

**ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร
และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค
RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL STRUCTURE AND PROFITABILITY
AND STOCK PRICE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE
OF THAILAND: RESOURCES INDUSTRY, ENERGY AND UTILITIES SECTOR**

ศิรินุช นิมตระกูล¹ อภิชนา แซ่งสาย²
Sirinuch Nimtrakoon, Apichaya Senglai

Received September 12, 2024

Revised October 6, 2024

Accepted November 18, 2025

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร และราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค โดยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินประจำปี และฐานข้อมูลสารสนเทศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2017-2021 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ 53 บริษัท คิดเป็น 265 ชุดข้อมูล และเมื่อคัดกรองข้อมูลที่มีความผิดปกติ คงเหลือจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 233 ชุดข้อมูล โดยผู้วิจัยวัดโครงสร้างเงินทุนด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรตามจะศึกษาทั้ง ความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์ โดยวัดความสามารถในการทำกำไรด้วย อัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น วัดราคาหลักทรัพย์โดยใช้ราคาปิด ณ วันที่ 31 มีนาคมของปีถัดไป ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณแบบ Pooled Regression ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่พิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม และราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนที่พิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 แต่กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม และราคาหลักทรัพย์ ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำกำไร ราคาหลักทรัพย์ อุตสาหกรรมทรัพยากร

¹ คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย ผู้ประพันธ์บรรณกิจ อีเมล: sirinuch_nim@utcc.ac.th

School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce, Corresponding Author, Email Address: sirinuch_nim@utcc.ac.th

² หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย อีเมล: apichaya.senglai@gmail.com

Master of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce, Email Address: apichaya.senglai@gmail.com

Abstract

The purpose of this research is to study the relationship between capital structure and profitability as well as stock price of listed companies in the Stock Exchange of Thailand: Resources Industry, Energy and Utilities Sector. Secondary data were collected via annual reports and SETSMART database for the period of 5 years from A.D. 2017 to 2021. There are 53 companies as research sample which equal to 265 data, excluding the outliers resulting in 233 data in total. Researcher measured capital structure as long-term debt to total asset ratio and debt to equity ratio. Dependent variables included profitability and stock price. Profitability was measured as return on assets and return on equity while stock price was measured as closing price on 31st March of the year after. The data is analyzed by descriptive analysis and multiple regression analysis (Pooled regression). Research findings indicate a positive relationship between long-term debt to total asset ratio and return on equity at a significant level of 0.05; however, there is no significant relationship with return on assets and stock price. Moreover, there is a positive relationship between debt to equity ratio and return on equity at a significant level of 0.05; however, debt to equity ratio is found to have a negative relationship with return on assets and stock price at a significant level of 0.05.

Keywords: Capital structure, Profitability, Stock price, Resource industry

บทนำ

เงินทุนถือเป็นปัจจัยสำคัญที่กิจการต้องนำมาใช้ดำเนินธุรกิจและบริหารงานภายในกิจการให้บรรลุตามเป้าหมายที่กิจการได้ตั้งไว้ โดยเงินทุนนั้นสามารถหาได้จากสองแหล่ง คือ การกู้ยืมจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน เปรียบเสมือนการที่บริษัทสร้างหนี้เพื่อนำเงินมาบริหารกิจการ ซึ่งมีต้นทุนของเงินทุนในรูปของดอกเบี้ยจ่าย และแหล่งเงินทุนที่ได้มาจากส่วนของเจ้าของที่มีต้นทุนของเงินทุนในรูปของเงินปันผล ซึ่งมีข้อได้เปรียบเสียเปรียบแตกต่างกันออกไป การมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นเป้าหมายหลักของทุกกิจการ กล่าวคือ การนำเงินทุนนั้นไป

สร้างความมั่งคั่งให้กับกิจการให้ได้ประโยชน์และมีประสิทธิภาพสูงสุด การมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมยังอาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นความสามารถในการทำกำไรหรือผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ของบริษัทด้วย โดยเมื่อบริษัทมีการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มขึ้น บริษัทสามารถนำต้นทุนของเงินทุนไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษี ทำให้บริษัทมีผลกำไรสูงขึ้นส่งผลทำให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นด้วย อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาจากงานวิจัยในอดีตให้ผลขัดแย้งกัน โดย ศิรินทิพย์ อัครลาวัณย์ (2562); วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน และ นงคินิตย์ จันทร์จรัส (2564) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร ในขณะที่ ภูษณิศรา ส่งเจริญ (2565) รายงานความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลตอบแทนหลักทรัพย์ จากงานวิจัยในอดีต อธิกา แรมวิโรจน์ (2550) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในขณะที่ ทนภัฏวิทย์ บงกชไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์ (ภณิดา สัจจะเดชาชัย, 2550; วราลี ทองพุ่มพุกษา, 2553; Abdallah & Hussein, 2014; Owusu-Akomeah et al., 2022)

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภคมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยมีการคาดการณ์ว่า ในปี 2564-2566 ความต้องการใช้ไบโอดีเซลในประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโตขึ้น โดยมีความต้องการใช้เพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 3 – 4 ต่อปี ซึ่งมีปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้ยานยนต์ดีเซลในภาคขนส่ง ซึ่งเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระดับเฉลี่ยร้อยละ 3 ต่อปี รวมทั้งการขยายตัวของธุรกิจ E-commerce

ซึ่งมีการเติบโตร้อยละ 21 ต่อปี (สำนักนโยบายและแผนพลังงานกระทรวงพลังงาน, 2564) ปัจจุบันมูลค่ารวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวน 76,370.56 ล้านบาท ซึ่งหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีมูลค่า 11,747.35 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 15.38 ของมูลค่าตลาดรวม ซึ่งถือเป็นอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตสูงเป็นอันดับที่สองรองจากอุตสาหกรรมการเงินเท่านั้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566)

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์มีการศึกษากันอย่างกว้างขวางทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ในอุตสาหกรรมที่หลากหลาย สำหรับประเทศไทยมีการศึกษาในกลุ่มดัชนี SET 50 (ภูษณิศรา ส่งเจริญ, 2565) กลุ่มดัชนี SET 100 (สุภาวดี มัชฌิมาดิลก, 2564) หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (อิทธิกา แรมวิโรจน์, 2550) หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ภณิดา สัจจะเดชาชัย, 2550) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (อภิญญา นวะสิทธิ์ และ เบญจพร โมกษะเวส, 2566) อุตสาหกรรมสื่อและสิ่งพิมพ์ (เปรมศักดิ์ วันสุวรรณ์, 2564) หมวดธุรกิจธนาคาร (วราลี ทองพุ่มพุกษา, 2553) หมวดธุรกิจพาณิชย์ (วรนิษฐ์ พรพัฒนะวัฒน์, 2560; ศิริทิพย์ อัครลาวัณย์, 2562) กลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม (นิธิศ ตีรวิบูลสิน, 2561) และตลาดหลักทรัพย์ MAI (เพ็ญวิภา บุญธรรม, 2564) เมื่อพิจารณาการศึกษาในต่างประเทศ พบการศึกษาในอุตสาหกรรมยาของประเทศปากีสถาน (Rehan et al., 2020) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคในประเทศกานา (Owusu-Akomeah et al., 2022) และประเทศอินโดนีเซีย (Akib et al., 2023) ธุรกิจผลิตในประเทศอินเดีย (Chadha & Sharma, 2015) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในประเทศซาอุดีอาระเบีย (Abdallah & Hussein, 2014) และบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินในประเทศกรีซ (Artikis & Nifora, 2012) กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานของประเทศอินเดีย (Chakrabarti & Chakrabarti, 2019) กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (Georgakopoulos et al., 2022) และบริษัทพลังงานที่ไม่จดทะเบียนในประเทศยุโรป (Wieczorek-Kosmala et al., 2021) ซึ่งการศึกษาในแต่ละบริบทได้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์เพื่อเพิ่มองค์ความรู้ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรในประเทศไทยและการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวในต่างประเทศยังมีอยู่จำนวนน้อย ประกอบกับผลการวิจัยในอดีตมีความขัดแย้งกัน ทำให้ไม่สามารถสรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานได้ ซึ่งถือเป็นช่องว่างของการวิจัยนี้

