

ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Impact of Capital Structure and Earnings Per Share on Firm Value  
of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

กฤษฎา สุวรรณนุรักษ์<sup>1</sup>, กัลยานี ภาคออต<sup>2</sup> และ พิเชษฐ สิทธิโชคสกุลชัย<sup>3</sup>

Kritsada Suwannanurak<sup>1</sup>, Gallayanee Parkatt<sup>2</sup> and Pichet Sittichoksakunchai<sup>3</sup>

สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช<sup>1,2,3</sup>

School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University, Thailand<sup>1,2,3</sup>

E-mail: randommarknormal@gmail.com<sup>1</sup>

Received: 2023-05-20; Revised: 2023-09-29; Accepted: 2023-09-30

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาโครงสร้างเงินทุน กำไรต่อหุ้น และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) วิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (3) วิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาจากประชากรคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วนและเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษาจำนวน 140 บริษัท ระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2564 และใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิจัยพบว่า (1) โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีหนี้สินรวมเฉลี่ยประมาณ 0.71 เท่า บริษัทที่ใช้หนี้สินรวมสูงสุดและต่ำสุดประมาณ 2.90 เท่า และ 0.02 เท่า ตามลำดับ มูลค่ากิจการมีค่าเฉลี่ยประมาณ 1.81 เท่า โดยมีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดประมาณ 20.25 เท่า และ 0.18 เท่า ตามลำดับ (2) สภาพคล่อง อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และความสามารถในการทำกำไร เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (3) โครงสร้างเงินทุน และขนาดของกิจการ ส่งผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ในขณะที่อายุของกิจการส่งผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนกำไรต่อหุ้นไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, กำไรต่อหุ้น, มูลค่ากิจการ



## Abstract

The purposes of this research were (1) to study capital structure, earnings per share, and firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (2) to analyze factors determining capital structure of listed companies in the Stock Exchange of Thailand (3) to analyze the impact of capital structure and earnings per share on firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The population were 140 companies listed on the Stock Exchange of Thailand with complete information and according to the study conditions, for the period of 5 years from January 1<sup>st</sup>, 2017 to December 31<sup>st</sup>, 2021. Data were analyzed using Fixed Effects regression.

The results revealed that (1) the capital structure of listed companies in the Stock Exchange of Thailand showed the average of total debt at approximately 0.71 times. The companies used total debt at maximum and minimum at approximately 2.90 times and 0.02 times, respectively. An average of firm value was 1.81 times while the maximum and the minimum were 20.25 times and 0.18 times, respectively. (2) Liquidity, non-current assets to total assets ratio, and profitability were factors determining the capital structure of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. (3) The capital structure and firm size had a positive effect on firm value, while the firm age had a negative effect with statistically significant at 0.05 level. In addition, the earnings per share showed no effect on firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand.

**Keywords:** Capital Structure, Earnings Per Share, Firm Value

## บทนำ

การดำเนินธุรกิจของกิจการในปัจจุบัน ต้องมีการจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อขยายกิจการ พัฒนาศักยภาพ และเพิ่มโอกาสการเจริญเติบโตในอนาคต จากการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2560 – 2564 พบว่ามีหนี้สินรวมเฉลี่ยประมาณ 0.71 เท่า โดยบริษัทใช้หนี้สินรวมสูงสุดและต่ำสุดประมาณ 2.90 เท่า และ 0.02 เท่าตามลำดับ โดยโครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเหมาะสม จะนำไปสู่การสร้างมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น และสะท้อนถึงความสามารถในการวางแผนสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้มีความเหมาะสมของผู้บริหารบริษัทฯ ซึ่ง Modigliani and Miller (1958) ได้นำเสนอทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่มีเนื้อหาเกี่ยวกับการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ โดยสาระสำคัญของทฤษฎี MM Proposition I และ II ที่คำนึงถึงภาษี อธิบายว่า มูลค่ากิจการที่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจะมากกว่ามูลค่ากิจการที่ไม่ได้ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ทฤษฎี Trade-off เป็นทฤษฎีสนับสนุนทฤษฎี MM โดยอธิบายว่า เมื่อธุรกิจใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้น จนถึงการใช้ระดับ

