



ปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ไพลิน บังคมเนตร

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

2567

ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

ปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



ไพลิน บังคมเนตร

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา

2567

ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE FOR LISTED COMPANIES IN THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND



PAILIN BANGKOMNATE

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR MASTER DEGREE OF BUSINESS ADMINISTRATION

BURAPHA BUSINESS SCHOOL

BURAPHA UNIVERSITY

2024

COPYRIGHT OF BURAPHA UNIVERSITY

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ได้พิจารณางาน  
นิพนธ์ของ ไพลิน บังคมเนตร ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์

คณะกรรมการสอบงานนิพนธ์

อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก

.....

(ดร.วิชาดา ถนอมชาติ)

ประธาน

.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.การุณ สุขสองห้อง)

กรรมการ

.....  
(ดร.วิชาดา ถนอมชาติ)

กรรมการ

.....  
(ดร.เนตรดาว ชัยเขต)

..... คณบดีคณะบริหารธุรกิจ

(รองศาสตราจารย์ ดร. พรรณี พิมาพันธุ์ศรี)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยบูรพา อนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ของมหาวิทยาลัยบูรพา

..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

(รองศาสตราจารย์ ดร.วิทวัส แจ่มเยี่ยม)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

64920685: สาขาวิชา: -; บช.ม. (-)

คำสำคัญ: ระดับโครงสร้างเงินทุน, บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ไพลิน บังคมเนตร : ปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE FOR LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์: วิชาญดา ถนอมชาติ ปี พ.ศ. 2567.

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลแบบตัดภาคขวางยาว (Panel Data) จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 401 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2561 – 2565 และใช้วิธีทางสถิติวิเคราะห์ศึกษาความสัมพันธ์ด้วยแบบจำลอง Fixed Effect Model เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าว

ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และสินทรัพย์ที่มีตัวตนความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับระดับโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ยังพบว่า โอกาสการเติบโตของยอดขาย สภาพคล่องทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับระดับโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้มีต้นทุนของเงินที่ต่ำสุด โดยพิจารณาใช้เงินสะสมของกิจการก่อน หรือเลือกแหล่งกู้ยืมที่ก่อให้เกิดต้นทุนทางการเงินต่ำที่สุด และเพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายหลักของกิจการในการสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น นักลงทุนควรพิจารณาปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไร เพื่อประกอบการวิเคราะห์ก่อนตัดสินใจลงทุน สถาบันการเงินควรพิจารณาถึงสินทรัพย์ที่มีตัวตนที่สามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันเพื่อเป็นกาลลดความเสี่ยงในการกู้ยืม

64920685: MAJOR: -; M.B.A. (-)

KEYWORDS: capital structure companies listed on the Stock Exchange of Thailand

PAILIN BANGKOMNATE : DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE  
FOR LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. ADVISORY  
COMMITTEE: WICHYADA TANOMCHAT, Ph.D. 2024.

This study aims to investigate the factors determining the capital structure of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. A longitudinal panel data set was collected from a sample of 401 companies over the period from 2018 to 2022. The analysis employed a Fixed Effects Model to examine the relationships among the variables.

The study found that profitability and firm size are negatively correlated with capital structure. In contrast, non-debt tax shield and tangibility are positively correlated with capital structure. Additionally, growth, financial liquidity, risk, and debt service coverage ratio a negative relationship with capital structure, although this was not statistically significant. Managers should prioritize maintaining an appropriate capital structure to minimize the cost of capital by considering retained earnings before opting for external financing that incurs the lowest financial costs, aligning with the primary goal of creating shareholder wealth. Investors should consider factors related to profitability in their analysis before making investment decisions. Financial institutions should evaluate tangible assets that can be used as collateral to mitigate lending risks.

## กิตติกรรมประกาศ

งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยคามอนุเคราะห์และความเมตตาจาก ดร.วิษญาดา ถนอมชาติ ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ผู้ซึ่งเสียสละเวลาให้คำแนะนำ และความรู้ในงานนิพนธ์ และตรวจสอบแก้ไขความบกพร่อง ด้วยความเอาใจใส่อย่างยิ่ง จนทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จสมบูรณ์ลุล่วงไปด้วยดี ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา และทุกคนในครอบครัว ที่ได้เป็นกำลังใจในการศึกษาเสมอมา และขอขอบคุณบูรพาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ เจ้าหน้าที่ประจำคณะ เพื่อน ๆ ทุกคนที่คอยให้กำลังใจ ช่วยเหลือและสนับสนุนผู้วิจัยเสมอมา

คุณค่าและประโยชน์ของงานนิพนธ์ฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบเป็นกตัญญูกตเวทิตาแด่ บูพการีบูรพาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่านทั้งในอดีตและปัจจุบัน ที่ทำให้ข้าพเจ้าเป็นผู้มีการศึกษา และประสบความสำเร็จมาจนตราบนานเท่านานนี้

ไพลิน บังคมเนตร

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญ .....	ช
สารบัญตาราง .....	ฅ
สารบัญรูปภาพ .....	ฉุ
บทที่ 1 .....	1
บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
ขอบเขตการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	5
สมมติฐานงานวิจัย.....	5
บทที่ 2 .....	10
เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	10
โครงสร้างเงินทุน .....	10
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	10
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	15
สรุปผลการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง.....	23
บทที่ 3 .....	36

วิธีการดำเนินการวิจัย.....	36
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง .....	36
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	41
การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล .....	41
บทที่ 4 .....	43
ผลการศึกษา.....	43
1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น โดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	43
ตารางที่ 8 ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Analysis)	
ด้วยวิธี Pearson Correlation.....	48
3. ผลการทดสอบความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง Pooled Ordinary Least Square (OLS).....	49
4. ผลการทดสอบความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง Fixed Effect .....	49
5. ผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed Effect Regression Model .....	50
สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	54
5.1 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	54
5.2 อภิปรายผล .....	55
5.3 ข้อเสนอแนะ .....	58
บรรณานุกรม .....	60
ประวัติย่อของผู้วิจัย .....	68

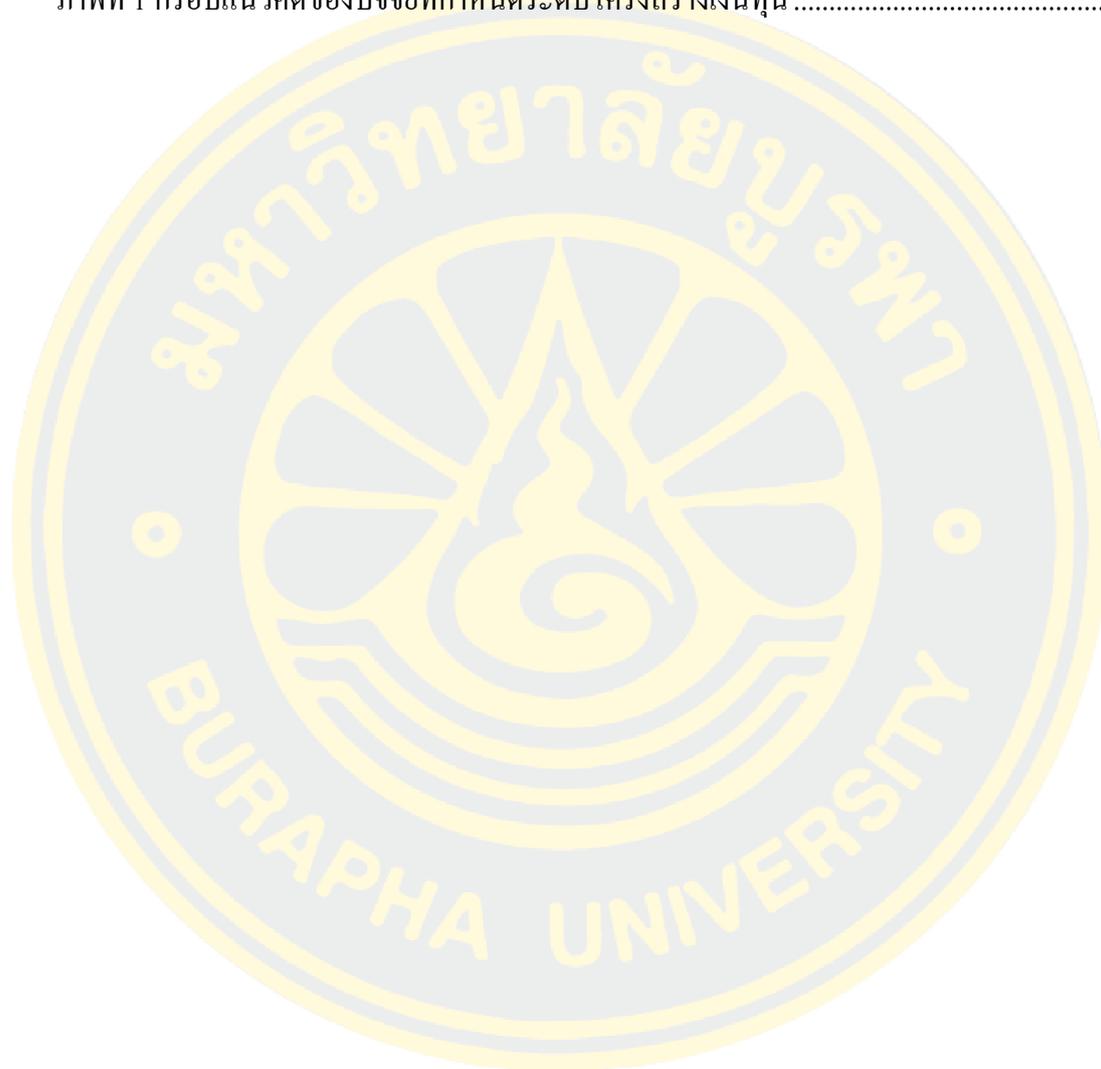
## สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1 ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับ โครงสร้างเงินทุน .....	24
ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาเกี่ยวกับทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับ โครงสร้างเงินทุน.....	29
ตารางที่ 3 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา .....	37
ตารางที่ 4 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม .....	37
ตารางที่ 5 รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา .....	39
ตารางที่ 6 ร้อยละของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม .....	44
ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น โดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) .....	45
ตารางที่ 8 ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Analysis) ด้วย วิธี Pearson Correlation .....	48
ตารางที่ 9 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed Effect Regression Model.....	50
ตารางที่ 10 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน .....	53

## สารบัญรูปภาพ

หน้า

ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน .....9



## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงปลายปี พ.ศ. 2562 ได้มีการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (Covid-19) โดยมีการเริ่มระบาดตั้งแต่เดือนธันวาคม พ.ศ. 2562 ในเมืองอู่ฮั่น ประเทศจีน และแพร่ระบาดอย่างต่อเนื่องและทวีความรุนแรงเป็นวงกว้างในหลายประเทศทั่วโลก การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลให้เศรษฐกิจของแต่ละประเทศทั่วโลกได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง เศรษฐกิจโลกในปี พ.ศ. 2563 ได้มีการหดตัวร้อยละ 6 ซึ่งปี พ.ศ. 2562 มีการขยายตัวร้อยละ 2.8 จาก International Monetary Fund (2023) ซึ่งในประเทศไทย สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2564) มีการรายงานไว้ว่า ปี พ.ศ. 2563 เศรษฐกิจในประเทศไทยมีการหดตัวถึงร้อยละ 6.2 ซึ่งปี พ.ศ. 2562 มีการขยายตัวร้อยละ 2.2 ถือเป็น การหดตัวที่รุนแรงที่สุดในรอบ 23 ปี นับตั้งแต่วิกฤติในปี พ.ศ. 2540 การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 ทำให้ผู้ประกอบการจำนวนมากได้รับผลกระทบอย่างฉับพลันจากรายได้ที่ลดลง ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการบางรายต้องประสบปัญหาทางการเงิน ไม่สามารถแบกรับภาระค่าใช้จ่ายและหนี้สินได้ จนนำไปสู่การยุติการดำเนินธุรกิจแบบถาวร หรือบางรายจำเป็นต้องมีการปรับเปลี่ยนแนวทางในการดำเนินธุรกิจให้เหมาะสมกับสถานการณ์มากยิ่งขึ้น โดยการควบคุมค่าใช้จ่าย หรือมีการลงทุนในเทคโนโลยีและนวัตกรรมต่าง ๆ เพื่อให้มีความสามารถ เพื่อที่จะตอบสนองความต้องการของลูกค้าที่มีการเปลี่ยนแปลงไป (New Normal)

โดยการประกอบกิจการต้องอาศัยเงินทุนจำนวนมากตั้งแต่ขั้นตอนเพื่อการเริ่มต้นกิจการ การขยายตัวของกิจการ รวมถึงเงินทุนที่ต้องใช้ในการดำเนินงาน ทั้งนี้กิจการสามารถจัดหาเงินทุนได้หลากหลายรูปแบบ โดยสามารถแบ่งออกเป็น 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนจากภายใน (Internal Fund) และแหล่งเงินทุนจากภายนอก (External Fund) แหล่งเงินทุนจากภายใน ได้แก่ กำไรสะสม ในขณะที่แหล่งเงินทุนจากภายนอก ได้แก่ เงินทุนจากการกู้ยืม การออกหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ออกหุ้น การจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการกู้ยืมมีข้อดี คือ กิจการสามารถใช้ดอกเบี้ยที่จ่ายนำมาเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อลดหย่อนภาระทางภาษี ทำให้ประหยัดภาษีและต้นทุนหลังภาษีของการกู้ยืมลดลง ทำให้เจ้าหนี้ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ย โดยเจ้าหนี้ไม่มีส่วนแบ่งหรือส่วนได้เสีย

เมื่อกิจการมีกำไรมาก ไม่มีสิทธิในการออกเสียงในการบริหารกิจการ ข้อเสียของการกู้ยืมเงินมาลงทุน คือ กิจการต้องนำทรัพย์สินมาค้ำประกันเงินกู้ อาจจะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการถูกยึดทรัพย์สินที่วางเป็นหลักประกันไว้เมื่อไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด หากกิจการประสบปัญหาทางการเงินจากการดำเนินงาน กิจการต้องจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา การกู้ยืมเงินจึงเป็นการเพิ่มโอกาสให้กิจการอาจตกอยู่ในสถานะการล้มละลายหรืออาจเกิดการขาดสภาพคล่องในการบริหารงาน หากกิจการมีความจำเป็นในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงิน กิจการต้องมีการกำหนดสัดส่วนที่เหมาะสมระหว่างหนี้สินกับส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากกิจการต้องนำเงินที่กู้ยืมไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าเงินที่กู้ยืมมา ในขณะที่การจัดหาแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเงินปันผลไม่สามารถเป็นค่าใช้จ่ายที่ทำให้ช่วยประหยัดภาษีได้ เพราะเป็นการจ่ายจากกำไรสุทธิหลังหักภาษี ดังนั้น สถานะทางภาษีจึงเป็นข้อดีที่ช่วยสนับสนุนให้มีการกู้ยืมเงินมาใช้ในกิจการ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลสูงการกู้ยืมเงินจะมีประโยชน์มากยิ่งขึ้น

กิจการต้องมีการกำหนดระดับ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตามการอ้างอิงกับค่าถัวเฉลี่ยของกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน กล่าวคือ กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในสัดส่วนที่มาก มักจะมีนโยบายการเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ เนื่องจากสามารถนำทรัพย์สินไปค้ำประกันในการกู้ยืมเงินได้ ในขณะที่กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องสูงมักจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนเป็นอันดับแรก โดยหากพิจารณาตามขนาดของกิจการมักจะพบว่ากิจการที่มีขนาดเล็กมีความน่าจะเป็นที่จะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ เนื่องจากแหล่งของการจัดหาเงินทุนมักจะมาจากการก่อหนี้ ซึ่งแตกต่างจากกิจการขนาดใหญ่ที่มีกระดมทุนโดยการเปิดจำหน่ายหุ้นกู้ เนื่องจากระดับ โครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมเป็นสิ่งที่สำคัญและส่งผลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ

จากความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนที่กล่าวมาข้างต้น จึงมีงานศึกษาจำนวนมากที่ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อระดับโครงสร้างเงินทุนในกิจการต่าง ๆ ทั้งในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาทิเช่น Adam and Goyal (2008) พบว่าหากกิจการมีมูลค่าตลาดของกิจการที่สูง กิจการจะมีแนวโน้มในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นมากกว่าการก่อหนี้ ถ้าหากกิจการมีอัตราการเติบโตที่สูงจะทำให้มีแนวโน้มอัตราหนี้สินของกิจการต่ำลง ขณะที่ Gitman and Zutter (2012) กล่าวว่า กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีกำไรสะสมจำนวนมากจึงทำให้ไม่มีความจำเป็นต้องก่อหนี้จำนวนมาก ถ้าหากความสามารถ