นอกจากนั้น สถานการณ์โควิด 19 ได้ส่งผลกระทบอย่างมากต่อสภาพเศรษฐกิจ สังคม และการดำเนินชีวิตของประชากรทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย โดยเริ่มตั้งแต่ปลายปี พ.ศ. 2563 ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประเมินว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ยังคงยืดเยื้อและมีความไม่แน่นอนสูง ก่อให้เกิดการชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง และส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจในวงกว้าง ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเห็นควรขยายระยะเวลาการปรับลดอัตราเงินนำส่งจากสถาบันการเงินเป็นการชั่วคราว ให้อยู่ในระดับที่ร้อยละ 0.23 ต่อปี เพื่อให้สถาบันการเงินมีภาระต้นทุนทางการเงินลดลง และสามารถส่งผ่านต้นทุนที่ลดลงดังกล่าวนี้ไปช่วยบรรเทาผลกระทบต่อนักธุรกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2567) ดังนั้น ด้วยสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไปหลังการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 อาจส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานรวมถึงมูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงไป

จากความสำคัญ แนวโน้มการเติบโต และมูลค่าตลาดของบริษัทในกลุ่มธุรกิจทรัพยากร ประกอบกับงานวิจัยในอดีตที่มีความขัดแย้งกันและการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรยังมีอยู่อย่างจำกัด รวมถึง ผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 ซึ่งอาจทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานแตกต่างกันไป ทำให้ ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2560 – 2564 ซึ่งเป็นบริบทเศรษฐกิจในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์การระบาดของโรคโควิด 19 โดยคาดว่าผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้เกี่ยวข้องกลุ่มต่างๆ เช่น นักลงทุนจะสามารถนำ

ผลการศึกษาที่ได้ไปใช้เป็นแนวทางในการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามต้องการ สถาบันการเงินสามารถใช้ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในการตัดสินใจให้สินเชื่อ รวมทั้งผู้บริหารองค์กรจะสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการวางแผนการจัดโครงสร้างเงินให้เหมาะสมกับกิจการได้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค

ทบทวนวรรณกรรม

แนวคิด ทฤษฎีที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

โดยการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเกิดขึ้นเมื่อ Modigliani & Miller (1958) ได้พัฒนาแนวคิดโครงสร้างเงินทุนเป็นทฤษฎี M&M ภายใต้สมมติฐานที่ว่า ตลาดเป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ กล่าวคือ บริษัทสามารถก่อหนี้โดยมีต้นทุนในการก่อหนี้เท่ากัน บริษัทไม่มีผลประโยชน์จากการใช้หนี้สิน ทำให้การก่อหนี้ไม่มีผลต่อมูลค่าของธุรกิจ ดังนั้น มูลค่าของกิจการที่มีการกู้ยืม (Levered firm) จะมีค่าเท่ากับมูลค่าของกิจการที่ไม่มีการกู้ยืม (Unlevered firm) ซึ่งไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง ต่อมา Modigliani & Miller (1963) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี โดยเมื่อบริษัทมีการกู้ยืม ต้นทุนของเงินทุนจะอยู่ในรูปของดอกเบี้ยจ่ายที่บริษัทสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ ส่งผลทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทควรคำนึงถึงต้นทุนการล้มละลาย ซึ่งเมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้น โอกาสในการล้มละลายก็จะเพิ่มขึ้นด้วย โดย Kraus & Litzenberger (1973) ได้นำเสนอทฤษฎีแลกเปลี่ยนขาดเสีย (Trade-off theory) โดยผู้บริหารจะต้องจัดสรรโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมโดยเลือกระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้กับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น และต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างสัดส่วนโครงสร้างของหนี้สินและทุน

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วย ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) โดยเมื่อบริษัทมีการจัดหาทุนจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ นักลงทุนในตลาดจะรับรู้ข่าวสารที่เป็นสัญญาณบอกถึงมุมมองของผู้บริหารต่ออนาคตของบริษัทและส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (Spence, 1973) โดยทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ (Pecking order theory) แนะนำว่าผู้บริหารควรจัดหาเงินทุนโดยหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด คือ บริษัทควรจัดหาเงินทุนโดยใช้เงินทุนภายในกิจการเป็นลำดับแรก ก่อนกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอก และออกหุ้นเพิ่มทุนตามลำดับ (Myers & Majluf, 1984)

โครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร

จากการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร งานวิจัยในอดีตใช้อัตราส่วนเพื่อวัดโครงสร้างเงินทุนที่หลากหลายแตกต่างกันไป โดยอัตราส่วนที่ได้รับความนิยมมากได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ในขณะที่อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนที่ยังมีการศึกษาน้อยอยู่ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม โดยในการศึกษานี้ จะวัดโครงสร้างเงินทุนด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) โดยการทบทวนวรรณกรรมจะมุ่งเน้นผลการวิจัยที่ใช้อัตราส่วนทั้งสองนี้เท่านั้น เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) กับความสามารถในการทำกำไร พบว่ามีงานวิจัยในอดีตจำนวนไม่มากที่ใช้อัตราส่วนนี้ โดยงานวิจัยของ

วิชชุณี วงศ์นสารสิน และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส (2564) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนสุทธิจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) กับความสามารถในการทำกำไรมีการศึกษากันอย่างกว้างขวาง ผลการศึกษาของอุตสาหกรรมการสื่อสารและสิ่งพิมพ์โดยเปรมศักดิ์ วันสุวรรณ์ (2564) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อย่างไรก็ดี มีนักวิจัยพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรด้วย อย่างเช่น งานวิจัยของ ภูษณิศรา ส่งเจริญ (2565) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) จากหลักฐานเชิงประจักษ์กลุ่มดัชนี SET 50 ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับผลการศึกษากลุ่มดัชนี SET 100 ของ สุภาวดี มัชฌิมมาติก (2564) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE Ratio) กับความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยงานวิจัยของ ศิริรัตน์ แจ่มรังษีสกุล และคนอื่นๆ (2564) ที่ศึกษากลุ่มดัชนี SET 100 เช่นกัน ได้ยืนยันความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร รวมทั้ง เพ็ญวิภา บุญธรรม (2564) ยังพบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาด MAI มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rehan et al. (2020) ที่รายงานว่าโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยกำไรขั้นต้น (Gross profit) กำไรต่อหุ้น (Earnings per share) และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทในอุตสาหกรรมยา ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปากีสถาน นอกจากนี้ ยังสอดคล้องกับหลักฐานเชิงประจักษ์จากธุรกิจผลิตในประเทศอินเดียของ Chadha & Sharma (2015) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และมูลค่ากิจการ ดังนั้น จึงอาจกล่าวได้ว่าการทบทวนงานวิจัย พบว่า ความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร แต่ผู้วิจัยไม่อาจระบุทิศทางของความสัมพันธ์ดังกล่าวได้อย่างชัดเจน จึงนำมาสู่การศึกษาและพัฒนาสมมติฐานที่ 1 แบบไม่มีทิศทาง (Two - Tailed Test) ดังนี้