หนี้สินระดับหนึ่งที่มีความเหมาะสมจะทำให้มูลค่ากิจการสูงที่สุด จากนั้นหากธุรกิจยังคงใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการจะลดลง และเกิดความเสียหายทางการเงินเพิ่มขึ้น (กัลยานี ภาคออต และคณะ, 2564) โดยแหล่งเงินทุนแบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ 1) แหล่งเงินทุนจากหนี้สิน (Debt Financing) แหล่งเงินทุนนี้ทำให้บริษัทมีภาระต้องชำระดอกเบี้ยพร้อมจ่ายเงินต้นคืนเมื่อครบกำหนด และ 2) แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (Equity Financing) เป็นเงินทุนซึ่งไม่มีพันธะผูกพันว่าต้องจ่ายผลตอบแทนให้เจ้าของและไม่มีภาระที่ต้องคืนเงินที่เจ้าของนำมาลงทุนซึ่งผู้บริหารต้องตระหนักถึงหน้าที่ในการบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่เจ้าของเงินทุน

Anup and Cowdhury (2010) และ Simona (2014) ได้รายงานไว้ว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีการผสมผสานระหว่างสัดส่วนของหนี้สินและทุนที่เหมาะสมจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ในขณะที่การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนอาจส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ เพราะอาจเป็นการส่งสัญญาณของความเสียหายทางการเงินที่เพิ่มขึ้นของกิจการ ในขณะเดียวกัน การใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น อาจส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง Zahra, Farhad and Babak (2013) และ Tiago and Joao (2013) ได้รายงานไว้ว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นหากบริษัทมีการกู้ยืมเงินมากจนทำให้อัตราส่วนหนี้สินสูงจนเกินไป จะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระหนี้สินได้ และส่งผลให้ต้นทุนการกู้ยืมเงินของบริษัทสูงมากขึ้น จนในที่สุดต้นทุนการกู้ยืมเงินจะมากกว่าผลประโยชน์ที่เกิดจากการนำค่าใช้จ่ายด้านดอกเบี้ย อีกทั้ง Roanne (2013) ได้อธิบายสนับสนุนถึงการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนว่า การใช้นี้สินเพิ่มขึ้นจนเกินไปสามารถทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง ส่งผลให้กำไรต่อหุ้นลดลง และมูลค่ากิจการจะลดลงตามไปด้วยเช่นกัน

โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็เช่นกัน ในช่วงการแพร่ระบาดของโรคโควิด และเศรษฐกิจชะลอตัว อาจมีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้อถือหุ้นในช่วงระยะเวลาดังกล่าว เช่น การจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นกู้ หรือกู้ยืมเงินจากธนาคาร หรือจัดหาเงินทุนโดยการเสนอขายหุ้นแก่ประชาชน เหล่านี้ทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทแตกต่างกัน เมื่อการจัดหาเงินทุนทำให้สัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนไป อาจส่งผลต่อปัจจัยภายในของกิจการ เช่นมูลค่ากิจการ (Modigliani and Miller, 1958) ดังนั้น การวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนและวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิจัยได้นำปัจจัยที่ใช้กำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งปัจจัยภายในธุรกิจและปัจจัยภายนอกธุรกิจคืออัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บ และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มาศึกษา ส่วนการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการได้นำปัจจัยกำไรต่อหุ้นเข้ามาศึกษาด้วย ในขณะเดียวกันการศึกษานี้ได้ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio) เพื่อวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการวิจัยอาจแสดงให้เห็นถึงการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อให้อกิจการมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ จะส่งผลทำให้ความสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้น และมูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ในขณะนี้นักลงทุน รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้อง สามารถนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน มูลค่ากิจการ ของงานวิจัยฉบับนี้ รวมถึงปัจจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง เช่นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มาประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานก่อนการตัดสินใจลงทุน เพื่อประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต



## วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุน กำไรต่อหุ้น และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## การทบทวนวรรณกรรม