ในการทำกำไรต่ำทำให้มีกำไรสะสมน้อยจึงจำเป็นต้องใช้เงินทุนจากการก่อหนี้จำนวนมาก ขณะเดียวกัน Deesomsak, Paudyal, and Pescetto (2004) กล่าวว่า กิจกรรมที่มีสภาพคล่องและมีความต้องการที่จะใช้เงินทุนเพิ่มจะมีการเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อนเป็นอันดับแรก หากมีไม่เพียงพอจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้และออกหุ้นเพิ่มตามลำดับ เพราะฉะนั้น หากกิจกรรมที่มีสภาพคล่องสูงจะทำให้สัดส่วนหนี้สินของกิจการต่ำ และความเสี่ยงมีความสำคัญ ในโครงสร้างเงินทุน Baranoff, Papadopoulos and Sager (2007) ทฤษฎี Trade-off Theory มีแนวคิดที่ว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงหรือบริษัทที่มีความเป็นได้สูงที่จะผิคนัดชำระหนี้ไม่ควรมีหนี้สินสูง และ Grossman and Hart (1982) ได้กล่าวว่า การใช้หนี้สินเป็นกลไกที่จะทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยการก่อหนี้ที่สูงขึ้นจะทำให้มีโอกาสในการล้มละลาย ในทางตรงข้าม ยังเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการบังคับผู้บริหารให้มีการทำงานที่มีคุณภาพมากขึ้น

ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ที่อาจมีผลต่อระดับโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ตัวแปรความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ โอกาสการเติบโตของยอดขาย ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน สภาพคล่องทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความสามารถในการชำระหนี้ และสินทรัพย์ที่มีตัวตน โดยตัวแปรดังกล่าวนี้เมื่อศึกษาจากงานวิจัยของนักวิจัยในทั้งประเทศและต่างประเทศพบว่าผลการศึกษายังมีความขัดแย้งกันอยู่ในด้านของทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่อระดับโครงสร้างทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งความสัมพันธ์ของตัวแปรความเสี่ยงทางธุรกิจกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งพบงานศึกษาน้อยมากในต่างประเทศและในประเทศไทย ในขณะที่งานศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการชำระหนี้กับโครงสร้างเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศแสดงผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันในด้านทิศทางความสัมพันธ์ ขณะที่งานศึกษาของประเทศไทยเกี่ยวกับตัวแปรความสามารถในการชำระหนี้ ถูกศึกษาในเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงานและปิโตรเคมี กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และรับเหมาก่อสร้าง ซึ่งไม่ได้ศึกษาในภาพรวมของอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้วยความสำคัญของปัญหาที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสรุปมาทั้งหมด 8 ตัวแปร และเพื่อสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางในการบริหารจัดการของโครงสร้างเงินทุนของกิจการให้มีความเหมาะสมและให้ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้บริหารและองค์กร

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ขอบเขตการวิจัย

เพื่อการศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีรายละเอียดดังนี้

ประชากรในการศึกษารั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง การศึกษารั้งนี้กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 เป็นเวลา 5 ปี จากข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาความแตกต่างของตัวแปรต่าง ๆ ที่มีผลต่อการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของกิจการในอุตสาหกรรมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี บริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีรูปแบบงบการเงินแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และมีกฎเกณฑ์ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับอื่นที่บริษัทต้องปฏิบัติตาม อาจมีผลให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนได้ บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ผู้บริหารสามารถนำผลการวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการวางแผนและกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนให้มีสัดส่วนที่เหมาะสม เพื่อก่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดให้กับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท
2. เพื่อให้นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการวิเคราะห์การดำเนินงานของกิจการในด้านที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน การประเมินสถานการณ์ของกิจการและการประเมินความเสี่ยงในการตัดสินใจลงทุน
3. เพื่อให้เจ้าหน้าที่ หรือสถาบันการเงินนำผลการวิเคราะห์ไปใช้ในการประกอบการพิจารณาในการให้กู้ยืมเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## นิยามศัพท์เฉพาะ

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง เงินทุนระยะยาวของกิจการซึ่งอาจมาจาก ภายในและภายนอกของกิจการ เพื่อนำมาขยายกิจการหรือใช้ในการดำเนินงาน โดยแหล่งที่ระดม เงินทุนจะเป็นแหล่งที่ได้จากภายนอก โดยการจัดหาเงินทุนลักษณะนี้ได้จากการก่อหนี้ระยะยาว ได้แก่ เงินทุนจากการกู้ยืมระยะยาว หรือหนี้สินระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งประกอบด้วยหุ้นสามัญที่ได้มาจากการระดมเงินทุนจากภายนอกกิจการ และแหล่งระดมเงินทุน ภายใน ได้แก่ กำไรสะสม ทั้งนี้โครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยไม่รวมหนี้สินหมุนเวียน (ฝ่ายพัฒนาความรู้ ผู้ประกอบวิชาชีพ, 2564)

กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค ธุรกิจการเงิน สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand – SET) หมายถึง ตลาดทุนของประเทศไทย ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางในการซื้อขายหลักทรัพย์และให้บริการที่มีความเกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดำเนินงานภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยดำเนินงาน ได้แก่ การรับหลักทรัพย์จดทะเบียนและดูแลการเปิดเผย ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน การซื้อขายหลักทรัพย์และการกำกับดูแลและการซื้อขายหลักทรัพย์ การกำกับดูแลบริษัทสมาชิก ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และการเผยแพร่ข้อมูล และการส่งเสริมให้ความรู้แก่ผู้ลงทุน

## สมมติฐานงานวิจัย

การวิจัยฉบับนี้ศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สมมติฐานของการวิจัยมีดังนี้

- ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

$H_1$  : ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการและผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อที่ว่ากิจการมีประสิทธิภาพ ในการสร้างกำไรสูงหรือต่ำ หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงแล้วจะทำให้สามารถดึงดูด นักลงทุนให้สนใจลงทุนได้ ซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myer and Majluf (1984) แสดงให้เห็นว่ากิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อน

เป็นอันดับแรกก่อนการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เพราะการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก มีต้นทุนสูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน และการออกหุ้นทุน คือ การแสดงถึงสัญญาณในด้านลบต่อนักลงทุน ดังนั้นกิจการที่มีผลกำไรสูงควรมีระดับหนี้สินที่ต่ำ

- ขนาดของกิจการ (Firm Size)

$H_2$  : ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับ โครงสร้างเงินทุน

ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยในการกำหนดระดับ โครงสร้างเงินทุน กิจการที่มีขนาดใหญ่มีทางเลือกในการจัดหาแหล่งเงินทุน สามารถกระจายความเสี่ยงในการลงทุนได้มากกว่า กิจการที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของกิจการที่มีขนาดใหญ่มีความเสี่ยงน้อยกว่า รวมถึงมีความน่าเชื่อถือที่สามารถทำให้ก่อนนี้ได้สูงและมีต้นทุนการล้มละลายต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller ในด้านผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อนนี้

- โอกาสการเติบโตของยอดขาย (Growth)

$H_3$  : โอกาสการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์กับ โครงสร้างเงินทุน

โอกาสการเติบโตของยอดขายเป็นการเปลี่ยนแปลงของยอดขายของปีปัจจุบันเทียบกับยอดขายปีที่ผ่านมา Myer and Majluf (1984) กล่าวว่า หากกิจการที่มีอัตราการเติบโตที่สูง จะมีประสิทธิภาพในการทำกำไรในอัตราที่สูง กิจการอาจจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน หากแหล่งเงินทุนจากภายในมีไม่เพียงพอจะใช้การออกหุ้นเพิ่มเงินทุนมากกว่าการก่อนนี้ โอกาสการเติบโตของกิจการมีความสำคัญต่อเจ้าหนี้หรือส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากมูลค่ากิจการในส่วนของเจ้าของขึ้นอยู่กับกำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรที่กิจการได้รับเป็นสำคัญ โดย Adam and Goyal (2008) พบว่า หากกิจการมีมูลค่าการตลาดของกิจการสูงกิจการอาจจัดหาแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นมากกว่าการก่อนนี้ ถ้าหากกิจการมีอัตราการเติบโตที่สูงมีแนวโน้มที่อัตราหนี้สินของกิจการจะต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) ของ Baker and Wurgler (2002)

- ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield)

$H_4$  : ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์กับ โครงสร้างเงินทุน

ผลประโยชน์ทางภาษีส่งผลต่อการใช้เงินทุนจากการก่อนนี้ เนื่องจากค่าใช้จ่ายดังกล่าวสามารถช่วยลดภาษีได้ รายการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นรายการที่มีได้ชำระเป็นเงินสดจึงเป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่ปรากฏในงบการเงินของกิจการ หากกิจการที่มีผลประโยชน์

ทางภาษีที่สูงอยู่แล้วจะก่อกำเนิดจากภายนอกลดลง โดย DeAngelo and Masulis (1980) กล่าวว่า ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกจากการก่อกำเนิด คือ การเสียภาษีที่ลดลง ซึ่งกิจการจะได้ใช้ดอกเบี้ยจ่ายในการลดการเสียภาษีแล้วนั้น กิจการยังมีทางเลือกในรายการอื่นที่ทำให้ได้ผลประโยชน์ของทางด้านภาษี คือ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย กิจการที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินสูงจะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีในการก่อกำเนิดจากภายนอกต่ำลง ทำให้แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการก่อกำเนิดและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

- สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)

$H_5$  : สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

สภาพคล่องเป็นความสามารถของกิจการในนำสินทรัพย์หมุนเวียนมาชำระหนี้สินหมุนเวียน โดย Deesomsak et al. (2004) กล่าวว่า หากกิจการมีสภาพคล่องที่สูงและต้องการเงินทุนเพิ่มมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายใน คือ กำไรสะสม หากมีไม่เพียงพอจะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อกำเนิดและการออกหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Brealey, Myers and Marcus (2003) ดังนั้น หากกิจการที่มีสภาพคล่องสูงมีผลทำให้สัดส่วนหนี้สินของกิจการต่ำ

- ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Risk)

$H_6$  : ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

ความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของกิจการ สถานการณ์ความไม่แน่นอนของการดำเนินงานในอนาคตส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานของกิจการมีความไม่แน่นอนตามไปด้วย ซึ่งในแต่ละกิจการจะมีความเสี่ยงที่แตกต่างกันออกไป ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสำคัญในโครงสร้างเงินทุน จากทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อกำเนิด (Trade-off Theory) ของ Myer and Majluf (1984) มีแนวคิดที่ว่า บริษัทไม่มีอัตราส่วนหนี้สินที่เหมาะสมอยู่จริงเนื่องจากผู้ถือหุ้นรายเก่า ผู้บริหารและนักลงทุนมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน ผู้บริหารจะมีข้อมูลของกิจการมากกว่านักลงทุนภายนอกและมีความรู้ความเข้าใจในกิจการและทราบถึงความเสี่ยงทางธุรกิจมากกว่า ทำให้ผู้บริหารเลือกการจัดการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อนการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก เพราะต้นทุนในการจัดหาที่ต่ำที่สุด Titman and Wessels (1988) พบว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สิน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myer and Majluf (1984) บริษัทที่มี

ความเสี่ยงสูงหรือมีความผันผวนของรายได้สูงมีแนวโน้มที่จะล้มละลาย และทำให้มีความน่าเชื่อถือสำหรับหนี้สินต่ำ

- ความสามารถในการชำระหนี้ (Debt Service Coverage Ratio)

$H_7$  : ความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

ความสามารถในการชำระหนี้เป็นการสิ่งทีแสดงถึงกิจการมีความมั่นคงทางการเงินที่จะสามารถชำระหนี้คืนจากรายได้ที่รับมามากน้อยเพียงใด เนื่องจากภาระหนี้สินที่มีอยู่เป็นความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ หากกิจการไม่สามารถชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินอาจอาจตกอยู่ในสภาวะการล้มละลายหรืออาจเกิดการขาดสภาพคล่องในการบริหารงานจากทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า บริษัทที่มีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและมีประสิทธิภาพในการทำกำไรที่ดี ความเสี่ยงที่จะเกิดต้นทุนการล้มละลายจะอยู่ในระดับที่ต่ำ และทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ของ Myer and Majluf (1984) เสนอว่า บริษัทสามารถเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อนเพราะมีสภาพคล่องในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนต่ำ เมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ อุบลวรรณ ชุนทอง (2559) พบว่า กิจการที่มีผลกำไรจากการดำเนินงานสูงจะมีความสามารถในการชำระหนี้ ทำให้ระดับการก่อหนี้อยู่ในระดับต่ำ กิจการสามารถเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนเนื่องจากมีสภาพคล่องในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและมีต้นทุนในการจัดหาแหล่งเงินทุนต่ำ

- สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility)

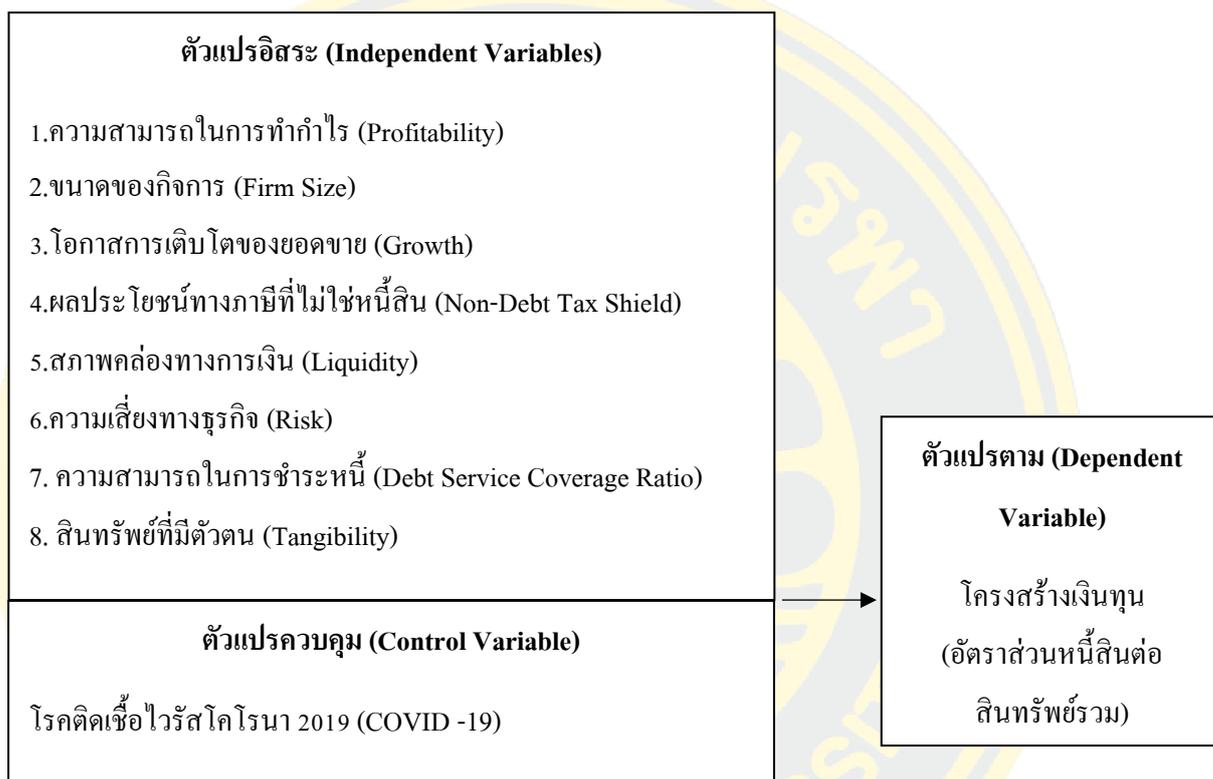
$H_8$  : สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างสินทรัพย์ ประกอบด้วย สินทรัพย์ที่มีตัวตน และสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำไปใช้เป็นหลักทรัพย์ในการค้ำประกันในการก่อหนี้ และทำให้กิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ในต้นทุนที่ต่ำ สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นสัญญาณทางบวกให้กับเจ้าหนี้ เพื่อเป็นการสร้างความน่าเชื่อถือและการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้ Laurence Booth, Varouj Aivazian, Asli Demircuc-Kunt, Vojislav Maksimovic (2001) กล่าวว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในอัตราส่วนที่สูงจะมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อน และจะใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกในสัดส่วนที่น้อยที่สุด ขณะที่ Liang, Liu, Troy and Chen (2020) กล่าวว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำไปใช้เป็น

