

อิทธิพลของทุนทางปัญญาต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

The influence of intellectual capital efficiency on the business value of
the firm listed on the Stock Exchange of Thailand. SET100 Group

วรรณภา สมบูรณ์สุข¹ นวลปรางค์ แจบไธสง² และสมใจ บุญหมื่นไวย^{3*}

Wannapha Somboonsuk¹ Nualprang Chaepthaisong² and Somjai Boonmuenwai^{3*}

Received: January 28, 2026

Revised: March 16, 2026

Accepted: March 18, 2026

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของประสิทธิภาพทุนทางปัญญาที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากรายงานประจำปีและใช้วิธีการศึกษาข้อมูลจากงบการเงิน Annual Report ของบริษัทช่วงปี 2566 - 2567 ทุนทางปัญญาวัดด้วยแบบจำลอง Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) ประกอบด้วยทุนมนุษย์ ทุนเชิงโครงสร้าง และทุนที่ใช้ในการดำเนินงาน วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติการถดถอยพหุคูณ ผลการวิจัยพบว่า ทุนทางปัญญาโดยรวมส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะทุนมนุษย์และทุนเชิงโครงสร้างมีอิทธิพลเด่นชัด สะท้อนว่าบริษัทที่สามารถบริหารจัดการความรู้ ทักษะบุคลากร และระบบสนับสนุนองค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันและสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ ผลการวิจัยสอดคล้องกับทฤษฎีทรัพยากรเป็นฐาน (Resource-Based View) ซึ่งอธิบายว่าทรัพยากรที่มีคุณค่า หายได้ยาก และเลียนแบบได้ยาก จะนำไปสู่ความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน ผลการศึกษานี้ช่วยยืนยันความสำคัญของการลงทุนในทุนทางปัญญาในฐานะกลไกสำคัญในการเพิ่มมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย

คำสำคัญ: ทุนทางปัญญา ทุนมนุษย์ ทุนเชิงโครงสร้าง ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน มูลค่าของกิจการ

Abstract

This study aims to examine the effect of intellectual capital efficiency on firm value of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, specifically those included in the SET100 index. The study utilizes secondary data obtained from annual reports and financial statements (Annual Reports) covering the period from 2023 to 2024. Intellectual capital is measured using the Value-Added Intellectual Coefficient (VAIC) model, which consists of human capital, structural capital, and capital employed. The data are analyzed using multiple regression analysis. The results reveal that overall intellectual capital has a significant positive effect on firm value. In particular, human capital and structural capital exhibit a strong and significant influence. These findings indicate that firms capable of effectively managing knowledge, employee skills, and organizational support systems can enhance their competitiveness and create greater firm value. The findings are consistent with the Resource-Based View (RBV) theory, which suggests that valuable, rare, and difficult-to-imitate resources lead to sustainable competitive advantage. This study confirms the importance of investing in intellectual capital as a key mechanism for enhancing firm value among Thai listed companies.

¹นักศึกษาลัทธิสุตรบัณฑิตศึกษา คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

¹Students, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

²อาจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

²Lecturer, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

³ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

³Assistant Professor, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan

*Corresponding author. E-mail: somjai.bo@rmuti.ac.th

Keywords: Intellectual capital, Human capital, Structural capital, Capital efficiency, Value of the firm

บทนำ (Introduction)

ในยุคเศรษฐกิจฐานความรู้ (Knowledge-Based Economy) ปัจจัยขับเคลื่อนความสำเร็จของธุรกิจได้เปลี่ยนจากสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) ไปสู่ ทุนทางปัญญา (Intellectual Capital: IC) ซึ่งเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่สร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน ทุนทางปัญญาอันประกอบด้วย ทุนมนุษย์ (Human Capital) ทุนทางโครงสร้าง (Structural Capital) และ ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน (Capital employed efficiency) แม้จะไม่ปรากฏชัดในการเงินตามมาตรฐานบัญชีดั้งเดิม แต่เป็นกลไกสำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่ม (Value Added) และสะท้อนศักยภาพที่แท้จริงขององค์กร ซึ่งสามารถส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญให้บริษัทสามารถสร้างคุณค่าเพิ่มจากทรัพยากรที่มีอยู่ได้มากขึ้น (สุภัตรา ชูสังไขยกุลและคณะ, 2568) ทุนทางปัญญาเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลการสร้างความได้เปรียบเชิงแข่งขัน (competitive advantage) และเชื่อมโยงกับการเพิ่มประสิทธิภาพของการดำเนินธุรกิจ ตัวชี้วัดที่ถูกใช้อย่างแพร่หลายในการวัดประสิทธิภาพของทุนทางปัญญาคือ VAIC™ (Value-Added Intellectual Coefficient) ซึ่งสะท้อนถึงการใช้ทรัพยากรทางปัญญาเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ปิติพร ธรรมประศาสน์ และไพบุลย์ ผงวงศ์ (2561) โดยหลายงานวิจัยในระดับนานาชาติพบว่า ประสิทธิภาพของทุนทางปัญญามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานของบริษัท โดยบางงานวิจัยชี้ให้เห็นว่าทุนทางปัญญาช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการผ่านการเสริมสร้างผลการดำเนินงานทางการเงิน เช่น Tobin's Q, ROA, และ ROE ซึ่งเป็นตัวแทนของมูลค่าตลาดและผลตอบแทนของผู้ลงทุน (วนิชยา แสนท้าวและคณะ, 2562)