ตามข้อสมมติฐานของ MM Proposition I และ II ที่ค้ำนึ่งถึงภาษี อธิบายเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนไว้ว่า มูลค่ากิจการที่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจะสูงกว่ามูลค่ากิจการที่ไม่ได้ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน โดยกัลยานี ภาคอัท และคณะ (2564) ได้ให้ข้อมูลว่า สภาพคล่อง อัตราการเจริญเติบโตของสินทรัพย์ และภาวะตลาดหลักทรัพย์เป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และการใช้นี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุน มีผลกระทบในทางบวกต่อมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในขณะที่ขนาดของกิจการมีผลกระทบในทางลบ วัฒนา ศักยชีวจิต และกอบกุล จันทรโคติกา (2559) ได้ให้ข้อมูลว่า ขนาดของบริษัท สินทรัพย์ที่มีตัวตน การปกป้องภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้ โอกาสการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง การจ่ายเงินปันผล และผลกระทบในปีที่เกิดวิกฤตทางการเงินมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศสิงคโปร์ ประเทศมาเลเซีย ประเทศไทย ประเทศอินโดนีเซีย และประเทศฟิลิปปินส์ ในขณะที่ชินดา มณีรัตน์รุ่งโรจน์ และขวัญกมล ดอนขวา (2561) ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) และเนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) ได้ให้ข้อมูลที่ต่างออกไป โดยพบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

อีกทั้ง MM Proposition I และ II ที่ค้ำนึ่งถึงภาษี อธิบายเกี่ยวกับระดับหนี้สินต่อทุนส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ดังนั้นการตัดสินใจเพิ่มสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน จะทำให้ต้นทุนการจัดหาเงินทุนสูงขึ้น ทฤษฎี Trade-off ซึ่งสนับสนุนทฤษฎี MM อธิบายว่า เมื่อธุรกิจใช้นี้สินเพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้นจนถึงการใช้ระดับหนี้สินระดับหนึ่งที่มีความเหมาะสมจะทำให้มูลค่ากิจการสูงสุด จากนั้นหากธุรกิจยังคงใช้นี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการจะลดลง และเกิดความเสียหายทางการเงินเพิ่มขึ้น

Abdurrahman (2015) ได้ให้ข้อมูลว่า ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และขนาดของบริษัทมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี Annisa & Chabachib (2017) ได้ให้ข้อมูลว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตามบัญชี และ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบเชิงบวกอย่างมากต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขณะที่ Cheng, Liu & Chien (2010) ได้ให้ข้อมูลที่ต่างออกไป โดยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการและณัฐนันท์ สุรวัฒนา (2556) ได้ให้

ข้อมูลว่า ปัจจัยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ในขณะที่อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ

การวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนและวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิจัยได้นำปัจจัยที่ใช้กำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งปัจจัยภายในธุรกิจ และปัจจัยภายนอกธุรกิจคืออัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บ และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มาศึกษา ส่วนการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการได้นำปัจจัยกำไรต่อหุ้นเข้ามาศึกษาด้วย ในขณะเดียวกันการศึกษานี้ได้ใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value Ratio) เพื่อวัดมูลค่ากิจการ

### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ดำเนินการตามลำดับดังนี้

1. การวิจัยนี้ศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูลครบถ้วน และเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนที่มีผลการดำเนินงานต่อเนื่อง และค่าของตัวแปรไม่มีค่าเป็นลบ จำนวน 140 บริษัท รวม 700 ชุดข้อมูล

2. เก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ และเป็นข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 140 บริษัท สำหรับระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ถึงวันที่ 31 มกราคม 2564 ซึ่งประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บ (IRR) ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศใช้วัดภาวะเศรษฐกิจ (GDP) อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TATO) อายุของธุรกิจ (AGE) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) กำไรต่อหุ้น (EPS) และมูลค่ากิจการ (PBV)

3. คำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) และมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อวิเคราะห์ภาพรวม

4. ใช้สมการถดถอยในลักษณะ Panel Data Analysis แบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน และวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงสมการของตัวแบบได้ดังนี้