สมมติฐานที่ 1

H0: โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

H1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

โครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาการศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์ งานวิจัยในอดีตพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์ของหมวดธุรกิจพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วรนิษฐ์ พรพัฒน์วัฒน์, 2560) อย่างไรก็ดี ผลการศึกษาข้างต้นขัดแย้งกับการศึกษาของ อพวิศติ นวะสิทธิ์ และเบญจพร โมกขะเวส (2566) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE Ratio) กับการประเมินมูลค่าหุ้นที่วัดด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Artikis & Nifora (2012) ที่รายงานความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลตอบแทนหลักทรัพย์ หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศกรีก นอกจากนี้ งานวิจัยของ Akib et al. (2023) ยังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE Ratio) กับราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย แต่อย่างไรก็ดี มีงานวิจัยที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) ไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคา

หลักทรัพย์ในหมวดอุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ภณิดา สัจจะเดชาชัย, 2550) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วรลือทอง พุ่มพุกษา, 2553) และงานวิจัยในต่างประเทศ พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคในตลาดหลักทรัพย์ประเทศกานา (Owusu-Akomeah et al., 2022) ซึ่งเป็นไปในแนวทางเดียวกันกับงานวิจัยที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซาอุดีอาระเบีย (Abdallah & Hussein, 2014) เนื่องจากผลการศึกษากิจการงานวิจัยในอดีตมีความขัดแย้งกัน ผู้วิจัยไม่อาจระบุทิศทางของความสัมพัทธ์ดังกล่าวได้ จึงนำมาสู่การศึกษาและพัฒนาสมมติฐานที่ 2 แบบไม่มีทิศทาง (Two - Tailed Test) ดังนี้

สมมติฐานที่ 2

H0: โครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ตัวแปรควบคุม

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ตัวแปรควบคุมที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ประกอบไปด้วย ปีที่ศึกษา ขนาดของบริษัท อายุกิจการ และราคาน้ำมันดิบ ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่อาจมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ ได้แก่ ปีที่ศึกษา ขนาดกิจการ อายุกิจการ ดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ และความสามารถในการทำกำไร โดยมีรายละเอียดการทบทวนวรรณกรรมของแต่ละตัวแปร ดังนี้

ปีที่ศึกษา จากงานวิจัยในอดีตพบว่า ปีที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน อีกทั้งสภาพสังคม เศรษฐกิจ และการเมือง ในแต่ละปีอาจมีความผันผวนแตกต่างกัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร (จิตรรัตน์ จิตต์คำ และ ชนิตา ยาระณะ, 2565) นอกจากนี้ Arifin (2022) ยังพบว่า อัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ในตลาดทุนมีความผันผวนไปตามระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา โดยในบางปีอาจมีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นสูงเกินไป ซึ่งกำหนดเป็นสมมติฐานแบบไม่มีทิศทาง (Two – Tailed Test) ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3

H0: ปีที่ศึกษาไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

H1: ปีที่ศึกษาที่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

สมมติฐานที่ 4

H0: ปีที่ศึกษาไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H1: ปีที่ศึกษาที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ขนาดของบริษัท งานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) (ปิยะพร นัตพบสุข, 2562) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบว่าขนาดของกิจการส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (วิษุณี วงศ์ธนสารสิน และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส, 2564) และขนาดของบริษัทเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ส่งผลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถในการบริหารจัดการสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท จึงทำให้นักลงทุนมีความไว้วางใจและความน่าเชื่อถือในการลงทุน (Sukesti et al., 2021) โดยกำหนดเป็นสมมติฐานแบบ มีทิศทาง (One – Tailed Test) ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 5

H0: ขนาดของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร

H1: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร

สมมติฐานที่ 6

H0: ขนาดของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์

H1: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

อายุกิจการ งานวิจัยในอดีตพบว่า อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการวัดผลการดำเนินงาน (วัลภา จิตเมธากุล, 2553) อย่างไรก็ดี Welch (1989) กล่าวว่า บริษัทที่มีอายุมากก่อตั้งมานาน เป็นที่รู้จักของภายนอกและมีชื่อเสียง ข้อมูลที่นำมาเปิดเผยเพื่อการตัดสินใจสำหรับนักลงทุนมีความน่าเชื่อถือมากกว่า ทำให้การเสนอขายหุ้นของบริษัทได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีอายุน้อย ซึ่งกำหนดเป็นสมมติฐานแบบไม่มีทิศทาง (Two – Tailed Test) ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 7

H0: อายุกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

H1: อายุกิจการมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

สมมติฐานที่ 8

H0: อายุกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

H1: อายุกิจการมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์

ราคาน้ำมันดิบ งานวิจัยในอดีตพบว่า ราคาน้ำมันดิบมีผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญ (อัญชลี เมืองเจริญ และ ชัยมงคล ผลแก้ว, 2563) โดยกำหนดเป็นสมมติฐานแบบมีทิศทาง (One – Tailed Test) ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 9

H0: ราคาน้ำมันดิบไม่มีความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร

H1: ราคาน้ำมันดิบมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร

ดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ งานวิจัยในอดีตพบว่า ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Keswani et al., 2024) โดยกำหนดเป็นสมมติฐานแบบมีทิศทาง (One – Tailed Test) ได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 10

H0: ดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไม่มีความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์

H1: ดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

ความสามารถในการทำกำไร งานวิจัยในอดีตพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลเชิงบวกต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (อริกา แรมวิโรจน์, 2550) โดยกำหนดเป็นสมมติฐานแบบมีทิศทาง (One – Tailed Test) ได้ดังนี้