ผู้วิจัยจึงมีความสนใจศึกษาถึงอิทธิพลของทุนทางปัญญาที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยมุ่งเน้นการวัดประสิทธิภาพทุนทางปัญญาด้วยแบบจำลอง Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) และประเมินมูลค่ากิจการผ่าน Tobin's Q เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่สะท้อนบทบาทของทุนทางปัญญาอย่างเป็นรูปธรรม ผลการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อพิสูจน์ว่าทุนทางปัญญาไม่ได้เป็นเพียงแนวคิดเชิงนามธรรม หากแต่เป็นทรัพย์สินเชิงกลยุทธ์ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานทางการเงินและมูลค่ากิจการอย่างชัดเจน อีกทั้งยังช่วยเติมเต็มช่องว่างของงานวิจัยในบริบทตลาดทุนไทย และสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางเชิงนโยบายและเชิงบริหารสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน และผู้กำหนดนโยบาย ในการส่งเสริมการลงทุนและการบริหารจัดการทุนทางปัญญา รวมถึงการวางแผนพัฒนาทรัพยากรมนุษย์และนวัตกรรม เพื่อสนับสนุนการสร้างมูลค่าและการเติบโตอย่างยั่งยืนขององค์กรในระยะยาว

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาอิทธิพลของทุนทางปัญญาที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) (Modigliani & Miller, 1958) เป็นสัดส่วนการใช้เงินทุนจากเจ้าของและหนี้สิน ซึ่งเป็นการตัดสินใจทางการเงินที่มีผลต่อความเสี่ยง ต้นทุนเงินทุน และมูลค่ากิจการ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเริ่มจากแนวคิดของ (Modigliani & Miller, 1958) ที่เสนอว่าโครงสร้างเงินทุนไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการภายใต้ตลาดทุนที่สมบูรณ์ แต่ต่อมาได้ปรับปรุงโดยคำนึงถึงภาษีเงินได้นิติบุคคล ทำให้การใช้หนี้สินก่อให้เกิดประโยชน์จากภาษีและเพิ่มมูลค่ากิจการ (Modigliani & Miller, 1963) ต่อมา Trade-off Theory อธิบายว่ากิจการจะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยพิจารณาถ่วงดุลระหว่างประโยชน์จากภาษีของหนี้สินกับต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน

และต้นทุนการล้มละลาย (Kraus & Litzenberger, 1973) ขณะที่ Pecking Order Theory เชื่อว่าการมีลำดับความสำคัญในการเลือกแหล่งเงินทุน โดยใช้เงินทุนภายในก่อน หนี้สิน และการออกหุ้นใหม่เป็นลำดับสุดท้าย เนื่องจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ Agency Theory อธิบายว่าการใช้หนี้สินสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้ แต่การใช้หนี้ในระดับสูงอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งกับเจ้าหนี้ได้เช่นกัน (Jensen & Meckling, 2019) โดยสรุป การตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนในทางปฏิบัติได้รับอิทธิพลจากหลายทฤษฎีร่วมกัน ซึ่งเป็นพื้นฐานสำคัญในการศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ

ทฤษฎีทรัพยากรเป็นฐาน (Resource-Based View)

ทฤษฎีทรัพยากรเป็นฐาน (Resource-Based View) Barney (1991) เป็นกรอบแนวคิดสำคัญที่ใช้อธิบายแหล่งที่มาของความได้เปรียบทางการแข่งขันและการสร้างมูลค่ากิจการขององค์กร ซึ่งมองว่าองค์กรประกอบด้วยทรัพยากรและความสามารถที่มีความแตกต่างกัน ต่อมา Barney (1991) ได้พัฒนาแนวคิดดังกล่าวอย่างเป็นระบบ โดยเสนอว่าองค์กรจะสามารถสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืนและเพิ่มมูลค่ากิจการได้ หากองค์กรสามารถใช้ทรัพยากรที่มีคุณลักษณะตามกรอบ VRIN ได้แก่ มีคุณค่า (Valuable) หายาก (Rare) ยากต่อการลอกเลียนแบบ (Inimitable) และไม่สามารถทดแทนได้ง่าย (Non-substitutable) ภายใต้กรอบแนวคิด RBV ทรัพยากรขององค์กรไม่ได้จำกัดเฉพาะทรัพยากรที่เป็นรูปธรรม เช่น เงินทุน อาคาร หรือเทคโนโลยีเท่านั้น แต่ยังรวมถึงทรัพยากรที่ไม่มีตัวตน (Intangible resources) ซึ่งมีบทบาทสำคัญต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว อาทิ ความรู้ ความสามารถและทักษะของบุคลากร ระบบการทำงาน กระบวนการภายใน วัฒนธรรมองค์กร และความสัมพันธ์กับลูกค้าและคู่ค้า (Grant, 1996; Hall, 1992) ทรัพยากรที่ไม่มีตัวตนเหล่านี้มักเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ที่สร้างความแตกต่างให้กับองค์กรและส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่ากิจการในมุมมองของนักลงทุน นอกจากนี้ งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากสนับสนุนแนวคิด RBV ว่าในการใช้ทุนทางปัญญา ไม่ว่าจะเป็นวัดผ่านทุนมนุษย์ ทุนเชิงโครงสร้าง หรือทุนที่ใช้ในกระบวนการสร้างมูลค่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการและผลการดำเนินงานทางการเงิน (Pulic, 2004; Barney, 2001) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่สามารถใช้ทรัพยากรภายในได้อย่างมีประสิทธิภาพ ย่อมได้รับการประเมินมูลค่าสูงจากตลาดทุน ดังนั้น ทฤษฎีทรัพยากรเป็นฐานจึงเป็นกรอบทฤษฎีที่เหมาะสมในการอธิบายอิทธิพลของทุนทางปัญญาที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยช่วยอธิบายกลไกที่ทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ภายในองค์กรสามารถแปรเปลี่ยนเป็นมูลค่าเพิ่มและความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน

ทุนมนุษย์

ทุนมนุษย์เป็นการลงทุนในทรัพยากรที่สำคัญต่อการสร้างคุณค่าขององค์กร ซึ่งถือเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน โดยในมิติการบริหารจัดการ ทุนมนุษย์ทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์ที่มีคุณค่าในการสร้างมูลค่าเพิ่มและขับเคลื่อนประสิทธิภาพการดำเนินงาน เพราะทุนมนุษย์สนับสนุนการทำงานขององค์กรให้เกิดประสิทธิผลในการดำเนินงาน เป็นปัจจัยที่ช่วยส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานขององค์กรในมุมมองที่วัดจากสินทรัพย์ และส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (Butsalee & Sincharoonsak, 2020) จากการศึกษาของ Dzenopoljac and Janosevic (2016) พบว่า ทุนมนุษย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ ทั้งที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) แต่การศึกษาบางงานวิจัยพบความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามระหว่างทุนมนุษย์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on assets: ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (กิตติมา ทางนะทุและคณะ, 2565) งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากพบว่า ทุนมนุษย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร ทั้งในด้านประสิทธิภาพทางการเงิน ผลผลิตภาพแรงงาน และมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะในองค์กรที่ใช้ความรู้เป็นฐาน (knowledge-

based organizations) เช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Chen et al., 2005; Bontis et al., 2000) ในประเทศไทย หลายงานวิจัยชี้ให้เห็นว่า ทุนมนุษย์เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียน โดยตัวชี้วัดที่นิยมใช้ในการวัดทุนมนุษย์ ได้แก่ ค่าใช้จ่ายด้านบุคลากร ระดับการศึกษา ประสบการณ์ทำงาน และประสิทธิภาพของแรงงาน ซึ่งสะท้อนถึงศักยภาพของบุคลากรในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กร

จากผลวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H1: ทุนมนุษย์ (Human Capital) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

ทุนเชิงโครงสร้าง

ทุนเชิงโครงสร้าง (Structural Capital) เป็นองค์ประกอบสำคัญของทุนทางปัญญา (Intellectual Capital) ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถขององค์กรในการจัดการ สร้าง และใช้ประโยชน์จากองค์ความรู้ผ่านโครงสร้าง ระบบ และกระบวนการต่าง ๆ ภายในองค์กร โดยทุนเชิงโครงสร้างจะยังคงอยู่กับองค์กรแม้ว่าบุคลากรจะลาออกไปก็ตาม Edvinsson and Malone (1997) อธิบายว่าทุนเชิงโครงสร้างเป็นโครงสร้างพื้นฐานที่สนับสนุนให้พนักงานสามารถสร้างและถ่ายทอดความรู้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น ระบบสารสนเทศ ฐานข้อมูล นโยบาย กระบวนการทำงาน และวัฒนธรรมองค์กร ขณะที่ Stewart (1997) มองว่าทุนเชิงโครงสร้างเป็นความรู้ที่ถูกทำให้เป็นระบบและสามารถนำกลับมาใช้ซ้ำได้ ซึ่งช่วยเพิ่มความได้เปรียบในการแข่งขันให้แก่องค์กร Bontis (1998) ให้ความหมายว่าทุนเชิงโครงสร้างคือกลไกและโครงสร้างที่ช่วยให้ทุนมนุษย์สามารถสร้างมูลค่าได้อย่างเต็มศักยภาพ หากองค์กรมีบุคลากรที่มีความรู้ความสามารถสูง แต่ขาดระบบและโครงสร้างที่ดี ย่อมไม่สามารถใช้ประโยชน์จากทุนมนุษย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ งานวิจัยจำนวนมากพบว่าทุนเชิงโครงสร้างมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานขององค์กร ทั้งในด้านประสิทธิภาพทางการเงิน ความสามารถในการแข่งขัน และมูลค่ากิจการ Pulic (2000) ได้เสนอแบบจำลอง VAIC ซึ่งชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพของทุนเชิงโครงสร้างมีส่วนช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กรอย่างมีนัยสำคัญ

จากผลวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2: ทุนเชิงโครงสร้าง (Structural Capital) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ

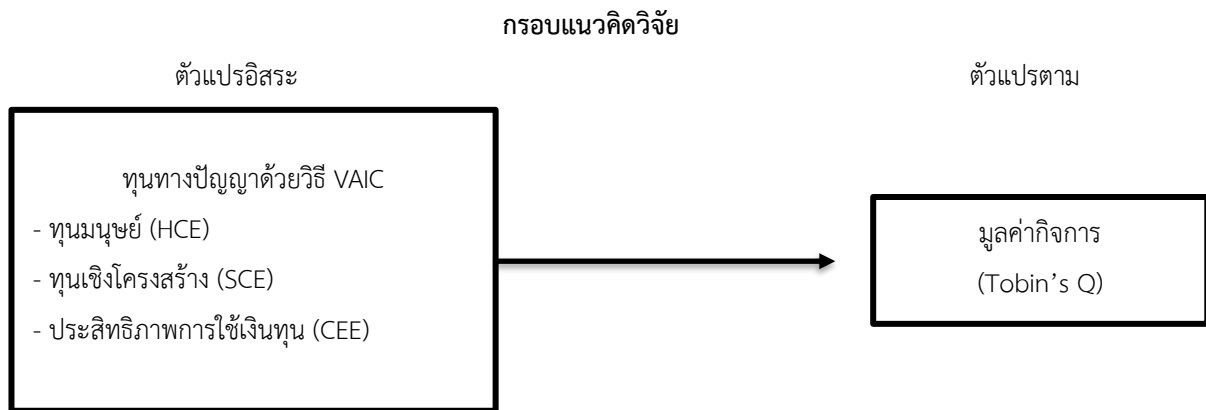
ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน

ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน (Capital Employed Efficiency) เป็นแนวคิดสำคัญทางการเงินและการบัญชีที่สะท้อนความสามารถของกิจการในการนำเงินทุนที่มีอยู่ไปใช้ให้เกิดผลตอบแทนสูงสุด โดยมักพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนที่ลงทุนกับผลการดำเนินงานหรือผลกำไรที่เกิดขึ้น แนวคิดดังกล่าวมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการตัดสินใจของผู้บริหาร นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสีย เนื่องจากประสิทธิภาพในการใช้เงินทุนส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขันและมูลค่าของกิจการในระยะยาว แนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพการใช้เงินทุนได้รับการอธิบายไว้ในทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) โดย Modigliani and Miller (1958) ซึ่งเสนอว่าการจัดสรรเงินทุนอย่างเหมาะสมจะช่วยลดต้นทุนเงินทุนและเพิ่มมูลค่ากิจการ แม้ในภายหลังจะมีการพัฒนาแนวคิดโดยคำนึงถึงภาษีและความเสี่ยง แต่สาระสำคัญยังคงชี้ให้เห็นว่า การบริหารเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพเป็นปัจจัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ในเชิงการวัด ประสิทธิภาพการใช้เงินทุนมักประเมินผ่านอัตราส่วนทางการเงิน เช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset Turnover) ซึ่งสะท้อนความสามารถของกิจการในการสร้างรายได้และกำไรจากเงินทุนที่ลงทุนไป กิจการที่มี ROA และ ROE สูงอย่างต่อเนื่อง แสดงถึงการใช้ทรัพยากรทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพและมี

ศักยภาพในการเติบโต งานวิจัยเชิงประจักษ์จำนวนมากพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงินกับผลการดำเนินงานของกิจการ เช่น งานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007) ศึกษาบริษัทในประเทศกำลังพัฒนา พบว่าบริษัทที่มีการใช้จ่ายเงินอย่างมีประสิทธิภาพจะมีผลการดำเนินงานทางการเงินที่ดีกว่าอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Vätavu (2015) ชี้ให้เห็นว่า ประสิทธิภาพในการใช้จ่ายเงินมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและเสถียรภาพทางการเงินของกิจการในระยะยาว สำหรับบริบทของประเทศไทย งานวิจัยหลายฉบับให้ผลสอดคล้องกัน โดยพบว่าประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงินมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น งานวิจัยของ ธนาพร แก้วมา (2566) ศิริวรรณ และคณะ (2562ก) พบว่า ROA และอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่าการบริหารเงินอย่างมีประสิทธิภาพช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของนักลงทุนและส่งเสริมความยั่งยืนของกิจการ

จากผลวิจัยเชิงประจักษ์ข้างต้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H3: ประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงิน (Capital employed efficiency) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ



รูปที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีการศึกษา (Methodology)