หลักประกันในการก่อหนี้ โดยที่สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน เพราะกิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรมากจะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำ

### กรอบแนวคิดของการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้มีกรอบแนวคิด ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดของปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### โครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) คือ เงินทุนของกิจการที่ได้เกิดจากการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งในการดำเนินกิจการต้องใช้เงินทุนเพื่อการลงทุนและใช้ในการดำเนินงาน เมื่อกิจการต้องการเงินทุนต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน เช่น การกู้ยืมเงิน การออกหุ้นกู้ เป็นต้นหรือจากแหล่งเงินทุนจากเจ้าของ โดยการออกหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ เป็นต้น กิจการจะจัดหาแหล่งเงินทุนโดยขึ้นอยู่กับนโยบายทางการเงินของแต่ละกิจการ และในการกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนมักจะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไว้ ซึ่งกิจการจะมีการวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ แล้วจึงตั้งเป้าหมายว่าโครงสร้างเงินทุนควรเป็นอย่างไร (Brigham & Houston, 2004)

#### แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 1. ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน

จากแนวคิดทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) ได้ศึกษาและนำเสนอทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน 2 รูปแบบ ดังนี้

1) รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ คือ มูลค่าของบริษัทและต้นทุนของเงินทุนจะเป็นอิสระจากโครงสร้างเงินทุน โดย Modigliani and Miller มีการตั้งสมมติฐานว่าไม่มีการเสียภาษีในโลก ตลาดมีการแข่งขันอย่างไม่สมบูรณ์ และสมมติฐานต้นทุนของรายการค้าขึ้น Modigliani and Miller ยืนยันว่าบริษัทที่ไม่ต้องมีการเสียภาษีเงินได้ การเพิ่มหนี้สินเข้าในโครงสร้างเงินทุนจะทำให้ไม่สามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ ผลประโยชน์ของการก่อหนี้ที่มีต้นทุนต่ำจะถูกชดเชยโดยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น

2) รูปแบบที่มีภาษีเงินได้ คือ เมื่อหนี้สินได้ถูกเพิ่มเข้าในโครงสร้างเงินทุน มูลค่าของบริษัทจะสูงขึ้น และต้นทุนของเงินต่ำลง การเปลี่ยนแปลงในรูปแบบนี้เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายที่นำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายเมื่อมีการคำนวณภาษี

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่า บริษัท 2 บริษัท ที่มีโครงสร้างเงินทุนที่มีความแตกต่างกัน โดยบริษัทแรก คือ บริษัทที่ไม่การก่อหนี้สิน ใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด บริษัทที่สอง คือ บริษัทที่มีการก่อหนี้ ยกเว้นภาษี ไม่ว่าจะมีการก่อหนี้หรือไม่มี

การก่อหนี้มูลค่าของบริษัทจะเท่ากันทุกปี เนื่องจากการก่อหนี้ที่สูงขึ้นส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงสูง ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการผลตอบแทนที่มากขึ้น การจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัทในตลาดที่สมบูรณ์ ต่อมาปี ค.ศ. 1963 Modigliani and Miller ได้นำปัจจัยภาษีเงินได้มาพิจารณา ทำให้พบว่า การก่อหนี้ส่งผลให้ช่วยประหยัดภาษีได้ เมื่อมีการนำภาษีเข้ามาคิดมูลค่าของบริษัททำให้มีการก่อหนี้สูงจะทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงขึ้น การกู้ยืมควรนำต้นทุนของการกู้ยืมมาคำนวณด้วย ซึ่งเป็นที่มาของทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory)

## 2. ทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) ที่มีข้อสมมติฐานว่าการไม่มีภาษีและไม่มีต้นทุนการล้มละลาย ในความเป็นจริงที่มีภาษีเข้ามาเกี่ยวข้องจึงทำให้เกิดประเด็นการก่อหนี้ 2 ประการ ได้แก่

1) ดอกเบี้ยจ่ายจากการก่อหนี้สามารถนำไปหักลดหย่อนภาษีจ่ายได้

2) เมื่อกิจการไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้นได้ตามกำหนดทำให้เกิดการพัฒนาค่าคิดทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ Trade-off Theory กิจการต้องเลือกระหว่างประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้กับอัตราดอกเบี้ยจ่ายที่สูงและต้นทุนการล้มละลาย

จากผลการวิจัยที่ผ่านมา พบว่าการคัดเลือกตัวแปรที่สามารถนำมาอธิบายมีความแตกต่างกัน และใช้ทฤษฎีอธิบายปัจจัยที่มีความแตกต่างกัน การที่ตัดสินใจเลือกระหว่างประโยชน์จากการก่อหนี้กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงและต้นทุนของการล้มละลาย จึงขึ้นอยู่กับลักษณะดังนี้

### 1) สิทธิทางภาษีและการลดภาระทางภาษี

จากทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) พบว่า เมื่อกิจการมีประโยชน์ทางภาษีที่สูงกว่าค่าเสื่อมราคา กิจการจะมีการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำ เนื่องจากหากกิจการมีค่าใช้จ่ายของค่าเสื่อมราคาสูงจะทำให้กำไรจากการดำเนินงานต่ำ ซึ่งทำให้สัดส่วนภาระทางภาษีนี้น้อยลง เมื่อกิจการมีค่าเสื่อมราคาสูงไม่ต้องการมีการก่อหนี้มากเพื่อให้ได้รับผลประโยชน์ในการลดหย่อนภาษี

ผลกระทบของภาษีมีความสัมพันธ์กับความแตกต่างของการลดหย่อนภาษี จึงทำให้มีความแตกต่างของการใช้โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน จึงสามารถอธิบายผลการศึกษาและงานวิจัยที่ผ่านมาได้ดังนี้

DeAngelo and Masulis (1980) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการป้องกันภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินกับสัดส่วนการใช้หนี้สิน โดยเชื่อมโยงเข้ากับการใช้สิทธิพิเศษของภาษีจากการลงทุน ผลการศึกษาพบว่า กิจกรรมที่มีการจ่ายภาษีที่ต่างกันทำให้มีการตัดสินใจในสัดส่วนของหนี้สินต่อทุนที่มีความแตกต่างกัน และกิจกรรมที่มีการป้องกันภาษีของส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินสูงทำให้มีการใช้หนี้สินน้อยลง

## 2) การล้มละลายทางการเงิน

ความผันผวนของรายได้ที่น้อยทำให้เกิดต้นทุนจากการล้มละลายต่ำลง ต้นทุนจากการล้มละลายที่สูงขึ้นทำให้มูลค่าของส่วนหนี้สินลดต่ำลง จึงทำให้เกิดประโยชน์ที่จะได้รับลดลงตามไปด้วย (Titman & Wessels, 1988)

## 3) โครงสร้างเงินทุนของกิจการ

ตามทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) Modigliani and Miller (1958) ที่คำนึงถึงต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดจากการก่อหนี้ สามารถอธิบายเกี่ยวกับโครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการ และการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ดังนี้

กิจการจะมีการคาดการณ์สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายที่แตกต่างกัน หากกิจการใดมีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในสัดส่วนที่สูงและมีกำไรก่อนภาษีเงินได้สูง ทำให้มีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายสูง ส่วนกิจการที่มีกำไรจากการดำเนินงานต่ำประกอบด้วยลักษณะของกิจการมีความเสี่ยงสูง ประกอบด้วยโครงสร้างสินทรัพย์ส่วนมากของกิจการเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน กิจการลักษณะนี้ต้องจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นกิจการควรมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในสัดส่วนที่เหมาะสมไว้ต่ำ

เมื่อพิจารณาในลักษณะของอุตสาหกรรม พบว่ากิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีสูงๆ มักจะมีการก่อหนี้ต่ำ และในขณะที่อุตสาหกรรมประเภทสาธารณูปโภค อุตสาหกรรมที่ใช้เงินทุนสูง อุตสาหกรรมเหมืองแร่ และกิจการค้าปลีกจะมีการก่อหนี้ได้มาก เนื่องจากสินทรัพย์ส่วนมากเป็นสินทรัพย์ที่มีตัวตนทำให้สามารถนำไปใช้เป็นหลักทรัพย์ในการค้ำประกันจากการก่อหนี้ได้

## 3. ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory)

ตามทฤษฎีการจับจังหวะตลาดในการจัดหาเงินทุนระบุว่าควรมีการจัดหาเงินทุนเมื่อหุ้นมีราคาที่สูงมากกว่าการออกตราสารหนี้ และซื้อคืนเมื่อราคาหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด โดยโครงสร้าง

เงินทุนได้ถูกกำหนดโดยผลสะสมของการจับจังหวะของในอดีต กิจกรรมที่มีการออกหุ้นเพื่อเพิ่มทุนจะสามารถช่วยในการแก้ปัญหาของการไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยจะมีการประกาศให้นักลงทุนได้ทราบถึงข้อมูลหลังจากที่บริษัทจัดหาเงินทุน โดยการจำหน่ายหุ้นในการเพิ่มทุนและจะทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการเป็นไปตามราคาที่เหมาะสม กิจการยังสามารถรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ทำให้กิจการไม่ต้องมีการก่อหนี้เพิ่ม หากความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนมีความไม่เหมาะสมมีความสำคัญที่น้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนในการจัดหาเงินทุน ผลการศึกษา คือ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการเกิดจากการจับจังหวะตลาดในการเสนอขายหุ้น ทำให้ผลสะสมของการจับจังหวะตลาดในการจัดหาเงินทุนในอดีตเป็นปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ (Baker & Wurgler, 2002) ในขณะที่ Graham and Harvey (2001) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนโดยใช้ทฤษฎีการจับจังหวะตลาดในการจัดหาเงินทุน ผลการศึกษาพบว่า ผู้บริหารยอมรับว่ากิจการที่มีการจำหน่ายหุ้นเพื่อเพิ่มทุนและซื้อคืนหุ้นขึ้นอยู่กับราคาหุ้นว่ามูลค่าสูงหรือต่ำเกินไป ทำให้เป็นปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจ ซึ่งมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hovakimian, Opler and Titman (2001) นั่นคือ เมื่อมูลค่าหุ้นของกิจการมีมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีของกิจการมีผลทำให้กิจการตัดสินใจออกหุ้นเพิ่มเพื่อเพิ่มทุนมากกว่าได้ถอนตราสารหนี้และซื้อหุ้นคืน

#### 4. แนวคิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)

กิจการที่มีโครงสร้างของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นที่มีความห่างกันมากทำให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) มีข้อสมมติฐานว่านักลงทุนมีข้อมูลเหมือนกับผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของกิจการในอนาคต เรียกว่า Symmetric Information แต่ความจริงผู้บริหารจะมีข้อมูลข่าวสารที่ดีกว่านักลงทุน เรียกว่า Asymmetric Information ซึ่งเป็นการที่นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารจากกิจการไม่ชัดเจนจึงทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่นักลงทุนได้รับ ซึ่งมีความแตกต่างจากผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในกิจการที่จะได้รับข้อมูลข่าวสารที่ถูกต้องกว่า จากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นจะทำให้นักลงทุนรายใหม่อาจจะได้รับผลกระทบจากการไม่ทราบข้อเท็จจริงของกิจการ

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนทำให้เกิดมุมมองที่มีต่อกิจการ และแนวคิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทำให้นำไปสู่การพัฒนาทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ซึ่งมีแนวคิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

(Asymmetric Information) เป็นพื้นฐาน เพราะจากการที่ผู้บริหารของกิจการเป็นผู้เข้าถึงข้อมูลข่าวสารของกิจการได้ดี ทำให้มีโอกาสในการเติบโตของกิจการและมีความสามารถทำอะไรได้ดีกว่าบุคคลภายนอกกิจการที่ไม่ได้รับข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นหากกิจการมีความต้องการที่จะระดมเงินทุนจากแหล่งภายนอก กิจการจึงมีความจำเป็นต้องพิจารณาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อนเป็นอันดับแรก หากการระดมเงินทุนจากแหล่งภายในมีไม่เพียงพอผู้บริหารกิจการต้องอาศัยการระดมเงินทุนจากแหล่งภายนอก โดยมีการพิจารณาการจัดหาเงินทุนจากแหล่งที่มีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าการจัดหาเงินจากการก่อหนี้ จึงจะพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากการออกตราสารทุน ตามลำดับ

#### 5. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

Brealey et al. (2003) ได้นำเสนอ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของศาสตราจารย์ Gordon Donaldson (1961) ของมหาวิทยาลัยฮาร์วาร์ด ซึ่งได้ทำการศึกษเกี่ยวกับกำหนัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และได้นำเสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยกล่าวว่า บริษัทมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในมากกว่าเงินทุนจากแหล่งภายนอก โดยเมื่อจำเป็นที่จะต้องใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอก บริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำก่อน โดยเริ่มจากการก่อหนี้ การออกหลักทรัพย์แบบไฮบริด และการออกหุ้นสามัญเป็นลำดับสุดท้ายที่จะนำมาพิจารณา ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นได้อธิบายถึงสาเหตุที่บริษัทซึ่งมีผลการดำเนินงานกำไรมักจะเลือกใช้สัดส่วนหนี้สินที่ต่ำ มักจะไม่เกิดจากบริษัทที่มีเป้าหมายสัดส่วนหนี้สินต่ำ เนื่องจากบริษัทไม่ได้ต้องการเงินทุนจากแหล่งภายนอกมากกว่า ในขณะที่บริษัทที่มีผลการดำเนินงานกำไรที่น้อยจะมีการก่อหนี้ที่สูง เพราะเงินทุนจากแหล่งภายในมีไม่เพียงพอ และการก่อหนี้มีต้นทุนที่ต่ำสุด เมื่อเปรียบเทียบกับเงินทุนประเภทอื่น ๆ

Myers and Majluf (1984) ได้อธิบายถึงปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยเน้นย้ำว่าการที่นักลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทไม่เท่ากับผู้บริหารของบริษัท ทำให้การออกหุ้นในการเพิ่มทุนเป็นการส่งสัญญาณว่าหุ้นของบริษัทมีราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง จึงส่งผลให้นักลงทุนให้มูลค่ากับหุ้นที่ออกมาใหม่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพื่อเป็นการแก้ปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล บริษัทจึงควรจัดลำดับขั้นในการจัดหาแหล่งเงินทุน ดังนั้น บริษัทจะมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในจากกำไรสะสมก่อน แล้วจึงออกหุ้นกู้ หรือหุ้นกู้แปลงสภาพ และการออกหุ้นสามัญ ซึ่งบริษัทจะทำเป็นอันดับสุดท้าย

## 6. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

จากทฤษฎีของ Modigliani and Miller มีข้อสมมติฐาน คือ นักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลเท่าเทียมกันหรือมีความสมมาตรกันของข้อมูลข่าวสาร ในทางปฏิบัติผู้บริหารจะได้รับข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนภายนอก ซึ่งเป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งส่งผลให้เกิดผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยพิจารณาเป็น 2 กรณี กรณีแรกเมื่อผู้บริหารทราบว่าในอนาคตกิจการมีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงและกิจการต้องจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในโครงการ ผู้บริหารต้องหลีกเลี่ยงการออกหุ้นสามัญแต่จะมีการใช้การก่อหนี้แทน เนื่องจากไม่ต้องการให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่เข้ามารับผลประโยชน์จากโครงการที่ให้ผลตอบแทนที่สูง หากกิจการมีแนวโน้มที่ดีที่สามารถทำให้ได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ทำให้เป็นที่คาดหวังได้อย่างแน่นอนว่าในอนาคตจะได้รับผลตอบแทนที่ดี จึงเป็นการส่งสัญญาณที่ดีกับนักลงทุน ทำให้หุ้นมีราคาสูงขึ้น

กรณีที่สอง เมื่อผู้บริหารทราบว่าคู่แข่งชั้นมีการปรับปรุงสินค้าซึ่งทำให้กิจการต้องลงทุนในการปรับปรุงเทคโนโลยีในการผลิตเพื่อให้สินค้ามีคุณภาพเพื่อที่จะสามารถต่อสู้กับคู่แข่งชั้นได้ เพื่อให้ได้ยอดขายเท่าเดิม กิจการจะมีค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนลดลง ผู้บริหารจะตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน โดยการออกหุ้นสามัญเพื่อที่จะได้ผู้ลงทุนรายใหม่เพื่อเข้ามากระจายความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ทำให้เป็นสัญญาณไม่ดีกับนักลงทุน ทำให้มูลค่าหุ้นลดต่ำลง