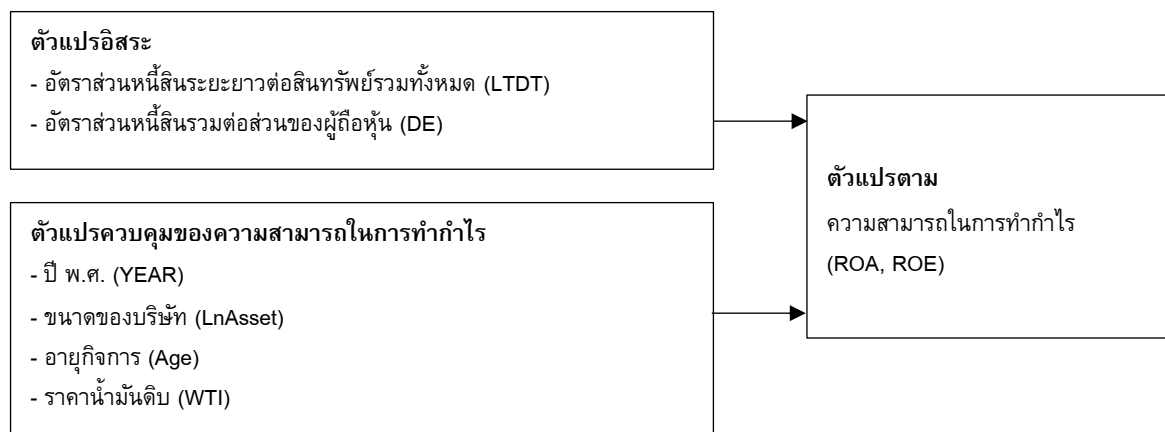
สมมติฐานที่ 11

H0: ความสามารถในการทำกำไรไม่มีความสัมพันธ์หรือมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์

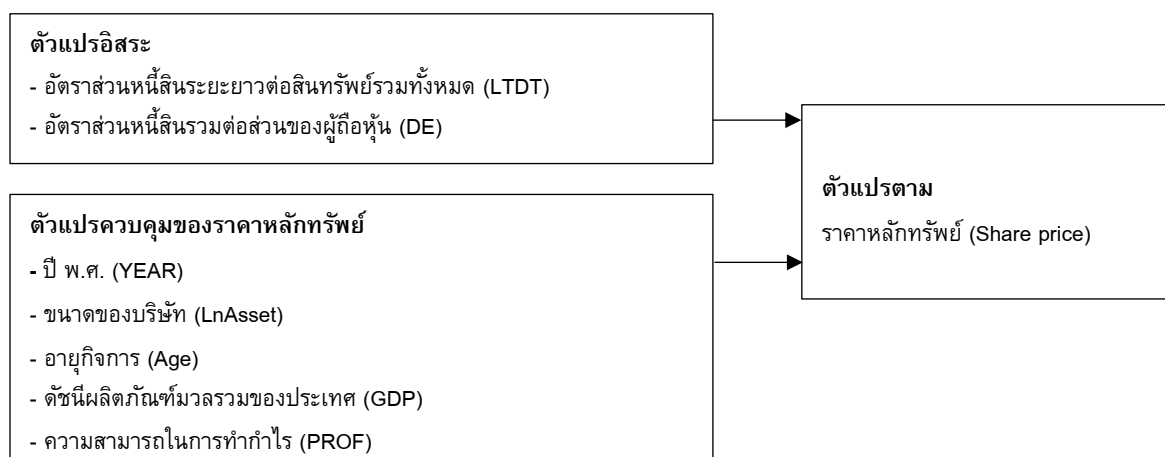
H1: ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหลักทรัพย์

กรอบแนวคิด

จากการทบทวนวรรณกรรมและการตั้งสมมติฐาน สามารถเขียนเป็นกรอบแนวคิดในการศึกษานี้ โดยตัวแปรตามคือ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และราคาหลักทรัพย์ ตัวแปรอิสระ ประกอบไปด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมทั้งหมด (LTDT) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ปีที่ศึกษา (YEAR) ขนาดของบริษัท (SIZE) อายุกิจการ (AGE) ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) และความสามารถในการทำกำไร (PROF) โดยมีกรอบแนวคิดดังแสดงในภาพที่ 1 และ 2 ซึ่งมีรายละเอียด การคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ และงานอ้างอิงดังแสดงในตารางที่ 1



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดการหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร



ภาพที่ 2 แสดงกรอบแนวคิดการหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับราคาหลักทรัพย์

ตารางที่ 1 แสดงการคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	การคาดการณ์ความสัมพันธ์			อ้างอิง
	ROA	ROE	Share price	
LTDT	n.a.	+	n.a.	วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส (2564)
DE	+, -	+, -	+, -	เปรมศักดิ์ วันสุวรรณ์ (2564); ภูษณิศร ส่งเจริญ (2565), สุภาวดี มัชฌิมาดิลก (2564); ศิริรัตน์ แจ่มรักษัสกุล และ คนอื่นๆ (2564); เพ็ญวิภา บุญธรรม (2564); วรนิษฐ์ พรพัฒนะวัฒน์ (2560); อพัสศิริ นวะสิทธิ์ และ เบญจพร โมกษะเวส (2566); ภณิดา สัจจะเดชาชัย (2550); วราลี ทองพุ่มพุกษา (2553); Rehan et al., (2020); Chadha & Sharma (2015), Artikis & Nifora (2012), Akib et al., (2023), Owusu-Akomeah, et al., (2022), Abdallah & Hussein (2014)
YEAR	+, -	+, -	+, -	ฐิติรัตน์ จิตต์คำ และ ชนิตา ยาระณะ (2565); Arifin (2022)
SIZE	+	+	+	ปิยะพร นัตพบสุข (2562); วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส (2564); Sukesti, et al., (2021)
AGE	+, -	+, -	+, -	วัลภา จิตเมธากุล (2553); Welch (1989)
WTI	-	-	n.a.	อัญชลี เมืองเจริญ และ ชัยมงคล ผลแก้ว (2563)
GDP	n.a.	n.a.	+	Keswani et al., (2024)
PROF	n.a.	n.a.	+	อริกา แรมวิโรจน์ (2550)

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และเลือกเฉพาะหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ณ วันที่ 17 ธันวาคม 2565 มีทั้งสิ้น 67 บริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้ ใช้วิธีเลือกแบบเฉพาะเจาะจง โดยมีเกณฑ์ในการเลือกกลุ่มตัวอย่าง ดังนี้ 1. บริษัทต้องมีรอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ถึง 31 ธันวาคม (ปิดบัญชี 31 ธันวาคม) 2. บริษัทต้องมีการดำเนินงานครบถ้วนในระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2560-2564 ซึ่งไม่รวมบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนใหม่หรือเลิกจดทะเบียนออกจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงช่วงเวลานี้ 3. บริษัทต้องมีข้อมูลที่ต้องการศึกษาครบถ้วน ได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 53 บริษัท คิดเป็น 265 ชุดข้อมูล หลังจากนั้น จะพิจารณาหักตัวอย่างที่มีค่าคลาดเคลื่อน (Standard Residual) เกิน ± 3 ซึ่งถือเป็นข้อมูลที่มีความผิดปกติ (Outliers) ออกจากการวิเคราะห์ คงเหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 233 ชุดข้อมูล

สถิติที่ใช้ในการวิจัย

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เป็นสถิติที่ใช้อธิบายลักษณะของข้อมูลเบื้องต้นในแต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าความถี่ (Frequency) ค่าร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) เพื่อให้เห็นถึงภาพรวมโดยทั่วไปของข้อมูล และลักษณะการแจกแจงค่าทางสถิติเบื้องต้น

2. การวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ใช้ในการทดสอบสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระหลายตัวแปร รวมถึงตัวแปรควบคุมต่างๆ ต่อตัวแปรตาม 1 ตัวแปร ในการศึกษาที่ใช้การวิเคราะห์แบบ Pooled regression โดยมีตัวแบบจำลองสมการถดถอยแบบพหุคูณ ดังนี้

ตัวแบบจำลองสมการ

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เปรียบเทียบกับราคาหลักทรัพย์ และความสามารถในการทำกำไร วัดโดยอัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) โดยสามารถแสดงเป็นตัวแบบตามสมมติฐานที่ทดสอบได้ ดังนี้

$$\text{แบบจำลองที่ 1} \quad ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTDT_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 LnAsset_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 WTI_t + \epsilon_{it} \quad \dots(1)$$

$$\text{แบบจำลองที่ 2} \quad ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 LnAsset_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 WTI_t + \epsilon_{it} \quad \dots(2)$$

$$\text{แบบจำลองที่ 3} \quad ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTDT_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 LnAsset_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 WTI_t + \epsilon_{it} \quad \dots(3)$$

$$\text{แบบจำลองที่ 4} \quad ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 LnAsset_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 WTI_t + \epsilon_{it} \quad \dots(4)$$

$$\text{แบบจำลองที่ 5} \quad SP_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 LTDT_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 LnAsset_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 GDP_t + \beta_6 PROF_{it} + \epsilon_{it} \dots(5)$$

$$\text{แบบจำลองที่ 6} \quad SP_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DE_{it} + \beta_2 YEAR_t + \beta_3 LnAsset_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 GDP_t + \beta_6 PROF_{it} + \epsilon_{it} \dots(6)$$

β_0 คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอย

β_1 ถึง β_6 คือ ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเชิงเส้นของตัวแปร

ROA_{it} คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t

ROE_{it} คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t

SP_{it+1} คือ ราคาหลักทรัพย์ ของบริษัท i ณ วันที่ 31 มีนาคม ปีที่ t+1

$LTDT_{it}$ คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท i ในปี t

DE_{it} คือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t

$YEAR_t$ คือ ปีที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560-2564 โดยอยู่ในรูปของตัวแปรเทียม* (1, 2, ..., 5)

$LnAsset_{it}$ คือ ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม เป็นตัวแทนของขนาดของบริษัท i ในปี t

Age_{it} คือ จำนวนปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

WTI_t คือ ราคาน้ำมันดิบ ใช้ราคาปิด ณ วันที่ 31 ธันวาคม ปีที่ t

*โดยปกติ ตัวแปรปีที่ศึกษาจะใช้การวัดค่าแบบตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ที่มีการกำหนดค่าเป็น 0, 1 อย่างไรก็ตาม ในงานวิจัยนี้ มีตัวแปรควบคุมที่มีค่าเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปีถึงสองตัวแปร คือ ราคาน้ำมันดิบ และดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ ซึ่งหากกำหนดค่าตัวแปรปีที่ศึกษาเป็น 0, 1 จะทำให้มีตัวแปรควบคุมบางตัวถูกผลัดออกจากตัวแบบสมการถดถอยพหุคูณ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ จะมีการวัดค่าตัวแปรปีที่ศึกษา ดังนี้ ปี พ.ศ. (YEAR) แบ่งตามปีที่ศึกษา ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560-2564 โดยเป็นการแปลงค่าตัวแปรเชิงคุณภาพให้อยู่ในรูปของตัวแปรเทียม (1, 2, ..., 5) เพื่อนำไปวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

GDP_t	คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเป็นร้อยละต่อปี ในปี t วัดโดย $(GDP_t - GDP_{t-1}) / GDP_{t-1} \times 100$
$PROF_{it}$	คือ ความสามารถในการทำกำไร ของบริษัท i ณ วันที่ 31 ธันวาคม ปีที่ t (คัดเลือกจากตัวแปร ROA, ROE ที่มีค่าสหสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ สูงที่สุด)
E_{it}	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน
i	คือ บริษัทที่
t	คือ ปีที่

ผลการวิจัย

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา แสดงผลการศึกษา ตามตารางที่ 2 ดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ภาพรวมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค				
	N	Mean	Max	Min	S.D.
ตัวแปรอิสระ					
LTDT (เท่า)	233	0.28	0.66	0.00	0.19
DE (เท่า)	233	1.38	7.36	0.03	1.03
ตัวแปรตาม					
ROA (ร้อยละ)	233	6.06	21.89	-17.95	5.89
ROE (ร้อยละ)	233	9.06	38.65	-36.94	10.91
Share price (บาทต่อหุ้น)	233	14.49	116.00	0.15	20.91
ตัวแปรควบคุม					
Total Assets (ล้านบาท)	233	101,124.89	3,078,018.83	667.75	350,091.38
Age (ปี)	233	12.71	32.00	0.00	8.89
WTI (เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล)	233	58.03	75.21	45.41	10.51
GDP (ร้อยละ)	233	1.21	4.20	-6.20	3.84

จากตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร และราคาหลักทรัพย์ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.28 เท่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.38 เท่า อัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 6.06 อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 9.06 ราคาหลักทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 14.49 บาทต่อหุ้น สำหรับตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Total assets) ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 101,124.89 ล้านบาท อายุกิจการ (Age) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 12.71 ปีราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 58.03 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล ดัชนีผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.21 ทั้งนี้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษามีจำนวนใหญ่อยู่ในปี พ.ศ. 2562 จำนวน 48 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 20.6 จากจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

ส่วนที่ 2 การทดสอบสมมติฐานของสมการถดถอยพหุคูณ แสดงผลการศึกษา ตามตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 แสดงค่า VIF และ Durbin-Watson

ตัวแปร	ค่า VIF				แบบจำลองที่	แบบจำลองที่
	แบบจำลอง ที่ 1 (ROA)	แบบจำลอง ที่ 2 (ROA)	แบบจำลอง ที่ 3 (ROE)	แบบจำลอง ที่ 4 (ROE)	5 (Share price)	6 (Share price)
LTDT _{it}	1.451	n.a.	1.451	n.a.	1.454	n.a.
DE _{it}	n.a.	1.142	n.a.	1.142	n.a.	1.162
YEAR _t	1.275	1.267	1.275	1.267	1.559	1.564
LnAsset _{it}	1.393	1.104	1.393	1.104	1.497	1.223
Age _{it}	1.075	1.063	1.075	1.063	1.077	1.066
WTI _t	1.230	1.227	1.230	1.227	n.a.	n.a.
GDP _t	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.541	1.536
ROA _{it}	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.100	1.118
Durbin-Watson	2.142	2.149	2.086	2.071	1.918	2.024

จากตารางที่ 3 แสดงค่า VIF และ Durbin-Watson (DW) ของสมการถดถอยเชิงพหุทั้ง 6 สมการ ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลองที่ 1 ถึง 6 มีค่า VIF ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวมีค่าไม่เกิน 10 จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป (Multicollinearity) นอกจากนั้น ในการตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าความคลาดเคลื่อนของทั้ง 6 แบบจำลอง พบว่าค่า Durbin Watson (DW) มีค่าเท่ากับ 2.142, 2.149, 2.086, 2.071, 1.918 และ 2.024 ตามลำดับ โดยที่ค่า Durbin Watson (DW) ทั้ง 6 แบบจำลองนี้มีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 และ 2.5 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองที่ 1 ถึง แบบจำลองที่ 6 มีความเป็นอิสระ

ส่วนที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ แสดงผลการศึกษา ตามตารางที่ 4 ดังนี้

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ

จำนวนบริษัท: 53 บริษัท

ตัวแปร	Unstandardized Coefficient (t-statistics)					
	แบบจำลองที่ 1 (ROA)	แบบจำลองที่ 2 (ROA)	แบบจำลองที่ 3 (ROE)	แบบจำลองที่ 4 (ROE)	แบบจำลองที่ 5 (Share price)	แบบจำลองที่ 6 (Share price)
Constant	-13.218** (-3.066)	-13.537** (-3.311)	-15.838* (-2.025)	-19.594** (2.617)	-104.989** (-9.248)	-110.617** (-10.448)
LTDT _{it}	-1.279 (-0.531)	n.a.	10.231* (2.343)	n.a.	1.850 (0.272)	n.a.
DE _{it}	n.a.	-0.766* (-2.000)	n.a.	1.516* (2.161)	n.a.	-2.764* (-2.549)
YEAR _t	-0.161 (-0.539)	-0.133 (-0.451)	-0.426 (-0.788)	-0.376 (-0.697)	-2.433** (-2.615)	-2.245* (-2.443)
LnAsset _{it}	1.024** (4.120)	1.085** (4.945)	1.098* (2.435)	1.395** (3.469)	7.585** (10.428)	8.220** (12.680)
Age _{it}	-0.026 (-0.605)	-0.037 (-0.872)	-0.168* (-2.131)	-0.176* (-2.239)	-0.017 (-0.137)	-0.083 (-0.689)
WTI _t	0.057 (1.457)	0.058 (1.490)	0.121 (1.705)	0.113 (1.593)	n.a.	n.a.
GDP _t	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0.449 (-1.322)	-0.443 (-1.325)
ROA _{it}	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.008 (0.041)	-0.057 (-0.305)
N	233	233	233	233	233	233
F-statistics	4.660**	5.479**	6.860**	6.676**	28.385**	30.262**
R ²	0.093	0.108	0.131	0.128	0.430	0.445
Adjusted R ²	0.073	0.088	0.112	0.109	0.415	0.431
Std. Error	5.668	5.622	10.279	10.297	16.000	15.778

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (2-tailed) * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (2-tailed) n.a. is non-applicable.

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณของโครงสร้างเงินทุนของกิจการกับความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์ พบว่า ค่าสถิติ F Test ของแบบจำลองที่ 1 ถึง 6 มีค่าเท่ากับ 4.660, 5.479, 6.860, 6.676, 28.385 และ 30.262 ตามลำดับ โดยมีค่าระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่า ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรควบคุมในแต่ละสมการ อย่างน้อย 1 ตัวแปร สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ โดยค่าสัมประสิทธิ์

การตัดสินใจ (Adjusted R Square) ของแบบจำลองที่ 1 ถึง 6 มีค่าเท่ากับ 0.073, 0.088, 0.112, 0.109, 0.415 และ 0.431 ตามลำดับ ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในแบบจำลองที่ 1 ถึง 6 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงในตัวแปรตามได้ร้อยละ 7.31, 8.80, 11.20, 10.90, 41.50 และ 43.10 ตามลำดับ

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 นอกจากนี้ ยังพบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ อัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม (ROA) และราคาหลักทรัพย์ (Share price) ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 แต่กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 ที่กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร และยอมรับสมมติฐานที่ 2 ที่กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า ปีที่ศึกษาไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร แต่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3 และ ยอมรับสมมติฐานที่ 4 นอกจากนี้ ยังพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) รวมถึงราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 และ 6 เมื่อพิจารณาอายุกิจการพบว่า อายุกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ จึงยอมรับสมมติฐานที่ 7 แต่ปฏิเสธสมมติฐานที่ 8 สำหรับตัวแปรควบคุมอื่น ได้แก่ ราคาน้ำมันดิบ อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และความสามารถในการทำกำไร ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้วิจัยจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 9, 10 และ 11 ตามลำดับ

สรุปผลการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร และราคาหลักทรัพย์ ได้ว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 นอกจากนี้ ยังพบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ อัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม (ROA) และราคาหลักทรัพย์ (Share price) ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05 แต่กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ระดับความมีนัยสำคัญที่ 0.05

สรุปและอภิปรายผล

การศึกษานี้ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน และณรงค์นิตย์ จันทรจรัส (2564) ทั้งนี้แสดงให้เห็นว่า การที่บริษัทในอุตสาหกรรมทรัพยากร หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค มีการก่อหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้น เพื่อนำไปลงทุนในสินทรัพย์และใช้ในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นให้เพิ่มขึ้นได้ อย่างไรก็ดี การศึกษานี้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ วราลี ทองพุ่มพุกษา (2553); Abdallah & Hussein (2014); Owusu-Akomeah et al., (2022) โดยอาจเป็นผลมาจากปัจจัยด้านการแข่งขันภายในอุตสาหกรรมทรัพยากรหมวดพลังงานและสาธารณูปโภคเอง ปัจจัยด้านเศรษฐกิจ รวมถึงปัจจัยด้านการเมืองที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มดังกล่าวเป็นหลัก จึงทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมไม่ใช่ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการเปลี่ยนแปลงในราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้

เมื่อพิจารณาโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) การศึกษานี้พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สอดคล้องกับงานวิจัยของ ศรินทิพย์ อัครลาวัณย์ (2562) สาเหตุอาจเนื่องมาจากเงินกู้ยืมระยะยาวที่

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมาดพลังงานและสาธารณูปโภค กุ้ยืมมาจากภายนอกสร้างผลตอบแทนเป็นไปตามที่บริษัทคาดหวัง จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และยังพบว่าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ภูษณิศา สังเจริญ (2565); วัฒนา ศักยชีวจิต และ กอบกุล จันทรโคธิกา (2559) ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎี Pecking Order ซึ่งหมายความว่าบริษัทในหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคมีลำดับขั้นในการลงทุน โดยเฉพาะหากบริษัทมีกำไรสะสมจำนวนมาก อาจเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในเป็นอันดับแรกก่อนจะหาเงินทุนจากภายนอก เนื่องจากการหาแหล่งเงินทุนภายนอกมีต้นทุนทางการเงินสูง ดังนั้น เมื่อกิจการก่อหนี้ในระดับต่ำจึงส่งผลให้บริษัทมีผลกำไรสูงขึ้น และส่งผลให้อัตราผลตอบแทนสุทธิจากสินทรัพย์รวมสูงขึ้นด้วย สำหรับสาเหตุที่ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) แต่กลับมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อาจเนื่องมาจาก เมื่อบริษัทมีการจัดหาทุนจากแหล่งหนี้สินภายนอกเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นที่เท่าเดิม ส่งผลให้อัตราหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย ส่งผลให้อัตรากำไร (Margin ratio) เพิ่มขึ้น ในขณะที่บริษัทอาจจะมีส่วนของผู้ถือหุ้นเท่าเดิม แต่มีการลงทุนในสินทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นจากการจัดหาทุนจากแหล่งหนี้สินที่กล่าวมา ทำให้อัตราการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ (Asset turnover) ลดลง จึงทำให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น แต่อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ลดลง ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน ที่วัดด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) กับราคาหลักทรัพย์ การศึกษานี้พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหลักทรัพย์ (Share price) ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวขัดแย้งกับงานวิจัยของ อธิกา แรมวิโรจน์ (2550) สาเหตุอาจเนื่องมาจากเมื่อบริษัทจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มมากขึ้นจนทำให้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงเกินไป ความน่าจะเป็นจากการล้มละลายหรือมีปัญหาด้านการเงินก็จะเพิ่มมากขึ้น หากต้นทุนที่เกิดจากปัญหาด้านการเงินมีมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ ที่ดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาหักภาษีได้ จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง

เมื่อพิจารณาตัวแปรควบคุมพบว่า ปีที่ศึกษามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับ Arifin (2022) ที่พบว่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปตามระยะเวลาที่ศึกษา โดยผลการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หมาดพลังงานและสาธารณูปโภค มีการปรับตัวลดลงในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2564 ซึ่งเป็นช่วงเวลาในการศึกษาของงานวิจัยนี้ นอกจากนี้ ยังพบว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปิยะพร นัตถพสุ (2562); วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน และ นงศ์นิตย์ จันทรจิรัส (2564); Sukesti et al., (2021) ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนขนาดใหญ่ในกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคในประเทศไทย มีความสามารถในการจัดการสินทรัพย์รวมถึงมีความสามารถในการสร้างกำไรที่ดีกว่า จนสามารถสะท้อนในราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นได้ เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็กในอุตสาหกรรมเดียวกัน ผลการศึกษายังรายงานความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอายุกิจการกับความสามารถในการทำกำไรด้วย ซึ่งสอดคล้องกับ วัลภา จิตเมธากุล (2553) ที่พบว่าอายุกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคที่ก่อตั้งมานานกว่ามีความสามารถในการทำกำไรน้อยกว่าบริษัทที่ก่อตั้งใหม่ในช่วงเวลาที่ศึกษา

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะที่ได้รับจากการวิจัย

1. ผู้บริหารของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร หุมวตพลังงานและสาธารณูปโภค สามารถนำผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้ ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไร และราคาหลักทรัพย์ ไปวิเคราะห์และวางแผนการจัดโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับกิจการ เพื่อให้กิจการมีความแข็งแกร่งและสร้างกำไร รวมถึงสร้างผลตอบแทนหลักทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การศึกษาที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTDT) กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ดังนั้น ผู้บริหารอาจจะวางแผนกู้ยืมเงินระยะยาวจากภายนอกมาเพื่อนำไปลงทุนและสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นได้
2. นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์ ไปใช้เป็นแนวทางในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ และประกอบการตัดสินใจลงทุนให้ได้ผลตอบแทนตามต้องการ โดยผลการศึกษานี้พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) กับราคาหลักทรัพย์ ดังนั้น นักลงทุนอาจจะเลือกลงทุนในบริษัทพลังงานที่มีหนี้สินต่อทุนน้อย เพื่อให้ได้ผลตอบแทนตามต้องการ
3. สถาบันการเงินและผู้ให้กู้ สามารถใช้ข้อมูลโครงสร้างเงินทุนในการประกอบการตัดสินใจในการให้สินเชื่อแก่บริษัทในอุตสาหกรรมทรัพยากร หุมวตพลังงานและสาธารณูปโภค ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น
4. ผู้ที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรและราคาหลักทรัพย์ สามารถนำผลที่ได้จากการศึกษาไปต่อยอดงานวิจัยในอนาคต

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. สำหรับการศึกษาครั้งต่อไป ผู้ศึกษาอาจจะพิจารณาศึกษาการเป็นตัวแปรส่งผ่าน (Mediating variable) ของความสามารถในการทำกำไร ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและราคาหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นช่องว่างของการวิจัย โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis)
2. ผู้สนใจศึกษาโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรอิสระ อาจกำหนดตัวแปรโครงสร้างเงินทุนเพิ่มเติม เช่น อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-term Debt to total asset ratio) อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest coverage ratio) และอัตราส่วนหนี้สินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (Debt to EBITDA ratio)
3. เนื่องจากการศึกษานี้ไม่ได้พิจารณาหลักทรัพย์ที่เพิกถอนการจดทะเบียน (Delisting companies) ในช่วงเวลาที่ศึกษา ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษาไม่ได้สะท้อนผลกระทบที่แท้จริงของตัวแปรที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด การศึกษาครั้งต่อไปอาจพิจารณาศึกษาบริษัททั้งหมดที่อยู่ในช่วงที่ดำเนินการวิจัย
4. การศึกษานี้ใช้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม โดยในการศึกษาครั้งต่อไปอาจพิจารณาใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นตัวแปรตาม เนื่องจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เป็นผลตอบแทนจากราคาที่นักลงทุนให้ความสำคัญ
5. ในการศึกษาครั้งนี้วัดค่าตัวแปรปีที่ใช้ในการศึกษาในรูปของตัวแปรเทียม (1, 2, ..., 5) เนื่องจากข้อจำกัดในเรื่องความซ้ำซ้อนของคุณสมบัติของตัวแปรควบคุมอื่นที่มีค่าเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปีเช่นเดียวกันกับตัวแปรปีที่ศึกษา อย่างไรก็ตาม การศึกษาครั้งต่อไปควรวัดค่าตัวแปรปีที่ศึกษาแบบตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ที่มีการกำหนดค่าเป็น 0 และ 1

เอกสารอ้างอิง

- จิตรัตน์ จิตต์คำ, และ ชนิตา ยาระณะ. (2565). ความสัมพันธ์ของการวางแผนภาษีและการบริหารกำไรกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วารสารวิชาชีพบัญชี. 18(58), 29-52.
<http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap58/Full/JAP58ThiCha.pdf>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566, 18 มกราคม). ราคาหลักทรัพย์ 18 มกราคม. สืบค้นเมื่อ 5 กันยายน 2567, จาก <https://www.set.or.th/th/market/product/stock/search>
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2567, 2 สิงหาคม). ลำดับเหตุการณ์ที่สำคัญในปี 2564. สืบค้นเมื่อ 5 กันยายน 2567, จาก <https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/th/about-us/financial-institutions-developmentfund/financialinstitutionsdevelopmentfund/fidf-pdf/fidf-pdfchronology/chronologyfidf2564.pdf>
- นิธิส ตีรวินุลสิน. (2561). โครงสร้างเงินทุนที่มีความสัมพันธ์ต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ]. Dspacebu. http://dspace.bu.ac.th/bitstream/123456789/4239/3/nitis_tira.pdf
- ปิยะพร นัตปสบสุข. (2562). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ]. Dspacebu. http://dspace.bu.ac.th/jspui/bitstream/123456789/4689/3/piyaporn_nutp.pdf
- เปรมศักดิ์ วันสุวรรณ์. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไร หลักฐานจากอุตสาหกรรมสื่อและสิ่งพิมพ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ]. Dspacebu. http://dspace.bu.ac.th/bitstream/123456789/5137/1/premsak_wans.pdf
- เพ็ญวิภา บุญธรรม. (2564). ความสามารถในการทำกำไรและโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ [ภาคนิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต]. DPUTHESIS. <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Penvipa.Boon.pdf>
- ภณิดา สัจจะเดชาชัย. (2550). การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. TU Library Digital Collections. file:///C:/Users/User/Downloads/01APPROVAL_OF_INDEPENDENT_STUDY.pdf
- ภูษณิศรา ส่งเจริญ. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารรัชต์ภาคย์, 16(47), 177-188. <http://www.mbaфин-abstract.ru.ac.th/index.php/abstractData/viewIndex/12>
- วรนิษฐ์ พรพัฒน์วัฒน์. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์. [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. TU Library Digital Collections. https://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2017/TU_2017_5902030799_8035_6637.pdf