4.1. สมการถดถอยแบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER)

$$DER_{it} = C_1 LIQ_{it} + C_2 IRR_{it} + C_3 GDP_{it} + C_4 TANG_{it} + C_5 ROA_{it} + a_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

เมื่อ



$DER_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดโครงสร้างเงินทุน  
(หนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น)

$LIQ_{it}$  = อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
(สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน)

$IRR_{it}$  = อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้าชั้นดี (MLR) ในปี  $t$

$GDP_{it}$  = ค่า log ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศในปี  $t$  ซึ่งวัดภาวะเศรษฐกิจ

$TANG_{it}$  = อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดสินทรัพย์ที่  
กิจการสามารถนำไปค้ำประกันเงินกู้ได้ (สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน/สินทรัพย์รวม)

$ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดความสามารถใน  
การทำกำไร (กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม)

$a_i$  = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

$\epsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

$c_5 - c_5$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในสมการ

4.2. สมการถดถอยแบบแบบ Fixed Effects เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และ  
กำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาโครงสร้าง  
เงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER)

$$PBV_{it} = C_1 DER_{it} + C_2 ROE_{it} + C_3 TATO_{it} + C_4 AGE_{it} + C_5 SIZE_{it} + C_6 EPS_{it} + a_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

เมื่อ

$PBV_{it}$  = อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดมูลค่าธุรกิจ  
(อัตราส่วนราคาตลาด/มูลค่าตามบัญชี)

$DER_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดโครงสร้างเงินทุน  
(หนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น)

$ROE_{it}$  = ผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดความสามารถ  
ในการทำกำไร (กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น)

$TATO_{it}$  = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดประสิทธิภาพ  
ของบริษัทในการใช้สินทรัพย์สร้างยอดขาย (ยอดขาย/สินทรัพย์เฉลี่ย)

$AGE_{it}$  = อายุของกิจการของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งนับอายุเริ่มจากวันที่บริษัทเข้าจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$SIZE_{it}$  = ค่า Log ของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  ซึ่งวัดขนาดของกิจการ

$EPS_{it}$  = กำไรต่อหุ้นของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  ซึ่งวัดประสิทธิภาพในการทำกำไรของกิจการ (กำไรสุทธิ/จำนวนหุ้นบริษัทที่ชำระแล้ว)

$a_i$  = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

$\epsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

$c_6 - c_6$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรในสมการ

การศึกษาครั้งนี้ได้ทดสอบการมีความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระด้วยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) และใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลที่ทำการศึกษาหรือไม่ ซึ่งจากการทดสอบพบว่าไม่เหมาะสม ด้วยค่า P-value = 0.0000 ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects

## ผลการวิจัย

1. ผลการศึกษาโครงสร้างเงินทุน กำไรต่อหุ้น และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงได้ดังตารางที่ 1

**ตารางที่ 1** โครงสร้างเงินทุน กำไรต่อหุ้น และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2560 – 2564

ตัวแปร	Average	(S.D)	Max	Min
โครงสร้างเงินทุน (DER) (เท่า)	0.71	0.57	2.90	0.02
กำไรต่อหุ้น (EPS) (บาท)	2.45	5.31	46.74	0.01
มูลค่ากิจการ (PBV) (เท่า)	1.81	1.72	20.25	0.18

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลค่าเฉลี่ย (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min) ของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย โดยพบว่าโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 0.71 เท่า (S.D. = 0.57) ในขณะที่ค่าสูงสุดสูงถึง 2.90 เท่า และค่าต่ำสุดเพียง 0.02 เท่า กำไรต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ยประมาณ 2.45 บาทต่อหุ้น (S.D. = 5.31) ในขณะที่ค่าสูงสุดสูงถึง 46.74 บาทต่อหุ้น และค่าต่ำสุดเพียง 0.01 บาทต่อหุ้น ส่วนมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (PBV) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 1.81 เท่า (S.D. = 1.72) ในขณะที่ค่าสูงสุดสูงถึง 20.25 เท่า และค่าต่ำสุดเพียง 0.18 เท่า