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 1. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการและผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการในช่วงระยะเวลาหนึ่ง เพื่อดูว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการสร้างกำไรสูงหรือต่ำ หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงแล้วจะทำให้สามารถดึงดูดนักลงทุนให้สนใจลงทุนได้ เนื่องจากการลงทุนคือต้องมีผลกำไรในระดับที่สูง ซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ของ Brealey et al. (2003) ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อนเป็นอันดับแรกก่อนการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เพราะการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกมีต้นทุนสูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน และการออกหุ้นคือการแสดงถึงสัญญาณในด้านลบต่อนักลงทุน ดังนั้นกิจการที่มี

ผลกำไรสูงควรมีระดับหนี้สินที่ต่ำ ทำให้แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับการก่อหนี้

กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงทำให้มีกำไรสะสมมาก จึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้มาก (Gitman & Zutter, 2012) ถ้าความสามารถในการทำกำไรต่ำทำให้มีกำไรสะสมน้อย จึงจำเป็นต้องก่อหนี้มาก (Rajan & Zingales, 1995)

จากการศึกษาของ Fama and French (2002) และ King Mazur (2007) กล่าวว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน โดยบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรในสัดส่วนที่สูง ไม่มีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอก เนื่องจากบริษัทที่มีกำไรสูงจะใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อน คือ กำไรสะสม หากเงินทุนจากแหล่งภายในมีไม่เพียงพอต่อการลงทุนบริษัทจึงจะใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอก ลูอิติร์ตัน เกียรติไกรสิน (2564) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงที่เกิดวิกฤตโควิด-19 ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรในช่วงก่อนการระบาดของโควิด-19 และในช่วงที่เกิดการระบาดของโควิด-19 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (กัลยาณี กิตติจิตต์, วรณิ ชลนภาสถิต, สุชาดา สดาวรรณศรี, และชญญ์รัศม์ วศวรรณวัฒน์, 2559; จิราภรณ์ ก่อแก้ว, 2562; ดวงรัตน์ โสภิตวจนะ, 2552; บวรวิษ สายชลพิทักษ์, 2554; ศิริรัตน์ แจ็งรักษ์สกุล, 2564; ศศิธร เนื่องจำนงค์, 2556; สุภา คงทอง, 2556; อศนัย ฐูรวดีกุล, 2552; Chen, 2004; Raja Zekri Ben Hamouda, Nessrine Hamzaoui & Faouzi Jilani., 2023; Siti Salimah Hussain & Hassan Miras, 2015; Syahida binti Kamil & Mohd Fitri bin Mansor, 2014; Laura Serghiescua & Viorela-Ligia Văidean, 2014; Leary & Roberts, 2005; Mongkol Kamolchaisakkal, 2008; Moradi & Paulet, 2019; Ntoug, Huarte & Puime, 2016; Long Hoang Pham & Milan Hrdý, 2023; Vlora Prenaj, Iliriana Miftari & Besnik Krasnigi, 2023; Pooja Rastogi & Pradeep Narwal, 2014)

ผลการศึกษาดังกล่าว ได้รับการสนับสนุน โดย Ntogwa Bundala (2012) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรมีสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน

ในขณะที่งานศึกษาในประเทศไทยของ ศิริประภา จันทะนันท์ (2562) ซึ่งทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความสามารถในการทำกำไร ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

## 2. ขนาดของกิจการ (Firm Size)

ขนาดของกิจการเป็นลักษณะที่บอกขนาดใหญ่หรือขนาดของกิจการ กิจการที่มีขนาดใหญ่ มีทางเลือกในการจัดหาแหล่งเงินทุนได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของกิจการที่มีขนาดใหญ่มีน้อยกว่าซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) ในด้านผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ และงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995) ที่กล่าวว่า กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจที่สูง โดยการจัดการแหล่งเงินทุนของกิจการขนาดเล็กมักจะมาจากการก่อหนี้จากสถาบันการเงินเป็นส่วนใหญ่ เมื่อเทียบกับกิจการที่มีขนาดใหญ่ซึ่งโดยภาพรวมมักจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจที่ต่ำกว่า เนื่องจากการจัดหาแหล่งเงินทุนมักจะมาจากการเปิดจำหน่ายหุ้นกู้ ส่งผลให้ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Gonenc, 2002; Deesomsak et al., 2004) โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่สามารถจะก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก (กัลยาณี กิตติจิตต์ และคนอื่น ๆ, 2559; ดวงรัตน์ ไสภิตวจนะ, 2552; บวรวิษ สายชลพิทักษ์, 2554; รุจิรา ชินสุข, 2553; ศิริรัตน์ แจ่มรัมย์สกุล, 2564; ศศิธร เนื่องจำนงค์, 2556; สุภา คงทอง, 2556; สุริยนต์ จิตราภรณ์, 2553; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Baral, 2004; Raja Zekri Ben Hamouda et al., 2023; Syahida binti Kamil & Mohd Fitri bin Manso, 2014; Laura Serghiescua & Viorela-Ligia Văidean, 2014; Mongkol Kamolchaisakkal, 2008; Moradi & Paulet, 2019; Ntoug et al., 2016; Pooja Rastogi and Pradeep Narwal, 2014)

ผลการศึกษาของ King Mazur (2007) กล่าวว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีปัญหาเรื่องต้นทุนจากการออกหุ้นมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ทำให้บริษัทที่มีขนาดเล็กมักจะกู้ยืมเงินมากกว่าการออกหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Ntogwa Bundala, 2012; Siti Salimah Hussain & Hassan Miras, 2015; Leary & Roberts, 2005; Liang, Liu, et al., 2020; Long Hoang Pham & Milan Hrdý, 2023; Vlora Prenajet al., 2023)

ศิริประภา จันทะนันท์ (2562) ได้ทำการศึกษา ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ขนาดของธุรกิจ ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

จิรภัทร ประทีปสว่างวงศ์ (2563) ได้ทำการศึกษา ปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มธุรกิจ SME ในช่วงที่ไวรัสโควิด-19 กำลังระบาด ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มธุรกิจ SME ในช่วงที่ไวรัสโควิด - 19 กำลังระบาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ จำนวนพนักงาน ขนาดของธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าสินทรัพย์ถาวร โดยไม่มีปัจจัยใดที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากเมื่อมีการเกิดการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด - 19 ผู้ประกอบการมีค่าใช้จ่ายเพิ่มสูงขึ้นซึ่งสวนทางกับรายได้ของกิจการที่ลดลง ขณะที่กิจการที่มีขนาดเล็กและขนาดกลางที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่สามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในได้แล้ว ส่งผลให้กิจการมีความจำเป็นที่ต้องกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกสูงขึ้น ทำให้มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นเช่นกัน

### 3. โอกาสการเติบโตของยอดขาย (Growth)

หากกิจการที่มีอัตราการเติบโตที่สูงจะมีประสิทธิภาพในการทำกำไรในอัตราที่สูง กิจการอาจจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน หากแหล่งเงินทุนจากภายในมีไม่เพียงพอจะใช้การออกหุ้นเพิ่มเงินทุนมากกว่าการก่อหนี้ โอกาสการเติบโตของยอดขายมีความสำคัญกับเจ้าหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากมูลค่าของกิจการในส่วนของผู้ถือหุ้นขึ้นอยู่กับกำไรจากการดำเนินงานหรือกำไร และนักลงทุนให้ความสนใจ คือกำไรของกิจการที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเป็นสิ่งที่บ่งบอกความสำเร็จในการบริหารหรือการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ

Adam and Goyal (2008) พบว่า หากกิจการมีมูลค่าการตลาดของกิจการสูงกิจการอาจจัดหาแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นมากกว่าการก่อหนี้ ถ้าหากกิจการมีอัตราการเติบโตที่สูงมีแนวโน้มที่อัตราหนี้สินของกิจการจะต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) ของ Hovakimian, Opler and Titman (2001)

Jensen and Meckling (1976) พบว่า โอกาสในการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (กัลยาณี กิตติจิตต์ และคนอื่น ๆ, 2559; ศิริรัตน์ แจ่มรักษ์สกุล, 2564; สุภา คงทอง, 2556; สุรียนต์ จิตราภรณ์, 2553; Gonenc, 2002; Baral, 2004; Siti Salimah Hussain & Hassan Miras, 2015; Syahida binti Kamil & Mohd Fitri bin Mansor, 2014)

Deesomsak et al. (2004) ซึ่งกล่าวว่า โอกาสการเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตที่สูงมักจะก่อหนี้ต่ำเนื่องจากไม่ต้องการ

มีความเกี่ยวข้องกับเจ้าหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Raja Zekri Ben Hamouda et al., 2023; Moradi & Paulet, 2019; Ntoun et al., 2016; Pooja Rastogi and Pradeep Narwal, 2014)

ในขณะที่งานศึกษาในประเทศไทย โดย บวชวิช สายชลพิทักษ์ (2554) ซึ่งได้ทำการศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โอกาสการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (ศศิธร เนื่องจำนงค์, 2556; ศิริประภา จันทะนันท์, 2562)

#### 4. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield)

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินเป็นค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่สามารถนำมาประหยัดภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นรายการที่ไม่ใช่ชำระเป็นเงินสด จากทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ได้กล่าวว่า รายการลดภาษีทำให้ส่งผลต่อการใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สิน เนื่องจากค่าใช้จ่ายดังกล่าวสามารถช่วยลดภาษีได้ ดังนั้น รายการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นรายการที่ไม่ได้ชำระเป็นเงินสด ทำให้เป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่ปรากฏในงบการเงินของกิจการ ถ้ากิจการที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่สูงจะก่อหนี้จากภายนอกต่ำลงผลประโยชน์ทางภาษีมักมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการก่อหนี้

DeAngelo and Masulis (1980) ค้นพบว่า ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกจากการก่อหนี้ คือ การเสียภาษีที่ลดลง ซึ่งกิจการจะได้ใช้ดอกเบี้ยจ่ายในการลดการเสียภาษีแล้วนั้น กิจการยังมีทางเลือกในรายการอื่นที่ทำให้ได้ผลประโยชน์ของทางด้านภาษี คือ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายกิจการที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินสูง จะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีในการก่อหนี้จากภายนอกต่ำลง ทำให้แสดงถึงว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Deesomsak et al. (2004) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีรายการที่ช่วยลดหย่อนภาษีของส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินสูงมักจะมียกระดับการก่อหนี้ที่น้อยลง และถ้าหากบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำมักจะทำให้มีต้นทุนของส่วนทุนสูง บริษัทจึงมีการเลือกก่อหนี้ในระดับที่เพิ่มขึ้น และเมื่อราคาตลาดของหุ้นสูงขึ้นและมีราคาสูงกว่าราคาตามบัญชี บริษัทจะเลือกใช้วิธีการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยการเพิ่มทุนมากกว่าการก่อหนี้

ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวขัดแย้งกับงานศึกษาของ Ntoun et al. (2016) ซึ่งพบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Moradi and Paulet (2019)

ในขณะที่งานศึกษาในประเทศไทยของ ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556) พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มทรัพยากร พบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

##### 5. สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)

สภาพคล่องเป็นความสามารถของกิจการในการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์หมุนเวียนให้เป็นเงินสดเพื่อที่จะนำไปชำระหนี้สินหมุนเวียน โดยการพิจารณาว่ากิจการมีความสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนให้เป็นเงินสดได้มากน้อยเพียงใด ถ้ากิจการมีปัญหาสภาพคล่องในการเปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนให้เป็นเงินสด กิจการจะสามารถชำระหนี้เพื่อที่จะรักษาสภาพคล่องได้หรือไม่ ในการวิเคราะห์สภาพคล่องของกิจการจะมีการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างรายการสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ขนาดและลักษณะของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน มูลค่าสินทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันของเจ้าหนี้หรือส่วนของผู้ถือหุ้น

Deesomsak et al. (2004) กล่าวว่า หากกิจการมีสภาพคล่องที่สูงและต้องการเงินทุนเพิ่ม มักจะใช้เงินทุนจากแหล่งภายใน คือ กำไรสะสม หากไม่เพียงพอจะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ และออกหุ้นซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ของ Modigliani and Miller (1958) ดังนั้น หากกิจการที่มีสภาพคล่องสูงมีผลทำให้สัดส่วนหนี้สินของกิจการต่ำ

Laura Serghiescua and Viorela-Ligia Văidean (2014) กล่าวว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Siti Salimah Hussain & Hassan Miras, 2015; Tian, Li, Li, & Bodla, 2015) กล่าวว่า บริษัทที่มีขนาดเล็กส่วนมากในประเทศมาเลเซียจะมีเงินทุนจากแหล่งภายในไม่มากพอทำให้ต้องมีการระดมเงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้น และบริษัทที่มีขนาดใหญ่ระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า (กัลยาณี กิตติจิตต์ และคนอื่น ๆ, 2559; จิราภรณ์ ก่อแก้ว, 2562; ศิริรัตน์ แจ่มรักษ์สกุล, 2564; ศิริประภา จันทะนันท์, 2562; สุภา คงทอง, 2556; อัสนัย ชูรวดีกุล, 2552; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Ntogwa Bundala, 2012; Nafa Noor Hailla & Farah Margaretha Leon, 2022; Long Hoang Pham & Milan Hrdý, 2023; Vlora Prenaj et al., 2023)

บวรวิช สายชลพิทักษ์ (2554) กล่าวว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ อัตราส่วนหนี้สิน หากบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงจะไม่มีจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกถ้าบริษัทที่มีสภาพคล่องที่ไม่ดีจะมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอก บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงจะมีอัตราส่วนหนี้สินต่ำ

Epong and Anom (2019) กล่าวว่า สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากสภาพคล่องสูงทำให้เห็นว่าบริษัทมีกระแสเงินสดหรือมีแหล่งเงินทุนภายในสูงอยู่แล้ว เงินทุนภายในที่สูงและเพียงพอสามารถนำไปใช้ในการดำเนินงานของบริษัท เพื่อลดการใช้หนี้ แสดงให้เห็นถึงความสามารถของบริษัทในการปฏิบัติตามภาระผูกพันระยะสั้น สภาพคล่องของบริษัทที่สูงหมายความว่าบริษัทสามารถชำระหนี้ระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระโดยไม่ต้องใช้แหล่งเงินทุนระยะยาว

#### 6. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Risk)

ความเสี่ยงมีความสำคัญในโครงสร้างเงินทุน (Baranoff et al., 2007) ทฤษฎี Trade-off Theory มีแนวคิดว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจหรือบริษัทที่มีความเป็นได้สูงที่จะคิดนัดชำระหนี้ไม่ควรมีหนี้สินสูง Titman and Wessels (1988) ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน งานวิจัยอื่นแสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงทางธุรกิจและโครงสร้างเงินทุนเป็นลบ บริษัทมีหนี้สินลดลงพร้อมกับความเสี่ยงทางธุรกิจที่เพิ่มขึ้น (Abor & Biekpe, 2009; Al-Najjar & Taylor, 2008; Chung, 1993; Eldomiaty, 2007; Heshmati, 2001; Low & Chen, 2004; Sheikh & Wang, 2011) ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเสี่ยงทางธุรกิจและโครงสร้างเงินทุนอาจเกิดจากบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมักจะหลีกเลี่ยงการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกและจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในแทนเพื่อป้องกันการล้มละลาย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Juliantika and Dewi (2016) บริษัทที่มีระดับความเสี่ยงสูงจะใช้หนี้สินน้อยลง (Hailla & Leon, 2022; Prenaj Miftari & Krasnigi, 2023)

Ali, Rangone and Farooq (2002) กล่าวว่า บริษัทข้ามชาติสามารถลดความเสี่ยงทางธุรกิจผ่านทางความหลากหลายของหลักทรัพย์ระหว่างประเทศและคาดหวังจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ความเสี่ยงทางธุรกิจซึ่งมีผลบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (ชนิศามณีนริตนรุ่งโรจน์, 2559; Kumar, Colombage & Rao, 2017; Mongkol Kamolchaisakkal, 2008)

นอกจากนี้ Omran and Pointon (2009) สรุปได้ว่า บริษัทที่มีเสี่ยงมากจะมีหนี้สินระยะยาวมาก Ezeoha (2011) แสดงว่าความเสี่ยงทางธุรกิจไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ

## 7. ความสามารถในการชำระหนี้ (Debt Service Coverage Ratio)

ความสามารถในการชำระหนี้เป็นสิ่งที่แสดงถึงว่ากิจการมีความมั่นคงทางการเงิน สามารถที่จะชำระหนี้คืนจากรายได้ที่ได้รับมา เนื่องจากภาระของหนี้สินที่มีอยู่เป็นความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ หากกิจการไม่สามารถชำระให้กับเจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินอาจจะทำให้เกิดการฟ้องร้องและกิจการจะมีสถานะล้มละลายได้

