

ผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ
กลยุทธ์ทางภาษีและโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Effects of Accrual-Based Earnings Management, Free Cash Flow Tax
Avoidance, and Capital Structure on Firm Value of Listed Companies in
The Stock Exchange of Thailand

ภาคปภา ศรีณรงค์¹ และ สุนันทา พรเจริญโรจน์²

Pakapapha Srinarong¹, and Sununta Porncharoenrote²

สาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเอเชียอาคเนย์

Business Administration, South East Asia University, Thailand

E-mail: Pakapapha.phd@gmail.com

Received May 19, 2026; Revised June 15, 2026; Accepted June 30, 2026

Abstract

This research examined the effects of accrual-based earnings management, free cash flow, tax strategies, and capital structure on the firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. This study employed a quantitative research design. The population consisted of 500 companies. The sample comprised 230 companies listed on the Stock Exchange of Thailand, with data collected from 2021 to 2025. The sample was selected using purposive sampling, including companies with complete financial data and excluding those in the financial and insurance sectors. The research instrument used for data collection was a financial data recording form based on annual reports and financial statements. Firm value was measured by Tobin's Q. The data were analyzed using inferential statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis. The research findings revealed that: 1) accrual-based earnings management was positively related to firm value; 2) free cash flow was positively related to firm value, whereas book-tax differences were negatively related to firm value; and 3) the effective tax rate and the debt-to-equity ratio showed no relationship with firm value based on the data examined. In addition, firm size was negatively related to firm value.

Keywords: accrual-based earnings management; free cash flow; tax avoidance; capital structure; firm value

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษีและโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีจำนวนประชากร 500 บริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 230 บริษัท โดยเก็บข้อมูลระหว่างพ.ศ. 2564 – 2568 และการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจงได้มาจากบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินครบถ้วน และไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินและประกันภัย เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นแบบบันทึกข้อมูลทางการเงินจากรายงานประจำปีและงบการเงิน โดยมูลค่ากิจการวัดจาก Tobin's Q ทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมาน การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า 1) การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ 2) กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ขณะที่ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ 3) ภาวะภาษีที่แท้จริงและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบความสัมพันธ์มูลค่ากิจการจากข้อมูลที่ทำการศึกษา นอกจากนี้ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ

คำสำคัญ: การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง; กระแสเงินสดอิสระ; กลยุทธ์ทางภาษี; โครงสร้างเงินทุน; มูลค่ากิจการ

บทนำ

ในสภาพแวดล้อมของตลาดทุนยุคปัจจุบัน มูลค่ากิจการไม่ได้สะท้อนเพียงผลกำไรทางบัญชีในงวดใดงวดหนึ่งเท่านั้น แต่สะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างกระแสเงินสด ความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางการเงิน ประสิทธิภาพในการจัดหาเงินทุน และความคาดหวังของนักลงทุนต่อศักยภาพการเติบโตในอนาคต โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนซึ่งต้องเผชิญแรงกดดันจากผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้ นักลงทุน หน่วยงานกำกับดูแล และตลาดทุน การประเมินมูลค่ากิจการจึงเป็นประเด็นสำคัญทั้งในมุมมองบัญชีและการเงิน งานของ Dechow et al. (1995), and Kothari et al. (2005) แสดงให้เห็นว่าการวัดรายการคงค้าง เป็นแนวทางสำคัญในการศึกษาการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง แต่ในอีกด้านหนึ่ง Jensen (1986) อธิบายว่ากระแสเงินสดอิสระที่สูงเกินไป อาจก่อให้เกิดปัญหาตัวแทนและการลงทุนเกินจำเป็น หากกลไกการกำกับดูแลไม่เพียงพอ นอกจากคุณภาพกำไรและกระแสเงินสดแล้ว กลยุทธ์ทางภาษีของกิจการและโครงสร้างเงินทุนยังเป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการโดยตรง หากมีลักษณะเป็นการหลีกเลี่ยงภาษีที่ซับซ้อนหรือมีความเสี่ยงสูง อาจทำให้เกิดความเสี่ยงจากการตรวจสอบ และเกิดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น Desai and Dharmapala (2009) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าผลของกลยุทธ์ทางภาษีที่มีต่อมูลค่ากิจการไม่ได้ส่งผลแต่ขึ้นอยู่กับบริบทด้านธรรมาภิบาลของกิจการ งานวิจัยของ Vega Zavala and Santillán-Salgado (2018) ยังพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สิน และมูลค่ากิจการ ในบริษัทจดทะเบียนของเม็กซิโก ซึ่งสะท้อนว่าการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนมีบทบาทต่อมูลค่ากิจการ

ในการประเมินมูลค่ากิจการโดยพิจารณาเฉพาะผลกำไรทางบัญชีหรือผลการดำเนินงานในระยะสั้น อาจไม่สามารถสะท้อนศักยภาพที่แท้จริงของกิจการได้อย่างครบถ้วน เนื่องจากมูลค่ากิจการอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยหลายด้าน Ohlson (1995) ทั้งการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง ซึ่งเกี่ยวข้องกับคุณภาพและความน่าเชื่อถือของข้อมูลทางบัญชี Dechow et al. (1995) กระแสเงินสดอิสระซึ่งสะท้อนความสามารถในการสร้าง

เงินสดและความยืดหยุ่นทางการเงิน กลยุทธ์ทางภาษีซึ่งอาจส่งผลต่อภาระภาษีและกระแสเงินสดสุทธิ รวมถึงโครงสร้างเงินทุนซึ่งสะท้อนระดับการพึ่งพาหนี้สินและต้นทุนทางการเงินของกิจการ หากพิจารณาปัจจัยเหล่านี้แยกส่วนหรือพิจารณาเพียงปัจจัยใดปัจจัยหนึ่ง อาจทำให้ไม่สามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้อย่างรอบด้าน Modigliani and Miller (1958) และในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยงานวิจัยเดิมก่อนหน้านี้ยังขาดการศึกษาที่พิจารณาปัจจัยด้านบัญชี การเงิน ภาษี และโครงสร้างเงินทุนร่วมกันในแบบจำลองเดียว