จากข้อมูลข้างต้นสามารถอธิบายในภาพรวมได้ว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ใช้หนี้สินในการดำเนินงาน โดยบริษัทจดทะเบียนที่ใช้หนี้สินรวมในการดำเนินงานค่อนข้างสูง คือ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง เนื่องจากบริษัทนำไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในโครงการลงทุนและขยายกิจการ ในขณะที่เดียวกันก็มีบางบริษัทที่ใช้หนี้สินรวมค่อนข้างน้อย ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (รายงานประจำปี แบบ 56-1 ของบริษัท) สำหรับกำไรต่อหุ้นและมูลค่ากิจการแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันค่อนข้างมาก





2. ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การอธิบายผลการศึกษาระยะยาวโดยผลของสมการถดถอยสมการที่ 1 แสดงได้ดังตารางที่ 2

### ตารางที่ 2 ผลของสมการถดถอย

$$DER_{it} = C_1LIQ_{it} + C_2IRR_{it} + C_3GDP_{it} + C_4TANG_{it} + C_5ROA_{it} + a_i + \epsilon_{it}$$

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	P-value
C	1.8142	3.3320	0.5444	0.5863
LIQ	-0.0341	0.0074	-4.5878	0.0000*
IRR	-0.0062	0.0205	0.3024	0.7624
GDP	-0.0693	0.3655	-0.1896	0.8497
TANG	-0.5227	0.1683	-3.1056	0.0020*
ROA	-0.0113	0.0026	-4.3250	0.0000*

\*นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 R-squared: 0.8847

Adjusted R-squared: 0.8548

จากตารางที่ 2 ผลของสมการถดถอย พบว่า สภาพคล่องของกิจการ (LIQ) อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์ในทางลบ กล่าวคือ เมื่อสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง โครงสร้างเงินทุนจะมีสัดส่วนของหนี้สินรวมเพิ่มขึ้น ในทางตรงกันข้าม หากกิจการมีสภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น การใช้หนี้สินของกิจการจะลดลง ส่วนปัจจัยอื่น ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้าชั้นดี (IRR) และผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER)

3. ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และกำไรต่อหุ้นต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การอธิบายผลการศึกษาระยะยาวโดยผลของสมการถดถอยสมการที่ 2 แสดงได้ดัง ตารางที่ 3

### ตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอย

$$PBV_{it} = C_1DER_{it} + C_2ROE_{it} + C_3TATO_{it} + C_4AGE_{it} + C_5SIZE_{it} + C_6EPS_{it} + a_i + \epsilon_{it}$$

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	P-value
C	-11.6452	1.1596	-10.0417	0.0000
DER	0.4164	0.1380	3.0161	0.0027*
ROE	0.0131	0.0079	1.6468	0.1002
TATO	-0.1133	0.2297	-0.4934	0.6219



Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	P-value
AGE	-0.0606	0.0202	-2.9937	0.0029*
SIZE	1.6218	0.1214	13.3582	0.0000*
EPS	-0.0033	0.0141	-0.2409	0.8097

\*นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 R-squared: 0.8615

Adjusted R-squared: 0.8252

จากตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอยให้ข้อมูลว่า โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) และขนาดของกิจการ (SIZE) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในขณะที่อายุของกิจการ (AGE) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งอธิบายได้ว่า เมื่อกิจการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นและขนาดของกิจการใหญ่ขึ้น มูลค่าของกิจการจะเพิ่มขึ้นด้วย ในขณะที่อายุของกิจการมากขึ้น มูลค่าของกิจการจะลดลง ในทางตรงกันข้าม ถ้าโครงสร้างเงินทุนของกิจการมีหนี้สินน้อยลง และขนาดของกิจการเล็กลง มูลค่าของกิจการจะลดลงด้วย ในขณะที่อายุของกิจการน้อย มูลค่าของกิจการจะสูง ส่วนปัจจัยอื่น ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (TATO) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ไม่แสดงผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

## อภิปรายผล

จากผลการวิจัย สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

1. จากผลการวิจัยที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ใช้หนี้สินในการดำเนินงานนั้น อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทเหล่านี้สินที่ก่อเพิ่มขึ้นไปใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนและลงทุนในโครงการลงทุนรวมทั้งขยายกิจการ โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง ในขณะที่เดียวกันมีบางบริษัทจดทะเบียน เช่น บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจะใช้หนี้สินรวมในโครงสร้างเงินทุนค่อนข้างน้อย ส่วนกำไรต่อหุ้นและมูลค่ากิจการแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันค่อนข้างมาก อาจเป็นเพราะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยอุตสาหกรรมหลายประเภทและความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกัน มีความสอดคล้องกับทฤษฎี Trade Off Theory ของ Myers (2001) ที่ให้ความเห็นว่าการลงทุนจากการก่อหนี้จะส่งผลให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษี ซึ่งผลที่ตามมาคือบริษัทก็จะเลือกการก่อหนี้มากขึ้น เนื่องจากผลของภาษีที่มีต่อการเงินของบริษัท จากส่วนของการปกป้องภาษีจากหนี้สิน โดยสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายไปหักเป็นค่าใช้จ่ายของบริษัทก่อนส่งผลให้กำไรที่นำไปคิดฐานภาษีเงินได้ลดลงบริษัทจึงเสียภาษีน้อยลง และสอดคล้องกับงานวิจัยของสุรีย์ เข้มทอง และ กัลยานี ภาคออต (2565) ที่ให้ความเห็นว่าการก่อหนี้จะเกิดประโยชน์ต่อบริษัทเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จนกระทั่งถึงจุดหนึ่ง หากมีการก่อหนี้ต่อไปจะทำให้ต้นทุนของการเกิดปัญหาทางการเงินมีมากกว่าประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับจากการก่อหนี้ ดังนั้นถ้าบริษัทที่ยังคงก่อหนี้เพิ่มระดับสูงก็จะมีโอกาสอยู่รอดได้น้อยกว่าบริษัทที่ก่อหนี้ในระดับต่ำ



2. จากผลการวิจัยที่พบว่า สภาพคล่องของกิจการ อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และความสามารถในการทำกำไร เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนนั้น มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ สุรีย์ เข้มทอง และ กัลยานี ภาคอิต (2565); Panova (2020); Serghiescua & Vaideanb (2014) ที่ให้ข้อมูลว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ตลาดหลักทรัพย์ประเทศรัสเซีย และโรมาเนีย สำหรับอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sheikn and Wang (2011); DeGoeij and Kappert (2009) ที่สรุปว่า อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน และเนเธอร์แลนด์ ส่วนความสามารถทำกำไรสอดคล้องกับงานวิจัยของบวรวิช สายชลพิทักษ์ (2554); ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) ที่อธิบายว่า ความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตามลำดับ ส่วนปัจจัยอื่นที่นำมาทดสอบ ผู้วิจัยได้นำแนวคิดเกี่ยวกับปัจจัยที่ควรพิจารณาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของ พิเชษฐ สิริโชคสกุลชัย (2562) ได้แก่ ภาระค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานซึ่งวัดโดย อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้าชั้นดี (IRR) และสถานะเศรษฐกิจซึ่งวัดโดยผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER)

จากผลการวิจัยข้างต้นอาจกล่าวได้ว่า เมื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใช้หนี้สินรวมในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น ย่อมต้องนำเงินบางส่วนที่ได้จากการดำเนินงานไปชำระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจากการกู้ยืม สภาพคล่องทางการเงินจึงลดลง ในขณะที่การนำหนี้สินดังกล่าวไปลงทุนและยังไม่ได้รับผลตอบแทน ความสามารถในการทำกำไรจึงลดลง และในบางครั้งการจัดหาสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเพื่อการดำเนินงานหรือการลงทุนอาจใช้การเข้าเป็นการจัดหาเงินทุน อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมจึงลดลง แม้กิจการจะใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น

3. จากผลการวิจัยที่พบว่า โครงสร้างเงินทุน และขนาดของกิจการ มีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการนั้น เป็นไปตามทฤษฎี Trade-off Theory ที่เสนอว่า เมื่อธุรกิจใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้นจนถึงการใช้หนี้สินในระดับหนึ่งที่มีความเหมาะสมจะทำให้มูลค่ากิจการสูงที่สุด มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kontesa (2015), Asif & Aziz (2016) ที่กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย และตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน สำหรับปัจจัยขนาดของกิจการ มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Nursetya & Hidayati (2020); สุรีย์ เข้มทอง และ กัลยานี ภาคอิต (2565) ที่รายงานว่ ขนาดของกิจการมีผลกระทบทางบวกต่อมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย และธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ส่วนอายุของกิจการที่พบว่า มีผลกระทบทางลบกับมูลค่ากิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ สุรีย์ เข้มทอง และ กัลยานี ภาคอิต (2565) ที่สรุปว่า อายุของกิจการมีผลกระทบทางลบต่อมูลค่ากิจการของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย ส่วนปัจจัยอื่น

ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (TATO) และกำไรต่อหุ้น (EPS) พบว่า ไม่แสดงผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากผลการวิจัยข้างต้นอาจอธิบายได้ว่า ธุรกิจขนาดใหญ่ให้ความสนใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน และเห็นประโยชน์ของการใช้หนี้สิน โดยนำไปใช้ในโครงการลงทุนที่สร้างมูลค่าให้กับธุรกิจ โดยเฉพาะธุรกิจขนาดใหญ่อาจมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมายหรือกำหนดสัดส่วนของการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนโดยเฉพาะธุรกิจขนาดใหญ่ ดังนั้น การเพิ่มหนี้สินจึงนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าธุรกิจสำหรับปัจจัยอายุของกิจการ จากรายงานของ สุรีย์ เข้มทอง และ กัลยานี ภาคอัท (2565) ที่สรุปว่า อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่เพิ่งจะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีโครงการลงทุนใหม่ๆ ที่มีความคุ้มค่าในหลายโครงการ และเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกให้กับนักลงทุนเข้ามาทยอยลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวเพื่อสร้างการเจริญเติบโตให้กับกิจการ และหากโครงการเหล่านั้นมีผลตอบแทนเป็นบวก ระยะเวลาคืนทุนเร็ว สร้างผลกำไรสูง ผลที่ตามมาคือ มูลค่ากิจการจะสูงขึ้นไปด้วย ในทางตรงกันข้าม กิจการที่เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นาน อาจมีการเจริญเติบโตในอัตราที่ลดลง กอปรกับโครงการลงทุนของกิจการอาจเป็นโครงการทั่วไป หรือไม่ได้สร้างการเจริญเติบโตมากนัก มูลค่ากิจการจึงไม่เพิ่มขึ้น

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อให้กิจการมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ จะส่งผลทำให้ความสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้น และมูลค่ากิจการจะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย
2. ผู้บริหารของบริษัทควรกำหนดนโยบายทางการเงิน นโยบายโครงสร้างเงินทุนให้ชัดเจนถึงสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น (อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 1 เท่า) เนื่องจากการจัดการโครงสร้างเงินทุนเกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง ความสามารถทำกำไร และการเจริญเติบโตของบริษัท รวมทั้งกำหนดระดับการยอมรับความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ
3. ผลการวิจัยพบว่า ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนที่ 0.71 เท่า จะส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่ 1.81 เท่า ดังนั้นนักลงทุน รวมทั้งผู้ที่เกี่ยวข้อง ควรพิจารณาถึงอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน และมูลค่ากิจการ มาพิจารณาประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานก่อนการตัดสินใจลงทุน เพื่อประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต

### ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. นักวิจัย นักวิชาการ หรือผู้สนใจทั่วไป ควรขยายผลการวิจัยหรือนำผลการวิจัยไปบูรณาการกับงานวิจัยอื่น เพื่อเพิ่มความสมบูรณ์ของงานวิจัยมากขึ้น
2. การวิจัยครั้งต่อไปควรเพิ่มตัวแปรในการวิจัยเพิ่มเติม เช่นกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ดัชนีความเชื่อมั่นธุรกิจ หรือตัวแปรอื่นที่แตกต่างจากการวิจัยครั้งนี้ เพื่อทำการวิจัยได้ครอบคลุมมากขึ้น และเกิดประโยชน์สูงสุดต่อการวิจัยในครั้งต่อไป



## เอกสารอ้างอิง

- กัลยานี ภาคออต, ชยงการ ภมรมาศ, และโยธิน ทวีกิติกุล. (2564). การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารการวิจัยการบริหารการพัฒนา*, 11(4), 746-760.
- ณัฐนันท์ สุวัฒนา. (2556). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ธนวันต์ มุสิกกุล. (2560). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย (การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย. (2562). *ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน : จากเอกสารการสอนชุดวิชาการจัดการการเงินและการจัดการเชิงกลยุทธ์*. (พิมพ์ครั้งที่ 1). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2017). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *KKBS วารสารบริหารธุรกิจและบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 1(3), 1-17.
- วัฒนา ศักยชีวกิจ และกอบกุล จันทระโคติกา. (2559). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีบบัญชี*, 12(33), 52-52.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การวิเคราะห์งบการเงิน, Financial Statement Analysis*. ค้นเมื่อ 1 มิถุนายน 2565, จาก <https://clrem-opac.sut.ac.th/BibDetail.aspx?bibno=96886&page=1&recordsNo=6&Back=Back>
- สุรีย์ เข้มทอง, และกัลยานี ภาคออต. (2565). โครงสร้างเงินทุนและมูลค่าธุรกิจของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 16(46), 446-464.
- Abdurrahman, A. (2015). Determinan Price to Book Value Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP)*, 2(02), 139-152.
- Annisa, R., & Chabachib, M. (2017). Analisis Pengaruh Current Ratio (Cr), Debt to Equity Ratio (Der), Return on Assets (Roa) Terhadap Price to Book Value (Pbv), Dengan Dividend Payout Ratio Sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro Journal of Management*, 6(1), 188-202.
- Anup, C. & Cowdhury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *BEH - Business and Economic Horizons*, 3(3), 111-122.
- Asif, A., & Aziz, B. (2016). Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6(6), 231-244.

- Asmual, H. & Ibnu, S. (2019). Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
- Cheng, Y. S., Liu, Y. P. & Chien, C. Y. (2010). Capital structure and firm value in China: A panel threshold regression analysis. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.
- Hirdinis, M. (2019). Capital Structure and Firm Size on Firm Value Modarated by Profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174-191.
- Michael C. Jensen., & William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. & William, H. M. (1998). *Divisional performance measurement*. Cambridge: Harvard University.
- Joshua, A. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
- Kontesa, M. (2015). Capital Structure, Profitability, And Firm Value. Whats New?. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(20), 185-192.
- Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, H. M. (1963). Income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.
- Myers, S. C. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have Information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nadya, M. & Isrochmani, M. (2017). The Effect of Financial Ratios on Firm Value in The Food And Beverage Sector of The Idx. *Journal of Business And Management*, 6(2), 214-226.
- Nursetya, R. & Hidayati, L. (2020). How Does Firm Size and Capital Structure Affect Firm Value?. *Journal of Management and Entrepreneurship Research*, 1(2), 67-76.
- Panova, E. (2020). Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises, Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 15(2), 361-375.
- Roanne, N. (2013). *Capital Structure and Firm's Financial Performance, An Empirical Analysis of the S&P500* (Master's thesis). Universiteit Van Tilburg.



- Serghiescua, L. & Văideanb, V. (2014). Determinant Factors of Capital Structure of a Firm an Empirical Analysis *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.
- Simona, M. (2014). Capital structure and firm value, Empirical evidence from Romanian listed companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), 287–292.
- Tiago, R. L. & Joao, F. C. (2013). Capital structure, Cash holdings and firm value: A study of Brazilian listed firms. *Revista Contabilidade & Finance*, 25(64), 46-59.
- Zahra, B., Farhad, S. & Babak, J. (2013). Correlation between financial leverage and firm value in companies listed in the Tehran stock exchange: A case study. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(5), 39-40.