Grossman and Hart (1982) ได้กล่าวว่า การใช้หนี้สินเป็นกลไกที่จะทำให้การบริหาร มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยการก่อหนี้ที่สูงขึ้นจะทำให้มีโอกาสนในการล้มละลาย ในทางตรงข้าม ยังเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการบังคับผู้บริหารให้มีการทำงานที่มีคุณภาพเช่นกัน สามารถสรุปได้ว่า ปัจจัย ของความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) ซึ่งกิจการต้องเลือกระหว่างผลประโยชน์ของหนี้สินกับต้นทุนของการล้มละลาย

แม้ว่าในปัจจุบันจะมีการศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับอิทธิพลของความสามารถ ในการชำระหนี้ต่อระดับ โครงสร้างเงินทุนในอุตสาหกรรมพลังงานและปิโตรเคมี และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และรับเหมาก่อสร้าง แต่ยังขาดแคลนการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว ในภาพรวมของทุกอุตสาหกรรม

ดวงรัตน์ ไชยกิจวนะ (2552) ได้ทำการศึกษา ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จดทะเบียนในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความสามารถ ในการชำระหนี้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับ งานวิจัยของ (อุบลวรรณ ขุนทองม 2559; ธาวิรัตน์ พลรักษ์, 2561)

Anindita and Ahindra (2018) กล่าวว่า ความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากความสามารถ ในการชำระหนี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท กลุ่มตัวอย่าง

ในขณะที่ สุริยนต์ จิตราภรณ์ (2553) ได้ทำการศึกษา ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้าง เงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และรับเหมาก่อสร้าง ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยอัตราส่วนที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน พบว่า ความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทที่มี การก่อหนี้สูงทำให้มีการชำระคืนของหนี้ที่สูงขึ้น

## 8. สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility)

โครงสร้างสินทรัพย์ ประกอบด้วย สินทรัพย์ที่มีตัวตน และสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินก่อนนี้ และทำให้กิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินในต้นทุนที่ต่ำ สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นสัญญาณทางบวกให้กับเจ้าหนี้ เพื่อเป็นการสร้างความน่าเชื่อถือและการเข้าถึงตลาดตราสารหนี้

Laurence Booth et al. (2001) กล่าวว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในอัตราส่วนที่สูงจะมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อน และจะใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกในสัดส่วนที่น้อยที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Gonenc, 2002; Leary & Roberts, 2005; Laura Serghiescua , Viorela-Ligia Văidean, 2014)

Liang et al. (2020) กล่าวว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืม โดยที่สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน เพราะกิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรมากจะมีต้นทุนในการกู้ยืมที่ต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (สุภา กงทอง, 2556; Ntogwa Bundala, 2012; Raja Zekri Ben Hamouda et al., 2023; Mongkol Kamolchaisakkal, 2008; Moradi & Paulet, 2019; Rajan & Zingales, 1995)

## สรุปผลการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมที่ศึกษาปัจจัยระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน พบว่า ปัจจัยระหว่างตัวแปรมีทั้งในทิศทางเดียวกัน ทิศทางตรงกันข้าม และไม่มีความสัมพันธ์ ดังตารางที่ 1 ทั้งนี้สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

ตารางที่ 1 ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน

ผู้วิจัย (ปีที่พิมพ์)	ความสามารถในการทำกำไร	ขนาดของกิจการ	โอกาสการเติบโตของยอดขาย	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ใหม่ใช้หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน	ความเสี่ยงทางธุรกิจ	ความสามารถในการชำระหนี้	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
Rajan, and Zingales (1995)								+
Jensen and Meckling (1976)			+					
DeAngelo and Masulis (1980)				-				
Grossman and Hart (1982)							+	
Myer & Majluf (1984)	-							
Titman and Wessels (1988)						-		
Chung (1993)						-		
Laurence Booth et al. (2001)								-
Heshmati (2001)						-		
Ali et al. (2002)						+		
Fama and French (2002)	-							
Gonenc (2002)		+	+					-
Brealey, Myers and Marcus (2003)	-							

ตารางที่ 1 ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ผู้วิจัย (ปีที่พิมพ์)	ความสามารถในการทำกำไร	ขนาดของกิจการ	โอกาสการเติบโตของยอดขาย	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช้หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน	ความเสี่ยงทางธุรกิจ	ความสามารถในการชำระหนี้	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
Baral (2004)		+	+					
Chen (2004)	-							
Deesomsak et al. (2004)		+	-	-				
Low and Chen (2004)						-		
Leary and Roberts (2005)	-	-						-
Eldomiati (2007)						-		
King Mazur (2007)	-	-						
Al-Najjar, and Taylor (2008)						-		
Mongkol Kamolchaisakkul (2008)	-	+				+		+
Abor and Biekpe (2009)						-		
Omran and Pointon (2009)						*		
Ezeoha (2011)						*		
Sheikh and Wang (2011)						-		

ตารางที่ 1 ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ผู้วิจัย (ปีที่พิมพ์)	ความสามารถในการทำกำไร	ขนาดของกิจการ	โอกาสการเติบโตของยอดขาย	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช้หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน	ความเสี่ยงทางธุรกิจ	ความสามารถในการชำระหนี้	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
Bundala (2012)	+	-			-			+
Kamil and Mansor (2014)	-	+	+					
Laura Serghiescu, Viorela-Ligia Văidean (2014)	-	+			-			-
Rastogi and Narwal (2014)	-	+	-					
Siti Salimah Hussain & Hassan Miras (2015)	-	-	+		-			
Tian et al. (2015)					-			
Juliantika and Dewi (2016)						-		
Ntoug et al. (2016)	-	+	-	+				
Kumar, Colombage and Rao (2017)						+		
Anindita and Ahindra (2018)							-	
Epong and Anom (2019)					-			
Moradi and Paulet (2019)	-	+	-	+				+
Liang et al. (2020)		-						+

ตารางที่ 1 ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ผู้วิจัย (ปีที่พิมพ์)	ความสามารถในการทำกำไร	ขนาดของกิจการ	โอกาสการเติบโตของยอดขาย	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน	ความเสี่ยงทางธุรกิจ	ความสามารถในการชำระหนี้	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
Nafa Noor Hailla and Farah Margaretha Leon (2022)					-			
Raja Zekri Ben Hamouda et al. (2023)	-	+	-					+
Long Hoang Pham and Milan Hrdý (2023)	-	-			-			
Vlora Prenaj et al. (2023)	-	-			-			
ดวงรัตน์ โสภิตาจนะ (2552)	-	+			-		-	
อศินัย นุรวาทิกุล (2552)	-				-			
อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552)		+			-			
รุจิรา ชินสุข (2553)		+						
สุริยนต์ จิตรากัญช์ (2553)		+	+				+	
บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2554)	-	+	*		+			
ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556)	-	+	*	*				
สุภา คงทอง (2556)	-	+	+		-			+
กัลยาณี กิตติจิตต์ และคนอื่น ๆ (2559).	-	+	+		-			

ตารางที่ 1 ทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ผู้วิจัย (ปีที่พิมพ์)	ความสามารถในการทำกำไร	ขนาดของกิจการ	โอกาสการเติบโตของยอดขาย	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน	ความเสี่ยงทางธุรกิจ	ความสามารถในการชำระหนี้	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
ชนิตา มณีรัตนรุ่งโรจน์ (2559)						+		
ธำวีรัตน์ พลรักษ์ (2561)								
จิราภรณ์ ก่อแก้ว (2562)	-				-		-	
ศิริประภา อินทะนันท์ (2562)	*	*	*		-			
ศิริรัตน์ แฉิงรักษ์สกุล (2564)	-	+	+		-			-

+ หมายถึง มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน

- หมายถึง มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน

\* หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาเกี่ยวกับทิศทางการความสัมพัทธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปร	ความสัมพัทธ์ทิศทางการเดียวกัน	ความสัมพัทธ์ทิศทางการตรงกันข้ามกับ	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน
	โครงสร้างเงินทุน	โครงสร้างเงินทุน	
ความสามารถในการทำกำไร	Bundala (2012)	Myer & Majluf (1984), Fama and French (2002), Brealey, Myers and Marcus (2003), Chen (2004), Leary and Roberts (2005), King Mazur (2007), Mongkol Kamolchaisakkul (2008), Kamil and Mansor (2014), Laura Serghiescua, Viorela-Ligia Văidean (2014), Rastogi and Narwal (2014), Siti Salimah Hussain & Hassan Miras (2015), Ntoug et al. (2016), Moradi and Paulet (2019), Raja Zekri Ben Hamouda et al. (2023),	ศิริประภา จันทะนันท์ (2562)

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาเกี่ยวกับทิศทางความสัมพัทธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพัทธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน	ความสัมพัทธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน
ความสามารถในการทำกำไร	โครงสร้างเงินทุน	โครงสร้างเงินทุน Long Hoang Pham and Milan Hrdý (2023), Viora Prenaj et al. (2023), ดวงรัตน์ โศภิตวาจนะ (2552), อศินัย สุรวดีกุล (2552), บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2554), ศศิธร เนื่องจ้านงค์ (2556), สุภา คงทอง (2556), กัญญาณิ กิตติจิตต์ และคณะอื่น ๆ (2559), จิราภรณ์ ก่อแก้ว (2562) และศิริรัตน์ แจ่มรัักษ์สกุล (2564)	
ขนาดของกิจการ	โครงสร้างเงินทุน	โครงสร้างเงินทุน	ศิริประภา จันทะนันท์ (2562)

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาเกี่ยวกับทิศทางความสัมพัทธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพัทธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน	ความสัมพัทธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน
ขนาดของกิจการ	<p>โครงสร้างเงินทุน</p> <p>Rastogi and Narwal (2014), Ntoung et al. (2016), Moradi and Paulet (2019), Raja Zekri Ben Hamouda et al. (2023), ดวงรัตน์ ไศกิตวานะ (2552), อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552), รุจิรา ชินสุข (2553), สุริยนต์ จิตราภรณ์ (2553), บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2554), ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556), สุภา คงทอง (2556) และภัลลยาณี กิตติจิตต์ และคนอื่นๆ (2559)</p>	<p>โครงสร้างเงินทุน</p> <p>Long Hoang Pham and Milan Hrdý (2023) และ Vlora Prenaj et al. (2023)</p>	

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาค้นคว้าเกี่ยวกับทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน	ความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน
โอกาสการเติบโตของยอดขาย	Jensen and Meckling (1976), Gonenc (2002), Baral (2004), Kamil and Mansor (2014), Siti Salimah Hussain & Hassan Miras (2015), สุริยนต์ จิตราภรณ์ (2553), สุภา คงทอง (2556), กัลยาณี กิตติจิตต์ และคณะอื่น ๆ (2559) และศิริรัตน์ แจ็งรัมย์สกุล (2564)	Deesomsak et al. (2004), Rastogi and Narwal (2014), Ntoung et al. (2016), Moradi and Paulet (2019), Raja Zekri Ben Hamouda et al. (2023),	บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2554), ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556) และศิริประภา จันทะนันท์ (2562)
สภาพคล่องทางการเงิน	บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2554)	Bundala (2012), Laura Serghiescua, Viorela-Ligia Văidean (2014), Siti Salimah Hussain & Hassan Miras (2015), Tian et al. (2015),	

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาเกี่ยวกับทิศทางความสัมพัทธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพัทธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน	ความสัมพัทธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	
สภาพคล่องทางการเงิน	โครงสร้างเงินทุน	Epong and Anom (2019) , Nafa Noor Haila and Farah Margaretha Leon (2022) , Long Hoang Pham and Milan Hrdý (2023) , Vlora Prenaj et.al. (2023) , อิศนีย์ สุรวาทกุล (2552) , อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) , สุภา คงทอง (2556) , กัญญาณี กิตติจิตต์ และคนอื่น ๆ (2559) , จิราภรณ์ ก่อแก้ว (2562) , ศิริประภา จันทะนันท์ (2562) และศิริรัตน์ แจ้งรักษ์สกุล (2564)		
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน	Ntoug et al. (2016) และ Moradi and Paulet (2019)	DeAngelo and Masulis (1980) และ Deesomsak et al. (2004)	ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556)	

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาศึกษาเกี่ยวกับทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน	ความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน
ความเสียหายทางธุรกิจ	Ali et al. (2002), Mongkol Kamolchaisakul (2008), Kumar, Colombage and Rao (2017) และ สนิศา มณีรัตน์รุ่งโรจน์ (2559)	Titman and Wessels (1988), Chung (1993), Heshmati (2001), Low and Chen (2004), Eldomiati (2007), Al-Najjar, and Taylor (2008), Abor and Biekpe (2009), Sheikh and Wang (2011), Julianika and Dewi (2016)	Omran and Pointon (2009) และ Ezeoha (2011)
ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้	Grossman and Hart (1982) และ สุริยนต์ จิตราภินนท์ (2553)	Anindita and Ahindra (2018), ดวงรัตน์ โศภิตวานะ (2552) และ ชิริรัตน์ พลรัักษ์ (2561)	

ตารางที่ 2 สรุปภาพรวมงานศึกษาเกี่ยวกับทิศทางความสัมพัทธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่อระดับโครงสร้างเงินทุน (ต่อ)

ตัวแปร	ความสัมพัทธ์ทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน	ความสัมพัทธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน	ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน
สินทรัพย์ที่มีตัวตน	<p>โครงสร้างเงินทุน</p> <p>Rajan, and Zingales (1995), Mongkol Kamolchaisakul (2008), Bundala (2012), Moradi and Paulet (2019), Liang et al. (2020), Raja Zekri Ben Hamouda et al. (2023) และสุภา คงทอง (2556)</p>	<p>โครงสร้างเงินทุน</p> <p>Laurence Booth et al. (2001), Gonenc (2002), Leary and Roberts (2005), Laura Serghiescu, Viorela-Ligia Văidean (2014) และศิริตัน แจ็งรักษ์สกุล (2564)</p>	

### บทที่ 3

#### วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาเรื่อง ปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีรายละเอียดวิธีการวิจัย ดังนี้

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลเก็บรวบรวมเป็นรายปี โดยอ้างอิงแหล่งข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool) ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูล 5 ปีย้อนหลัง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 โดยไม่รวมบริษัทที่มีลักษณะดังต่อไปนี้

1. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี
2. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีรูปแบบงบการเงินแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และมีกฎเกณฑ์ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับอื่นที่บริษัทต้องปฏิบัติตาม อาจมีผลให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนได้
3. บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน
4. บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

เมื่อตรวจสอบบริษัทที่เข้าเงื่อนไขพบว่ามียุทธศาสตร์ที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 401 บริษัท  
 ตารางที่ 3 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา

	จำนวนบริษัท
จำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	638
<b>หัก</b> บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี	89
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	70
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ กองทุนทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	61
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	3
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน	14
<b>รวมทั้งสิ้น</b>	<b>401</b>

ที่มา : จากการคำนวณโดยผู้วิจัย

ตารางที่ 4 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	48
สินค้าอุปโภคบริโภค	54
สินค้าอุตสาหกรรม	32
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	89
ทรัพยากร	96
บริการ	60
เทคโนโลยี	22
<b>รวมทั้งสิ้น</b>	<b>401</b>

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2566)

### ตัวแบบจำลองและการวัดค่า

$$DA_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{k=1}^N \gamma_k FF_{k,i,t} + \epsilon_{i,t}$$

โดยกำหนดให้

$DA_{i,t}$  คือ โครงสร้างเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม)

$N$  คือ จำนวนของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

$FF_{k,i,t}$  คือ ปัจจัยเฉพาะของบริษัทที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน

$\epsilon_{i,t}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย 8 ตัวแปร ดังนี้

PROF คือ ความสามารถในการทำกำไร

SIZE คือ ขนาดของกิจการ

GROWTH คือ โอกาสการเติบโตของยอดขาย

NDS คือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

LIQ คือ สภาพคล่องทางการเงิน

RISK คือ ความเสี่ยงทางธุรกิจ

DSCR คือ ความสามารถในการชำระหนี้

TANG คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตน

ตัวแปรควบคุม

COVID คือ โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019

### ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นข้อมูลแบบตัดภาคขวางทางยาว (Panel Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายปี ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 เป็นเวลา 5 ปี จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool) ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์

และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีรูปแบบของงบการเงินแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และมีกฎเกณฑ์ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับอื่นที่บริษัทต้องปฏิบัติตาม อาจมีผลให้การวิจัยเบี่ยงเบนได้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

1. ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ อัตราส่วนที่แสดงถึงโครงสร้างเงินทุน ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Total debt to total asset ratio : DA)

2. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ อัตราส่วนที่แสดงถึงปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มี 8 ตัวแปร ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ โอกาสการเติบโตของยอดขาย ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน สภาพคล่องทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความสามารถในการชำระหนี้ และสินทรัพย์ที่มีตัวตน

3. ตัวแปรควบคุม (Control Variables) คือ โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน มีรายละเอียดเกี่ยวกับตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	รหัส	การวัดค่า
โครงสร้างเงินทุน อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)	DA	หนี้สินรวม สินทรัพย์รวม (Ali et al., 2022)
ความสามารถในการทำกำไร อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA)	PROF	กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี สินทรัพย์รวม (Sheikin and Wang, 2011)
ขนาดของกิจการ (Firm Size)	SIZE	ค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชี (Ali et al., 2022)

ตารางที่ 5 รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

ตัวแปร	รหัส	การวัดค่า
โอกาสการเติบโตของยอดขาย อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sale Growth Rate)	GROWTH	<u>ยอดขายปีปัจจุบัน – ยอดขายปีก่อน</u> ยอดขายปีก่อน (Mansourinia , Emamgholopour ,Rekabdarkolaei and Hozoori, 2013)
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่ หนี้สิน	NDTS	<u>ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย</u> สินทรัพย์รวม (Deitiana and Anggraini, 2014)
สภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratios)	LIQ	<u>สินทรัพย์หมุนเวียน</u> หนี้สินหมุนเวียน (Ali, Ramgonr and Farooq, 2022)
ความเสี่ยงทางธุรกิจ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin)	RISK	<u>กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี</u> ยอดขาย (Susilo, Sulastri and Isnurhadi, 2018)
ความสามารถในการชำระหนี้ อัตราส่วนความสามารถใน การจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio)	DSCR	<u>กำไรก่อนต้นทุนทางการเงิน ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคาและค่าตัด</u> <u>จำหน่าย</u> ดอกเบี้ยจ่าย+หนี้สินระยะยาวที่กำหนดชำระใน 1 ปี (จิราวัฒน์ แสงป่า, 2559)
สินทรัพย์ที่มีตัวตน	TANG	<u>สินทรัพย์ถาวร</u> สินทรัพย์รวม (ณัฐญาดา คงสกุล, 2560)
โรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019	COVID	เป็นตัวแปรหุ่น แทนค่าด้วย 0 และ 1 โดยแทนค่า 0 หมายถึงช่วงเวลาที่ไม่มีเกิดโรคติดเชื้อไวรัส โคโรนา 2019 และแทนค่า 1 หมายถึง ช่วงที่เวลา ที่เกิดโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 คัดแปลงจาก งานวิจัยของ อัสวเทพ อากาศวิภาต และ บุญญานุช ชีวาเกียรติยิ่งยง (2566)

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นข้อมูลแบบตัดภาคขวางทางยาว (Panel Data) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายปี ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 เป็นเวลา 5 ปี จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool) ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ที่เปิดเผยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีรูปแบบงบการเงินแตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และมีกฎเกณฑ์ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับอื่นที่บริษัทต้องปฏิบัติตาม อาจมีผลให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนได้ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน

## การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

เมื่อผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลเรียบร้อยแล้ว จะนำข้อมูลมาประมวลและวิเคราะห์ข้อมูล โดยมีการใช้สถิติดังต่อไปนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้ในการสรุปลักษณะพื้นฐานของข้อมูลแต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) เพื่อแสดงถึงภาพรวมทั่วไปของข้อมูล และลักษณะการแจกแจงค่าทางสถิติเบื้องต้น

2. สถิติเชิงอนุมาน (inferential Statistic) ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้ ใช้ข้อมูลแบบตัดภาคขวางทางยาว (Panel Data) เป็นข้อมูลที่ผสมผสานระหว่างข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section data) กับข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series data) ประกอบด้วยข้อมูลอนุกรมเวลาของแต่ละหน่วยของข้อมูลภาคตัดขวาง แต่เก็บหลาย ๆ ช่วงเวลา ทั้งนี้ข้อมูลภาคตัดขวางที่ประกอบไปด้วยหน่วยที่ต้องการวิเคราะห์นั้นจะไม่เปลี่ยนแปลง แต่จะเป็นหน่วยเดิมที่ต้องเก็บข้อมูลซ้ำในแต่ละช่วงเวลา การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data สามารถเลือกใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Fixed Effect Model และ Random Effect Model

Fixed Effect Model (FEM) เป็นการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลา และสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และ Fixed Effect Model (FEM) เป็นตัวแบบที่กำหนดว่ามีปัจจัยที่ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ของหน่วยวิเคราะห์แตกต่างกัน ซึ่งเป็นปัจจัยที่ไม่สามารถสังเกตเห็นได้ ( $a_{it}$ ) (Unobserved Factors) ที่กำหนดการผันแปรของตัวแปรตาม การวิเคราะห์การถดถอยแบบคงที่มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบช่วงเวลามากกว่า แต่ถ้าข้อมูลปัจจัยด้านเวลาไม่ผลกับตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ การวิเคราะห์แบบสุ่มจะเป็นกระบวนการที่เหมาะสมกว่า (ฐิติษฐ์ สวโรจน์กิจเตโช, 2558)

Random Effect Model (REM) เป็นการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และ Random Effect Model (REM) เป็นตัวแบบที่มีสมมติฐานเดียวกับ Fixed Effect Model (FEM) ทุกประการ ยกเว้นสมมติฐานที่เพิ่มขึ้นมาในตัวแบบ Random Effect Model (REM) คือ ปัจจัยที่ไม่สามารถสังเกตเห็นได้ ( $a_{it}$ ) ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวอื่น ๆ

การทดสอบวิธี Hausman Test เพื่อพิจารณาในการเลือกระหว่าง Fixed Effect Model และ Random Effect Model ตัวทดสอบได้กำหนดสมมติฐาน ดังนี้

$H_0$  : Unobserved Effect,  $a_{it}$ , ข้อมูลที่เก็บมาสำรวจแต่ไม่ได้นำมาวิเคราะห์ ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรใดๆ ในทุกช่วงเวลา (เลือก REM)

$H_1$  : Unobserved Effect,  $a_{it}$ , ข้อมูลที่เก็บมาสำรวจแต่ไม่ได้นำมาวิเคราะห์ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งหรือมากกว่าในสมการ (เลือก FEM)

ในการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับผลการทดสอบ Hausman Test ซึ่งเป็นการทดสอบว่า Unobserved Effect,  $a_{it}$  และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันหรือไม่ หากสรุปได้ว่า Unobserved Effect และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กัน จะใช้แบบจำลอง Fixed Effect เนื่องจาก Random Effect จะมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ในทางตรงข้ามหากตัวแปรทั้งสองไม่สัมพันธ์กัน จะใช้แบบจำลอง Random Effect แทน

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 โดยเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 401 บริษัท จำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ได้ทำการทดสอบด้วยวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแบบที่เหมาะสมด้วย Hausman test เพื่อวิเคราะห์ถึงความเหมาะสมของการนำไปใช้ หากพบว่าการทดสอบว่า Unobserved Effect,  $a_{it}$  และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันหรือไม่ หากสรุปได้ว่า Unobserved Effect และตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันจะใช้แบบจำลอง Fixed Effect เนื่องจาก Random Effect จะมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ในทางตรงข้ามหากตัวแปรทั้งสองไม่สัมพันธ์กัน จะใช้แบบจำลอง Random Effect แทน เนื่องจากจะได้ผลการวิเคราะห์ที่เหมาะสมที่สุดโดยใช้ตัวแบบจำลองตามแนวทางการศึกษาของ Deesomsak et al. (2004) เพื่อทดสอบหาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
2. ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Analysis) ด้วยวิธี Pearson Correlation
3. ผลการทดสอบความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง Pooled Ordinary Least Square (OLS)
4. ผลการทดสอบความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง Fixed effect
5. ผลการศึกษาค่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed effect regression model

#### 1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งออกตามกลุ่มอุตสาหกรรม จำนวนบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบ 5 ปี กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน เนื่องจากมีรูปแบบงบการเงินแตกต่างจาก

กลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปและมีกฎเกณฑ์ข้อบังคับของหน่วยงานกำกับอื่นที่บริษัทต้องปฏิบัติตาม อาจมีผลให้การวิจัยเบี่ยงเบนได้ จากการคัดเลือกจึงได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 401 บริษัท จำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล เป็นข้อมูลรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 แบ่งประเภท กลุ่มอุตสาหกรรมเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 48 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 11.97 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค จำนวน 22 คิดเป็นร้อยละ 5.49 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม จำนวน 60 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14.96 กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร จำนวน 54 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 13.47 กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จำนวน 96 คิดเป็น ร้อยละ 23.94 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จำนวน 32 คิดเป็นร้อยละ 7.48 และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 89 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 22.19 ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ร้อยละของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	
	บริษัท	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	48	11.97
สินค้าอุปโภคบริโภค	54	13.47
สินค้าอุตสาหกรรม	32	7.48
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	89	22.19
ทรัพยากร	96	23.94
บริการ	60	14.96
เทคโนโลยี	22	5.49
รวมทั้งสิ้น	401	100

ที่มา : จากการคำนวณโดยผู้วิจัย

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้จากการคัดเลือกเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 401 บริษัท ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวตาม ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาของทุกตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation :SD) ค่าต่ำสุด (Min) และค่าสูงสุด (Max) มีรายละเอียดดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

สัญลักษณ์ตัวแปร	ชื่อตัวแปรสังเกตได้	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation :SD)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ลักษณะของตัวแปร
DA	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม	0.4594	0.2758	0.0007	5.7935	Continuous
PROF	ความสามารถในการทำกำไร	0.0571	0.0942	-0.7211	1.2667	Continuous
SIZE	ขนาดของกิจการ	22.8887	1.5420	19.6015	28.8594	Continuous
GROWTH	โอกาสการเติบโตของยอดขาย	-0.1206	7.6813	-278.2630	191.4116	Continuous
NDTS	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน	0.0389	0.0330	0.0001	0.2987	Continuous
LIQ	สภาพคล่องทางการเงิน	3.2237	25.6354	0.1019	1,097.6810	Continuous
RISK	ความเสี่ยงทางธุรกิจ	0.6925	20.1036	-5.9388	873.8415	Continuous
DSCA	ความสามารถในการชำระหนี้	2,762.6480	92,649.5300	-55,253	4,083,720	Continuous
TANG	สินทรัพย์ที่มีตัวตน	0.3341	0.2329	0.0004	1.1610	Continuous

ที่มา : จากการคำนวณโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 7 จากข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาเบื้องต้นของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เท่ากับ 0.4594 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.2758 ค่าต่ำสุดของข้อมูล เท่ากับ 0.0007 ค่าสูงสุดของข้อมูล เท่ากับ 5.7935

ความสามารถในการทำกำไร พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของความสามารถในการทำกำไร เท่ากับ 0.0571 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0942 ค่าต่ำสุดของข้อมูล เท่ากับ -0.7211 หรือขาดทุนสุทธิ บริษัทกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรต่ำสุดที่ -0.7211 หรือขาดทุนสุทธิ ค่าสูงสุดของข้อมูล เท่ากับ 1.2667 ซึ่งหมายความว่า บริษัทกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรสูงสุดที่ 1.2667

ขนาดของกิจการ พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของขนาดของกิจการใช้สินทรัพย์รวม เท่ากับ 22.8887 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.5420 และบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีขนาดของกิจการต่ำสุด เท่ากับ 19.6015 และบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีขนาดของกิจการสูงสุดถึง 28.8594

โอกาสการเติบโตของยอดขาย พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของโอกาสการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ -0.1205 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 7.6813 บริษัทกลุ่มตัวอย่างมีโอกาสการเติบโตของยอดขายต่ำสุด เท่ากับ -278.2630 และบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีโอกาสการเติบโตของยอดขายสูงสุดถึง 191.4116

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เท่ากับ 0.0389 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.0330 บริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินเพียง 0.0001 และบริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินสูงสุดถึง 0.2987

สภาพคล่องทางการเงิน พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของสภาพคล่องทางการเงิน เท่ากับ 3.2237 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 25.6354 บริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเพียง 0.1019 และบริษัทกลุ่มตัวอย่างมีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนสูงสุดถึง 1,097.6810

ความเสี่ยงทางธุรกิจ พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของความเสี่ยงทางธุรกิจ เท่ากับ 0.6925 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 20.1036 บริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีอัตรากำไรสุทธิเพียง -5.9388 และบริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีอัตรากำไรสุทธิถึง 873.8415

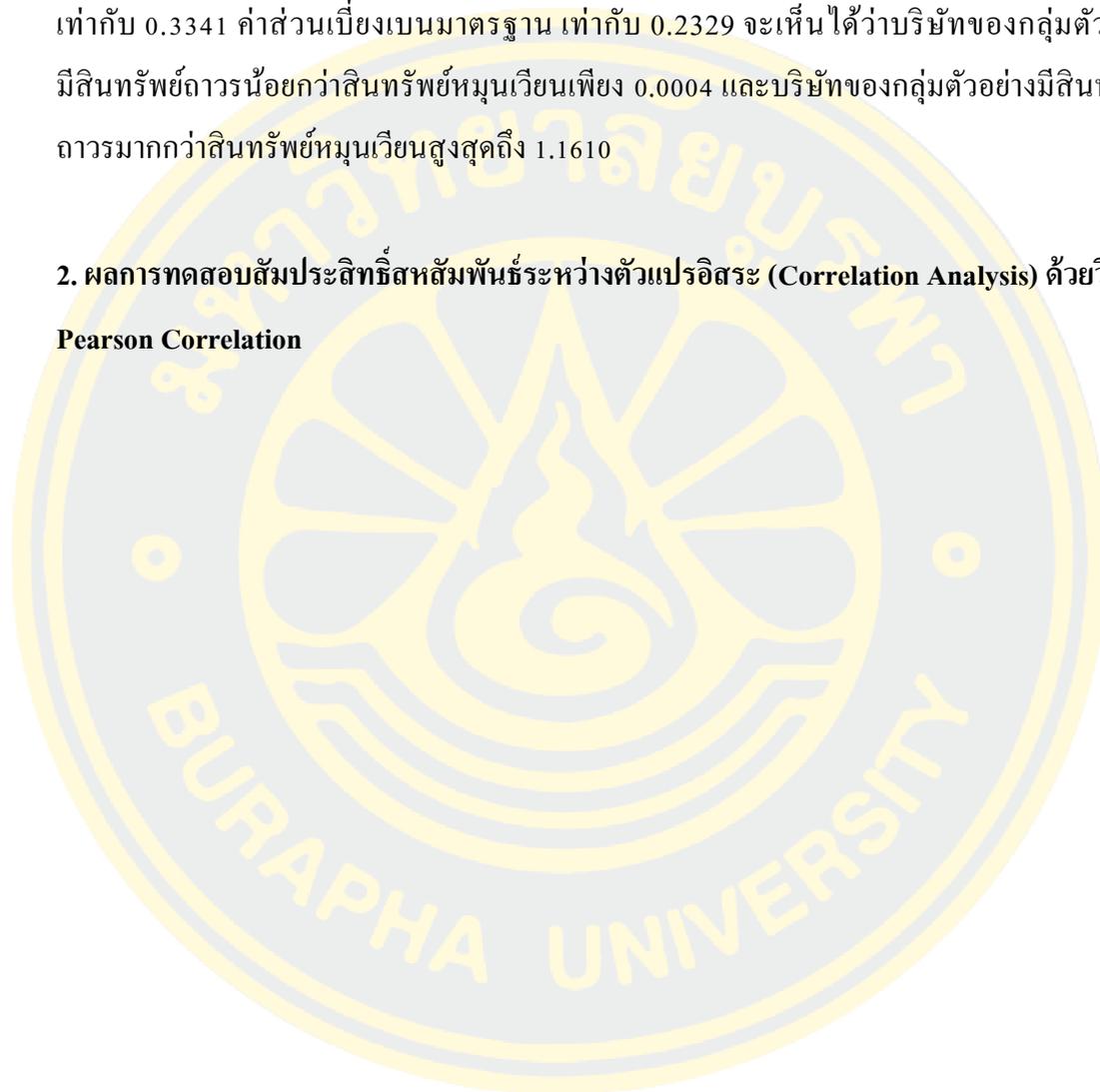
ความสามารถในการชำระหนี้ พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของความสามารถในการชำระหนี้ เท่ากับ 2,762.6480 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 92,649.5300

บริษัทของกลุ่มอย่างมีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเพียง -55,253 และบริษัทของกลุ่มอย่างมีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยสูงสุดถึง 4,083,720

