



ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรุษภิบาล
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Firm Characteristics Related to Capital Structure of CG Rating
Companies in the Stock Exchange of Thailand

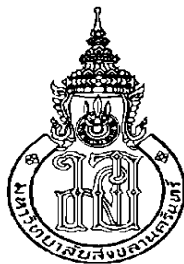
สุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม
Supipat Ratchapaetayakom

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญา
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the
Degree of Master of Business Administration
Prince of Songkla University

2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์



ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรุษภิบาล
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Firm Characteristics Related to Capital Structure of CG Rating
Companies in the Stock Exchange of Thailand

สุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม
Supipat Ratchapaetayakom

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญา
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the
Degree of Master of Business Administration
Prince of Songkla University

2563

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

ขอรับรองว่า ผลงานวิจัยนี้มาจากการศึกษาวิจัยของนักศึกษาเอง และได้แสดงความขอบคุณบุคคลที่มีส่วนช่วยเหลือแล้ว

ลงชื่อ.....

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ บางโชคดี)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

ลงชื่อ.....

(เรืออากาศโทสุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม)

นักศึกษา

ข้าพเจ้าขอรับรองว่า ผลงานวิจัยนี้ไม่เคยเป็นส่วนหนึ่งในการอนุมัติปริญญาในระดับใดมาก่อน และ
ไม่ได้ถูกใช้ในการยื่นขออนุมัติปริญญาในขณะนี้

ลงชื่อ.....

(เรื่ออากาศโทสุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม)

นักศึกษา

ชื่อวิทยานิพนธ์	ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาล ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ผู้เขียน	เรืออากาศโทสุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม
สาขาวิชา	บริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา	2562

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยลักษณะของบริษัทที่ศึกษา ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของบริษัท สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนใหญ่ที่ไม่ใช่หนี้สิน และสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งเก็บข้อมูลบริษัทบรรษัทภิบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 จำนวน 885 ตัวอย่าง การศึกษานี้ทดสอบสมมติฐานด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอย ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ แต่สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร และสภาพคล่องทางการเงินความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ อย่างไรก็ตามคะแนนการกำกับดูแลกิจการ อัตราการเติบโต และผลประโยชน์จากภาษีในส่วนใหญ่ที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทบรรษัทภิบาลที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มในการก่อหนี้เพิ่มขึ้น และบริษัทบรรษัทภิบาลที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมาก ความสามารถในการทำกำไรสูง และสภาพคล่องทางการเงินที่ดี มีแนวโน้มในการก่อหนี้ลดลง

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน บรรษัทภิบาล คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของบริษัท สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต ผลประโยชน์จากภาษี ในส่วนใหญ่ที่ไม่ใช่หนี้สิน สภาพคล่องทางการเงิน

Thesis Title Firm Characteristics Related to Capital Structure of CG Rating Companies in The Stock Exchange of Thailand

Author Flg.Off.Supipat Ratchapaetayakom

Major Program Business Administration

Academic Year 2019

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine relationship between firm characteristics and capital structure of CG rating companies in the stock exchange of Thailand. These firm characteristics include CG rating, firm size, tangibility, profitability, growth, non-debt taxes shield and liquidity. Data were collected from companies listed in SET which have CG rating scores ranging from three to five during 2017 to 2019. The total of 885 samples were used for data analysis. Multiple regression analysis was used to investigate the relationship firm characteristics and capital structure. The results indicate that firm size is positively related to debt ratio but tangibility, profitability and liquidity are negatively related to debt ratio. However, CG rating, growth and non-debt taxes shield are not related to debt ratio. The results show that CG rating companies with large size tend to finance with more debt and CG rating companies with high tangible, high profitability and high liquidity tend to finance with less debt.

Keywords: Capital Structure, Corporate Governance, CG Rating, Firm Size, Tangibility, Profitability, Growth, Liquidity

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์เรื่องปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำเร็จได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงและความช่วยเหลืออย่างดีจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ บางโชคดี อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้คำปรึกษา ชี้แนะแนวทาง และข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์สำหรับงานวิจัย ตลอดจนตรวจสอบและแก้ไขปรับปรุงงานวิจัยให้มีความถูกต้องสมบูรณ์จนแล้วเสร็จ ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ทั้งนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ทัตพงษ์ อวิโรธนานนท์ และดร.จิตติมา วิเชียรรักษ์ ที่ให้เกียรติในการเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และได้ให้คำแนะนำ รวมถึงการชี้แนะแนวทางการแก้ไขปรับปรุงเพิ่มเติมซึ่งเป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์จนเสร็จสมบูรณ์

ขอขอบพระคุณคณาจารย์หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ทุกท่าน ที่ได้ให้ประสบการณ์และความรู้ อันเป็นประโยชน์ รวมถึงผู้เขียนตำรา เอกสารบทความ งานวิจัยในอดีตต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ศึกษาและนำมาอ้างอิงในงานวิจัยครั้งนี้

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ และบุคคลในครอบครัวทุกท่าน ที่ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจให้ผู้วิจัย จนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี รวมถึงขอขอบคุณเพื่อนๆ พี่ๆ ร่วมหลักสูตรทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือ ให้คำแนะนำ และเป็นกำลังใจมาโดยตลอด อย่างไรก็ตามหากมีข้อผิดพลาดประการใดในงานวิจัยฉบับนี้ ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	(5)
ABSTRACT	(6)
กิตติกรรมประกาศ	(7)
สารบัญ	(8)
สารบัญตาราง	(10)
สารบัญภาพ	(11)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญและที่มาของปัญหา	1
คำถามการวิจัย	6
วัตถุประสงค์การวิจัย	6
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	6
ขอบเขตการวิจัย	7
นิยามคำศัพท์	7
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	9
แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)	9
ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)	10
ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)	11
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	12
การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย	28
ตัวแปรควบคุม	34
กรอบแนวคิดการวิจัย	35