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ผสมผสานกับการวิจัยเอกสาร (Documentary Research) จากเอกสารและแหล่งข้อมูลที่มีการเผยแพร่ โดยการเก็บรวบรวมและแหล่งข้อมูลโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากรายงานประจำปี (แบบ 56-1 One Report) และงบการเงินที่ตรวจสอบแล้วของบริษัทในกลุ่ม SET100 จากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และข้อมูลเผยแพร่สำหรับนักลงทุนในเว็บไซต์ ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ระยะเวลา 2 ปี จำนวน 100 บริษัท ตั้งแต่ปี 2566-2567 รวม 200 ตัวอย่าง

การวิเคราะห์ข้อมูล

คำนวณหามูลค่าเพิ่มของทุนทางปัญญาด้วยวิธี VAIC (Value Added Intellectual Coefficient) เป็นตัววัดมูลค่า Intellectual capital ตามการวิจัยของ Saliya and Dogukanli (2022) โดยมีองค์ประกอบ คือ ทุนมนุษย์ (HCE), ทุนเชิงโครงสร้าง (SCE) และประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงิน (CEE) ซึ่ง Bradford et al. (2013) กล่าวว่า VAIC เป็นการวัดระดับทุนทางปัญญาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นตัววัดที่ดีที่สามารถบอก

ประสิทธิภาพของการสร้างมูลค่าจากสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนของบริษัทได้ ซึ่งมีวิธีการคำนวณโดยใช้ตัวแปรของ Saliya and Dogukanli (2022) โดยคำนวณ ได้ดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงการวัดค่าตัวแปรการวิจัย

ตัวแปรการวิจัย	การคำนวณ	คำอธิบายตัวแปร
(1) มูลค่าเพิ่มของกิจการ (VA)	$VA = OP + EC + DA$	OP (Operating Profit) คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท EC (Employee Costs) คือ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับพนักงานของบริษัท DA (Depreciation and Amortization) คือ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย
(2) ทุนมนุษย์ (HCE) คือ	$HCE = VA / HC$	VA (Value Added) คือ ผลรวมของมูลค่าเพิ่มของบริษัท HC (Human Capital) คือ ค่าใช้จ่ายพนักงาน
(3) ทุนเชิงโครงสร้าง (SCE) คือ	$SCE = SC / VA$	SC คือ ผลต่างระหว่างผลรวมของมูลค่าเพิ่มของบริษัทกับค่าใช้จ่ายพนักงาน ($VA - HC$) VA (Value Added) คือ ผลรวมของมูลค่าเพิ่มของบริษัท
(4) ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน (CEE) คือ	$CEE = VA / CE$	VA (Value Added) คือ ผลรวมของมูลค่าเพิ่มของบริษัท CE คือ (Book Value of Net Assets) มูลค่าราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิ
(5) มูลค่าเพิ่มของทุนทางปัญญา (VAIC) คือ	$VAIC = HCE + SCE + CEE$	(HCE) คือ ประสิทธิภาพทุนมนุษย์ (SCE) คือ ประสิทธิภาพทุนเชิงโครงสร้าง (CEE) ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน

ผลการศึกษา (Results)

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ทุนมนุษย์	-25.46	84.03	4.04	8.71
ทุนเชิงโครงสร้าง	-7.75	3.06	.55	.81
ประสิทธิภาพการใช้เงินทุน	-.31	3.95	.21	.49

จากตารางที่ 2 ผู้วิจัยพบว่า ทุนมนุษย์มีค่าเฉลี่ย 4.04 และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูง (8.71) สะท้อนถึงความแตกต่างระหว่างบริษัท ขณะที่ทุนเชิงโครงสร้างมีค่าเฉลี่ย 0.55 และมีการกระจายตัวในระดับต่ำ สำหรับประสิทธิภาพการใช้เงินทุน มีค่าเฉลี่ย 0.21 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.49 แสดงให้เห็นว่าประสิทธิภาพโดยรวมอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ

ผลดังกล่าวสอดคล้องกับกรอบแนวคิดการวิจัยที่ชี้ให้เห็นว่าความแตกต่างขององค์ประกอบทุนทางปัญญา โดยเฉพาะทุนมนุษย์ อาจส่งผลต่อความแตกต่างของมูลค่ากิจการ

ตารางที่ 3 ตารางวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Matrix)

	HCE	SCE	CEE	TOBn
HCE	1	.036	-.187**	-.119
SCE		1	.151*	-.023
CEE			1	.419**
TOBn				1

** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 3 การทดสอบหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation) ผลการศึกษาพบว่ามูลค่ากิจการ (Tobin's Q) มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงิน (CEE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($r=0.419, P<0.01$) และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ($r=0.151, P<0.05$) และ ($r=-0.187, P<0.01$)

ตารางที่ 4 ตารางแสดงการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regressions Analysis)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1(Constant)	.009	.005		1.853	.065		
HCE	-.004	.001	-.194	-2.741	.007	.781	1.280
SCE	.021	.006	.224	3.358	.001	.882	1.134
CEE	.000	.000	.497	7.348	.000	.858	1.166

** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, * นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4 ผลการทดสอบวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า