สินทรัพย์ที่มีตัวตน พบว่า จากจำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ที่มีตัวตน เท่ากับ 0.3341 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.2329 จะเห็นได้ว่าบริษัทของกลุ่มตัวอย่าง มีสินทรัพย์ถาวรน้อยกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนเพียง 0.0004 และบริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์ถาวรมากกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนสูงสุดถึง 1.1610

## 2. ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Analysis) ด้วยวิธี

### Pearson Correlation



ตารางที่ 8 ผลการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Analysis) ด้วยวิธี Pearson Correlation

	PROF	SIZE	GROWTH	NDTS	LIQ	RISK	DSCA	TANG	COVID 2018	COVID 2019	COVID 2020	COVID 2021	COVID 2022
PROF	1.0000												
SIZE	0.0625	1.0000											
GROWTH	-0.0161*	0.0037**	1.0000										
NDTS	-0.0044**	-0.1212	0.0128*	1.0000									
LIQ	0.0022**	0.0229*	0.0016**	-0.0193*	1.0000								
RISK	0.0522	0.0325*	-0.6571	-0.0321*	-0.0019**	1.0000							
DSCA	0.0144*	-0.0215*	0.0017**	-0.0114*	0.0042**	-0.0004***	1.0000						
TANG	0.0180*	-0.0305*	0.0487*	0.2961	-0.0116*	-0.0273*	-0.0100**	1.0000					
COVID 2018	0.0272*	-0.0334*	0.0077**	-0.0286*	-0.0169*	-0.0133*	-0.0024**	0.0326*	1.0000				
COVID 2019	-0.0181*	-0.0245*	0.0051*	-0.0108*	-0.0161*	-0.0125*	-0.0128*	0.0403*	-0.2500	1.0000			
COVID 2020	-0.0641	-0.0086**	-0.0195*	0.0423*	-0.0077**	-0.0157*	-0.0127*	0.0079**	-0.2500	-0.2500	1.0000		
COVID 2021	0.0354*	0.0247*	0.0083**	0.0027**	0.0479**	-0.0107*	-0.0143*	-0.0415*	-0.2500	-0.2500	-0.2500	1.0000	
COVID 2022	0.0197*	0.0418*	-0.0016**	-0.0056**	-0.0072**	0.0522	0.0422*	-0.0394*	-0.2500	-0.2500	-0.2500	-0.2500	1.0000

ที่มา : จากการประมวลผลโดยโปรแกรม STATA

หมายเหตุ

\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01

\*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.001

จากตารางที่ 8 เป็นการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Correlation Analysis) ด้วยวิธี Pearson Correlation ซึ่งในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ โอกาสการเติบโตของยอดขาย ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน สภาพคล่องทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ ความสามารถในการชำระหนี้ และสินทรัพย์ที่มีตัวตนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่า ตัวแปรทั้งหมดที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีความสัมพันธ์กันในเชิงเส้นตรงในระดับต่ำ โดยไม่พบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระคู่ใดเกิน 0.80 ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่าไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ขึ้นในการวิเคราะห์ (กฤติยา พิณิจ, 2560)

### 3. ผลการทดสอบความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง Pooled Ordinary Least Square (OLS)

ผลการทดสอบ Pooled regression model พบว่า ค่า Prob > chaibar2 มีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่ระดับ 0.001 แสดงว่าปฏิเสธสมมติฐานหลักคือ ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่มีผลต่อปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สรุปได้ว่า Pooled Ordinary Least Square (OLS) ไม่ใช่แบบจำลองที่เหมาะสมในการศึกษา (ชรทัต คู่พิทักษ์, 2556)

### 4. ผลการทดสอบความเหมาะสมของการใช้แบบจำลอง Fixed Effect

งานศึกษานี้จึงให้วิธีการประมาณค่า Panel Data Estimation แบบ Fixed-Effect Regression เนื่องจากบริษัทแต่ละบริษัทอาจจะมีลักษณะเฉพาะที่เป็นปัจจัยภายนอกที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตามแบบจำลองอาจได้รับอิทธิพลจากตัวแปรอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อตัวแปรตาม (Unobserved Effect) ซึ่งส่งผลให้ต้องใช้การประมาณการแบบ Random Effect โดยการเลือกความเหมาะสมของวิธีการประมาณนั้น โดยจะใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบความเหมาะสม โดยหากค่าสถิติของ Hausman Test ไม่ปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่า  $\alpha_i$  ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง แสดงว่าแบบจำลอง Random Effect มีความเหมาะสม แต่ถ้าปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า Fixed-Effect มีความเหมาะสม ทั้งนี้ค่าสถิติของ Hausman Test และการประมาณการแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed-Effect (FE) กับ Random Effect (RE) จะถูกระบุไว้ในท้ายตารางผลการศึกษา (วิทยา แก้วม่วง และ อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์, 2566)

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน จากการทดสอบ Hausman Test แสดงค่า  $\chi^2$  เท่ากับ 191.84 และมีค่า  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$  ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ดังนั้น แบบจำลองดังกล่าวเหมาะสมที่จะทำการประมาณด้วยวิธี Fixed-Effect Regression

## 5. ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed Effect Regression

### Model

ตารางที่ 9 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed Effect Regression Model

Independent Variables	Coefficients	t-Statistic	p-values
CONSTANT	2.2760	4.67	0.000***
PROF	-0.4050	6.32	0.000***
SIZE	-0.0923	-4.42	0.000***
GROWTH	-0.0001	-0.24	0.809
NDTS	1.4234	4.31	0.000***
LIQ	-0.0000	-0.31	0.760
RISK	-0.0000	-0.20	0.845
DSCA	-1.6600	-0.33	0.739
TANG	0.5637	8.61	0.000***
COVID 2019	0.0034	0.27	0.791
COVID 2020	0.0361	2.72	0.007*
COVID 2021	0.0381	2.79	0.005**
COVID 2022	0.0694	4.98	0.000***

หมายเหตุ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01

\*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.001

ที่มา : จากการประมวลผลโดยโปรแกรม STATA

โดย	DA	คือ	โครงสร้างเงินทุน
	PROF	คือ	ความสามารถในการทำกำไร
	SIZE	คือ	ขนาดของกิจการ
	GROWTH	คือ	โอกาสการเติบโตของยอดขาย
	NDS	คือ	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน
	LIQ	คือ	สภาพคล่องทางการเงิน
	RISK	คือ	ความเสี่ยงทางธุรกิจ
	DSCA	คือ	ความสามารถในการชำระหนี้
	TANG	คือ	สินทรัพย์ที่มีตัวตน
	COVID 2018	คือ	ปีที่มี COVID พ.ศ. 2561
	COVID 2019	คือ	ปีที่มี COVID พ.ศ. 2562
	COVID 2020	คือ	ปีที่มี COVID พ.ศ. 2563
	COVID 2021	คือ	ปีที่มี COVID พ.ศ. 2564
	COVID 2022	คือ	ปีที่มี COVID พ.ศ. 2565

ตัวแปร COVID เป็นค่าดัมมี่ แทนค่าด้วย 0 และ 1 โดยแทนค่า 0 หมายถึงช่วงเวลาที่ไม่มีเกิดโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 และแทนค่า 1 หมายถึง ช่วงที่เวลาที่เกิดโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019

ตารางที่ 9 แสดงผลการทดสอบโดยวิธี Fixed effect regression model ซึ่งสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนี้

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติ (Significant) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย เท่ากับ -0.4050 หากความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นร้อยละหนึ่งจะทำให้ระดับโครงสร้างเงินทุนลดลงร้อยละ 0.4050

ขนาดของกิจการ (Firm Size) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติ (Significant) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย เท่ากับ

-0.0923 หากขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละหนึ่งจะทำให้ระดับโครงสร้างเงินทุนลดลงร้อยละ 0.0923

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติ (Significant) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย เท่ากับ 1.4234 หากผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละหนึ่งจะทำให้ระดับโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.4234

สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติ (Significant) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย เท่ากับ 0.5637 หากสินทรัพย์ที่มีตัวตนเพิ่มขึ้นร้อยละหนึ่งจะทำให้ระดับโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.5637

ทั้งนี้ โอกาสการเติบโตของยอดขาย (Growth) สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Risk) และความสามารถในการชำระหนี้ (Debt Service Coverage Ratio) มีความสัมพันธ์กับระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้ามอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หากโอกาสการเติบโตของยอดขาย สภาพคล่องทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจและความสามารถในการชำระหนี้ลดลงร้อยละหนึ่งจะทำให้ระดับโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.0001 , 0.0000 , 0.0000 และ 1.6600 ตามลำดับ

จากตารางที่ 9 นอกจากตัวแปรอิสระที่เกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน ผู้วิจัยยังพบตัวแปรควบคุม Covid 2020 ถึง Covid 2022 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบสถิติ (Significant) โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 Covid 2020 และ Covid 2021 มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย เท่ากับ 0.0361 และ 0.0381 ตามลำดับ Covid 2022 มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001 มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย เท่ากับ 0.0694 ตัวแปร Covid ในปีที่กำลังมี เท่ากับ 1 มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าปีที่ค่าเดิมมีของตัวแปรดังกล่าวเป็น 0 โดยมีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 0.0368 กล่าวคือ การแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 ส่งผลต่อปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอธิบายได้ว่า จากการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-2019) ได้เริ่มต้นเดือน ธันวาคม พ.ศ. 2562 และได้ระบาดทั่วโลก (กรมควบคุมโรค,2564) และได้มี

มาตรการควบคุมโรคทำให้มีผลกระทบไปถึงเศรษฐกิจการค้า การเติบโตของเศรษฐกิจลดลง กิจกรรมมีหนี้สินที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ประกอบการได้มีการนำเงินทุนไปใช้จ่ายกับค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นกับกิจกรรม ในขณะที่รายได้เกิดการหดตัว กิจกรรมต้องการกู้ยืมเงินมากขึ้นเพื่อให้กิจกรรมสามารถดำเนินงานได้ต่อไป

ตารางที่ 10 สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

สมมติฐานงานวิจัย	ผลการวิจัย	สรุปผลการวิจัย
สมมติฐานที่ 1 ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ยอมรับสมมติฐาน	ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 2 ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ยอมรับสมมติฐาน	ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 3 โอกาสการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน	โอกาสการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 4 ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ยอมรับสมมติฐาน	ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 5 สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน	สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 6 ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน	ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 7 ความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ปฏิเสธสมมติฐาน	ความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุน
สมมติฐานที่ 8 สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน	ยอมรับสมมติฐาน	สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะได้ดังนี้

#### 5.1 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นข้อมูลแบบตัดภาคขวางทางยาว (Panel Data) เป็นข้อมูลรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 – 2565 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายปี กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 401 บริษัท จำนวนข้อมูล 2,005 ข้อมูล โดยใช้วิธีทางสถิติวิเคราะห์ศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามด้วยวิธี Fixed Effects Regression Model ในการทดสอบหาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์ในการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการทดสอบจากการใช้ตัวแบบจำลองและตัวแปรดังกล่าวในการทดสอบหาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ พบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะเดียวกัน ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่โอกาสการเติบโตของยอดขาย สภาพคล่องทางการเงิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

## 5.2 อภิปรายผล

จากการศึกษาปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผล ได้ดังนี้

1. การศึกษาปัจจัยความสามารถในการทำกำไร (Profitability) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับหนี้สินของกิจการ เนื่องจากกิจการมีกำไรจากการดำเนินงานที่สูงขึ้น จึงทำให้กำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนจากภายในมีมากขึ้น กิจการจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกโดยจะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำสุดก่อน ได้แก่ การกู้ยืม การออกหุ้นกู้ และการออกหุ้นสามัญ จากแนวคิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) การจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกจะทำให้มีต้นทุนในการดำเนินงานสูงกว่าแหล่งเงินทุนจากภายใน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ King Mazur (2007)

2. การศึกษาปัจจัยขนาดของกิจการ (Firm Size) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับหนี้สินของกิจการ แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะสามารถก่อหนี้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่สามารถนำสินทรัพย์มาใช้เป็นหลักประกันในก่อหนี้ได้ กิจการที่มีขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือและมีทางเลือกมากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ซึ่งเจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินจะพิจารณาถึงสินทรัพย์ที่กิจการครอบครองอยู่ โดยกิจการที่มีสินทรัพย์จำนวนมากเป็นกิจการที่มีขนาดใหญ่ทำให้มีโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ King Mazur (2007) กล่าวว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดเล็กจะมีปัญหาเรื่องต้นทุนจากการออกหุ้นมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ทำให้บริษัทที่มีขนาดเล็กมักจะกู้ยืมเงินมากกว่าการออกหุ้น

3. การศึกษาปัจจัยโอกาสการเติบโตของยอดขาย (Growth) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับหนี้สินของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งกล่าวได้ว่ากิจการที่มีโอกาสการเติบโตสูง กิจการจะมีประสิทธิภาพในการทำกำไรในสัดส่วนที่สูง กิจการจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน ซึ่งหากแหล่งเงินทุนจากภายในมีไม่เพียงพอ กิจการจะใช้ประโยชน์จากมูลค่าของกิจการที่สูงออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่าการก่อหนี้ เป็นไปตามทฤษฎีการจับจังหวะตลาด

(Market Timing Theory) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Adam and Goyal (2008) กล่าวว่า กิจการมีมูลค่าตลาดของกิจการสูง กิจการจะมีแนวโน้มในการจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นมากกว่าการก่อหนี้ เนื่องจากการออกหุ้นเพิ่มทุนมีประโยชน์มากกว่า หากกิจการมีโอกาสดำเนินการเติบโตของยอดขายสูงจะมีแนวโน้มว่าอัตราหนี้สินของกิจการจะต่ำลง

4. การศึกษาปัจจัยผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับระดับหนี้สินของกิจการ เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก ทำให้มีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายจำนวนมากตามไปด้วย กิจการจะได้ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ส่งผลให้กิจการมีการก่อหนี้ที่ลดลงลง เป็นไปตามทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Ntoun et al. (2016) ซึ่งพบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน

5. การศึกษาปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับหนี้สินของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ เนื่องจากกิจการมีผลการดำเนินงานและมีสภาพคล่องที่อยู่ในเกณฑ์ที่ดี กิจการมีความสามารถในการทำกำไรจะไม่มีความต้องการเงินลงทุนจากการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Epong and Anom (2019) กล่าวคือสภาพคล่องสูงทำให้เห็นว่าบริษัทมีกระแสเงินสดหรือมีแหล่งเงินทุนภายในสูงอยู่แล้ว เงินทุนภายในที่สูงและเพียงพอสามารถนำไปใช้ในการดำเนินงานของบริษัทเพื่อลดการใช้หนี้ แสดงให้เห็นถึงความสามารถของบริษัทในการปฏิบัติตามภาระผูกพันระยะสั้น สภาพคล่องของบริษัทที่สูงหมายความว่าบริษัทสามารถชำระหนี้ระยะยาวที่กำหนดชำระ โดยไม่ต้องใช้แหล่งเงินทุนระยะยาว

6. การศึกษาปัจจัยความเสี่ยงทางธุรกิจ (Risk) พบว่าความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับหนี้สินของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ เป็นไปตามทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) กล่าวว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงหรือบริษัทที่มีความเป็นไปได้สูงที่จะผิดนัดชำระหนี้ไม่ควรมีหนี้สินสูง งานวิจัยของ Titman and Wessels (1988) พบว่า ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมักจะหลีกเลี่ยงการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกและจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในแทนเพื่อป้องกัน

การล้มละลาย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Juliantika and Dewi (2016) บริษัทที่มีระดับความเสี่ยงสูง จะใช้หนี้สินน้อยลง

7. การศึกษาปัจจัยความสามารถในการชำระหนี้ (Debt Service Coverage Ratio) พบว่า ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกับระดับหนี้สินของกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีผลกำไรจากการดำเนินงานในระดับสูงจะมีความสามารถในการชำระหนี้ ทำให้ระดับการ ก่อหนี้อยู่ในระดับต่ำ กิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อนเนื่องจากมีสภาพคล่องในการ เข้าถึงแหล่งเงินทุนและมีต้นทุนของเงินทุนต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ อุบลวรรณ ขุนทอง (2559) พบว่า ความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วน หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์

8. การศึกษาปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทาง เดียวกับระดับหนี้สินของกิจการ อธิบายได้ว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสำคัญที่จะใช้ เป็น หลักประกันในการก่อหนี้ที่จะทำให้เจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินของผู้ให้กู้สามารถนำมาพิจารณา โดยกิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนอยู่ในความครอบครองจำนวนมาก กิจการย่อมมีความสามารถ ในการจัดหาเงินทุนได้จากหลายแหล่งมากยิ่งขึ้น และส่งผลให้กิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน จากการก่อหนี้ในต้นทุนที่ต่ำ กิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรมากจะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำ เนื่องจากสินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการค้าประกันในการก่อหนี้ เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงและเป็นสิ่งที่ทำให้เจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินมีความมั่นใจว่าหากกิจการ มีการผิดนัดชำระหนี้หรือล้มละลายยังสามารถที่จะขายสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันมาชำระหนี้คืน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Liang et al. (2020) กล่าวว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำไปใช้เป็น หลักประกันในการก่อหนี้ โดยที่สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้าง เงินทุนเพราะกิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรมากจะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำ

จากการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 กิจการหลายแห่งในอุตสาหกรรม มีความจำเป็นต้องหยุดการดำเนินงานชั่วคราวตามมาตรการป้องกันการแพร่ระบาดของโรคติดเชื้อ ไวรัสโคโรนา 2019 ความเชื่อมั่นของนักลงทุนและกำลังซื้อของผู้บริโภคลดลงเนื่องจากสภาวะ เศรษฐกิจ ทำให้กิจการมีรายได้ลดลง มีค่าใช้จ่ายที่จำเป็นต้องแบกรับสูงขึ้น สภาพคล่องของกิจการ ลดลงจากการที่ไม่สามารถดำเนินการได้ปกติ กิจการจึงมีการปรับตัวเพื่อให้สามารถผ่านวิกฤต

เหล่านี้ไปได้ อาจจะทำให้ได้โดยการชะลอการลงทุนหรือการเปิดโครงการใหม่ หรือการจัดการแหล่งเงินทุนเพื่อสามารถนำมาใช้ในการดำเนินงานและเพื่อรักษาสภาพคล่อง อย่างไรก็ตามจากสถานะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนและผลการดำเนินงานของกิจการไม่มีความคงที่ ทำให้เจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินอนุมัติเงินกู้ยากขึ้น (ฐานเศรษฐกิจ, 2564) ซึ่งส่งผลให้กิจการต้องจัดการจัดหาเงินทุนจากแหล่งอื่นแทนการกู้ยืมเงิน

### 5.3 ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษา

1. ผู้บริหารสามารถนำผลการศึกษารั้งนี้ไปเป็นแนวทางในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการ อาทิเช่น (1) ความสามารถในการทำกำไร จากการดำเนินงานของกิจการ ที่มีขนาดใหญ่จะมีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง และถ้ากิจการมีกำไรสะสมจำนวนมาก และเพียงพอแล้ว กิจการจะใช้กำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนจากภายในก่อน และหากไม่เพียงพอถึงจะพิจารณาเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก โดยจะเลือกแหล่งที่มีต้นทุนต่ำสุด เพื่อไม่ให้กิจการมีภาระผูกพันทางการเงินที่กิจการไปจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก หรือจากการก่อหนี้ทำให้กิจการมีความเสี่ยงที่ต้องชำระทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยจ่ายแก่เจ้าหนี้ หากกิจการไม่สามารถชำระหนี้ ทำให้ส่งผลต่อการล้มละลายของกิจการ และจะทำให้กิจการเสียชื่อเสียง ดังนั้นกิจการควรต้องใช้เงินทุนจากแหล่งที่มีความปลอดภัยเป็นอันดับแรกก่อน (2) ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เนื่องจากหากกิจการที่มีสินทรัพย์จำนวนมาก มีค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายมากเพียงพอ ควรใช้ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นตัวช่วยในการประหยัดภาษีแทนดอกเบี้ยจ่าย

2. นักลงทุนสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการพิจารณาระดับโครงสร้างเงินลงทุน และระดับเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละกิจการ และนำไปตัดสินใจว่าควรลงทุนหรือไม่ เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุน

3. เจ้าหนี้ หรือสถาบันการเงินควรนึกถึงความปลอดภัยในการชำระหนี้คืนหรือการผัดผ่อนชำระหนี้ในการกู้ยืมเงินของกิจการในระดับหนี้สินที่เหมาะสม เพื่อป้องกันปัญหาในการผัดผ่อนชำระหนี้ เจ้าหนี้หรือสถาบันการเงินควรพิจารณาถึงสินทรัพย์ที่มีตัวตนที่สามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงในการกู้ยืม

### ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

การศึกษาค้างนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นในการศึกษาค้างต่อไปอาจจะสามารถศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนและปัจจัยที่กำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เป็นปัจจัยเฉพาะกิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไป เพื่อจะได้ข้อมูลเกี่ยวกับ โครงสร้างเงินทุนที่เป็นเฉพาะทางและเชิงลึกมากขึ้นในแต่ละอุตสาหกรรมและใช้เป็นข้อมูลด้านการลงทุนได้อย่างเหมาะสม การจัดกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถทำให้เห็นถึงประเภทกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและให้ผลการศึกษาที่มีความชัดเจนมากขึ้น



**บรรณานุกรม**

## บรรณานุกรม

- กัลป์ยานี ภาคอ้อต. (2556). การวิเคราะห์ห้วงการเงิน ในชุดวิชาการรัศการการเงิน. นนทบุรี: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมชิราช.
- กัลยาณี กิตติจิตต์ , วรณี ชลนภาสถิต, สุชาดา สถาวรวงศ์ และ ัญญุรศม์ วศวรรณวัฒน์. (2559) . ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มทรัพยากรและกลุ่มบริการ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. นนทบุรี, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมชิราช.
- กฤติยา พินิจ. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ชลบุรี: มหาวิทยาลัยบูรพา
- จิราภรณ์ ก่อแก้ว. (2562). โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมชิราช, นนทบุรี.
- จิรภัทร ประทีปสว่างวงศ์. (2563). ปัจจัยที่ส่งผล โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มธุรกิจ SME ในช่วงที่ไวรัสโควิด-19 กำลังระบาด (วิทยาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ปทุมธานี.
- จิราวัฒน์ แสงป่า. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (ปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลช้ญบุรี, ปทุมธานี.
- ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์. (2559). โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (ปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี, นครราชสีมา.
- ฐิติรัตน์ เกียรติไคนสิน. (2564). ปัจจัยที่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงที่เกิดวิกฤตโควิด-19 (วิทยาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ปทุมธานี
- ฐาปนา ฉิ่งไพศาล. (2560). การจัดการการเงิน (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: ศูนย์หนังสือจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ณัฐญาดา คงสกุล. (2560). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (บัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยบูรพา, ชลบุรี.

ดวงรัตน์ โสภิตวจนะ. (2552). *ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพลังงาน และปิโตรเคมีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (ปริญาญมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัย  
กรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566). สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/th/home>

ชรทัต คู่พิทักษ์. (2556). ปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษา บริษัท  
ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน). *วารสารการเงิน การลงทุน และการบริหารธุรกิจ*, 3(1)

ธีรรัตน์ พลรักษา. (2561). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (บัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยศรีปทุม, กรุงเทพมหานคร.

บวรวิษ สายชลพิทักษ์. (2554). *ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญาญมหาบัณฑิต),  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ.

ฝ่ายพัฒนาความรู้ผู้ประกอบการวิชาชีพ. (2564). *พื้นฐานการเงินธุรกิจ* (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ:  
บริษัท บุญศิริการพิมพ์ จำกัด.

พรธัญญา ชูนิมิตรกุล. (2560). *การเงินธุรกิจ* (พิมพ์ครั้งที่ 9). กรุงเทพฯ : พรธัญญา ชูนิมิตรกุล.

รุจิรา ชินสุข. (2553). *การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์  
และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (ปริญาญบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต).  
มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, นนทบุรี.

วิทยา แก้วม่วง และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2566). *ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจการแพทย์*. *Journal of Biddhist  
Education and Research*. 9(02), 86-102.

ศศิธร เนื่องจางค์ . (2556). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร* (ปริญาญบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต).  
มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.

ศิริรัตน์ แจ็งรักษ์สกุล. (2564, มกราคม - มีนาคม). *ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET 100*. *วารสารสุทธิปริทัศน์*, 35(1).

ศิริประภา จันทะนันท์. (2562). *ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้า  
อุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (ปริญาญบริหารธุรกิจบัณฑิต).  
มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, นนทบุรี.

- สุภา คงทอง. (2556). ปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุน การกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 40, 716-720.
- สุริยนต์ จิตราภรณ์. (2553). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และรับเหมาก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- อัสนัย ชูรวดีกุล. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่.
- อัศวเทพ อากาศวิภาต และ บุญญา นุช ชีวาเกียรติยิ่งยง. (มกราคม - มิถุนายน 2566). อิทธิพลของโรคโควิด-19 กับปัจจัยเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Burapha Journal of Business Management*. 13
- อุบลวรรณ ขุนทอง. (2559). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ. *วารสารบัณฑิตศึกษา มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา*, 9(1), 311-317
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ), มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่.
- Abor, J. and Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana. *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83-97.
- Adam, T., & Goyal, V. K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *Journal of Financial Research*, 31(1), 41-63.
- Ali, S., Rangone, A., & Farooq, M. (2022). Corporate Taxation and Firm-Specific Determinants of Capital Structure: Evidence from the UK and US Multinational Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2).
- Al-Najjar, B. and Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure new evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, 34(12), 919-933.

- Anindita Chakrabarti & Ahindra Chakrabarti (2019). The Capital Structure Puzzle – Evidence from Indian Energy Sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 13(1), 2-23.
- Baker, M.J. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Baral, Keshar J. (2004). Determinants of Capital Structure : a Case Study of Listed Companies of Nepal. *The Journal of Nepalese Business Studies*, 1(1), 1-13.
- Baranoff, E.G., Papadopoulos, S. and Sager, T.W. (2007). Capital and risk revisited: a structural equation model approach for life insurers. *The Journal of Risk and Insurance*, 74(3), 653-681.
- Brealey, R. A., Myers, C., & Marcus, A. J. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E.F. and J.F. Houston. (2004). *Fundamentals of Financial Management*, 10, Australia: Thomson.
- Chen, J.J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
- Chung, K.H. (1993). Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test. *Journal of Business Finance and Accounting*, 20(1), 83-98.
- DeAngelo H. and Masulis W.R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*. 8,3-29.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, 14(4-5), 387-405.
- Deitiana, T., & Anggraini, E. (2014). Faktor –faktor yang mempengaruhi leverage pada PT Astra International Tbk dan anak perusahaannya. *Journal Siasat Bisnis*, 18(1), 11–20.
- Eldomiaty, T. (2007). Determinants of corporate capital structure: evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Management*, 17(1), 25-43.
- Epong & Anom. (2019). Capital structure variables of pecking order theory perspective in Indonesia stock exchange. *RJOAS*, 11(95), 117.

- Ezeoha, A.E. (2011). Firm versus industry financing structures in Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 2(1), 42-55.
- Fama, E.F. and French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Gitman, L., & Zutter, C. (2012). *Principles of managerial finance*. (13th ed.). UpperSaddle River, NJ: Prentice Hall.
- Gonenc, Halit. (2002). *Capital Structure Decisions Under Micro Institutional Settings: The Case of Turkey*. Department of Management, College of Economics and Administrative Sciences, Hacettepe University.
- Gordon, D. (1961). *Corporate Debt Capacity*. Boston: Division of Research Graduate School of Business Administration Harvard University.
- Graham, J. & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Finance Economics*, 60, 187-243.
- Grossman, H. & Hart, O. (1982). The Theory Of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Heshmati, A. (2001). The dynamics of capital structure: evidence from Swedish micro and small firms. *Research in Banking and Finance*, 2(1), 199-241.
- Hovakimian, A., Opler, t. & Titman, S (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 36(1), 1-24.
- Jensen, C. & Meckling, H.(1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Juliantika, N. L. A. A. M., & Dewi, M. R. (2016). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan risiko bisnis terhadap struktur modal pada perusahaan property dan realestate. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(7), 251028.
- King Mazur. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice : Evidence from Polish Companies. *International Advances in Economic Research Springer, International Atlantic Economic Society*, 13(4), 495-514.

- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
- Laura Serghiescua , Viorela-Ligia Văidean (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447 – 1457.
- Laurence Booth, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt & Vojislav Maksimovic. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Leary, Mark T. & Roberts, Michael R. (2005). Do Firm Rebalance Their Capital Structures?. *The Journal of Finance*, 6, 2575-2619.
- Liang, C. C., Liu, Y., Troy, C., & Chen, W. W. (2020). Firm characteristics and capital structure: Evidence from ASEAN-4 Economies. *Emerald Publishing*, 8, 149-162.
- Long Hoang Pham & Milan Hrdý. (2023). Determinants of S.M.E.s capital structure in the Visegrad group. *Economic Research - Ekonomska Intražvanja*, 36(1).
- Low, P.Y. and Chen, K.H. (2004). Diversification and capital structure: some international evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23(1), 55-71.
- Mansourinia, E., Emamgholipour, M., Rekabdarkolaei, E. A., & Hozoori, M. (2013). The effect of board size, board independence and CEO duality on dividend ratio of companies: Evidence from Tehran stock exchange. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences*, 2(6), 237-241.
- Modigliani, F., & Miller, H.M. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 , 264-297.
- Modigliani, F., & Miller, H.M. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital. A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mongkol Kamolchaisakkul. (2008), *The Capital Structure of Thai Companies: Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data*, Master Degree Research, School of Finance, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- Moradi, Amir & Paulet, Elisabeth. (2019). The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150-161.

- Myers S.C. & Majluf, S.N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nafa Noor Hailla & Farah Margaretha Leon. (2022, December). Determinants Capital Structure of Small and Medium Enterprises in Indonesia. *International Journal of Social Science And Human Research*, 5(12), 5727-5736.
- Ntogwa Bundala. (2012). Determinants of capital structure in Tanzania. *International Journal of Research Studies in Management*, 2(6).
- Ntoug A.T. Lious, Huarte G. Cecilio and Puime G. Felix. (2016). Capital Structure Ceterminants : Evidence from Spanish Listed Firms. *Corporate Ownership ang Control*, 13(4).
- Omran, M.M. and Pointon, J. (2009). Capital structure and firm characteristics: an empirical analysis from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 8(4), 454-474.
- Pooja Rastogi & Pradeep Narwal. (2014). Differential Analysis of Various Industries on The Basis of Capital and Asset Structure: *An Indian Study*. *Industrial Engineering Letters*, 4, 48-60.
- Raja Zekri Ben Hamouda, Nessrine Hamzaoui & Faouzi Jilani. (2023). Capital Structure Determinants : New Evidence from the MENA Region contries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 13(1), 144-163.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Sheikh, N.A. and Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure an empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
- Siti Salimah Hussain & Hassan Miras. (2015). The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 3(1), 138-161.
- Susilo, A., Sulastri, S., & Isnurhadi, I. (2018). Good Corporate Governance, Risiko Bisnis Dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal Analisis Bisnis Ekonomi*, 16(1), 63-72.

- Syahida binti Kamil & Mohd Fitri bin Mansor. (2014). Determinants of Capital Structure : Evidence from Financial Companies in Malaysia. *Advances in Environmental Biology*, 8(9), 389-394.
- Tian, L., Li, Y., Li, P. P., & Bodla, A. A. (2015). Leader–member skill distance, team cooperation, and team performance: A cross-culture study in a context of sport teams. *International Journal of Intercultural Relations*, 49, 183–197
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Vlora Prenaj, Iliriana Miftari & Besnik Krasnigi. (2023). Determinants of the Capital Structure of Non – listed Companies in Kosovo Economic Studies. *Ikonomicheski Izsledvania*, 32(1),36-50.

## ประวัติย่อของผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	นางสาวไพลิน บังคมเนตร
วัน เดือน ปี เกิด	9 มิถุนายน 2531
สถานที่เกิด	จังหวัดลำพูน
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	สำนักงานอัยการจังหวัดชลบุรี ถนนมนตเสวี ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี จังหวัดชลบุรี
ตำแหน่งและประวัติการทำงาน	พ.ศ. 2554 พนักงานบัญชี บริษัท จิราภรณ์ จำกัด พ.ศ. 2556 นักวิชาการตรวจสอบบัญชี สำนักงานตรวจบัญชีสหกรณ์ลำพูน พ.ศ. 2563 นักวิชาการเงินและบัญชีปฏิบัติการ สำนักงานอัยการจังหวัดชลบุรี
ประวัติการศึกษา	พ.ศ. 2554 บัณฑิต มหาวิทยาลัยพายัพ พ.ศ. 2567 บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยบูรพา