอื่น ๆ มาวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวทางในการพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการต่อไป หรืออาจใช้แนวคิดในการศึกษาครั้งนี้ไปศึกษาในบริบทของอุตสาหกรรมอื่น ๆ เพื่อให้ได้องค์ความรู้ในลักษณะของอุตสาหกรรมที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

เอกสารอ้างอิง

- Adam, A. M., Quansah, E., & Kawor, S. (2017). Working capital management policy and return of listed manufacturing firms in Ghana. *Scientific Annals of Economics and Business*, 64(2), 255-269.
- Afrifa, G. A. (2016). Net working capital, cash flow and performance of UK SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 21-44.
- 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.
- Alghifari, S. E., Triharjono, S., & Juhaeni, Y. Y. S. (2013). Effect of Return on Assets (ROA) against Tobin's Q: Studies in food and beverage company in Indonesia stock exchange years 2007-2011. *International Journal of Science and Research*, 2(1), 722-725.
- Altaf, N., & Ahmad, F. (2019). Working capital financing, firm performance and financial constraints empirical evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 464-477.
- Baggio, R., & Klobas, J. E. (2011). *Quantitative methods in tourism: A handbook*. UK: MPG Books.
- Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2020). Capital structure dynamics: China and India (Chindia) perspective. *European Business Review*, 32(5), 845-868.
- Basit, A., & Hassan, Z. (2017). Impact of capital structure on firms performance: A study on Karachi Stock Exchange (KSE) listed firms in Pakistan. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 4(2), 118-135.
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66, 66-78.
- Bolarinwa, S. T., & Adegboye, A. A. (2021). Re-examining the determinants of capital structure in Nigeria. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 37(1), 26-61.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2007). *Basics of financial management*. Jakarta: Erlangga.
- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimiientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns: Empirical analysis of firms listed in Kompas 100. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74-89.
- Chua, M., Razak, N. H. A., Nassir, A. M., & Yahya, M. H. (2021). *Dynamic capital structure in Indonesia: Does the education and experience of CEOs matter?*. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1029313221000464>

- Hong, S. (2017). The effect of debt choice on firm value. *Journal of Applied Business Research*, 33(1), 135-140.
- Husaeni, U. A. (2018). Determinants of capital structure in companies listed in the Jakarta Islamic index. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 26(2), 443-456.
- Işika, Ö. (2017). Determinants of profitability: Evidence from real sector firms listed in Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 8(4), 689-698.
- Javid, S., & Zita, V. P. M. (2014). Impact of working capital policy on firm's profitability: A case of Pakistan cement industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 182-191.
- Jingmeng, M. (2013). A Study on working capital management system based on performance. *International Journal of Innovation, Management and Technology* 4(1), 100-103.
- Kasikorn Research Center. (2020). *Construction costs, 2021: Accelerating amid volatile iron prices, labor shortages and COVID-19 (Current issue No.3168)*. Retrieved from <https://kasikornresearch.com/EN/analysis/k-econ/business/Pages/z3168-construction.aspx> [in Thai]
- Kline, R. B. (2005). *Principles and practice of structural equation modeling* (2nd ed.). New York: Guilford.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: A review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
- Lazăr, S. (2016). Determinants of firm performance: Evidence from Romanian listed companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(1), 53-69.
- Lewellen, K. (2006). Financing decisions when managers are risk averse. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
- Lisa, O. (2016). Determinants distribution of financing and the implications to profitability: Empirical study on cooperative Sharia Baitul Maal wa Tamwil (BMT) in Indonesia. *Asian Journal of Accounting Research*, 1, 44-51
- Loncan, R. T., & Caldeira, J. F. (2014). Capital structure, cash holdings and firm value: A study of Brazilian listed firms. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 25(64), 46-59.
- Mohamad, N. E. A. B., & Saad, N. B. M. (2010). Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 5(11), 140-147.

- Mwangi, L. W., Makau, M. S., & Kosimbei, G. (2014). Relationship between capital structure and performance of non-financial companies listed in the Nairobi securities exchange, Kenya. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics*, 1(2), 72-90.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Working capital requirements and the determining factors in Pakistan. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(4), 28-38.
- Niresh, A. (2012). Working capital management and financial performance of manufacturing sector in Sri Lanka. *European Journal of Business and Management*, 4(15), 23-30.
- Olokoyo, F. O. (2013). Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: A panel data approach. *African Development Review*, 25(3), 358-369.
- Panda, A. (2012). The status of working capital and its relationship with sales: An empirical investigation of Andhra Pradesh Paper Mills Ltd (India). *International Journal of Commerce and Management*, 22(1), 36-52.
- Perez, M., & Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24.
- Quang, D. X., & Xin, W. Z. (2014). The impact of ownership structure and capital structure on financial performance of Vietnamese firms. *International Business Research*, 7(2), 64-71.
- Real Estate Information Center. (2020). *Real estate transfers fell 17%*. Retrieved from <https://www.reic.or.th/News/RealEstate/441772>
- Rouf, M. A. (2015). Capital structure and firm performance of listed non-financial companies in Bangladesh. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 9(1), 25-32.
- Sabri, T. B. (2012). The impact of working capital on the value of the company in light of differing size, growth, and debt. *Business and Economic Horizons*, 7(1), 27-41.
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., TaibH. M., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: Evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283-326.
- Shubiri, F. N. (2011). Determinants of changes dividend behavior policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4(2), 1-15.
- Smith, K. V. (1980). *Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management*. St. Paul, MN: West.

-
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., & Sudarsi, S. (2017). Working capital, firm performance, and firm value: An empirical study in manufacturing industry on Indonesia stock exchange. *Economics World*, 5(5), 444-450.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1(1), 15-29.
- Tan, S. L., & Hamid, N. I. N A. (2016). Capital structure and performance of Malaysia plantation sector. *Journal of Advanced Research in Social and Behavioural Sciences*, 3(1), 34-45.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Watson, D., & Head, A. (2012). *Corporate finance principles & practice* (4th ed.). Spain: Pearson Education.
- World Bank Group. (2020). *Thailand economic monitor-Thailand in the time of COVID-19*. Retrieved from <https://documents1.worldbank.org/curated/en/905771598936764150/pdf/Thailand-Economic-Monitor-Thailand-in-the-Time-of-COVID-19.pdf>
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: An empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 102-118.