ทุนมนุษย์ (HCE) ($B=-0.004, P<0.05$) ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 H1: ทุนมนุษย์ (Human Capital) ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน

ทุนเชิงโครงสร้าง (SCE) ($B=0.021, P<0.05$) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 H2: ทุนเชิงโครงสร้าง (Structural Capital) ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน

ประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงิน (CEE) ($B=0.000, P<0.01$) ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 H3: ประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงิน (Capital employed efficiency) ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐาน

อภิปรายผล (Discussion)

ผลการวิจัยเรื่อง อิทธิพลของทุนทางปัญญาต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 พบว่า ประสิทธิภาพทุนทางปัญญาโดยรวมที่วัดด้วยแบบจำลอง VAIC มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ของ ตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากทรัพยากรที่ไม่มีตัวตนได้อย่างเป็นรูปธรรม ซึ่งสอดคล้องกับบริบทของเศรษฐกิจฐานความรู้ที่ทุนทางปัญญาเป็นแหล่งสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันที่สำคัญ โดยผลการวิจัยพบว่า ทุนมนุษย์ส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นผลการศึกษาที่แตกต่างจากสมมติฐานเชิงทฤษฎีและงานวิจัยจำนวนมากที่พบความสัมพันธ์เชิงบวก (เช่น Chen et al., 2005; Bontis et al., 2000; Butsalee & Sincharoonsak, 2020) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้ยังอธิบายได้ว่า ในบางบริษัท การลงทุนด้านบุคลากรอาจยังไม่สามารถแปลงเป็นผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจหรือมูลค่าตลาดได้ในระยะสั้น โดยเฉพาะเมื่อค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรสูง แต่ยังคงขาดระบบ โครงสร้าง หรือกลไกสนับสนุนที่เอื้อต่อการใช้ประโยชน์จากศักยภาพของบุคลากรอย่างเต็มที่

ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Firer and Williams (2003) รวมถึง กิตติมา ทางนะทุ และคณะ (2565) ที่พบว่าทุนมนุษย์อาจไม่ส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานหรือมูลค่ากิจการในบางบริษัท โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งสะท้อนว่าการมีบุคลากรที่มีคุณภาพเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอ หากองค์กรไม่สามารถบริหารจัดการความรู้และศักยภาพของบุคลากรให้สอดคล้องกับกลยุทธ์องค์กรได้อย่างมีประสิทธิภาพ ภายใต้กรอบแนวคิด Resource-Based View (RBV) จึงอาจกล่าวได้ว่า ทุนมนุษย์จะสร้างมูลค่าได้ก็ต่อเมื่อถูกใช้ร่วมกับทรัพยากรและความสามารถอื่นอย่างเหมาะสม

สำหรับทุนเชิงโครงสร้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีระบบ โครงสร้าง กระบวนการทำงาน เทคโนโลยีสารสนเทศ และนวัตกรรมที่มีประสิทธิภาพ จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการได้อย่างยั่งยืน ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดของ Pulic (2000) ซึ่งอธิบายว่าทุนเชิงโครงสร้างเป็นองค์ประกอบสำคัญของทุนทางปัญญาที่ช่วยสนับสนุนให้ทุนมนุษย์สามารถสร้างมูลค่าได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ โดยทุนเชิงโครงสร้างประกอบด้วยระบบการจัดการ ฐานข้อมูล กระบวนการภายใน วัฒนธรรมองค์กร และสิทธิบัตร ซึ่งเป็นทรัพยากรที่ยังคงอยู่กับองค์กรแม้พนักงานจะลาออกไป นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับงานศึกษาของ Chen et al., (2005) ที่พบว่าประสิทธิภาพทุนทางปัญญา โดยเฉพาะทุนเชิงโครงสร้าง มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าตลาดและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้หวั่น เนื่องจากทุนเชิงโครงสร้างช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ลดต้นทุนการดำเนินงาน และสนับสนุนการตัดสินใจของผู้บริหาร สำหรับบริบทของประเทศไทย ผลการวิจัยสอดคล้องกับงานของ วราภรณ์ และคณะ (2562) ซึ่งพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการพัฒนาระบบสารสนเทศ การควบคุมภายใน และกระบวนการทำงานที่มีประสิทธิภาพ จะส่งผลให้มูลค่ากิจการและความเชื่อมั่นของนักลงทุนเพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มีโครงสร้างองค์กรซับซ้อน อย่างไรก็ตาม บางงานวิจัย เช่น Firer and Williams (2003) พบว่าทุนเชิงโครงสร้างอาจไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการในบางประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งอาจเกิดจากความแตกต่างด้านโครงสร้างเศรษฐกิจ ระดับการใช้เทคโนโลยี และประสิทธิภาพการบริหารจัดการ ทั้งนี้ ผลการวิจัยในครั้งนี้สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่ม SET100 ของประเทศไทยมีการพัฒนาทุนเชิงโครงสร้างในระดับที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้อย่างเป็นรูปธรรม ดังนั้น อาจสรุปได้ว่า ทุนเชิงโครงสร้างเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันและมูลค่ากิจการ โดยผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการลงทุนในระบบงาน เทคโนโลยีสารสนเทศ นวัตกรรม และกระบวนการภายใน เพื่อสนับสนุนการใช้ทรัพยากรมนุษย์อย่างมีประสิทธิภาพและสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว

ส่วนประสิทธิภาพการใช้เงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่สามารถบริหารจัดการเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะสามารถสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์และเงินลงทุนได้สูง ส่งผลให้ผู้ลงทุนรับรู้ถึงศักยภาพในการสร้างกำไรและการเติบโตในอนาคต จึงเกิดการประเมินมูลค่ากิจการในระดับที่สูงขึ้น ซึ่งผลการวิจัยนี้

สอดคล้องกับแนวคิด ทฤษฎีทรัพยากรเป็นฐาน (Resource-Based Theory) ที่อธิบายว่า ทรัพยากรที่มีคุณค่าและถูกนำมาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพจะก่อให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขันอย่างยั่งยืน (ศิริวรรณ และคณะ, 2562ข) โดยเงินทุนถือเป็นทรัพยากรพื้นฐานที่มีบทบาทสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ หากผู้บริหารสามารถจัดสรรและควบคุมการใช้เงินทุนได้อย่างเหมาะสม ย่อมช่วยลดต้นทุน เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน และเพิ่มผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสอดคล้องกับแนวคิดของ Pulic (1998) ที่เสนอโมเดล VAIC ซึ่งระบุว่าประสิทธิภาพการใช้เงินทุนเป็นองค์ประกอบสำคัญที่ช่วยสะท้อนความสามารถขององค์กรในการสร้างมูลค่าเพิ่มจากทรัพยากรที่มีอยู่ หลายงานวิจัยทั้งในและต่างประเทศพบว่า CEE มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวชี้วัดมูลค่ากิจการ เช่น อัตราส่วน Tobin's Q และ Market-to-Book Value ซึ่งสนับสนุนผลการศึกษาค้นคว้าในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเฉพาะกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ การใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพสะท้อนถึงการบริหารจัดการที่ดี ความมั่นคงทางการเงิน และความสามารถในการสร้างผลตอบแทนในระยะยาว ส่งผลให้เกิดความเชื่อมั่นจากนักลงทุนและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการในตลาดทุน อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าประสิทธิภาพการใช้เงินทุนเพียงอย่างเดียวอาจไม่เพียงพอในการอธิบายมูลค่ากิจการทั้งหมด จำเป็นต้องพิจารณาพร้อมกับปัจจัยอื่น เช่น ทุนมนุษย์ ทุนเชิงโครงสร้าง และปัจจัยด้านสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ เพื่อให้การอธิบายมูลค่ากิจการมีความครอบคลุมและสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า ประสิทธิภาพการใช้เงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ ทั้งในเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ งานวิจัยส่วนใหญ่สนับสนุนแนวคิดที่ว่ากิจการซึ่งสามารถบริหารและใช้เงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะมีความสามารถในการทำกำไรและสร้างมูลค่าเพิ่มได้ดีกว่ากิจการที่มีประสิทธิภาพต่ำ ดังนั้น ประสิทธิภาพการใช้เงินทุนจึงเป็นตัวแปรสำคัญที่ควรนำมาศึกษาและวิเคราะห์ในงานวิจัยทางการเงินบัญชีและการเงิน (Ross et al., 2019) นอกจากนี้ ยังช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

สรุป (Conclusion)

การวิจัยเรื่อง อิทธิพลของประสิทธิภาพทุนทางปัญญาที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของทุนทางปัญญา ซึ่งประกอบด้วย ทุนมนุษย์ (Human Capital Efficiency: HCE) ทุนเชิงโครงสร้าง (Structural Capital Efficiency: SCE) และประสิทธิภาพการใช้เงินทุน (Capital Employed Efficiency: CEE) กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q โดยใช้ข้อมูลทุดิจิทัลจากรายงานประจำปีและงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 จำนวน 100 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2566-2567

ผลการวิจัยพบว่า ประสิทธิภาพทุนทางปัญญาทั้งสามองค์ประกอบมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยประสิทธิภาพการใช้เงินทุนมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการมากที่สุด รองลงมาคือทุนเชิงโครงสร้าง และทุนมนุษย์ ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่สามารถบริหารจัดการทรัพยากรทั้งด้านบุคลากร โครงสร้างองค์กร และเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มและได้รับการประเมินมูลค่าที่สูงขึ้นจากตลาดทุน

ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและการบริหารจัดการ

1. ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาทุนมนุษย์อย่างต่อเนื่อง เช่น การฝึกอบรม การพัฒนาทักษะ และการสร้างแรงจูงใจในการทำงาน เพื่อเพิ่มศักยภาพในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่องค์กร
2. บริษัทควรลงทุนในระบบสารสนเทศ นวัตกรรม และกระบวนการทำงานที่มีประสิทธิภาพ เพื่อเสริมสร้างทุนเชิงโครงสร้างและสนับสนุนการใช้ประโยชน์จากความรู้ของบุคลากร
3. ผู้บริหารควรบริหารจัดการเงินทุนและสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อลดต้นทุน เพิ่มผลตอบแทน และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนในระยะยาว

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

1. ควรขยายช่วงระยะเวลาการศึกษาให้ยาวขึ้น เพื่อสะท้อนผลกระทบของทุนทางปัญญาต่อมูลค่ากิจการในระยะยาว
2. อาจเพิ่มตัวแปรอื่น ๆ เช่น ทุนความสัมพันธ์ (Relational Capital) ปัจจัยด้านธรรมาภิบาล หรือปัจจัยด้านสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ เพื่อเพิ่มความครอบคลุมของแบบจำลอง
3. ควรเปรียบเทียบผลการวิจัยระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม หรือระหว่างบริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลาง เพื่อให้ได้ข้อค้นพบที่ลึกซึ้งมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง (References)

- กิตติมา ทางนะทุ, ชุตินา ศรีสวัสดิ์, และสุพัตรา อินทรักษ์. (2565). ความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการบัญชีและการจัดการ*, 14(2), 45–66.
- ธนาพร แก้วมา. (2566). ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงินกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการเงิน*, 15(2), 89–110.
- ปิติพร ธรรมประศาสน์ และไพบุลย์ ผจงวงศ์. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างทุนทางปัญญากับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 15(1), 172–193.
- วณิชยา แสนท้าว, นันทพล พงษ์ไพบูลย์, ศราวุธ แสงจันทร์, กิตติ สิริพัลลภ, จิระจิตต์ บุณนา, กิ่งกาญจน์ ภัทรธรรมมา, และวรพงษ์ จันยังยืน. (2562). ความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับมูลค่ากิจการและการสื่อสารทางธุรกิจ. *วารสารวิชาการการตลาดและการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, 6(1), 131–142.
- วรารณ ศรีสุข, สุพัตรา อินทรักษ์, และสมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์. (2562). ทุนทางปัญญากับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการบัญชีและการจัดการ*, 11(2), 1–23.
- ศิริวรรณ เสรีรัตน์, สุธีรัตน์ เสรีรัตน์, และนันท์วชิ สิริเดช. (2562ก). *การจัดการเชิงกลยุทธ์*. ธรรมสาร.
- ศิริวรรณ เสรีรัตน์, สมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์, และสุพัตรา สุขสวัสดิ์. (2562ข). ปัจจัยทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ*, 12(1), 45–67.
- สุภัตรา ชูสังไขยกุล, พัทธิรา จิรอุดมสาโรจน์, และพิชญาดา มหาสุด. (2568, พฤษภาคม). *การกำกับดูแลกิจการโครงสร้างทางการเงิน และความรับผิดชอบต่อสังคมอย่างยั่งยืนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มทรัพยากร* (เอกสารนำเสนอ). การประชุมวิชาการระดับชาติและนานาชาติ ครั้งที่ 15.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Barney, J. B. (2001). Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management research? Yes. *Academy of Management Review*, 26(1), 41–56.
- Bontis, N. (1998). Intellectual capital: An exploratory study that develops measures and models. *Management Decision*, 36(2), 63–76.
- Bontis, N., Keow, W. C. C., & Richardson, S. (2000). Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 85–100.

- Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27, 445–464.
- Butsalee, S., & Sincharoonsak, T. (2020). Intellectual capital, firm performance and firm value: Evidence from Thai listed companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 749–758.
- Chen, M. C., Cheng, S. J., & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159–176.
- Dzenopoljac, V., & Janosevic, S. (2016). Impact of intellectual capital on financial performance of Serbian companies. *Actual Problems of Economics*, 4(178), 233–242.
- Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1997). *Intellectual capital: Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower*. Harper Business.
- Firer, S., & Williams, S. M. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of Intellectual Capital*, 4(3), 348–360.
- Grant, R. M. (1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, 17(S2), 109–122.
- Hall, R. (1992). The strategic analysis of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 13(2), 135–144.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77–132). Gower.
- Kraus, A., & Litztenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- 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.
- Pulic, A. (1998). *Measuring the performance of intellectual potential in knowledge economy* [Paper presentation]. 2nd World Congress on Measuring and Managing Intellectual Capital, McMaster University, Canada.
- Pulic, A. (2000). VAIC™ – An accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5–8), 702–714.
- Pulic, A. (2004). Intellectual capital—Does it create or destroy value? *Measuring Business Excellence*, 8(1), 62–68.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.

- Saliya, A. Y., & Dogukanli, H. (2022). The Board Structure and Dividend Payout Policy: Empirical Evidence from BIST 100, Turkey. *Asian Journal of Economic Modelling*, 10(1), 43–60.
<https://doi.org/10.55493/5009.v10i1.4459>
- Stewart, T. A. (1997). *Intellectual capital: The new wealth of organizations*. Doubleday.
- Vätavu, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1314–1322.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), 40–61.