จากประเด็นและช่องว่างงานวิจัยดังกล่าว ทำให้เกิดคำถามสำคัญว่า มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสะท้อนเพียงผลการดำเนินงานทางบัญชี หรือได้รับอิทธิพลจากคุณภาพของข้อมูลทางบัญชี ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด การวางแผนภาษี และโครงสร้างเงินทุนของกิจการร่วมกัน

การศึกษานี้จึงมุ่งศึกษาผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการ เพื่อให้เห็นถึงบทบาทของปัจจัยภายในกิจการที่สะท้อนถึงคุณภาพกำไร ความยืดหยุ่นทางการเงิน ภาระภาษี และความเสี่ยงจากการพึ่งพาเงินทุนต่อการประเมินมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาคาดว่าจะช่วยเพิ่มความเข้าใจเกี่ยวกับข้อมูลทางบัญชีและการเงินที่เกี่ยวข้องกับมูลค่ากิจการ ตลอดจนเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ผู้บริหาร และผู้ที่สนใจในการใช้ข้อมูลทางการเงินเพื่อประกอบการตัดสินใจในตลาดทุน

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา ประกอบไปด้วย ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ขอบเขตด้านประชากร ได้แก่ ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยยกเว้นประเภทธุรกิจการเงิน ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ธุรกิจประกันภัย

ขอบเขตด้านตัวแปร ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ โดยใช้ตัวชี้วัด Tobin's Q ตัวแปรอิสระ คือ การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual-Based Earnings Management) กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) กลยุทธ์ทางภาษี (Tax Avoidance) โดยใช้ตัวชี้วัด ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรทางภาษี (Book Tax Difference : BTD) และ ภาระภาษีที่แท้จริง (Effective Tax Rate : ETR) โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) โดยใช้ตัวชี้วัด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio : DER) ตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (Firm Size) โดยใช้ตัวชี้วัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm Of Total Assets)

ขอบเขตด้านระยะเวลา เก็บข้อมูลย้อนหลังระยะเวลา 5 ปี ช่วงเวลาระหว่าง พ.ศ. 2564 – 2568

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นแนวคิดที่ใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้เป็นเจ้าของหรือผู้มอบอำนาจกับผู้ที่ได้รับมอบหมายให้ดำเนินงานแทนในกิจการ โดย Jensen and Meckling (1976) อธิบายว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวเกิดขึ้นระหว่างบุคคลสองฝ่าย ได้แก่ ตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ซึ่งเมื่อมีการแยกบทบาท

ระหว่างความเป็นเจ้าของและการบริหารงาน ตัวแทนจึงมีอำนาจและดุลยพินิจในการบริหารจัดการเพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม มิใช่เพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตน อย่างไรก็ตาม Mantra et al. (2021) พบว่าทฤษฎีตัวแทนมีสมมติฐานว่าผู้ที่เกี่ยวข้องแต่ละฝ่ายต่างมีแนวโน้มตัดสินใจบนพื้นฐานของการเพิ่มผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ตนเอง

การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual-Based Earnings Management) รายการคงค้างเป็นส่วนที่ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการรับรู้รายได้ ค่าใช้จ่าย หรือประมาณการทางบัญชีได้ภายใต้กรอบมาตรฐานการรายงานทางการเงิน การใช้ดุลยพินิจดังกล่าวอาจสะท้อนทั้งมุมมองเชิงบวกและเชิงลบ อาจส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลง โดย Darmawan (2020) ศึกษาบทบาทของคุณภาพการสอบบัญชีในการกำกับความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับมูลค่ากิจการพบว่าการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างส่งผลต่อมูลค่ากิจการ สะท้อนให้เห็นว่าตลาดอาจไม่ได้มองการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง เป็นพฤติกรรมที่ทำให้ลายมูลค่ากิจการเสมอไป แต่การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างยังอยู่ในระดับที่นักลงทุนสามารถตีความได้ว่าเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการหรือเสถียรภาพของกำไรในอนาคต นอกจากนี้ Yuan (2015) พบว่าการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคตและมูลค่าตลาดของกิจการ โดยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง มีแนวโน้มให้ผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจที่ดีกว่าการจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วยเติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างต่อมูลค่ากิจการในบริบทตลาดทุนไทย ซึ่งอาจมีลักษณะเฉพาะด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการ ระดับการเปิดเผยข้อมูล และพฤติกรรมของนักลงทุนที่แตกต่างจากบริบทต่างประเทศ

จากผลการศึกษาของ Yuan (2015), and Darmawan (2020) ที่พบว่า การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ โดยสะท้อนว่าการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างอาจถูกตลาดทุนรับรู้ในฐานะข้อมูลที่ช่วยให้กำไรมีเสถียรภาพและสนับสนุนการประเมินมูลค่ากิจการ แตกต่างจากการจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง ซึ่งมักส่งผลลบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากอาจกระทบต่อกระแสเงินสดและผลการดำเนินงานในอนาคต อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์เชิงบวกดังกล่าวยังคงควรถูกพิจารณาด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง อาจสะท้อนพฤติกรรมฉ้อโกงของผู้บริหารและทำให้คุณภาพกำไรลดลงได้เช่นกัน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงนำการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง มากำหนดเป็นตัวแปรอิสระในกรอบแนวคิดการวิจัย เพื่อทดสอบว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยหรือไม่

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ในมุมมองของนักลงทุนกระแสเงินสดอิสระอาจสะท้อนสภาพคล่อง ความยืดหยุ่นทางการเงิน จึงมักถูกนำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ โดย Wang (2010) ศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดอิสระต่อผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่ากระแสเงินสดอิสระ มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่สะท้อนผ่านตัวชี้วัด Tobin's Q แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงมีความสามารถในการดำเนินงานที่ดีกว่า สามารถสร้างประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นได้มากขึ้น ในขณะเดียวกันงานวิจัยของ Angela et al. (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ พบว่ากระแสเงินสดอิสระ ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นจากผลการศึกษาของ Angela et al., (2023), and Wang (2010) พบว่ากระแสเงินสดอิสระมีแนวโน้มสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยสะท้อนความสามารถของบริษัทในการสร้าง

เงินสด ความยืดหยุ่นทางการเงิน และศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ดังกล่าวควรถูกอธิบายควบคู่กับแนวคิดทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระที่สูงอาจก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทนได้ หากผู้บริหารใช้เงินสดส่วนเกินไปกับโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่ม ด้วยเหตุนี้กระแสเงินสดอิสระจึงเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่ากิจการ ทั้งในฐานะสัญญาณเชิงบวกของฐานะทางการเงินและในฐานะตัวชี้วัดความเสี่ยงด้านการใช้ทรัพยากรของผู้บริหาร งานวิจัยนี้จึงกำหนดให้กระแสเงินสดอิสระเป็นตัวแปรอิสระในกรอบแนวคิดการวิจัย เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระกับมูลค่ากิจการในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

กลยุทธ์ทางภาษี (Tax Avoidance) โดยปัจจัยที่มักจะใช้สะท้อนกลยุทธ์ทางภาษี ได้แก่ ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี (Book-Tax Difference: BTD) และ ภาระภาษีที่แท้จริง (Effective Tax Rate: ETR) โดย Hulu and Santosa (2023) ศึกษากลยุทธ์ทางภาษีที่วัดด้วยความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี และมูลค่ากิจการ ในกลุ่มบริษัท LQ45 ของอินโดนีเซีย ผลจากงานวิจัยพบว่าความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีส่งผลให้มูลค่าตลาดของกิจการลดลง ซึ่งสะท้อนว่าความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีอาจถูกมองเป็นสัญญาณของความเสี่ยง และ Dyussembina and Park (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี และมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในรัสเซีย พบว่าความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีส่งผลเชิงลบกับมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี ไม่ได้เป็นเพียงตัวแทนของการวางแผนภาษี แต่ยังสามารถสะท้อนความน่าเชื่อถือของกำไรได้ด้วย นอกจากนี้ Saragih (2017) ศึกษากลยุทธ์ทางภาษีที่วัดด้วยภาระภาษีที่แท้จริงที่มีต่อมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย พบว่าความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี ไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการแสดงให้เห็นถึงนักลงทุนอาจไม่ได้มองการหลีกเลี่ยงภาษีเป็นเครื่องมือในการเพิ่มมูลค่ากิจการ เนื่องจากกิจกรรมดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงจากการตรวจสอบของหน่วยงานภาษี

จากผลการศึกษาของ Dyussembina and Park (2024), Saragih (2017), and Hulu and Santosa (2023) พบว่า ตัวชี้วัดด้านภาษีมีบทบาทต่อการอธิบายมูลค่ากิจการในลักษณะที่ต่างกัน โดยความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี มีแนวโน้มสะท้อนความเสี่ยงด้านคุณภาพกำไร ความโปร่งใสของข้อมูลบัญชี และการวางแผนภาษีเชิงรุกได้ชัดเจนกว่า จึงมักสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในเชิงลบ ขณะที่ภาระภาษีที่แท้จริงอาจไม่แสดงความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากเป็นตัวชี้วัดที่ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยหลายด้านและไม่สามารถแยกแยะแรงจูงใจด้านการหลีกเลี่ยงภาษีออกจากผลกระทบทางภาษีตามปกติได้อย่างชัดเจน ความแตกต่างของข้อค้นพบดังกล่าวจึงสะท้อนช่องว่างทางการวิจัย และนำไปสู่การกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยที่พิจารณาทั้งความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี และภาระภาษีที่แท้จริง ในฐานะตัวแปรด้านภาษีที่อาจมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) การศึกษาของ Pangestuti (2018) ซึ่งศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมที่มีต่อมูลค่ากิจการในบริษัทกลุ่มเหมืองแร่และพลังงานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่า แม้โครงสร้างเงินทุนจะเป็นปัจจัยสำคัญในด้านการเงิน แต่ตลาดอาจไม่ได้ใช้ระดับหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยหลักในการประเมินมูลค่ากิจการ โดย Ghushti Pratama and Handriana (2024) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่ากิจการของบริษัทกลุ่มอาหารและ

เครื่องดื่ม พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ นักลงทุนอาจให้ความสำคัญกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าระดับหนี้สินของกิจการ โดยเฉพาะกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มซึ่งเป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสินค้าอุปโภคบริโภคพื้นฐาน ซึ่ง Silalahi et al. (2025) ทำการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำกำไร และนโยบายเงินปันผลที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทกลุ่ม Basic Materials ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ช่วงปี 2019–2023 พบว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากบางอุตสาหกรรม การใช้หนี้ในระดับที่เหมาะสมอาจช่วยสนับสนุนการลงทุน การขยายกิจการ และยังสามารถเพิ่มความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น จึงทำให้นักลงทุนประเมินมูลค่ากิจการสูงขึ้น แต่ในทางตรงกันข้าม Imanuel and Susanti (2023) ศึกษาผลกระทบของความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น และ ผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมต่อมูลค่ากิจการของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ระหว่างปี 2020–2022 ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ กล่าวได้ว่าในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมักใช้เงินลงทุนสูงและมีความเสี่ยงจากภาวะดอกเบี้ย หากกิจการมีระดับหนี้สินสูงเกินไป นักลงทุนอาจมองว่าเป็นสัญญาณของความเสี่ยงทางการเงิน ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ขณะที่งานของ Himmah and Setiyono (2025) ศึกษาผลกระทบของความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างเงินทุน ขนาดกิจการ และการเติบโตของบริษัทที่มีต่อมูลค่ากิจการในบริษัทกลุ่มเทคโนโลยีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ช่วงปี 2021–2023 ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนอาจไม่ได้ใช้ระดับหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นปัจจัยหลักในการประเมินมูลค่ากิจการ แต่ให้ความสำคัญกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนมากกว่า

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องพบว่า ผลการศึกษาในอดีตยังมีความแตกต่างกันทั้งในด้านทิศทางความสัมพันธ์และระดับนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความแตกต่างดังกล่าวอาจเกิดจากบริบทของประเทศ ลักษณะอุตสาหกรรม ช่วงเวลาที่ศึกษา ตลอดจนตัวชี้วัดที่ใช้ในการวัดตัวแปรแต่ละด้าน ความไม่สอดคล้องของผลการวิจัยจึงสะท้อนให้เห็นว่ายังไม่มียุทธวิธีที่ชัดเจนเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ศึกษา โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนไทยที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจ ลักษณะการกำกับดูแลกิจการ และสภาพแวดล้อมทางบัญชีแตกต่างจากประเทศอื่น ดังนั้น การศึกษาค้นคว้าจึงมีความจำเป็นเพื่อเติมเต็มช่องว่างทางการวิจัย โดยมุ่งตรวจสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่เหมาะสมกับบริบทของตลาดทุนไทยมากยิ่งขึ้น

ขนาดของกิจการ (Firm Size) โดยทั่วไปกิจการขนาดใหญ่อาจถูกมองว่ามีความมั่นคงสูงกว่า เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่า และมีความน่าเชื่อถือในสายตาของนักลงทุนมากกว่า โดย Zenabia and Falih (2024) ซึ่งศึกษาผลกระทบของขนาดกิจการ และ โอกาสในการลงทุน ที่มีต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มบริษัทภาคโครงสร้างพื้นฐานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ช่วงปี 2019–2023 พบว่าขนาดของกิจการมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการแสดงให้เห็นถึงบริษัทที่มีขนาดใหญ่ได้หมายความว่าจะมีมูลค่ากิจการสูงเสมอไป และ Ramadhanti and Sutrisno (2025) ทำการศึกษาขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อมูลค่ากิจการของบริษัทกลุ่มโทรคมนาคมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย พบว่า ขนาดของกิจการมีผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าในกลุ่มธุรกิจโทรคมนาคมซึ่งต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก หากบริษัทไม่สามารถเปลี่ยนขนาดของสินทรัพย์ให้เป็นผลตอบแทนที่ชัดเจน นักลงทุนอาจประเมินมูลค่ากิจการต่ำลง และ Erawati and Jedaru (2022)

ศึกษาผลกระทบของกระแสเงินสดอิสระและขนาดของกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ระหว่างปี 2017–2019 โดยผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการมีผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มได้รับการประเมินมูลค่าจากตลาดในระดับที่สูงกว่า เนื่องจากขนาดของกิจการอาจสะท้อนถึงความมั่นคงและความสามารถในการสร้างรายได้ ความได้เปรียบด้านทรัพยากร และความสามารถในการรองรับความเสี่ยงทางธุรกิจได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก

จากการทบทวนวรรณกรรมสรุปได้ว่า มูลค่ากิจการไม่ได้ถูกกำหนดจากผลการดำเนินงานเพียงมิติเดียว แต่ได้รับอิทธิพลจากหลายปัจจัยที่สะท้อนถึงคุณภาพข้อมูลทางบัญชี ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด กลยุทธ์ทางภาษี โครงสร้างเงินทุน และลักษณะเฉพาะของกิจการ ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน การแยกบทบาทระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารอาจทำให้เกิดการใช้ดุลยพินิจทางบัญชี จากความไม่สอดคล้องของผลการศึกษาดังกล่าว รวมถึงข้อจำกัดของงานวิจัยในประเทศ จึงเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้เกิดการศึกษานี้ขึ้น เพื่ออธิบายผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี โครงสร้างเงินทุน และขนาดกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ชัดเจนยิ่งขึ้น

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) และใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) มีวิธีดำเนินการวิจัย ดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 500 บริษัท โดยเก็บข้อมูลเป็นระยะเวลา 5 ปี ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2564 – 2568 และดำเนินการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีสุ่มแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยตัดกลุ่มธุรกิจประเภทธุรกิจการเงิน ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ รวมถึงธุรกิจประกันภัย ออกจากการศึกษา จำนวน 66 บริษัท เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีโครงสร้างทางการเงินและลักษณะการดำเนินงานที่เฉพาะตัว ส่งผลให้การรับรู้รายการทางบัญชีมีความแตกต่างเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มธุรกิจประเภทอื่น ๆ นอกจากนี้ยังตัดกลุ่มธุรกิจที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน จำนวน 204 บริษัท โดยหลังจากเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยวิธีสุ่มแบบเฉพาะเจาะจงแล้วเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ทั้งสิ้น 230 บริษัท

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา รวบรวมมาจากรายงานข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งรวบรวมมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อนำข้อมูลจากรายงานทางการเงินและแบบแสดงรายการงานประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์ทางสถิติใช้แบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression) และสมการที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์คือ

$$\text{Tobin} = \beta_0 + \beta_1(\text{Abs}) + \beta_2(\text{FCF}) + \beta_3(\text{BTD}) + \beta_4(\text{ETR}) + \beta_5(\text{DER}) + \beta_6(\text{Size}) + \epsilon$$

และในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระประกอบด้วยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Accrual Earnings Management) โดยใช้แบบจำลอง Modified Jones ซึ่งเป็นส่วนที่สะท้อนการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร โดยใช้วิธีการวัด ดังนี้

$$\frac{TAC_{it}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it}}{TA_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{TA_{i,t-1}} + e_{it}$$

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างเงินสดส่วนเกินหลังจากการรองรับการดำเนินงานและการลงทุนที่จำเป็นแล้ว วัดจากกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน หักด้วยรายจ่ายลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และปรับขนาดด้วยสินทรัพย์รวมปีก่อน เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบระหว่างกิจการที่มีขนาดแตกต่างกันได้

ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี (Book Tax Difference) ใช้สะท้อนความไม่สอดคล้องระหว่างผลกำไรที่รายงานต่อตลาดทุนกับฐานกำไรที่ใช้เสียภาษี วัดจากกำไรก่อนภาษีเงินได้หักด้วยกำไรทางภาษีโดยประมาณ และปรับขนาดด้วยสินทรัพย์รวมปีก่อน กำไรทางภาษีโดยประมาณคำนวณจากภาษีเงินได้ปัจจุบันหารด้วยอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายประเทศไทย

ภาระภาษีที่แท้จริง (Effective Tax Rate) สะท้อนสัดส่วนค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ที่กิจการรับรู้เมื่อเทียบกับกำไรก่อนภาษีเงินได้ โดยคำนวณจากค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้รวมหารด้วยกำไรก่อนภาษีเงินได้

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ซึ่งสะท้อนถึงระดับภาระหนี้สินและความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ

ขนาดของกิจการ (Firm Size) ในฐานตัวแปรควบคุม โดยขนาดของกิจการวัดจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท

ตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ (Firm Value) ในการศึกษานี้วัดด้วย Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนการประเมินมูลค่ากิจการจากมุมมองของตลาดทุน โดยเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการกับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม Tobin's Q คำนวณจากผลรวมของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม

การเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยทำการเก็บข้อมูลด้วยตนเอง จากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์ข้อมูล การวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยดำเนินการวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงอนุมานสำหรับทดสอบความสัมพันธ์และอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตามตามกรอบแนวคิดของการวิจัยในการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ผู้วิจัยใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เพื่อวิเคราะห์ระดับและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม อีกทั้งใช้เพื่อตรวจสอบเบื้องต้นว่าตัวแปรอิสระที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงหรือไม่ ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาภาวะพหุสัมพันธ์เชิงเส้น (Multicollinearity) และส่งผลต่อความแม่นยำของผลการประมาณค่าในแบบจำลองการถดถอย หลังจากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระหลายตัวที่มีต่อตัวแปรตาม การวิเคราะห์ดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรอิสระใดสามารถอธิบายหรือพยากรณ์ตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงพิจารณาทิศทางของความสัมพันธ์ว่าเป็นไปในเชิงบวกหรือเชิงลบ ทั้งนี้ การแปลผลการวิเคราะห์พิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ค่าความมีนัยสำคัญทางสถิติ และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (R Square) โดยค่า R Square ใช้แสดงความสามารถของตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองในการอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตาม ซึ่งสะท้อนเป็นสัดส่วนหรือร้อยละของความสามารถในการอธิบายแบบจำลองการวิจัย

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถแสดงได้ตามตาราง ดังนี้

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Multiple Regression Analysis)

Table 1 Analysis of the Effects of Accrual-Based Earnings Management, Free Cash Flow, Tax Strategies, and Capital Structure on Firm Value of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand Using Regression Coefficient Analysis

Variable	b	SE b	Beta	t	p-value
Constant	19.870	2.241		8.869	0.000
Abs	3.969	1.994	0.127	1.99	0.048
FCF	0.831	0.282	0.259	2.946	0.004
BTD	-4.869	2.170	-0.136	-2.243	0.026
ETR	0.175	0.358	0.027	0.487	0.627
DER	-0.129	0.112	-0.070	-1.154	0.250
Size	-2.472	0.301	-0.724	-8.202	0.000

$R = 0.590$ $R^2 = 0.348$ $R^2 \text{ adj} = 0.330$ $F \text{ overall} = 19.805$ $p\text{-value} = 0.000$

จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของตัวแปรอิสระที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการพบว่าตัวแปรที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการได้แก่ การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรทางภาษี และขนาดของกิจการ โดยสามารถใช้ทำนายมูลค่ากิจการได้ร้อยละ 33 โดยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง ส่งผลทางบวกกับมูลค่ากิจการสะท้อนให้เห็นว่าผู้ลงทุนอาจรับรู้การใช้ดุลยพินิจผ่านรายการคงค้างของผู้บริหารในฐานะกลไกที่ช่วยทำให้กำไรมีเสถียรภาพและสะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานในอนาคตได้ชัดเจนขึ้น กระแสเงินสดอิสระ ส่งผลทางบวกกับมูลค่ากิจการแสดงให้เห็นถึงนักลงทุนอาจรับรู้กระแสเงินสดอิสระในฐานะสัญญาณของความสามารถในการสร้างเงินสด ความยืดหยุ่นทางการเงิน และศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ

ในทางตรงกันข้าม ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรทางภาษี และ ขนาดของกิจการส่งผลทางลบกับมูลค่ากิจการ สะท้อนให้เห็นถึงนักลงทุนรับรู้ถึงความเสี่ยงด้านคุณภาพกำไร ความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงิน และความเป็นไปได้ของการวางแผนภาษี ส่งผลให้ตลาดทุนประเมินมูลค่ากิจการลดลง ส่วนขนาดของกิจการสะท้อนว่า บริษัทขนาดใหญ่อาจไม่ได้มีศักยภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กเสมอไป โดยเฉพาะหากการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนหรือโอกาสเติบโตได้อย่างเหมาะสม

ขณะที่ภาระภาษีที่แท้จริง และโครงสร้างเงินทุน ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการสะท้อนให้เห็นว่าภาระภาษีที่แท้จริงของกิจการอาจยังไม่ใช่ว่าปัจจัยที่ตลาดทุนใช้ในการประเมินมูลค่ากิจการอย่างชัดเจน จึงอาจไม่สามารถสะท้อนพฤติกรรมกรรมการวางแผนภาษีหรือความเสี่ยงด้านภาษีที่มีผลต่อมูลค่ากิจการได้โดยตรง ขณะเดียวกันโครงสร้าง

เงินทุนที่สะท้อนระดับการใช้หนี้ของบริษัท ตลาดทุนอาจมองว่าสามารถบริหารจัดการได้ หรือผู้ลงทุนอาจให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพในการใช้เงินทุนและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนมากกว่าระดับหนี้สินเพียงอย่างเดียว จากผลการวิจัยดังกล่าวสามารถเขียนเป็นสมการถดถอยพหุคูณของตัวแปรในรูปคะแนนดิบได้ดังนี้

$$Y = 19.870 + 3.969_{Abs} + 0.831_{FCF} - 4.869_{BTD} + 0.175_{ETR} - 0.129_{DER} - 2.472_{Size}$$

และสามารถเขียนเป็นสมการถดถอยพหุคูณของตัวแปรในรูปแบบคะแนนมาตรฐานได้ดังนี้

$$Z_{tobin} = 0.127_{Abs} + 0.259_{FCF} - 0.136_{BTD} + 0.027_{ETR} - 0.070_{DER} - 0.724_{Size}$$

อภิปรายผล

จากการศึกษาผลกระทบของการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี และโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง (Abs) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งนี้อาจเป็นเพราะ รายการคงค้างเป็นกลไกทางบัญชีที่เปิดโอกาสให้ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจในการสะท้อนผลการดำเนินงานให้มีความต่อเนื่องและสอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจของกิจการมากขึ้น โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนไทยที่นักลงทุนยังให้ความสำคัญกับตัวเลขกำไรทางบัญชีและแนวโน้มผลประโยชน์ประกอบประกอบการเป็นปัจจัยสำคัญในการประเมินมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Darmawan (2020) ซึ่งพบว่าการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างส่งผลต่อมูลค่ากิจการ สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนอาจไม่ได้มองการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างเป็นพฤติกรรมที่ทำลายมูลค่ากิจการเสมอไปแต่การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างยังอยู่ในระดับที่นักลงทุนสามารถตีความได้ว่าเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประโยชน์ประกอบประกอบการหรือเสถียรภาพของกำไรในอนาคตของกิจการ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) ที่กล่าวถึงทฤษฎีตัวแทนไว้ว่าตัวแทนมีอำนาจและสามารถใช้ดุลยพินิจในการบริหารจัดการเพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยรวม มิใช่เพื่อแสวงหาประโยชน์ส่วนตน

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะกระแสเงินสดอิสระสะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักค่าใช้จ่ายและเงินลงทุนที่จำเป็นแล้ว บริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงจึงมีความยืดหยุ่นทางการเงินมากกว่า สามารถนำเงินสดดังกล่าวไปใช้ชำระหนี้ จ่ายเงินปันผล ลงทุนในโครงการที่สร้างผลตอบแทน หรือรักษาสภาพคล่องในช่วงที่เศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนได้ ส่งผลให้นักลงทุนประเมินว่ากิจการมีฐานะทางการเงินที่มั่นคงและมีศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนในอนาคต จึงสะท้อนออกมาในมูลค่ากิจการที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Wang (2010) แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงมีความสามารถในการดำเนินงานที่ดีกว่า สามารถสร้างประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นได้มากกว่ากิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระต่ำ

กลยุทธ์ทางภาษีที่ประกอบไปด้วย ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี (BTD) และภาระภาษีที่แท้จริง (ETR) โดยความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะความแตกต่างดังกล่าวสะท้อนความไม่สอดคล้องกันระหว่างผลการดำเนินงานที่รายงานต่อผู้ลงทุนกับฐานกำไรที่ใช้ในการคำนวณภาษี ซึ่งอาจทำให้นักลงทุนตีความว่ากำไรทางบัญชีมีความซับซ้อนสูง มีการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีมาก หรือมีความเสี่ยงจากการวางแผนภาษีเชิงรุก ส่งผลให้ความน่าเชื่อถือและความโปร่งใสของข้อมูลทางการเงินลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ

Hulu and Santosa (2023) แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมองความแตกต่างดังกล่าวเป็นสัญญาณของความเสี่ยงและสะท้อนความน่าเชื่อถือของกำไร และ ภาวะภาษีที่แท้จริงไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Saragih (2017) ที่มองถึงนักลงทุนอาจไม่ได้มองการหลีกเลี่ยงภาษีเป็นเครื่องมือในการเพิ่มมูลค่ากิจการ เนื่องจากกิจกรรมดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงจากการถูกตรวจสอบจากหน่วยงานที่รับผิดชอบด้านภาษี

โครงสร้างเงินทุน (DER) ไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะนักลงทุนไม่ได้ประเมินมูลค่ากิจการจากระดับการก่อหนี้เพียงอย่างเดียว แต่พิจารณาความสามารถของกิจการในการใช้เงินทุนให้เกิดผลตอบแทน ความสามารถในการชำระหนี้ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และแนวโน้มการเติบโตของกิจการประกอบกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Pangestuti (2018), and Ghushti Pratama and Handriana (2024) เนื่องมาจากโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ถูกมองเป็นปัจจัยหลักในการประเมินมูลค่ากิจการ และนักลงทุนให้ความสำคัญกับความสามารถในการสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าระดับหนี้สินของกิจการ

ขนาดของกิจการ (Size) ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักมีโครงสร้างการดำเนินงานที่ซับซ้อน มีสินทรัพย์จำนวนมาก และมีระดับการบริหารหลายชั้น ส่งผลให้การควบคุม การติดตามผลการดำเนินงาน และการจัดสรรทรัพยากรภายในกิจการทำได้ยากกว่าบริษัทขนาดเล็กหรือขนาดกลาง ความซับซ้อนดังกล่าวอาจก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน ต้นทุนการประสานงาน และความไม่มีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ซึ่งทำให้นักลงทุนไม่ได้ประเมินว่าขนาดกิจการที่ใหญ่ขึ้นจะนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้นเสมอไป ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zenabia and Falihi (2024), and Ramadhanti and Sutrisno (2025) ที่แสดงให้เห็นถึงบริษัทที่มีขนาดใหญ่ไม่ได้หมายความว่าจะมีมูลค่ากิจการสูงเสมอไป และถ้าหากบริษัทไม่สามารถเปลี่ยนขนาดของสินทรัพย์ให้เป็นผลตอบแทนที่ชัดเจน นักลงทุนอาจประเมินมูลค่ากิจการต่ำลง

สรุปผล

การศึกษานี้มุ่งวิเคราะห์ผลกระทบที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า ตัวแปรที่ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ได้แก่ การจัดการกำไรฝ่ายรายการคงค้าง และกระแสเงินสดอิสระ สะท้อนให้เห็นถึงนักลงทุนและตลาดทุนให้ความสำคัญกับคุณภาพของข้อมูลกำไร รวมถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและความโปร่งใสของข้อมูลทางภาษี

ในขณะที่ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรทางภาษีและขนาดของกิจการ ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีและกำไรทางภาษี อาจถูกตลาดมองเป็นสัญญาณของความซับซ้อน ความไม่โปร่งใส หรือคุณภาพกำไรที่ลดลง ขณะที่บริษัทขนาดใหญ่อาจเผชิญข้อจำกัดด้านความคล่องตัว ความซับซ้อนในการบริหาร ต้นทุนตัวแทน และโอกาสเติบโตที่ลดลง ทำให้นักลงทุนไม่ได้ประเมินว่าขนาดกิจการที่ใหญ่ขึ้นจะนำไปสู่มูลค่ากิจการที่สูงขึ้นเสมอไป

โครงสร้างเงินทุนและภาวะภาษีที่แท้จริง ไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ นักลงทุนอาจไม่ได้ใช้ระดับหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราภาษีที่แท้จริงเป็นปัจจัยหลักในการประเมินมูลค่ากิจการโดยตรง แต่พิจารณาร่วมกับปัจจัยอื่น

เช่น ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด คุณภาพกำไร ความสามารถในการเติบโต และความเสี่ยงโดยรวมของกิจการ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

1. ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

จากผลการวิจัยพบว่า การจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับคุณภาพข้อมูลทางบัญชี การเปิดเผยรายการคงค้างอย่างโปร่งใสและบริหารกระแสเงินสดให้มีประสิทธิภาพ

ขณะที่ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีและขนาดของกิจการส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ จึงควรเสนอให้บริษัททำการเปิดเผยข้อมูลด้านภาษีให้ชัดเจนเพื่อลดความกังวลของนักลงทุนต่อคุณภาพกำไรและความเสี่ยงทางภาษี

อย่างไรก็ตาม ภาวะภาษีที่แท้จริงและโครงสร้างเงินทุนไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนว่า ตลาดทุนให้ความสำคัญกับคุณภาพของข้อมูลทางบัญชี ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด และความโปร่งใสของความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี มากกว่าการพิจารณาเพียงระดับภาวะภาษีหรือโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการบริหารข้อมูลทางบัญชีให้มีความน่าเชื่อถือ การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับรายการคงค้างอย่างเหมาะสม การรักษาระดับกระแสเงินสดอิสระให้สะท้อนศักยภาพในการดำเนินงาน และการลดความคลุมเครือของความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษี เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนและสนับสนุนการเพิ่มมูลค่ากิจการในระยะยาว

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

2.1 การวิจัยครั้งต่อไปควรขยายขอบเขตการศึกษาไปยังบริษัทจดทะเบียนนอกกลุ่มตัวอย่างเดิม เช่น บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ หรือแยกวิเคราะห์ตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อเปรียบเทียบว่าปัจจัยด้านการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้าง กระแสเงินสดอิสระ กลยุทธ์ทางภาษี และโครงสร้างเงินทุนส่งผลต่อมูลค่ากิจการแตกต่างกันหรือไม่

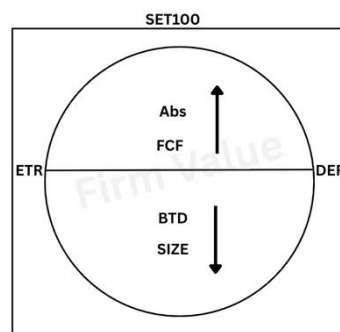
2.2 ควรพิจารณาเพิ่มตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เช่น การจัดการกำไรผ่านกิจกรรมจริง ประสิทธิภาพของการลงทุน คุณภาพการกำกับดูแลกิจการ คุณภาพการสอบบัญชี ความสามารถในการทำกำไร เพื่อให้แบบจำลองการวิจัยสามารถอธิบายมูลค่ากิจการได้ครอบคลุมและลึกซึ้งยิ่งขึ้น

องค์ความรู้ใหม่

องค์ความรู้ใหม่ที่ได้จากการวิจัยนี้ คือ แบบจำลองปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยองค์ความรู้ใหม่นี้ทำให้ผู้ใช้งบการเงินเข้าใจว่า มูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับอิทธิพลจากปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับคุณภาพของผลประกอบการและความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดมากกว่าปัจจัยเชิงโครงสร้างทั่วไป โดยการจัดการกำไรผ่านรายการคงค้างและกระแสเงินสดอิสระเป็นปัจจัยที่ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ขณะที่ความแตกต่างระหว่างกำไรทางบัญชีกับกำไรทางภาษีและขนาดของกิจการส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ส่วนโครงสร้างเงินทุนและภาวะภาษีที่แท้จริง

ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ผลดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนให้ความสำคัญกับสัญญาณด้านคุณภาพกำไร กระแสเงินสด ความโปร่งใสของข้อมูลบัญชีและภาษี ตลอดจนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ มากกว่าการพิจารณาขนาดกิจการ ระดับหนี้ หรืออัตราภาษีเพียงตัวเดียว

การประเมินมูลค่ากิจการไม่ควรพิจารณาเพียงตัวเลขกำไรสุทธิ ขนาดกิจการ หรือระดับหนี้สินเท่านั้น แต่ควรวิเคราะห์คุณภาพของข้อมูลทางบัญชี ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด และความโปร่งใสของข้อมูลภาษีควบคู่กัน ทำให้นักลงทุนตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบมากขึ้น และบริษัทจดทะเบียนควรตระหนักถึงความสำคัญของการเปิดเผยข้อมูลที่มีคุณภาพ



ภาพที่ 2 แบบจำลองปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Figure 2 A Model of Factors Influencing Firm Value of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand.

References

- Angela, A., Hidayat, V. S., & Eunike, E. (2023). Working capital management, free cash flow, profitability and firm value. *Jurnal Proaksi*, 10(2), 172–181.
<https://doi.org/10.32534/jpk.v10i2.3980>
- Darmawan, I. P. E. (2020). Kualitas audit sebagai pemoderasi pengaruh manajemen laba terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akademi Akuntansi*, 3(2), 174–190.
<https://doi.org/10.22219/jaa.v3i2.12269>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s–1), 35–59.
<https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s–1.35>
- Dyusseminbina, S., & Park, K. (2024). Book–tax differences, dividend payout, and firm value. *International Review of Financial Analysis*, 91, Article 103037.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103037>

- Erawati, T., & Jedaru, F. A. N. (2022). Arus kas bebas dan nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Religion, Education, and Social Laa Roiba Journal (RESLAJ)*, 5(2), 533–547. <https://doi.org/10.47467/reslaj.v5i2.1663>
- Himmah, F., & Setiyono, T. A. (2025). Pengaruh profitabilitas, struktur modal, ukuran perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Perwira Journal of Economics and Business*, 5(2), 179–198. <https://doi.org/10.54199/pjeb.v5i2.610>
- Hulu, H. P., & Santosa, A. D. (2023). Profitabilitas sebagai pemoderasi hubungan praktik penghindaran pajak terhadap nilai perusahaan. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 7(3), 2371–2379. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i3.1547>
- Immanuel, D., & Susanti, M. (2023). The effect of profitability, leverage, and total asset turnover on firm value in property and real estate companies listed in the Indonesia Stock Exchange (IDX). *International Journal of Application on Economics and Business*, 1(4), 2292–2302. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1i4.2292-2302>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Mantra, I. B. R. D., Wiksuana, I. G. B., Ramantha, I. W., & Sedana, I. B. P. (2021). Cultural capital based on agency theory: Study at village credit institutions in Bali. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(Special Issue 2), 1–12.
- 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. <https://doi.org/10.2307/1809766>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Pangestuti, D. C. (2018). Pengaruh EPS, DER dan ROA terhadap Tobin's Q pada perusahaan pertambangan dan energi yang go publik di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Mitra Manajemen*, 2(5), 449–464. <https://doi.org/10.52160/ejmm.v2i5.136>
- Pratama, M. G. R., & Handriana, T. (2024). Financial ratios and firm value of food & beverage companies before and after COVID-19. *International Journal Management and Economic*, 3(1), 11–18. <https://doi.org/10.56127/ijme.v3i1.1176>

- Ramadhanti, N., & Sutrisno, B. (2025). Pengaruh kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan leverage terhadap nilai perusahaan sub sektor telekomunikasi pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Madani*, 7(2). <https://doi.org/10.33753/madani.v7i2.396>
- Saragih, A. H. (2017). Analysis of tax avoidance effect on firm value: A study on firms listed on Indonesia Stock Exchange. In *Proceedings of the International Conference on Administrative Science, Policy and Governance Studies and the International Conference on Business Administration and Policy* (pp. 43–49). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/icaspgs-icbap-17.2017.6>
- Silalahi, R. E. B., Gultom, R., & Melianna, S. (2025). Pengaruh struktur modal, profitabilitas dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor basic materials di BEI periode 2019–2023. *Jurnal Ilmiah Manajemen, Bisnis dan Kewirausahaan*, 5(2), 293–305. <https://doi.org/10.55606/jurimbik.v5i2.1105>
- Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. *Journal of Service Science and Management*, 3(4), 408–418. <https://doi.org/10.4236/jssm.2010.34047>
- Yuan, T. (2015). Type of earnings management and different economic consequences. In *Proceedings of the International Conference on Logistics, Engineering, Management and Computer Science* (pp. 1774–1778). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/lemcs-15.2015.361>
- Zenabia, T., & Falih, L. S. (2024). Pengaruh firm size dan investment opportunity set terhadap firm value dengan variabel moderasi earning quality. *Journal of Economics, Bussiness and Management Issues*, 2(1), 109–122. <https://doi.org/10.47134/jebmi.v2i1.545>