

**ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงิน : กรณีศึกษา
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV**
**THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE, COST OF CAPITAL AND FINANCIAL
PERFORMANCE : A CASE STUDY OF COMPANIES LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF
THAILAND, SETCLMV INDEX GROUP**

ทิพวรรณ ฤทธิชัย¹ ทาริกา แยมะมัง¹ และ นันทวัฒน์ ปัญญายศธนากรณ¹

¹คณะศิลปศาสตร์และวิทยาศาสตร์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ วิทยาเขตกำแพงแสน

Tippawan Rittichai¹ Tarika Yamkamang¹ and Nantawat Panyayodtanakorn¹

¹Faculty of Liberal Arts and Science, Kasetsart University Kamphaeng Saen Campus

(Received: June 8, 2023; Revised: January 6, 2024; Accepted: April 24, 2024)

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ (SETCLMV) และ 2) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ (SETCLMV) เป็นการศึกษาเชิงปริมาณเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีระหว่างปี พ.ศ. 2559 - พ.ศ. 2563 ทั้งหมด 34 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ส่วนสถิติเชิงอ้างอิง ได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์และวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นนอกจากนี้ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจัดหาโครงสร้างเงินทุนคือองค์ประกอบสำคัญของกลยุทธ์ทางการเงิน บริษัทควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพราะสามารถใช้ประโยชน์จากภาวะดอกเบี้ยลดภาระทางภาษีส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น รวมทั้งบริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถกำหนดทิศทางการดำเนินงานในอนาคตเพื่อผลการดำเนินงานทางการเงินตามเป้าหมายตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, ต้นทุนของเงินทุน, ผลการดำเนินงาน

ABSTRACT

The objectives of this study are: 1) to study the relationship between capital structures and the financial performance of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, securities index group (SETCLMV); 2) to study the relationship between the cost of capital and the financial performance of companies listed on the SETCLMV. Quantitative data was collected from annual reports of 34 companies between 2016 to 2020. Descriptive statistics such as frequency, percentage, mean, and standard deviation were utilized. Inferential statistics such as correlation coefficient analysis and multiple regression analysis were utilized as well. The results showed that capital structures and the cost of capital were related to the rate of return on equity. Additionally,

the cost of capital was statistically correlated with the return on total assets at a level of 0.05. This indicated that the financing structure was the key component of corporate financial strategy. Companies should acquire financing from external sources because it can utilize interest burdens to reduce tax burdens, resulting in higher operating cash flows. Companies with an appropriate capital structure could effectively determine the direction of future operations, achieve financial performance according to their stated goals, and effectively respond to the needs of their investors.

Keywords: Capital Structure, Cost of Capital, Financial Performance

บทนำ

วิวัฒนาการของสังคมได้รับอิทธิพลจากการมีส่วนร่วมโดยตรงของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และการพัฒนาที่บ่งบอกถึงการกำหนดเป้าหมายและการบรรลุผลการปฏิบัติงานอย่างต่อเนื่อง องค์กรเป็นรากฐานที่สำคัญของเศรษฐกิจและมีความสำคัญที่แสดงให้เห็นถึงความสนใจที่คู่ค้าทางเศรษฐกิจและสังคมต่าง ๆ การอยู่รอดขององค์กรในสภาพแวดล้อมที่มีพลวัตและการแข่งขันโดยการรักษาประสิทธิภาพทางการเงินจำเป็นต้องมีการปรับตัวอย่างต่อเนื่องเพื่อความต้องการของสภาพแวดล้อมภายนอกความไม่มั่นคงทางเศรษฐกิจในปัจจุบันทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างถาวรในบริษัทซึ่งต้องได้รับการคาดการณ์ รู้จัก วิเคราะห์ และจัดการ ดังนั้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจใด ๆ จำเป็นต้องมีการวิเคราะห์ประสิทธิภาพทางการเงินอย่างลึกซึ้งเพื่อให้ทราบถึงสถานการณ์จริง ทั้งนี้ให้องค์กรสามารถดำเนินการภายใต้เงื่อนไขของการทำกำไรที่เหนือกว่า และในขณะเดียวกันต้องรักษาความสามารถในการล้มละลายและดุลยภาพทางการเงิน ดังนั้นการวิเคราะห์ประสิทธิภาพทางการเงินจึงเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับทุกธุรกิจ เนื่องจากการได้มาและคงประสิทธิภาพไว้เป็นเงื่อนไขในการติดตามความก้าวหน้าขององค์กร วัตถุประสงค์หลักของการจัดการทางการเงินที่จะดำเนินการในระดับองค์กรเพื่อให้แน่ใจว่าประสิทธิภาพคือการเลือกโครงสร้างเงินทุนตามขนาดของต้นทุนด้วยเหตุนี้ วัตถุประสงค์ทั้งสองจึงมีอิทธิพลอย่างมากต่อประสิทธิภาพทางการเงินโดยพิจารณาจากข้อควรพิจารณาต่อไปนี้คือ รูปแบบการจัดหาเงินทุนบ่งบอกถึงต้นทุนบางอย่างสำหรับองค์กร ประสิทธิภาพของกิจกรรมต้องใช้เงินทุนที่ต้นทุนต่ำการเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะสร้างมูลค่าสูงสุดขององค์กร โดยเฉพาะอย่างยิ่งโดยการลดต้นทุนของปัจจัยการผลิตทั้งหมด วัตถุประสงค์ในการบริหารทางการเงินกลายเป็นเรื่องยากมากขึ้นในการจัดการภายในกลุ่มบริษัทที่ดำเนินงาน ซึ่งวัตถุประสงค์ของโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนมักจะไม่สามารถบรรจบกัน (Ivascu & Barbuta-Misu, 2017)

การจัดการและการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนถือเป็นการตัดสินใจด้านการเงินที่สำคัญสำหรับทุกบริษัท เนื่องจากการจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาดำเนินงานและผลิตสินค้าและบริการ รวมถึงความต้องการของบริษัทจะต้องมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำที่สุด โดยทั่วไปโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจะมาจากสองแหล่งคือ การกู้ยืมซึ่งจะทำให้บริษัทเกิดหนี้สินและจากการใช้เงินทุนส่วนของเจ้าของ (Abor, 2007) กล่าวคือ บริษัทสามารถเลือกโครงสร้างทุนในรูปแบบที่หลากหลายทั้งการกู้ยืมเงินเป็นจำนวนมากหรือจำนวนน้อย ๆ การออกตราสารหนี้, warrants, หุ้นกู้แปลงสภาพหรือการใช้เงินทุนจากเจ้าของบริษัทไม่ว่าจะเป็นการออกหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิ อย่างไรก็ตามการใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของนี้บริษัทต้องคำนึงถึงมูลค่าตลาด (Market Value) ของกิจการซึ่งพบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ๆ ส่วนใหญ่มีระดับหนี้สินต่อทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และในอนาคตอาจทำให้บริษัทฯ มีปัญหาด้านสภาพคล่องทางการเงินหากเกิดปัญหาในการดำเนินธุรกิจสอดคล้องกับ Rajan & Zingales (1998) ที่พบว่าหาก่อนหน้านี้จะเกิดประโยชน์ต่อบริษัทจนกระทั่งทำให้การ

ก่อนนี้ก่อให้เกิดต้นทุนของเงินทุนและมีปัญหาทางการเงินมากกว่าประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับจากการก่อก่อนนี้ ดังนั้น หากบริษัทก่อก่อนนี้เพิ่มในระดับที่สูงขึ้นจะมีโอกาสน้อยกว่าบริษัทที่ก่อก่อนนี้น้อยกว่า โดยโครงสร้างเงินทุนของแต่ละบริษัท หรือแต่ละอุตสาหกรรมนั้น มีความแตกต่างกันตามลักษณะของการดำเนินธุรกิจ จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากิจการที่ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อก่อนสินจะมีมูลค่าของกิจการ (Firm Value) ที่ดีกว่ากิจการที่เลือกแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียว เนื่องจากบริษัทสามารถนำประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นนี้ไปลดภาระทางภาษีทำให้เสียภาษีน้อยลง และช่วยลดต้นทุนทางการเงินของบริษัท ทำให้บริษัทมีผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้นดังนั้นจากประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อก่อนนี้บริษัทจึงนิยมระดมทุนด้วยวิธีการนี้ หากบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital: WACC) จะลดลงทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการก่อก่อนนี้และทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงขึ้นได้ ทั้งนี้บริษัทควรมีโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสมต่อการวางแผนทางการเงินในระยะยาวเพื่อให้บริษัทสามารถกำหนดทิศทางการดำเนินงานในอนาคตเพื่อให้ได้ผลการดำเนินงานทางการเงินตามเป้าหมายของบริษัท ปัจจุบันมีกลุ่มธุรกิจลงทุนในกลุ่มประเทศ CLMV เป็นกลุ่มตลาดทุนเกิดใหม่ ได้แก่ ประเทศกัมพูชา (Cambodia) สปป.ลาว (Lao PDR) เมียนมา (Myanmar) และเวียดนาม (Vietnam) กลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจ การเมือง การเปิด-ปิดประเทศอาจส่งต่อผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนที่สำคัญปัจจัยต่าง ๆ จะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงของธุรกิจในการที่กิจการไม่มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมทำให้กิจการมีความเสี่ยงด้านความสามารถในการชำระหนี้ได้ ฉะนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับการดำเนินธุรกิจเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ นักลงทุน หรือผู้เป็นเจ้าของเงินทุนใช้เป็นปัจจัยในการตัดสินใจเกี่ยวกับการวางแผนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ดังนั้นผู้วิจัยเห็นความสำคัญของปัญหา จึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงินกรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจของผู้บริหารและเจ้าของเงินทุนในอนาคตต่อไป

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV
2. ศึกษาความสัมพันธ์ต้นทุนของเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV

การทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

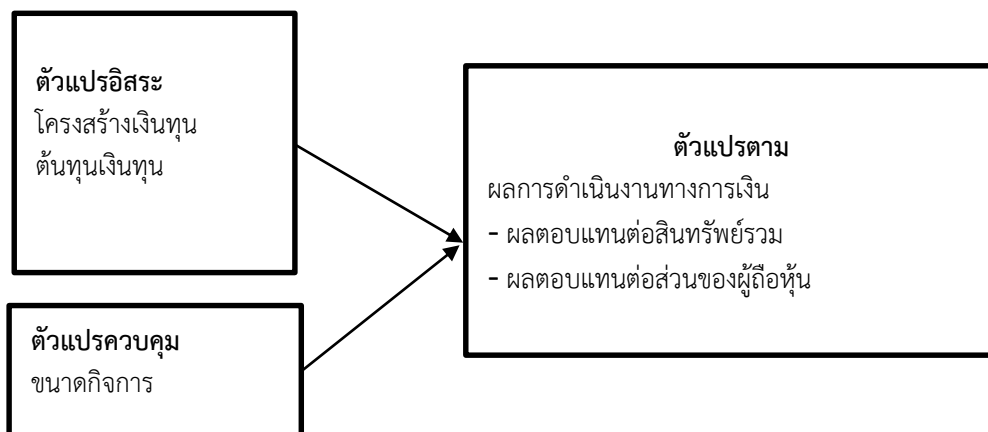
ผู้วิจัยได้ทบทวนแนวคิดทฤษฎี เอกสารและบทความทางวิชาการและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนโดยทั่วไปแล้วบริษัทจะจัดหาแหล่งเงินทุนได้ 2 ทางคือ แหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ซึ่งได้แก่กำไรสะสมของบริษัท และแหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) ซึ่งแบ่งเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนของหนี้สิน (Debt) เช่น การกู้ยืมจากสถาบันการเงินหรือการออกจำหน่ายหุ้นกู้ และส่วนของเจ้าของ (Equity) เช่น การจำหน่ายหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น ในการจัดหาแหล่งเงินทุนนั้นขึ้นอยู่กับนโยบายของบริษัทว่าจะดำเนินการไปในทิศทางใด และทำการวิเคราะห์ความเสี่ยงเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาค่าใช้จ่ายตามมาจากการจัดหาเงินทุนซึ่งอาจนำไปสู่การล้มละลายของบริษัทได้ ในอดีตมีการศึกษาการกำหนดโครงสร้างเงินทุนไว้มากมาย โดยมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังนี้ Kraus & Litzenberger (1973) ได้เสนอทฤษฎี Trade-off Theory หรือ ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสียเป็นครั้งแรกกล่าวว่า การหาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital

Structure) เพื่อให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุดนั้น บริษัทต้องเปรียบเทียบผลประโยชน์และความเสี่ยง (Trade-off) ที่ได้รับจากการก่อหนี้ ต่อมาการศึกษาของ Myers (1977) พบว่าการก่อหนี้เพิ่มขึ้นแม้จะได้รับผลประโยชน์จากการลดภาระทางภาษีหากแต่เป็นการเพิ่มความเสี่ยงและเผชิญกับภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Cost) หรือเกิดต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เพิ่มขึ้น และหากบริษัทมีการก่อหนี้มากขึ้นทำให้ต้นทุนส่วนนี้เพิ่มขึ้นจนกระทั่งมากกว่าประโยชน์ที่แตกต่างกัน โดยต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย (เนารัตน์ ศรีพนากุล, 2558) แต่ทฤษฎีนี้ยังไม่สามารถบอกถึงระดับของโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้ Myer & Majluf (1984) ได้นำเสนอทฤษฎี Pecking Order Theory ซึ่งได้อธิบายถึงปรากฏการณ์ว่าการระดมทุนด้วยตราสารทุนจะไม่ได้ได้รับความนิยมมากนัก เนื่องจากถ้าบริษัทออกหุ้นใหม่จะทำให้นักลงทุนมองว่าหุ้นของบริษัทกำลังมีมูลค่าสูงเกินความเป็นจริง (Overvalue) และผู้บริหารจะกอบโกยกำไรจากการออกหุ้นใหม่จนในที่สุดนักลงทุนจะไม่สนใจในหุ้นของบริษัทนั้น ซึ่งทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานสองข้อ คือ ผู้บริหารรู้ถึงข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุนภายนอก และผู้บริหารจะทำทุกอย่างเพื่อผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งจากทฤษฎีดังกล่าวทำให้ได้ข้อเสนอว่า ผู้บริหารควรจัดหาเงินลงทุนโดยหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาดกล่าวคือ บริษัทควรจัดหาเงินลงทุนโดยใช้เงินทุนภายในกิจการก่อนใช้หนี้สินและออกหุ้นเพิ่มทุนตามลำดับ Frank & Goyal (2003) ได้นำเสนอทฤษฎี Market timing theory คือ ทฤษฎีที่บริษัทใช้สัญญาณของตลาดในการจับจังหวะในการออกตราสารทุนหรือตราสารหนี้ ถ้าพบว่าตราสารทุนในตลาดมีอัตราผลตอบแทนต่างก็จะออกหุ้นเพิ่ม ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงจะออกตราสารหนี้ส่วนปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้นขึ้นอยู่กับหลายๆ ปัจจัยเช่น ปัจจัยภายในบริษัทได้แก่ขนาดบริษัท สินทรัพย์ถาวร สภาพคล่องทางการเงิน หรือปัจจัยภายนอกบริษัทได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ ลักษณะกฎหมาย อัตราดอกเบี้ยในตลาดเป็นต้น แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน พรณฤฎา ชูนิมิตรกุล (2558) ได้กล่าวถึงความหมายของต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ไว้ว่า ราคาของเงินทุนที่ต้องจ่ายให้กับเจ้าของเงินทุนหรืออัตราผลตอบแทนที่เจ้าของเงินต้องการจากการนำเงินมาให้กิจการกู้หรือนำมาลงทุนในกิจการนั่นเอง อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุนเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญในการตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ โดยใช้เป็น Discount Rate หรือ อัตราคิดลด ในการคำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตจากการลงทุน ซึ่งประเภทของต้นทุนของเงินทุนมี 3 ประเภทได้แก่ ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt = K_d) หมายถึงผลตอบแทนที่เจ้าหนี้หรือผู้ให้กู้ยืมต้องการจากการให้กู้ยืมเงิน ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (Cost of Preferred Stock = K_p) ซึ่งหุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะเป็นตราสารทุนที่ไม่มีกำหนดการไถ่ถอน ผู้ลงทุนจะได้รับเงินปันผลจากการลงทุนตามที่ระบุไว้ในใบหุ้น โดยเงินปันผลที่เกิดขึ้นมีลักษณะเป็นเงินสดที่เกิดขึ้นเป็นงวดๆ ละเท่า ๆ กันตลอดไป ทั้งนี้เงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิเป็นค่าใช้จ่ายที่หักจากกำไรสุทธิที่เสียภาษีแล้วไม่เกิดการประหยัดภาษีแต่อย่างใด จึงเรียกได้ว่าต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิถือว่าเป็นต้นทุนหลังภาษี ในกรณีที่ไม่มีค่าใช้จ่ายในการจัดจำหน่ายสามารถคำนวณต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิได้โดย ต้นทุนของกำไรสะสม (Cost of Retain Earning = K_s) กำไรสะสมเป็นส่วนของกำไรสุทธิที่เป็นเจ้าของ และนำมาลงทุนต่อในกิจการดังนั้น ต้นทุนของกำไรสะสมคือ อัตราผลตอบแทนที่เจ้าของต้องการจากการนำเงินกำไรสะสมมาลงทุนต่อ การกันส่วนของกำไรสุทธิเพื่อนำมาลงทุนต่อนั้น ทำให้เจ้าของเงินทุนส่วนนี้มีต้นทุนการเสียโอกาส (Opportunity Cost) จากการที่ไม่ได้นำเงินส่วนนี้ไปลงทุนอย่างอื่น ต้นทุนของหุ้นสามัญใหม่ (Cost of Newly Issued Common Stock) การที่ผู้ลงทุนจะนำเงินมาลงทุนในหุ้นสามัญ ผู้ลงทุนย่อมต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนนั้น การพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted Average Cost of Capital : WACC) เป็นต้นทุนถัวเฉลี่ยที่คำนวณจากค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของต้นทุนแต่ละแหล่งถ่วงน้ำหนักด้วย

สัดส่วนของแต่ละแหล่งเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด กิจกรรมต่างอุตสาหกรรมกันต่างก็มีโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target Capital Structure) ที่ต่างกันไป โดยมีสัดส่วนของแต่ละแหล่งเงินทุนอย่างเหมาะสมกับประเภทของอุตสาหกรรมนั้น ๆ การจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย ทำให้ได้รับประโยชน์สูงสุด 2 ประการ ได้แก่ การได้ใช้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ดีที่สุด (Minimize WACC) และทำให้มีมูลค่ากิจการสูงสุด (Maximize Value of Firm) ดังนั้นในการจัดหาเงินทุนเพื่อการลงทุนธุรกิจจะพยายามรักษาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดนี้ไว้ แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน อรพิน เหล่าประเสริฐ (2564) ได้กล่าวถึงอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) คือ การนำรายการที่มีความสัมพันธ์กันมาเปรียบเทียบเพื่อให้มีความหมายมากขึ้น โดยรายการที่นำมาเปรียบเทียบจะเป็นรายการที่อยู่ในงบเดียวกันหรือต่างงบกันก็ได้ สำหรับการเปรียบเทียบรายการในงบเดียวกัน เช่น การนำกำไรสุทธิเปรียบเทียบกับยอดขาย ส่วนการเปรียบเทียบรายการต่างงบกัน เช่น การนำยอดขายมาเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ เป็นต้น เมื่อนำรายการต่าง ๆ มาเปรียบเทียบกันแล้ว ผลลัพธ์ที่ได้จะให้ความหมายที่มีประโยชน์มากกว่าการวิเคราะห์แต่ละรายการแยกจากกัน และในการวิเคราะห์อัตราส่วนควรมีการเปรียบเทียบอัตราส่วนในอดีต อัตราส่วนของคู่แข่งหรืออัตราส่วนของอุตสาหกรรม ซึ่งจะช่วยให้มีเกณฑ์ในการวิเคราะห์ที่ได้ชัดเจนขึ้นในการนำตัวเลขจากงบการเงินที่มีลักษณะแตกต่างกันมาคำนวณรวมกันจะต้องมีการปรับให้เหมาะสม การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินสามารถพิจารณาได้เป็น 5 ประเภทตามวัตถุประสงค์ของการวิเคราะห์ได้แก่ การวิเคราะห์อัตราส่วนสภาพคล่องของธุรกิจ การวิเคราะห์อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจ การวิเคราะห์อัตราส่วนความเสี่ยงในการก่อหนี้ของธุรกิจ การวิเคราะห์อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจและอัตราส่วนวิเคราะห์มูลค่าตลาดของธุรกิจ งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง Ivascu & Barbuta-Misu (2017) กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่เกิดจากการก่อหนี้ ประสิทธิภาพทางการเงินสูงสุดเมื่อโครงสร้างทางการเงินน้อยที่สุดและต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงสุด งานวิจัยของ Anh-Huyen & Phung (2021) พบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทซึ่งแสดงโดยอัตราส่วนหนี้สินมีผลกระทบเชิงลบอย่างมากต่อมาตรการทางการเงินของบริษัท หมายความว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่ำมีผลประกอบการทางการเงินที่ดีกว่าธุรกิจที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nassar (2016) กล่าวว่า การใช้หนี้ในระดับสูงส่งผลเสียต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Al-Qudah (2017) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาบูดาบีหลักฐานจากสหรัฐอเมริกาพบว่ามีอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลประกอบการทางการเงินโดยสามารถอธิบายได้เกือบ 31% จากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในการทำกำไรเนื่องจากโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Younus et al. (2014) พบว่าไม่มีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร (Kebewar & Mazen, 2012) และสอดคล้องกับงานวิจัยของรองเอก วรรณพุกษ์, เพชรธา บุญห่อ, พรารณา วงศ์กันยา (2565) พบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่างานวิจัยส่วนใหญ่ในประเทศไทยได้ศึกษาประเด็นของโครงสร้างของเงินทุนในมิติเดียวกล่าวคือมิติของโครงสร้างเงินทุนเพียงอย่างเดียวส่วนในมิติของโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนยังมีค่อนข้างน้อย ประกอบกับจากแนวคิดทฤษฎี ผู้วิจัยเห็นความสำคัญของการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยบริษัทควรจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม เพราะส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุนที่

เกิดขึ้นทั้ง 2 ปัจจัยนี้เป็นเหตุให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการบรรลุตามเป้าหมายขององค์กรนำมาซึ่งกรอบแนวคิดในการวิจัยดังต่อไปนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

สมมติฐานการวิจัย

งานวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงิน กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV กำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

- สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
- สมมติฐานที่ 2 ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
- สมมติฐานที่ 3 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น
- สมมติฐานที่ 4 ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

วิธีดำเนินการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV จำนวน 42 บริษัทโดยใช้ข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2559-2563 ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีโครงสร้างของธุรกิจลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่น บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและบริษัทที่ไม่ได้มีรอบระยะเวลาบัญชีเริ่มต้น 1 มกราคม และสิ้นสุด 31 ธันวาคม ดังนั้นจะมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมดจำนวน 34 บริษัท จำนวน 170 ข้อมูล ผู้วิจัยได้มีการทดสอบทางสถิติ (Outliers) พบข้อมูลที่มีค่าแตกต่างทั้งมากกว่าและน้อยกว่าจากข้อมูลชุดเดียวกันทำให้สงสัยว่าเป็นข้อมูลที่ไม่อยู่ในกลุ่มเดียวกัน เป็นสาเหตุให้ผลการวัดที่ใช้เป็นตัวแทนของกลุ่มคลาดเคลื่อนผู้วิจัยได้จัดกระทำข้อมูลทำให้คงเหลือตัวอย่างที่สมบูรณ์จำนวน 147 ข้อมูล (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งนำข้อมูลจากงบการเงินที่เปิดเผยต่อสาธารณะของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2559-2563 เก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีรายละเอียดดังนี้

2.1 ศึกษาค้นคว้าข้อมูลจากเอกสารโดยการรวบรวมข้อมูลจาก เอกสารตำรา บทความวิชาการ บทความวิจัย แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2 เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน และรายงานประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV ระหว่างปี พ.ศ. 2559-2563 รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวน 34 บริษัท ที่รวบรวมจากงบการเงิน และแบบรายงานประจำปี (แบบ 56-1) เว็บไซต์ของบริษัท ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลอื่น ๆ ที่เก็บรวบรวมไว้อยู่ในระบบเผยแพร่ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET SMART) และเอกสารเผยแพร่ของบริษัทที่ออกและเสนอขายหลักทรัพย์จากเว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC)

2.3 นำข้อมูลที่ได้จากการรวบรวมมาตรวจสอบความสมบูรณ์ของข้อมูล และนำข้อมูลมาประมวลผลข้อมูลทางสถิติเพื่อหาค่าความสัมพันธ์โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

3.1 ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายคุณลักษณะของข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum)

3.2 ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เป็นสถิติที่ใช้ทดสอบสมมติฐานการวิจัย เพื่อแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน และเพื่อแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SET CLMV โดยสถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

3.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ซึ่งหากมีค่ามากกว่า 0.8 แสดงว่าจะเกิดปัญหาจากการที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงมาก (Multicollinearity) แล้วนำไปวิเคราะห์ค่า Tolerance และค่า VIF โดยค่า Tolerance ต้องมีค่าเข้าใกล้ 1 และค่า VIF ต้องมีค่าไม่เกิน 10

3.2.2 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regressions Analysis) นำข้อมูลที่ได้จากการรวบรวมมาทดสอบค่าทางสถิติเพื่อหาความสัมพันธ์โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน และเพื่อแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยแสดงเป็นสมการเพื่อทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 WACC_{it} + Size_{it} + \epsilon \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 WACC_{it} + Size_{it} + \epsilon \quad (2)$$

โดยที่ : ROA คือ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม
ROE คือ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น วัดจากอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม
CS คือ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท วัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม
WACC คือ ต้นทุนของเงินทุนของบริษัท วัดจากต้นทุนของเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก
SIZE คือ ขนาดกิจการของบริษัท วัดจากค่า Natural Logarithm ของสินทรัพย์รวม

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาคความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงิน กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เป็นการวิเคราะห์เพื่อให้เห็นถึงภาพรวมและลักษณะทั่วไปของข้อมูล

ตารางที่ 1 การทดสอบข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ตัวแปรตาม				
ROA	-5.4000	9.1700	1.4973	2.4747
ROE	-8.3000	16.9700	3.3852	4.9965
ตัวแปรอิสระ				
Capital Structure	0.7731	1.0595	0.9755	0.0562
WACC	-13.9100	22.1300	3.1435	7.3598
ตัวแปรควบคุม				
SIZE	3.1711	3.9939	3.5837	3.5837

จากตารางที่ 1 ผลการวิจัยพบว่าตัวแปรตาม 2 ตัวได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -5.4000 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 9.1700 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.4973 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.4747 ล้านบาท อัตราส่วนผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -8.3000 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 16.9700 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.3852 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.9965 ล้านบาท

ตัวแปรอิสระ 2 ตัวได้แก่ โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.7731 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 1.0595 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.9755 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0562 ล้านบาท ต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -13.9100 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 22.1300 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.1435 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 7.3598 ล้านบาท

ตัวแปรควบคุมมีจำนวน 1 ตัวแปรคือ ขนาดกิจการ (SIZE) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 3.1711 ล้านบาท ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.9939 ล้านบาท ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.5837 ล้านบาท และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 3.5837 ล้านบาท

ตารางที่ 2 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis)

	ROA	ROE	Capital Structure	WACC	Size
ROA	1				
ROE	.778***	1			
Capital Structure	.091	.204**	1		
WACC	.223***	.241***	.057	1	
Size	-.091	-.046	.241***	-.120	1

*** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมด มีค่าอยู่ระหว่าง -0.120 – 0.241 ซึ่งน้อยกว่า 0.80 ทำให้ตัวแปรอิสระไม่เกิดความสัมพันธ์กันเองในระดัสูง (Multicollinearity) และเมื่อวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่ามีค่า VIF น้อยกว่า 10 ซึ่งอยู่ระหว่าง 1.023 – 1.082 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์กันและเมื่อวิเคราะห์ Durbin-Watson พบว่ามีค่าเท่ากับ 1.723 ดังตารางที่ 3 และมีค่า 1.437 ดังตารางที่ 4 โดยมีค่ามากกว่า 1 และน้อยกว่า 3 แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน (Field, 2009)

ตารางที่ 3 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และต้นทุนของเงินทุนกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA)

Variable	Unstandardized		Standardized Coefficients	t	Sig	Collinearity	
	B	SE	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	1.066	4.688		.227	.820		
Capital Structure	4.460	3.789	.101	1.177	.241	.934	1.070
WACC	.069	.028	.206	2.451	.016**	.978	1.023
Size	-1.154	1.099	-.091	-1.051	.295	.924	1.082

R = 0.252^a, R Square = 0.064, Adjusted R Square = 0.043, Durbin-Watson = 1.723

**ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และต้นทุนของเงินทุนกับการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV พบว่าต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หรือในทิศทางเดียวกับกับการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบว่าโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) และขนาดกิจการ (Size) ไม่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานทางการเงิน (ROA)

ตารางที่ 4 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และต้นทุนของเงินทุนกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Variable	Unstandardized		Standardized Coefficients	t	Sig	Collinearity	
	B	SE	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-8.685	9.285		-.935	.351		
Capital Structure	18.465	7.504	.208	2.461	.015**	.934	1.070
WACC	.150	.056	.221	2.672	.008**	.978	1.023
Size	-1.790	2.176	-.070	-.822	.412	.924	1.082

R = 0.314^a, R Square = 0.099, Adjusted R Square = 0.079, Durbin-Watson = 1.437

**ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และต้นทุนของเงินทุนกับการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV พบว่าโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) และต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หรือในทิศทางเดียวกับกับการดำเนินงานทางการเงิน (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และพบว่าขนาดกิจการ (Size) ไม่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานทางการเงิน (ROE)

อภิปรายผล

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงินกรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหลักทรัพย์ กลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV สามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ พบว่าโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ไม่มีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Younus et al. (2014) ศึกษาโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานทางการเงินหลักฐานจากอุตสาหกรรมน้ำตาลในตลาดหลักทรัพย์การาจี ปากีสถาน พบว่า ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ สอดคล้องกับ Kebewar & Mazen (2012) ศึกษาโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไร การศึกษาเชิงประจักษ์จากข้อมูลกลุ่มของฝรั่งเศสพบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร และสอดคล้องกับงานวิจัยของรองเอก วรณพฤกษ์, เพชรรา บุญห่อ,

ปรารภนา วงศ์กันยา (2565) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอพบว่าโครงสร้างเงินทุนวัดจากส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างอยู่ในกลุ่มประเทศ CLMV เป็นกลุ่มตลาดเกิดใหม่มีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจ การเมือง การเปิด-ปิดประเทศนักลงทุนขาดความเชื่อมั่น ส่งผลต่อแนวโน้มการเติบโตของบริษัท

สมมติฐานที่ 2 ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ พบว่า ต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ivascu & Barbuta (2017) ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนในการดำเนินงานทางการเงินกรณีศึกษาเอ็นจี กรุป พบว่าโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่เกิดจากการก่อหนี้ประสิทธิภาพทางการเงินสูงสุดเมื่อโครงสร้างทางการเงินน้อยที่สุดและต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงสุด ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีผลประกอบการดีที่สุดคือบริษัทที่ใช้ทุนของตนเองเป็นหลักนอกจากนี้แสดงให้เห็นว่าหนี้สินมีต้นทุนต่ำกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้นต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น

สมมติฐานที่ 3 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Al-Qudah (2017) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานทางการเงินในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาบูดาบีหลักฐานจากสหรัฐอเมริกาหับเอมิเรตส์ พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลประกอบการทางการเงินโดยสามารถอธิบายได้เกือบ 31% จากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในการทำกำไรเนื่องจากโครงสร้างเงินทุน และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Anh-Huyen & Phung (2021) ศึกษาโครงสร้างเงินทุน เงินทุนหมุนเวียน และคุณภาพการกำกับดูแลส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพทางการเงินของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในไต้หวัน พบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทซึ่งแสดงโดยอัตราส่วนหนี้สินมีผลกระทบเชิงลบอย่างมากต่อมาตรการทางการเงินของบริษัท หมายความว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่ำมีผลประกอบการทางการเงินที่ดีกว่าธุรกิจที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูง นอกจากนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nassar (2016) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อผลประกอบการทางการเงินบริษัทอุตสาหกรรมในตุรกี ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานในตลาดหุ้นอิสตันบูล นั้นหมายถึงการใช้หนี้ในระดับสูงส่งผลเสียต่อผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 4 ต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ต้นทุนของเงินทุน (WACC) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ivascu & Barbuta (2017) ศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนในการดำเนินงานทางการเงินกรณีศึกษาเอ็นจี กรุป พบว่าโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่เกิดจากการก่อหนี้ประสิทธิภาพทางการเงินสูงสุดเมื่อโครงสร้างทางการเงินน้อยที่สุดและต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงสุด ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีผลประกอบการดีที่สุดคือบริษัทที่ใช้ทุนของตนเองเป็นหลักนอกจากนี้แสดงให้เห็นว่าหนี้สินมีต้นทุนต่ำกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น แต่เมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้นต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับการนำผลการวิจัยไปใช้

จากการศึกษาวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และผลการดำเนินงานทางการเงินกรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หรือในทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROE) และพบว่าต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกหรือทิศทางเดียวกับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) และ (ROE) ซึ่งผลวิจัยสนับสนุนแนวคิดทฤษฎี Trade-off Theory หรือ ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย เป็นครั้งแรกกล่าวว่า การหาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) เพื่อให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุดนั้น บริษัทต้องเปรียบเทียบผลประโยชน์และความเสี่ยง (Trade-off) ที่ได้รับจากการก่อหนี้ ผู้วิจัยขอเสนอแนะตามผลวิจัยดังต่อไปนี้

1.1 จากผลการวิจัยโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นแสดงให้เห็นว่าแม้กิจการจะเลือกการจัดหาเงินจากโครงสร้างเงินทุนที่มากจากการก่อหนี้เพื่อใช้ประโยชน์จากภาระดอกเบี้ยทางภาษี แต่กิจการควรคำนึงถึงการบริหารจัดการเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญเพราะถ้าจัดหาโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้มากเกินไปอาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงิน ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นลดลง ทำให้ลดโอกาสระดมทุนจากผู้ถือหุ้นหรือในกรณีที่มีความจำเป็นต้องจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการกู้ยืม ควรเลือกอัตราส่วนหนี้สินล้นพ้นหน้าที่เหมาะสมเพื่อรองรับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

1.2 จากผลการวิจัยต้นทุนของเงินทุนมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) และ (ROE) แสดงให้เห็นว่าบริษัทควรพิจารณาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ให้ความสำคัญกับการจัดแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการก่อนการพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก และควรพิจารณาต้นทุนของเงินทุน การได้ใช้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต่ำสุด ทำให้มูลค่ากิจการสูงสุดส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ อีกทั้งสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้มีส่วนได้เสีย อาทิเช่น สถาบันการเงินเชื่อมั่นในการให้เครดิตเพราะบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ นักลงทุนเชื่อมั่นในผลประกอบการทางการเงินที่สะท้อนผ่านอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

2. ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยครั้งต่อไป

2.1 ผู้วิจัยได้ใช้กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ SETCLMV ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปอาจศึกษาเชิงเปรียบเทียบกลุ่มดัชนีหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุดเช่น SET50 SET100 เป็นต้น

2.2 ผู้ที่สนใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนอาจศึกษาในบริบทอื่น ๆ เช่น ปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน หรือเพิ่มตัวแปรควบคุมเช่น ประเภทอุตสาหกรรม เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ย้อนหลัง 5 ปี. สืบค้น ธันวาคม 20, 2564 จาก <https://www.setsmart.com>.
- เนาวรัตน์ ศรีพานุกุล. (2558). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET50. การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

- พรรณฤฎา ธูวณิมิตรกุล. (2558). **การเงินธุรกิจ** (พิมพ์ครั้งที่ 7). กรุงเทพฯ: ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- รองเอก วรณพฤกษ์, เพชรา บุญห่อ และปรารณา วงศ์กันยา. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม ไอ. **วารสารวิชาการศรีปทุม ชลบุรี**, **19(2)**, 1-9.
- อรพิน เหล่าประเสริฐ. (2564). **รายงานทางการเงินและการวิเคราะห์**. (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ: ธนาเพลส.
- Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, **7**, 83-92.
- Al-Qudah, A. A. (2017). The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates. **Review of European**, **9(2)**, 1-9.
- Anh-Huyen, Vu Thi, Phung, The-Dong. (2021). Capital Structure, Working Capital, and Governance Quality Affect the Financial Performance of Small and Medium Enterprises in Taiwan. **Journal of Risk and Financial Management**, **14(8)**, 1-13.
- Field, A. (2009). **Discovering Statistics Using Spssn**. Third Edition. London: SAGE Publications Ltd.
- Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, **67**, 217-248.
- Ivascu, E. V., & Barbuta-Misu, N. (2017). Influences of the Capital Structure and the Cost of Capital on Financial Performance. Case Study on ENGIE Group. **Risk in Contemporary Economy**, **18**, 304-320.
- Kebewar, M. (2012). **La structure du capital et la profitabilité: Une étude empirique sur données de panel françaises**. In MPRA Paper 42446. Munich: University Library of Munich.
- Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973). A State-Reference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, **28(4)**, 911-922.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, **5(2)**, 147-175.
- 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**, 187-221.
- Nassar, S. (2016). The Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Firms: Evidence from Borsa Istanbul. **Journal of Business & Financial Affairs**, **5(2)**, 1-4.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. **The American Economic Review American Economic Association**, **88(3)**, 559-586.
- Younus, S. et al. (2014). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Sugar Industry in Karachi Stock Exchange Pakistan. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, **4(4)**, 272-279.