- วราลี ทองพุมพุกษา. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ]. Dspacebu. http://dspace.bu.ac.th/jspui/bitstream/123456789/573/3/waralee_tongp.pdf
- วิชชุณี วงศ์ธนสารสิน, และ นงศ์นิตย์ จันทร์จรัส. (2564). บทบาทของโครงสร้างเงินทุนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารพัฒนาการเรียนรู้สมัยใหม่, 6(1), 1-15. <https://kkbsrs.kku.ac.th/jspui/bitstream/123456789/135/1/The%20Role%20of%20Capital%20Structure%20on%20Financial%20Performance%20An%20Empirical%20Study%20of%20Listed%20Companies%20in%20the%20Stock%20Exchange%20of%20Thailand.pdf>
- วัฒนา ศักยชีวกิต, และ กอบกุล จันทรโคติกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. วารสารวิชาชีพบัญชี, 12(33), 50-63. <http://www.jap.tbs.tu.ac.th/files/Article/Jap33/Full/Jap33WatKob.pdf>
- วัลภา จิตเมธากุล. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลการปฏิบัติตามหลักการทำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. TU Library Digital Collections. https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:120251
- ศิริทิพย์ อัครลาวัณย์. (2562). ความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของหลักทรัพย์หมวดธุรกิจพาณิชย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง]. E-Theses RU. http://www.mbaфин-abstract.ru.ac.th/AbstractPdf/2562-1-2_1605162075.pdf
- ศิริรัตน์ แฉ่งรักษ์สกุล, วิลาส วิถีไพร, เกรียงจิตติ วิรัตน์, ชัดติยา ฉายาพันธุ์, ไตรรงค์ ทองหัตถา และ พัชรนันท์ เพชรเชิดชู. (2564). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET 100. วารสารสุทธิปริทัศน์, 35 (1), 175 – 193. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUsthiparithatJournal/article/view/249256/169807>
- สุภาวดี มีชัยมาดิลก. (2564). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET 100 [ภาคนิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต]. DPUTHESIS. <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Supawadee.Mach.pdf>
- สำนักนโยบายและแผนพลังงานกระทรวงพลังงาน. (2564). สถานการณ์ภาพรวมพลังงานรายเดือน 2564. [https://www.eppo.go.th/index.php/th/energyinformation/energystatus/month?orders\[publishUp\]=publishUp&issearch=1](https://www.eppo.go.th/index.php/th/energyinformation/energystatus/month?orders[publishUp]=publishUp&issearch=1)
- อพัศติ นวะสิทธิ์, และ เบญจพร โมกชะเวส. (2566). โครงสร้างเงินทุนและการบริหารสภาพคล่องกับการประเมินมูลค่าหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารวิจัยมหาวิทยาลัยเวสเทิร์น มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์, 9(1), 261 – 274. <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/WTURJ/article/view/264505/179179>
- อริกา แรมวิโรจน์. (2550). การศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของเจ้าของ (ROE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ (D/E Ratio) กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา หมวดเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร [การค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. TU Library Digital Collections. https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:177302

- อัญชลี เมืองเจริญ และ ชัยมงคล ผลแก้ว. (2563). ปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัย ปทุมธานี*, 12(1), 111-121. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/ptujournal/article/view/192645/165583>
- Abdallah, B., & Samhan, H. (2014). The Effect of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Value of Shares of Industrial Companies Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies. *Delhi Business Review*, 15, 9-25. <https://doi.org/10.51768/dbr.v15i2.152201412>
- Akib, M., Nurdin, E., Purnaman, S.M.N. & Anwar, F. (2023). Does Capital Structure, Profitability, and Dividend Policy improve Stock Prices?. *International Journal of Professional Business Review*, 8(5), 1-15. <https://openaccesssojs.com/JBReview/article/view/2395/974>
- Arifin, Z. (2022). Portrait of equity risk premium in Indonesia capital market period 1990 – 2022. *International Journal of Research in Business and Social Science* (2147- 4478), 11(7), 152–159. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v11i7.2070>
- Artikis, P. G., & Nifora, G. (2012). Capital Structure, Macroeconomic Variables & Stock Returns. Evidence from Greece. *International Advances in Economic Research*, 18(1), 87-101. <https://doi.org/10.1007/s11294-011-9334-z>
- Chadha, S., & Sharma, A. (2015). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 19, 295-302. <https://doi.org/10.1177/0972262915610852>
- Chakrabarti, A., & Chakrabarti, A. (2019). The capital structure puzzle – evidence from Indian energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 13(1), 2-23. <https://doi.org/10.1108/IJESM-03-2018-0001>
- Georgakopoulos, G., Toudas, K., Poutos, E.I., Kounadeas, T., & Tsavalias, S. (2022). Capital structure, corporate governance, equity ownership and their impact on firms' profitability and effectiveness in the energy sector. *Energies*, 15(10), 3625; <https://doi.org/10.3390/en15103625>.
- Keswani, S., Puri, V., & Jha, R. (2024). Relationship among macroeconomic factors and stock prices: cointegration approach from the Indian stock market. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 1-20. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2024.2355017>
- Keswani, S., Puri, V., & Jha, R. (2024). Relationship among macroeconomic factors and stock prices: cointegration approach from the Indian stock market. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2355017. <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2355017>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- 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(2), 187-221. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- 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. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>

- Owusu-Akomeah, M.N., Asare, J., Kumah, E.A. & Owusu Afriyie, S. (2022). Holistic Analysis of the Relationship Between Capital Structure and Stock Price of Consumer Staples. *International Journal of Finance, Insurance and Risk Management*, 13(2), 38-60. <https://ideas.repec.org/a/ers/ijfirm/v12y2022i2p38-60.html>
- Rehan, M., Karaca, S.S. & Alvi, J. (2020). Capital Structure and Financial Performance: Case Study from Pakistan Pharmaceutical Sector. *Financial Studies*, 2020(3), 66-82. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/231705/1/1745999787.pdf>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://www.jstor.org/stable/1882010>
- Welch, I. (1989). Seasoned offering, Imitation costs, and the underpricing of Initial public offerings. *Journal of Finance*, 44(2), 421-449. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1989.tb05064.x>
- Wieczorek-Kosmala, M., Blach, J., & Gorzen-Mitka, I. (2021). Does capital structure drive profitability in the energy sector? *Energies*, 14(16), 4803; <https://doi.org/10.3390/en14164803>.