

โครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เพ็ญภา หวังที่ซอบ¹ ภาวินี ธนาอนวัช^{1*}

Received: August 15, 2025

Revised: December 22, 2025

Accepted: December 23, 2025

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2563-2567 รวบรวมจากระบบฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETMART) มีจำนวนทั้งสิ้น 697 ตัวอย่าง วิเคราะห์ทางสถิติการวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling : SEM) การวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis)

ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุน คุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไร โครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านคุณภาพกำไร คุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านโครงสร้างเงินทุน ซึ่งกำไรที่มีคุณภาพสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างผลประกอบการที่แท้จริง มีเสถียรภาพ และมีการบิดเบือนน้อย ซึ่งช่วยสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสียส่งผลให้กิจการสามารถดึงดูดแหล่งเงินทุน และรักษาความสามารถในการแข่งขันได้อย่างต่อเนื่อง และโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านคุณภาพกำไร และ คุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านโครงสร้างเงินทุนโดยโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไม่เพียงส่งผลโดยตรงต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน แต่ยังช่วยส่งเสริมการสร้างกำไรที่มีคุณภาพ ซึ่งนำไปสู่การเติบโตในระยะยาว ขณะเดียวกัน กำไรที่มีคุณภาพยังมีบทบาทสนับสนุนการจัดหาเงินทุนและการบริหารหนี้สินอย่างมีประสิทธิภาพส่งผลให้กิจการสามารถรักษาเสถียรภาพและความสามารถในการแข่งขันได้อย่างต่อเนื่อง

คำสำคัญ: คุณภาพกำไร โครงสร้างเงินทุน อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

¹ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏพระนครศรีอยุธยา

* Corresponding author Email: sakeera@hotmail.com

Capital Structure and Earnings Quality Influencing the Sustainable Growth of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Pennapa Wangtichob¹ Pawinee Thanaanawat^{1*}

Abstract

This study aimed to examine the influence of capital structure and earnings quality on the sustainable growth rate of listed companies on the Stock Exchange of Thailand (SET) during the period 2020–2024. Data were collected from the SETSMART database, comprising 697 samples. The statistical analyses employed included Structural Equation Modeling (SEM) and Path Analysis.

The results revealed that both capital structure and earnings quality have significant effects on the sustainable growth rate. Furthermore, capital structure was found to influence earnings quality, while both variables exerted indirect effects on sustainable growth through each other. High-quality earnings reflect a firm's ability to generate genuine and stable performance with minimal distortion, thereby enhancing the confidence of investors and stakeholders. This, in turn, enables firms to attract financial resources and maintain their competitiveness. Moreover, an optimal capital structure not only directly contributes to sustainable growth but also promotes the creation of high-quality earnings, which lead to long-term expansion. Conversely, earnings quality plays a crucial role in facilitating efficient capital acquisition and debt management, thus supporting financial stability and sustainable competitiveness. Overall, the findings suggest that corporate sustainability does not depend solely on operational performance, but rather results from the integration of an appropriate financial structure and high-quality, transparent earnings, both of which reinforce long-term business resilience and sustainable growth.

Keywords: Asset Management Efficiency, Capital Structure, Earnings Quality

¹ Faculty of Management Sciences, Phranakhon Si Ayutthaya Rajabhat University

บทนำ

การส่งเสริมและพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศจำเป็นต้องอาศัยแหล่งเงินทุนทั้งจากภายในและต่างประเทศ โดย ตลาดหลักทรัพย์ ถือเป็นกลไกสำคัญในการระดมทุนเพื่อสนับสนุนการดำเนินงานและการขยายกิจการของภาคธุรกิจ ความเชื่อมั่นและความน่าเชื่อถือของตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นปัจจัยหลักที่ดึงดูดให้นักลงทุนตัดสินใจนำเงินมาลงทุน ซึ่งความเชื่อมั่นดังกล่าวต้องอาศัยข้อมูลทางการเงินที่ถูกต้อง เชื่อถือได้ ทันต่อเวลา ยึดหลักความระมัดระวัง โปร่งใส และสามารถตรวจสอบได้ โดยข้อมูลทางการเงินควรสะท้อนถึงความยั่งยืนของธุรกิจและมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ (Dechow & Schrand, 2004) นักลงทุนใช้ข้อมูลทางการเงินเป็นเครื่องมือสำคัญในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุน การเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจจึงต้องอาศัยการเติบโตทั้งในเชิงปริมาณและเชิงคุณภาพ การเติบโตเชิงปริมาณ หมายถึง การขยายตัวในรูปของตัวเลข เช่น การเพิ่มขึ้นของยอดขาย ความสามารถในการทำกำไร อัตราผลตอบแทนทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่การเติบโตเชิงคุณภาพมุ่งเน้นถึงการดำเนินงานที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการภายใต้หลักธรรมาภิบาล และการจัดการทางการเงินที่ไม่ใช่ช่องโหว่ของกฎหมายเพื่อการจัดการกำไรหรือแสวงหาผลประโยชน์เฉพาะฝ่ายตน นอกจากนี้การบริหารจัดการที่มีคุณภาพต้องคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน เจ้าหนี้ ลูกหนี้ สถาบันการเงิน พนักงาน และภาครัฐ เพื่อให้การดำเนินงานของธุรกิจสามารถดำเนินต่อไปได้ในระยะยาวและนำไปสู่ความมั่นคงและความยั่งยืนอย่างแท้จริง โครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความเสี่ยงทางการเงิน ต้นทุนเงินทุนและความสามารถในการแข่งขันของบริษัท หากบริษัทเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะช่วยลดต้นทุน เพิ่มความสามารถในการระดมทุน และส่งเสริมการเติบโตในระยะยาว คุณภาพกำไรสะท้อนถึงความน่าเชื่อถือและความยั่งยืนของผลประกอบการ หากบริษัทมีคุณภาพกำไรที่ดีย่อมแสดงถึงความสามารถในการสร้างรายได้ที่มั่นคงและต่อเนื่อง ซึ่งเป็นรากฐานสำคัญของการเติบโตอย่างยั่งยืน การศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยทั้งสองนี้ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจะช่วยให้ผู้บริหาร นักลงทุน และผู้กำหนดนโยบายเข้าใจแนวทางในการส่งเสริมการเติบโตที่ยั่งยืนได้อย่างเหมาะสม แม้ว่าจะมีงานวิจัยในต่างประเทศที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน คุณภาพกำไร และการเติบโตของบริษัท แต่การประยุกต์ใช้ข้อค้นพบเหล่านั้นกับบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยยังมีข้อจำกัดเนื่องจากความแตกต่างด้านโครงสร้างเศรษฐกิจ กฎระเบียบ และวัฒนธรรมองค์กร ซึ่งโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เป็นปัจจัยสำคัญในการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งสะท้อนทั้งต้นทุนทางการเงิน ความเสี่ยง และความสามารถในการสร้างผลตอบแทน ขณะเดียวกัน คุณภาพกำไร (Earnings Quality) แสดงถึงความน่าเชื่อถือและความต่อเนื่องของผลการดำเนินงานที่ช่วยสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ทั้งสองปัจจัยนี้มีบทบาทเกื้อหนุนต่อความยั่งยืนของกิจการ (Business Sustainability) ที่ต้องอาศัยเสถียรภาพทางการเงินและความโปร่งใสในการบริหารจัดการเพื่อดำรงอยู่ได้อย่างมั่นคง

ในปัจจุบัน ผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) ให้ความสำคัญต่อการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัท เพื่อประเมินสัดส่วนการลงทุนระหว่างเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น อันเป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างความ

เชื่อมั่นว่าบริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้และดอกเบี้ยเมื่อครบกำหนด ซึ่งถือเป็นการลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นต่อความมั่นคงทางการเงินขององค์กร อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติพบว่าบางบริษัทมีการตกแต่งรายงานทางการเงิน (Earnings Management) เพื่อให้ผลการดำเนินงานสอดคล้องกับเป้าหมายที่กำหนดไว้ หรือเพื่อหลีกเลี่ยงการรายงานผลประกอบการขาดทุน โดยวิธีการดังกล่าวมักเกี่ยวข้องกับการปรับเปลี่ยนระดับเงินทุนหมุนเวียน การบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน รวมถึงการเปลี่ยนแปลงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ทั้งนี้ บริษัทที่มีระดับหนี้สินที่เหมาะสมกับลักษณะธุรกิจและไม่มีการปรับโครงสร้างเงินทุนเพื่อสร้างกำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) ในระดับที่สูงเกินความเป็นจริง มักสะท้อนถึงการมี “คุณภาพกำไร” (Earnings Quality) ที่ดี โดยพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นน้อยกว่าหนี้สินมักมี EPS สูงกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นมากกว่าหนี้สิน ขณะเดียวกัน ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจทางบัญชี (Accounting Discretion) เพื่อปรับโครงสร้างเงินทุนให้บริษัทสามารถสร้าง EPS ในระดับสูงขึ้น (Pearlman, 1978)

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาว่าโครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างไร และวัตถุประสงค์ของงานวิจัยครั้งนี้ โครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้ได้ข้อค้นพบที่สามารถนำไปใช้ในการกำหนดนโยบายและกลยุทธ์ทางการเงินที่เหมาะสมสำหรับการพัฒนาธุรกิจในระยะยาว

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่ได้รับการกล่าวถึงมากที่สุดคือแนวคิดของ Modigliani & Miller (1963) ซึ่งอธิบายว่าการจัดหาเงินทุนไม่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ หากตลาดทุนมีลักษณะสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่สำคัญ เช่น ไม่มีค่าธรรมเนียมและภาษีในการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีต้นทุนการล้มละลาย ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมเงินได้ในอัตราดอกเบี้ยเดียวกับกิจการ และผู้ลงทุนมีข้อมูลเทียบเท่ากับกิจการ เป็นต้น ภายใต้เงื่อนไขดังกล่าว โครงสร้างเงินทุนไม่ว่าจะมาจากหนี้สินหรือส่วนของผู้ถือหุ้นจะไม่ก่อให้เกิดความแตกต่างต่อมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม ในการปรับปรุงทฤษฎีภายหลัง Modigliani & Miller (1963) ได้ยกเลิกสมมติฐานเรื่อง “ไม่มีภาษี” และเสนอว่าดอกเบี้ยจ่ายจากหนี้สินสามารถนำมาหักลดหย่อนภาษีได้ ส่งผลให้การก่อหนี้สร้างประโยชน์ทางภาษี (Tax Shield) และช่วยลดต้นทุนเงินทุนโดยรวมของกิจการ ดังนั้น ยิ่งอัตราภาษีสูงขึ้น ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ก็จะเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) Myers & Majluf (1984) ได้เสนอว่า ผู้บริหารควรจัดหาเงินทุนโดยหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด คือ บริษัทควรจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น เนื่องจากการจัดหาเงินทุนที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบโดยตรงกับโครงสร้างเงินทุน

บริษัทควรจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนหากเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ จึงจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ซึ่งได้แก่ หนี้สินและส่วนของเจ้าของ โดยจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเป็นลำดับแรกเนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าและมีระยะเวลาการจัดหาเงินทุนที่เร็วกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ

ทฤษฎีนี้เสนอโดย Meckling & Jensen (1976) ได้นำเสนอ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และเจ้าหนี้ โดยมุ่งเน้นไปที่ปัญหาด้านทุนตัวแทน (Agency Costs) ซึ่งเกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ การจัดหาเงินทุนด้วยหนี้สินในระดับที่สูงอาจทำให้ผู้บริหารเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพื่อหวังผลตอบแทน ส่งผลให้เจ้าหนี้ต้องเผชิญความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นและเกิดต้นทุนตัวแทนจากหนี้สิน (Agency Cost of Debt) ขณะเดียวกัน การออกหุ้นใหม่เพื่อระดมทุนก็อาจทำให้ผู้ถือหุ้นภายนอกเข้ามามีอำนาจเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งกับผู้ถือหุ้นเดิมและสร้างต้นทุนตัวแทนจากการถือหุ้นภายนอก (Agency Cost of External Equity) ดังนั้น กิจกรรมจำเป็นต้องสร้างสมดุลระหว่างการก่อหนี้และการออกหุ้น เพื่อให้ต้นทุนตัวแทนรวมอยู่ในระดับต่ำที่สุด อันจะนำไปสู่โครงสร้างเงินทุนที่มีประสิทธิภาพ

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เป็นแนวคิดที่มีความสำคัญอย่างยิ่งในด้านการเงินและการจัดการธุรกิจ ซึ่งหมายถึงสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของเจ้าของที่กิจการนำมาใช้เป็นแหล่งเงินทุนในการดำเนินงานและการลงทุน นักวิชาการหลายท่านได้ให้นิยามที่มีลักษณะคล้ายคลึงกันว่า โครงสร้างเงินทุน คือ การผสมผสานระหว่างหนี้สินระยะยาว ทุนบุริมสิทธิ และทุนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งถูกนำมาใช้เพื่อจัดหาเงินทุนสนับสนุนสินทรัพย์ของกิจการ การตัดสินใจของผู้บริหารในการกำหนดสัดส่วนระหว่างหนี้สินและทุนที่เหมาะสมมีความสำคัญ เนื่องจากสามารถช่วยลดต้นทุนเงินทุนโดยรวมและเพิ่มมูลค่ากิจการ ทั้งนี้การจัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวผ่านโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ย่อมส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มต่อบริษัท ผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสีย ในทางกลับกัน โครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงิน โดยสามารถวัดได้จากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: D/E Ratio) งานวิจัยของ พัชรพร ทองแจ้ง และ ชิรินุช นิมิตระกุล (2565) พบว่า โครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วน D/E มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของสินทรัพย์ แสดงให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต่อความสามารถในการขยายตัวของกิจการ

คุณภาพกำไร หมายถึง กำไรที่แท้จริง (Real Earnings) ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ สามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นกระแสเงินสดได้เพียงพอต่อความต้องการในการดำเนินงาน และมีความยั่งยืนสม่ำเสมอ สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดในการพยากรณ์กำไรในอนาคตได้ (กนกวรรณ ไชยคงทอง, 2562) กำไรที่มีคุณภาพสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างผลประกอบการที่แท้จริงและมั่นคง ซึ่งรายการคงค้างเป็นตัวชี้วัดถึงคุณภาพกำไร ซึ่งเกิดจากแนวคิดที่มองว่ารายการคงค้าง เกิดจากการบันทึกบัญชีตามเกณฑ์คงค้างซึ่งต่างจากเกณฑ์เงินสด และอาจเป็นผลจากการตกแต่งกำไร ในงานวิจัยของ Bradshaw, et al. (2001) ได้พัฒนางานวิจัยของ Sloan (1996) โดยพัฒนาเพิ่มเติมในเรื่องการหา

ส่วนประกอบของรายการคงค้าง (Accruals Component) ซึ่งเป็นตัวปรับกำไรตามเกณฑ์คงค้างให้เป็นกำไรที่เป็นกระแสเงินสด หากกิจการที่มีส่วนประกอบของรายการคงค้างสูง แสดงว่ากิจการนั้นได้ดำเนินงานตามเกณฑ์คงค้างภายใต้หลักความระมัดระวังต่ำ บ่งบอกถึงกิจการนั้นมีคุณภาพกำไรที่ต่ำด้วย แต่ในทางกลับกันหากกิจการใดมีส่วนประกอบของรายการคงค้างต่ำ แสดงว่ากิจการนั้นได้ดำเนินงานตามหลักเกณฑ์คงค้างภายใต้หลักความระมัดระวังสูง บ่งบอกถึงกิจการมีคุณภาพกำไรที่สูงด้วย ซึ่งสามารถคำนวณได้ 2 วิธี คือรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accrual : WCA) และรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (Total Net Operation Accrual : NOA)

อัตราเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) แนวคิดเรื่องอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) โดยนักวิจัยหลายท่าน โดย Donaldson (1984) ได้เสนอว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนคือความสามารถของกิจการในการขยายตัวโดยเชื่อมโยงกับนโยบายทางการเงิน ภายใต้เงื่อนไขที่กิจการจะไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งจะตั้งอยู่บนแผนทางการเงินที่สำคัญ 4 ประการ ได้แก่ การเติบโตของสินทรัพย์ที่สอดคล้องกับยอดขายที่เกิดจากการใช้สินทรัพย์นั้น สัดส่วนของรายได้สุทธิต่อยอดขายคงที่ การมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสม และการไม่มีการเปลี่ยนแปลงจำนวนหุ้นที่มีอยู่ในทำนองเดียวกัน งานวิจัยของ Raisch & Von Krogh (2007) กล่าวว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนทำหน้าที่เป็นขีดจำกัดของการเติบโต ซึ่งช่วยให้ผู้บริหารสามารถประเมินได้ว่าควรเร่งหรือลดอัตราการเติบโตของกิจการในช่วงเวลาที่เหมาะสม จากการศึกษาของ Sun et al. (2016) กล่าวว่า เนื่องจากกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักจะมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เหลือน้อย อันเนื่องมาจากกิจการต้องนำเงินสดไปใช้ลงทุนเพื่อขยายกิจการอีกทั้งกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักเป็นธุรกิจในช่วงวงจรชีวิตที่กำลังเติบโตและอาจเป็นธุรกิจขนาดเล็ก ส่งผลให้มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงและมีโอกาสที่จะเกิดต้นทุนล้มละลายสูง ซึ่งสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนมักจะมีมูลค่าค่อนข้างต่ำเมื่อใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเงินกู้ อีกทั้งสินทรัพย์ไม่มีตัวตนยังมีมูลค่าชำระบัญชี (Liquidation Value) ค่อนข้างต่ำ เมื่อกิจการประสบปัญหาทางการเงิน ดังนั้น กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจึงไม่ควรมีหนี้สินในปริมาณมาก และสอดคล้องกับ Huang & Liu (2009) ที่อธิบายว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสะท้อนถึงอัตราการเติบโตที่แท้จริงของกิจการ ซึ่งต้องสอดคล้องกับทรัพยากรที่กิจการมีอยู่ โดยการเติบโตที่เร็วหรือช้ากว่าอัตราดังกล่าวอาจนำมาซึ่งปัญหาต่าง ๆ และอาจก่อให้เกิดผลเสียต่อกิจการในระยะยาวได้ นอกจากนี้ Kikewska (2016) ยังให้ความหมายของอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนว่าเป็นอัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายที่กิจการสามารถดำเนินการได้โดยไม่จำเป็นต้องออกหุ้นเพิ่มทุนหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินงาน ทั้งนี้จะตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่ากิจการต้องรักษาสัดส่วนเงินทุนให้คงที่และมุ่งเน้นการเติบโตภายใต้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อรักษากำไรสะสมเป็นส่วนหนึ่งของแหล่งเงินทุนในการขยายกิจการต่อไปในอนาคต

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน เป็นประเด็นสำคัญที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในงานวิจัยด้านการเงิน เนื่องจากการจัดสรรสัดส่วนระหว่างทุนของผู้ถือหุ้น (Equity) และ

หนี้สิน (Debt) มีผลโดยตรงต่อความสามารถในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ และเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) ขององค์กร ตามแนวคิด Trade-off Theory (Donaldson, 1984) กิจการจะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) เมื่อสามารถหาจุดสมดุลระหว่างประโยชน์ของการก่อหนี้ เช่น การประหยัดภาษี กับต้นทุนที่เกิดจากความเสี่ยงในการล้มละลาย โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะช่วยให้กิจการสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนโดยไม่ต้องเพิ่มทุนผ่านการออกหุ้นใหม่ Donaldson (1984) เสนอว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการเกิดขึ้นภายใต้เงื่อนไขสำคัญ ได้แก่ การรักษาอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขายให้คงที่ การเติบโตของสินทรัพย์ที่สอดคล้องกับยอดขาย การคงนโยบายการจ่ายเงินปันผล และการควบคุมจำนวนหุ้นให้อยู่ในระดับเหมาะสม ทั้งหมดนี้สัมพันธ์กับการตัดสินใจด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) ซึ่งส่งผลต่อกำไรสะสมและศักยภาพในการขยายกิจการในอนาคต ในด้านผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน Raisch & Von Krogh (2007) ชี้ว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนทำหน้าที่เป็นข้อจำกัดเชิงกลยุทธ์ (Strategic Limit) ที่ช่วยให้ผู้บริหารสามารถกำหนดทิศทางการเติบโตได้อย่างเหมาะสม หากโครงสร้างเงินทุนมีความสมดุล กิจการจะสามารถขยายตัวได้โดยไม่เผชิญปัญหาสภาพคล่องหรือต้นทุนทางการเงินที่สูงเกินไป ในทำนองเดียวกัน Huang & Liu (2009) ระบุว่า การเติบโตที่สูงหรือต่ำกว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอาจก่อให้เกิดปัญหา เช่น การขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียน ความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น หรือการลดลงของความเชื่อมั่นจากผู้ถือหุ้น ซึ่งล้วนสะท้อนถึงผลกระทบของนโยบายโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสม ขณะเดียวกัน Kikewska (2016) อธิบายว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนหมายถึง อัตราการเติบโตสูงสุดที่กิจการสามารถรักษาได้โดยไม่ต้องออกหุ้นเพิ่มทุนหรือปรับเปลี่ยนนโยบายทางการเงิน ภายใต้สมมติฐานว่าสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนคงที่ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีบทบาทเป็นปัจจัยกำหนดขีดจำกัดของการเติบโตของกิจการอย่างชัดเจน

โครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไร โครงสร้างเงินทุนเป็นโครงสร้างการจัดหาเงินทุนระยะยาวของธุรกิจ โดยสามารถจัดหาได้ 2 แหล่ง ได้แก่ แหล่งเงินทุนจากภายในและแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งแหล่งเงินทุนจากภายใน (Internal Capital Source) สามารถจัดหาได้จากแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ได้แก่ การออกจำหน่ายหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิส่วนแหล่งเงินทุนจากภายนอกสามารถจัดหาได้จากแหล่งของหนี้สิน เช่น การกู้ยืมเงินและการออกหุ้นกู้ (พุทธิมน เพชรคง และ ภาวัต ยุพาภรณ์, 2562) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Tailab (2014) ทำการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้เกิดผลกำไรของบริษัทอเมริกันในกลุ่มธุรกิจพลังงาน พบว่า หนี้สินรวม มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมในทิศทางลบ ขนาดของกิจการในแง่ของยอดขายรวมมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางลบ หนี้สินระยะสั้น มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางบวก และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kirimi (2018) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับประสิทธิภาพในการดำเนินงานให้เกิดผลกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม

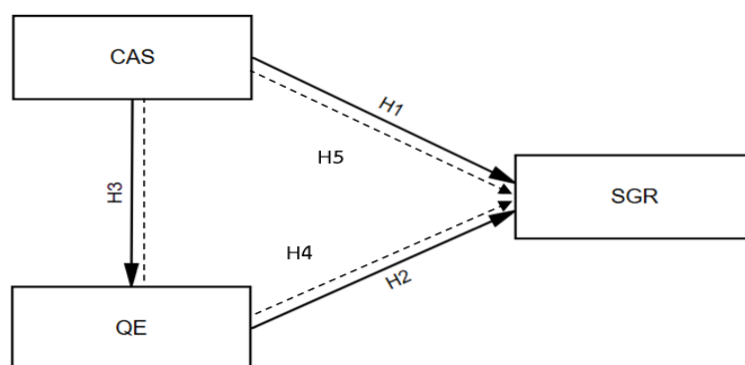
ธุรกิจพลังงาน และปิโตรเลียมในตลาด หลักทรัพย์ในโรปี กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทกลุ่มธุรกิจพลังงาน และปิโตรเลียมในตลาดหลักทรัพย์ในโรปี พบว่า หนี้สินระยะสั้น (Short-term debt) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วน ผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม หนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม หนี้สินรวม มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทน จากสินทรัพย์รวม หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านคุณภาพกำไร โดยโครงสร้างเงินทุนซึ่งสะท้อนสัดส่วนระหว่างหนี้สินต่อทุน (Debt-to-Equity Ratio) มีผลต่อความเสี่ยงทางการเงิน ต้นทุนเงินทุน และความยืดหยุ่นทางการเงินของกิจการ (Donaldson, 1984; Myers, 2001) งานวิจัยของ Frank & Goyal (2003) พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมช่วยลดความผันผวนของกำไรและส่งเสริมให้กิจการมีคุณภาพกำไรสูงขึ้น เนื่องจากสามารถบริหารความเสี่ยงได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยไม่จำเป็นต้องใช้วิธีการจัดการกำไร (Earnings Management) เพื่อชดเชยความไม่แน่นอนของผลการดำเนินงาน งานวิจัยของ Dechow & Schrand (2004) อธิบายว่า กำไรที่มีคุณภาพสูงคือกำไรที่สะท้อนผลการดำเนินงานจริงของกิจการ มีความคงที่และไม่เกิดจากการปรับตัวเลขทางบัญชี ซึ่งเอื้อต่อการวางแผนการลงทุนและการขยายธุรกิจอย่างมั่นคงและยั่งยืน ในบริบทนี้ โครงสร้างเงินทุนที่มีประสิทธิภาพจึงมีส่วนสนับสนุนให้กิจการสร้างคุณภาพกำไรที่ดีขึ้น และนำไปสู่อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) ผ่านการลดต้นทุนเงินทุนและการเพิ่มความเชื่อมั่นของผู้ลงทุน (Francis et al., 2004)

นอกจากนี้ คุณภาพกำไรยังมีอิทธิพลย้อนกลับต่อโครงสร้างเงินทุน โดย Schipper & Vincent (2003) ชี้ว่า กิจการที่มีกำไรคุณภาพสูงจะได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและสถาบันการเงิน ส่งผลให้สามารถระดมทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำกว่า และสามารถจัดโครงสร้างเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับ Francis et al., (2004) ที่พบว่า กำไรคุณภาพสูงช่วยลดความเสี่ยงในการประเมินของผู้ให้กู้ ทำให้กิจการสามารถรักษาสัดส่วนหนี้สินต่อทุนให้อยู่ในระดับเหมาะสม ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการสนับสนุน SGR ในระยะยาว โดยสรุป โครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรมีบทบาททั้งทางตรงและทางอ้อมต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ผ่านความสัมพันธ์ในลักษณะ “ตัวแปรส่งผ่าน” (Mediating Relationship) กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมช่วยยกระดับคุณภาพกำไร ซึ่งส่งผลให้อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนเพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน คุณภาพกำไรที่สูงยังช่วยให้กิจการสามารถรักษาโครงสร้างเงินทุนที่มีเสถียรภาพ ส่งผลให้การเติบโตของกิจการมีความมั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว

คุณภาพกำไรมีบทบาทสำคัญต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ โดยเฉพาะผ่านกลไกของโครงสร้างเงินทุน กำไรที่มีคุณภาพสะท้อนถึงผลการดำเนินงานจริงของกิจการ ซึ่งเกิดจากรายได้ที่มีมั่นคงมากกว่ารายจ่ายและสามารถสร้างกระแสเงินสดหมุนเวียนได้อย่างต่อเนื่อง โดยไม่อาศัยการตกแต่งตัวเลขทางบัญชี (Dechow et al., 2010) กำไรที่มีคุณภาพจึงช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงินและ

ลดความไม่แน่นอนในการตัดสินใจของผู้ลงทุน งานวิจัยของ อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน (2567) พบว่า คุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะในด้านต้นทุนของผู้ถือหุ้น หากกิจการมีเสถียรภาพของกำไรและสามารถพยากรณ์กำไรในอนาคตได้อย่างแม่นยำ จะส่งผลเชิงบวกต่อการพยากรณ์เงินปันผลและความสามารถในการสร้างมูลค่าให้ผู้ถือหุ้น ในทางกลับกัน การจัดการกำไร (Earnings Management) ซึ่งเป็นการใช้ดุลพินิจทางบัญชีเพื่อตกแต่งกำไร อาจทำให้ข้อมูลทางการเงินขาดคุณภาพ ส่งผลต่อความสามารถในการจ่ายเงินปันผลและความเชื่อมั่นของนักลงทุน นอกจากนี้ Alter Chen (2005) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างหนี้ต่อมูลค่าบริษัทโดยคำนึงถึงโอกาสการเติบโต พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับศักยภาพการเติบโตและปัจจัยอื่น เช่น ขนาดบริษัทและลักษณะอุตสาหกรรม สำหรับกิจการที่มีโอกาสการเติบโตสูง ระดับหนี้สินที่เหมาะสมสามารถเพิ่มมูลค่าบริษัทได้ ในขณะที่กิจการที่มีโอกาสการเติบโตต่ำมักได้รับประโยชน์จากการมีหนี้สินในระดับต่ำ ดังนั้นคุณภาพกำไรจึงส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านโครงสร้างเงินทุน โดยกำไรที่มีคุณภาพสูงช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน เพิ่มความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนในต้นทุนที่ต่ำลง และเอื้อต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ส่งผลให้กิจการสามารถขยายตัวและรักษาการเติบโตได้อย่างมั่นคงในระยะยาว



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดโครงสร้างเงินทุน และคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมายเหตุ CAS = โครงสร้างเงินทุน QE = คุณภาพกำไร SGR = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 คุณภาพกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 5 คุณภาพกำไรมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระเบียบวิธีการวิจัย

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด เก็บข้อมูลแบบพาแนลดาตา (Panel Data) ระยะเวลาตั้งแต่ 2563-2566 ข้อมูลย้อนหลัง 4 ปี โดยกลุ่มตัวอย่างยกเว้นธุรกิจธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและบริษัทประกันชีวิต และกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เนื่องจากบริษัทในกลุ่ม เนื่องจากอุตสาหกรรมนี้มีโครงสร้างทางการเงินและแนวปฏิบัติทางการบัญชี กฎเกณฑ์และระเบียบข้อบังคับที่ต่างจากธุรกิจอื่นอุตสาหกรรมทั่วไป รวมไปถึงบริษัทที่ถูกเพิกถอนและเข้าข่ายถูกเพิกถอนหรือจัดอยู่ในหมวดบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่รอบระยะเวลารายงานไม่สิ้นสุด ณ 31 ธันวาคม และบริษัทที่เปิดเผยข้อมูลไม่ครบถ้วนเพื่อให้การวิเคราะห์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน การวิจัยได้ตัวอย่างครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ จำนวนทั้งสิ้น 522 ตัวอย่างโดยสามารถสรุปกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	2563	2564	2565	2566	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	624	590	610	628	2,452
หัก กลุ่มการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	(56)	(55)	(58)	(61)	(230)
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(365)	(369)	(398)	(393)	(1,525)
ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง	203	166	154	174	697

2. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ ได้แก่ งบการเงินประจำปีและมูลค่าหลักทรัพย์ทางการตลาด (MVE) จากเว็บไซต์ www.setsmart.com และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ www.set.or.th และ www.sec.or.th จากนั้นเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินที่ครบถ้วนสมบูรณ์ ตามที่ต้องการศึกษาทั้งหมดและมีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม เพื่อควบคุมความแตกต่างทางด้านเวลา และเพื่อให้ข้อมูลที่ได้รับสามารถนำมาใช้ในการเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีบริษัทที่ใช้ทดสอบทั้งหมด 936 บริษัทจาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรม แต่ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน ข้อมูลทางการเงินระหว่างปี 2563 ถึง 2566 รวมทั้งสิ้น 697 รายปีรายบริษัท (firm-year)

3. ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

โครงสร้างเงินทุน คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Ahmed & Wang, 2013)

คุณภาพกำไร หมายถึง ความสามารถของกำไรที่รายงานในงบการเงินในการสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ การวัดคุณภาพกำไรจึงมุ่งเน้นไปที่ความมั่นคงและความยั่งยืนของกำไร รวมถึงความสามารถของกำไรในการทำนายผลการดำเนินงานในอนาคต และความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงินที่น่าเสนอ ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อคุณภาพกำไร ได้แก่ วิธีการบัญชีที่นำมาใช้ การบริหารจัดการกำไร และระดับความเพียงพอและความถูกต้องของการเปิดเผยข้อมูลทางการเงิน ในการศึกษา คุณภาพกำไรถูกวัดโดยใช้ตัวชี้วัดที่อ้างอิงจากแบบจำลองของ Sloan (1996) กล่าวว่า คุณภาพกำไรตามวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ พิจารณาในการปรับปรุงกำไรก่อนรายการพิเศษตามเกณฑ์คงค้าง เพื่อคำนวณหากระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน โดยใช้สูตรการคำนวณคือ (กำไรก่อนรายการพิเศษ - กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน) / สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คือ โอกาสในการขยายกิจการหรือการลงทุนในอนาคต ซึ่งพิจารณาจากค่าเฉลี่ยการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงของรายได้สุทธิ และค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวร Sun et al., (2016)

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลที่รวบรวมได้จากจากเว็บไซต์ www.setsmart.com และข้อมูลแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) และรายงานประจำปีจากเว็บไซต์ www.set.or.th และ www.sec.or.th ด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปและทดสอบความสัมพันธ์และผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน และคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. การวิเคราะห์สถิติพื้นฐานและการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ผู้วิจัยนำมาใช้ในการอธิบายหรือบรรยายผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นและสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

2. การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการค่าประมาณความควรจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood : ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางด้วยโปรแกรม AMOS

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบโครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

แสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำเสนอ ดังนี้ ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	$\bar{X}$	S.D.	MIN	MAX	แปลผล	Skewness	Kurtosis
CAS	0.45	2.21	1.00	1.00	มาก	-1.33	1.65
QE	0.52	2.49	1.00	1.00	มาก	-1.47	-0.88
SGR	0.37	2.34	1.00	1.00	มาก	-1.56	1.69

จากตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรสังเกตได้มีค่าเฉลี่ยระดับมากถึงมากที่สุด ($\bar{X}$ = 0.37 – 0.52) พิจารณาค่าความเบ้ (Skewness) ตามเกณฑ์ต้องมีค่าอยู่ในช่วง -3 ถึง 3 (Kline, 2011) ดังนั้น ค่าความเบ้ อยู่ระหว่าง -1.56 ถึง -1.33 และตัวแปรสังเกตได้ที่มีอยู่ในแบบจำลองทั้งหมดมีการแจกแจงในลักษณะเบ้ซ้าย (ค่าความเบ้เป็นลบ) เมื่อพิจารณาค่าความโด่ง (Kurtosis) ตามเกณฑ์ความโด่งต้องมีค่าอยู่ในช่วง -10 ถึง 10 (Kline, 2011) ค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -0.88 ถึง 1.69 ซึ่งค่าน้อยกว่า 0 กล่าวได้ว่า โค้งการแจกแจงของค่าตัวแปรประสิทธิภาพของงานมีความโด่งน้อยกว่าการแจกแจงปกติ และมีลักษณะความโด่งแบบพลาติเคอร์ติค และตัวแปรสังเกตได้ที่มีอยู่ในแบบจำลองส่วนใหญ่มีค่าความโด่งมากกว่าศูนย์ แสดงว่าข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ดังกล่าวมีการกระจายข้อมูลในลักษณะสูง และมีความเหมาะสมที่จะนำไปวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ทิศทางความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

	CAS	QE	SGR
CAS	1		
QE	0.429*	1	
SGR	0.408*	0.328*	1

หมายเหตุ : * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน (CAS) คุณภาพกำไร (QE) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) รวมทั้งการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้อยู่ในระดับที่ไม่สูงจนก่อให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรง (Multicollinearity) โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ในทุกคู่ตัวแปรมีค่าไม่เกิน 0.80 ซึ่งเป็นเกณฑ์มาตรฐานที่ยอมรับได้ (Kline, 2023) ทั้งนี้ หากค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ค่าลบสะท้อนถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ผลการวิเคราะห์ดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้นตรงในระดับสูง จึงสามารถนำไปใช้ในการวิเคราะห์หาค่าประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis: CFA) ได้อย่างเหมาะสม

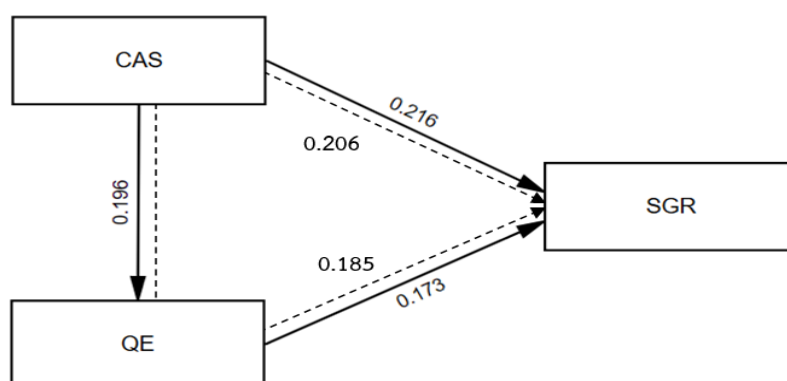
ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล (Path Analysis) เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของตัวแปรในแบบจำลองโครงสร้าง (Structural Model) เพื่อหาขนาดอิทธิพลที่ปรากฏในความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นและทำการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลอง (Goodness of Fit Measures) เพื่อศึกษาภาพรวมของแบบจำลองว่ามีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

จากการตรวจสอบความสอดคล้องของแบบจำลองความสัมพันธ์เชิงสาเหตุกับข้อมูลเชิงประจักษ์พบว่า ค่าสถิติและเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาตรวจสอบความสอดคล้องกลมกลืนของแบบจำลองผ่านเกณฑ์แสดงว่าแบบจำลองสอดคล้องกลมกลืนกับข้อมูลเชิงประจักษ์

ตารางที่ 4 ผลลัพธ์ของแบบจำลองสมการโครงสร้างสมการ

Measure	Threshold	Initial Model		Final Model	
		Estimate	Interpretation	Estimate	Interpretation
CMIN	-	55.28	-	41.53	-
CMIN/DF	Between 1 and 3	2.47	Excellent	2.05	Excellent
CFI	>0.95	0.91	Need More DF	0.97	Acceptable
GFI	>0.95	0.92	Excellent	0.94	Excellent
SRMR	>0.08	0.04	Excellent	0.03	Excellent
RMSES	>0.05	0.05	Excellent	0.02	Excellent

จากตารางที่ 4 พบว่า การวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง การวิเคราะห์ SEM ได้ดำเนินการเพื่อตรวจสอบอิทธิพลของปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน และคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ผลลัพธ์สุดท้ายแสดงให้เห็นว่าแบบจำลองสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ $\chi^2 = 41.53$ $CMIN/DF = 2.05$ $CFI = 0.97$ $GFI = 0.94$ $SRMR = 0.03$ $RMSES = 0.02$ สรุปได้ว่าแบบจำลองสมการโครงสร้างของโครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ผลลัพธ์ของแบบจำลองสมการโครงสร้างให้เห็นผลกระทบของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ดังแสดงในภาพที่ 2



ภาพที่ 2 ผลการวิเคราะห์เส้นทางความสัมพันธ์และค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมาตรฐาน

หมายเหตุ * $p \text{ value} < 0.05$

CAS = โครงสร้างเงินทุน QE = คุณภาพกำไร SGR = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

ตารางที่ 5 แสดงผลการประมาณค่า Standardized Direct Effects, Indirect Effects

สมมติฐาน	Path Relationship	DE	t-values	P-values	IDE	t-values	P-values	TE	VAF	ผลการวิจัย
H1	CAS $\rightarrow$ SGR	0.216*	1.532	0.031	-	-	-	0.216	-	S
H2	QE $\rightarrow$ SGR	0.173*	1.615	0.028	-	-	-	0.173	-	S
H3	CAS $\rightarrow$ QE	0.196*	1.144	0.001	-	-	-	0.196	-	S
H4	QE $\rightarrow$ CAS $\rightarrow$ SGR	-	-	-	0.185*	1.985	0.003	0.185	0.326	S
H5	CAS $\rightarrow$ QE $\rightarrow$ SGR	-	-	-	0.206*	1.864	0.022	0.206	0.213	S

หมายเหตุ * $p < .05$; DE = Direct Effect, IDE = Indirect Effect, VAF = Variance Accounted

For = $IDE/IDE+DE$, S = ยอมรับสมมติฐาน

จากตารางที่ 5 พบว่า ผลจากการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.216 คุณภาพกำไรมีอิทธิพลทางบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.173 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลทางบวกต่อคุณภาพกำไร

โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.196 คุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านโครงสร้างเงินทุน โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.185 โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านคุณภาพกำไร โดยมีระดับอิทธิพลทางตรงเท่ากับ 0.206

สรุปและอภิปรายผล

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ อวรรรณ เชื้อเมืองพาน และ มนตรี ช่วยชู (2563) ศึกษาเรื่องการวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างพบว่า โครงสร้างเงินทุนส่งผลทางบวกต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสอดคล้องกับงานวิจัยของ พัชรินทร์ ทองแจ้ง (2565) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของ และโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผลการศึกษา พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของบริษัทโดยโครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สินเป็นส่วนใหญ่จะทำให้ธุรกิจสามารถขยายบริษัทและเติบโตต่อไปได้ โดยมีการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์เข้ามาช่วยสร้างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพและประสิทธิผลในการดำเนินงานของบริษัท เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Serghiescu & Văidean (2014) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่มีอิทธิพลต่ออัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ขนาดของกิจการและความสามารถในการทำกำไร และตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนมากที่สุดคือความสามารถในการทำกำไร และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pham et al. (2020) ที่ทำการศึกษาปัจจัยด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของ โครงสร้างเงินทุน และการเติบโตของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์และผลกระทบจากการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในเวียดนาม ซึ่งผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของบริษัท

คุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานของ อีรกันต์ เหมือนใจ (2562) ซึ่งศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรและความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการศึกษาพบว่า คุณภาพกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ แม้จะเป็นความสัมพันธ์เชิงลบในเชิงสถิติ แต่การตีความเชิงธุรกิจพบว่า บริษัทที่มีคุณภาพกำไรสูงมักจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูง เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่เพียงสะท้อนผลประกอบการในอดีตเท่านั้น หากยังเป็นสัญญาณที่ผู้บริหารใช้สื่อสารถึงความมั่นใจในความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคต ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงกว่าที่ผ่านมามีแนวโน้มที่จะบ่งบอกถึงความมั่นคงและศักยภาพการเติบโตของกิจการ อย่างไรก็ตาม แม้คุณภาพกำไรจะเป็นเครื่องมือที่สามารถสะท้อนความแท้จริงของผลกำไรและใช้เป็นข้อมูลพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตได้ แต่ก็ยังมีข้อจำกัดในด้าน

เสถียรภาพของข้อมูล และยังขึ้นอยู่กับความตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกใช้นโยบายบัญชี ซึ่งอาจมีผลต่อการวัดและการตีความคุณภาพกำไร

โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ ณัฐนันท์ ไชยวงษ์ และคณะ (2568) ศึกษาอิทธิพลของประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ โครงสร้างเงินทุน และคุณภาพกำไรที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า คุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของดัชนีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกลับสัมพันธ์กับการลดลงของการเติบโตอย่างยั่งยืน ทั้งนี้คุณภาพกำไรในช่วงปีที่ศึกษาอาจมีข้อจำกัดด้านเสถียรภาพและความมั่นคง จึงสะท้อนถึงความสามารถในการเติบโตหรือการคาดการณ์กำไรในอนาคต และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Gill et al., (2011) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างทุนต่อคุณภาพกำไร พบว่า ความสัมพันธ์โครงสร้างทุนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไร และระหว่างหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรในอุตสาหกรรมบริการ และพบว่าความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไร หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรและระหว่างหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไรในอุตสาหกรรมการผลิต

คุณภาพกำไรมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจากงานวิจัยของ ศรัณย์พร รักษาพงษ์ และคณะ (2568) ศึกษาปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างผู้ถือหุ้น และโครงสร้างเงินทุน ที่ส่งผลต่อคุณภาพกำไรของกิจการในสถานการณ์โควิด 19 กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SETHD พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อคุณภาพกำไร เมื่อวัดคุณภาพกำไรด้วยความยั่งยืนของกำไร ความสม่ำเสมอของกำไร และวัดด้วยความสามารถในการพยากรณ์ของกำไร และสอดคล้องกับ พัชรพร ทองแจ้ง (2565) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโต พบว่า โครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สินเป็นส่วนใหญ่ จะทำให้อำนาจการขยายกิจการและเติบโตต่อไปได้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Patchareeporn & Sirinuch (2022) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัท และ Puthisut & Pattanan (2019) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับคุณภาพกำไร

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา

ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การบริหารจัดการกำไรให้มีคุณภาพและมีความโปร่งใส โดยเฉพาะการสร้างเสถียรภาพของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน เพื่อสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้ลงทุนและผู้ให้กู้ ซึ่งจะเอื้อต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และส่งผลเชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการใน

ระยะยาว การนำคุณภาพกำไรมาใช้เป็นเกณฑ์สำคัญในการประเมินศักยภาพของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีคุณภาพกำไรสูงย่อมมีความสามารถในการจัดหาเงินทุนและบริหารโครงสร้างเงินทุนได้ดีกว่า ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตอย่างมั่นคงและลดความเสี่ยงจากการลงทุน และการเปิดเผยข้อมูลด้านคุณภาพกำไรและความโปร่งใสในการรายงานทางการเงินให้มากขึ้น เพื่อยกระดับความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน และช่วยให้นักลงทุนสามารถตัดสินใจได้อย่างรอบคอบ รวมถึงกระตุ้นให้บริษัทต่าง ๆ ตระหนักถึงบทบาทของคุณภาพกำไรที่มีต่อความยั่งยืนในระยะยาว

2. ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

2.1 การศึกษาครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลย้อนหลังเพียง 3 ปี สำหรับการศึกษาครั้งต่อไป อาจพิจารณาใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี หรือมากกว่า เพื่อให้การทดสอบความสัมพันธ์มีความชัดเจนและเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการวิเคราะห์มากยิ่งขึ้น

2.2 ควรพิจารณาศึกษาในระดับกลุ่มอุตสาหกรรมแยกตามลักษณะเฉพาะ เนื่องจากแต่ละอุตสาหกรรมมีโครงสร้างและปัจจัยการดำเนินงานที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจส่งผลให้ผลการทดสอบมีความแตกต่างไปจากภาพรวม

2.3 ควรขยายการศึกษาโดยใช้ตัวชี้วัดคุณภาพกำไรที่หลากหลายมากขึ้น เช่น อัตราส่วนความเพียงพอของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow Adequacy) อัตราผลตอบแทนในรูปกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (Cash Flow Return on Assets) คุณภาพวิธีรายการคงค้างจากเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Accruals: WCA) และคุณภาพวิธีรายการคงค้างจากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Accruals: NOA) รวมทั้งอาจพิจารณาตัวแปรอิสระอื่น ๆ ที่สามารถอธิบายคุณภาพกำไรได้ เช่น การจัดการกำไร (Earnings Management) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความครอบคลุมในการศึกษาคุณภาพกำไรในอนาคต

รายการอ้างอิง

กนกพร ห้าวเจริญ และ สุดา ทองคง. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง* [การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาโท]. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

กนกวรรณ ไชยคงทอง. (2562). *เทคนิคการวิเคราะห์คุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภคและกลุ่มปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์* [ศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต]. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลพระนคร.

- กมลพรรณ ศิริตัง และ สุภา ทองคง. (2565). อิทธิพลของคุณภาพกำไรและประสิทธิภาพการดำเนินงานที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิจัยและนวัตกรรมการอาชีวศึกษา*, 6(1), 52-64.
- ธีรกันต์ เหมือนใจ. (2562). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อคุณภาพกำไร และความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพกำไรกับการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ]. มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ณัฐนันท์ ไชยวงษ์, จิราภา ชาลาธราวัฒน์ และ สุมินทร เป้าธรรม. (2568). อิทธิพลของประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์โครงสร้างเงินทุนและคุณภาพกำไรที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Maejo Business Review*, 7(1), 1-20.
- พัชรพร ทองแจ้ง และ ชรินทร์ นิมิตระกุล. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างความเป็นเจ้าของและโครงสร้างเงินทุนกับการเติบโตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 18(60), 61-85.
- พุทธิมน เพชรคง และ ภาวดี ยุพาภรณ์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 1(3), 62-80.
- พุทธิสุทธิ์ ตรีรัตน์ดิลกกุล และ พัทธนันท์ เพชรเชิดชู. (2562). โครงสร้างเงินทุนนโยบายการจ่ายเงินปันผลและคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 33(106), 70-91.
- ศรัณย์พร รักษาพงษ์, มณฑกาล พงษ์เกษม, และ รสา เฉื่อยมณ. (2568) ปัจจัยการกำกับดูแลกิจการที่ดี โครงสร้างผู้ถือหุ้น และโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อคุณภาพกำไรของกิจการในสถานการณ์โควิด 19 กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SETHD. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 9(2), 55-72.
- อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน. (2567). อิทธิพลของคุณภาพกำไรที่ส่งผลต่อผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารรัชต์ภาคย์*, 18(56), 201-216.
- อรรวรรณ เชื้อเมืองพาน และ มนตรี ช่วยชู. (2563). การวิเคราะห์ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง. *วารสารการบริหารนิติบุคคลและนวัตกรรมท้องถิ่น*, 6(4), 1-13.
- อรฤติ ศรีธราพิพัฒน์. (2558). รายได้และคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย*. 35(1). 162-181.

- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of commerce and Management*, 23(4), 354-368.
- Alter Chen, M. (2005). Rethinking the informal economy: Linkages with the formal economy and the formal regulatory environment (No. 2005/10). WIDER Research Paper.
- Anggrainy, L., & Priyadi, M. P. (2019). Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Laba, Kualitas Audit, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kualitas Laba. *Jurnal Ilmu Dan Riset*, 8(6), 1-20.
- AS, M. A. M., & Haryono, S. (2023). The influence of firm characteristics and capital structure on sustainable growth rate: Moderating effect of industry sector. *Petra International Journal of Business Studies*, 6(1), 62-69.
- Dechow, P. M., Myers, L. A., & Shakespeare, C. (2010). Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits. *Journal of accounting and economics*, 49(1-2), 2-25.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings Quality. The Research Foundation of CFA Institute.
- de Mesquita, J. M. C., & Lara, J. E. (2003). Capital structure and profitability: the Brazilian case. In *Academy of Business and Administrative Science Conference, Vancouver, Canada*. July 11-13.
- Donaldson, S. K. (1984). Nash's equations and the classification of monopolies. *Communications in Mathematical Physics*, 96, 387-407.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Gill, A., Nahum Biger, & Neil Mathur. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3-15.
- Huang, R., & Liu, G. (2009). Study on the Enterprise Sustainable Growth Rate and Leverage Mechanism. *International Journal of Business and Management*, 4(3), 200-212.

- Kirmi, P.N. (2018). Relationship Between Capital Structure and Profitability, Evidence from Listed Energy and Petroleum Companies Listed in Nairobi Securities Exchange. *Journal of Investment and Management*, 6(5), 97-102.
- Kikewska, A. (2016). Conditions for Sustainable Growth (SGR) for Companies from Metallurgy and Mining Sector in Poland. *Metallurgija*, 55(1), 139-142.
- Kline, R.B. (2011). Principles and Practice of Structural Equation Guilford Press, New York.
- Kline, R. B. (2023). Principles and practice of structural equation modeling. Guilford publications.
- Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Kossele, T. P. Y., & Abeid, A. R. (2020). Analysis of capital structure stability of listed firms in China. *China Finance Review International*, 10(2), 213-228.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59.
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100005>
- Lusiani, S., & Khafid, M. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Sturktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Kualitas Laba dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderating. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 6(1), 1056–1068.
<https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.719>
- Martín, P. S., & Saona, P. (2017). Capital structure in the Chilean corporate sector: Revisiting the stylized facts. *Research in International Business and Finance*, 40(3), 163-174.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Economics Social Institutions*, 3(4), 163-164.
- Modigliani, F. & Miller, H. M. (1963). Income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mumu, S., Susanto, S., & Gainau. P. (2019). The Sustainable Growth Rate and The Firm Performance: Case Study of Issuer at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Management, IT & Engineering*, 9(12), 10-18.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Nam, H. J. (2019). The Effect of Earnings Quality on Financial Analysts' Dividend Forecast Accuracy: Evidence from Korea. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 6(4), 91-98.
- Patchareeporn, T. & Sirinuch, N. (2022). The Relationship of Ownership Structure and Capital Structure to Firm Growth of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 18(60), 61-85.
- Pearlman, L. (1978). Quality of Earnings. Brighton: Harvard Business Publishing.
- Pham, H. N., Kalyebara, B. & Islam, S. M. N. (2020). Ownership Structure, Capital Structure and Firm Growth: Empirical Evidence and Sustainable Growth Implications. *International Journal of Business and Economics*, 19(3), 221-235.
- Puthisut, T. & Pattanan, P. (2019). Capital structure, Dividend Policy and Earnings Quality of Thai Listed in Stock Exchange of Thailand. *Suthiparithat Journal*, 33(106), 70-91.
- Raisch, S., & Von Krogh, G. (2007). Navigating a path to smart growth. *MIT Sloan Management Review*, 48(3), 65.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.
- Sercu, P., Bauwhede, H. V., & Willekens, M. (2006). *Earnings Management and Debt*. Faculty of Economic and Applied Economics. Katholieke Universiteit Leuven.
- Serghiescu, L., & Văidean, V. L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *Accounting review*, 71(3), 289-315.
- Sun, J., Ding, L., Guo, M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: evidence from the UK. *British accounting review*. 48(4), 448-463.
- Tailab, M.M.K. (2014). The effect of capital structure on profitability of energy American firms. *International Journal of Business and Management Invention*, 3(12), 54-61.

Ujah, N. U., & Brusa, J. O. (2011, September 18). *Earnings Management, Financial Leverage, and Cash Flow Volatility: Do Economic Conditions Matter?*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=1929550> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1929550>