สารบัญ

	หน้า
บทที่ 3 วิธีการดำเนินการวิจัย	36
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	36
การเก็บรวบรวมข้อมูล	37
ตัวแปรและการวัดค่า	38
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	41
บทที่ 4 ผลการศึกษา	43
การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)	43
การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis)	46
การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)	48
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ประโยชน์ที่ได้รับ ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ	54
สรุปผลการศึกษา	55
อภิปรายผลการศึกษา	55
ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา	59
ข้อจำกัดในการศึกษา	60
ข้อเสนอแนะการศึกษาในอนาคต	61
บรรณานุกรม	62
ภาคผนวก	67
ประวัติผู้เขียน	70

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท	22
ตารางที่ 3.1 จำนวนตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรม	37
ตารางที่ 3.2 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย	39
ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง	44
ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน	47
ตารางที่ 4.3 ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	50
ตารางที่ 4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม	50
ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)	51
ตารางที่ 4.6 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)	53

สารบัญภาพ

ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

หน้า

35

บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญและที่มาของปัญหา

ปัจจุบันองค์กรธุรกิจต้องเผชิญกับการแข่งขันทางธุรกิจที่มีความรุนแรงมากขึ้น ประกอบกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่เกิดการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ส่งผลให้ผู้บริหารต้องตัดสินใจปรับเปลี่ยนองค์กรให้มีความทันสมัยสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้น เพื่อสร้างความได้เปรียบในด้านต่างๆ และขยายขีดความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจ สำหรับผู้บริหารการตัดสินใจหรือการจัดการจะเกิดขึ้นในหลายมิติ เช่น การวางแผนการผลิต การวางกลยุทธ์ในการทำตลาด และการจัดการทางการเงิน ซึ่งหนึ่งในองค์ประกอบของการจัดการทางการเงินที่มีความสำคัญคือ การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) (Frank & Goyal, 2009) เนื่องจากบริษัทมีความต้องการเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการต่างๆ ได้แก่ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ การสร้างโรงงานหรือศูนย์กระจายสินค้า การติดตั้งเทคโนโลยีใหม่ รวมถึงการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ เพื่อตอบรับกับการเปลี่ยนแปลงและเพิ่มโอกาสในการแข่งขันให้กับธุรกิจ ดังนั้นการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจึงมีความสำคัญกับธุรกิจอย่างมาก โครงสร้างเงินทุนเกิดจากการผสมผสานระหว่างส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีแหล่งที่มาของเงินทุนจาก 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมและส่วนของผู้ถือหุ้น และแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้และการลงทุนเพิ่ม (Myers, 1984) ซึ่งแหล่งเงินทุนแต่ละแหล่งมีต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน ผู้บริหารจึงต้องตัดสินใจเลือกระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นให้มีความเหมาะสมที่สุด เพื่อให้ธุรกิจมีต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุนต่ำที่สุดและมีมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงที่สุด นอกจากต้นทุนของเงินทุนที่เป็นปัจจัยหลักในการพิจารณาระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นแล้ว ปัจจัยลักษณะของบริษัทเป็นอีกหนึ่งชุดข้อมูล que ผู้บริหารสามารถนำไปประกอบการพิจารณาระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นให้เข้าใกล้กับเป้าหมายของโครงสร้างเงินทุนได้มากขึ้น (Titman & Wessels, 1988)

จากการนำปัจจัยลักษณะของบริษัทมาเป็นข้อมูลในการพิจารณาระดับของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทนั้น ทำให้แต่ละบริษัทมีเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งแหล่งเงินทุนมีต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ที่จะได้รับแตกต่างกัน โดย Modigliani and Miller (1958) ทำการศึกษาต้นทุนของเงินทุน การเงินบริษัทและทฤษฎีการลงทุนภายใต้สมมติฐานตลาดสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) คือ ทุกบริษัทอยู่ในระดับความเสี่ยงเดียวกัน

และผู้บริหารดำเนินกิจการเพื่อให้เกิดความมั่นคงสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น จากการศึกษาได้ข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน 2 แนวทาง คือ โครงสร้างเงินทุนรูปแบบไม่มีภาษีเงินได้ และโครงสร้างเงินทุนรูปแบบมีภาษีเงิน (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552) แต่เนื่องจากสมมติฐานข้างต้นไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง จึงมีการศึกษาเพิ่มเติม โดยนำปัจจัยภาษีนิติบุคคลเข้ามาพิจารณา พบว่าการก่อกำเนิดทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษี และส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น (Modigliani & Miller, 1963) จากการศึกษาข้างต้นทำให้เกิดการศึกษาและพัฒนาแนวคิดขึ้นมามากมาย โดยนำปัจจัยต่างๆ มารวมพิจารณาและอธิบายโครงสร้างเงินทุน เพื่อให้มีความใกล้เคียงและเหมาะสมกับความเป็นจริงมากที่สุด สำหรับการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทและโครงสร้างเงินทุน งานวิจัยส่วนใหญ่ นิยมใช้ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) มาอธิบายความสัมพันธ์ โดยทฤษฎีแลกเปลี่ยนกล่าวถึงอัตราส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) จากการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์จากการกู้ยืม และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัท ทั้งจากแหล่งเงินทุนภายในนั้นคือกำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอกนั้นคือ หนี้สินและทุน ซึ่งทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น แนะนำให้ใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุดก่อน

งานวิจัยในอดีตมีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมากมาย โดยผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) อัตราการเติบโต (Growth) ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) และสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; ญัฐญาดา คงสกุล, 2560; วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา วรรณิกา, 2562; วิราภานต์ รัชสมบุรณ์, 2559; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Acaravci, 2014; Alkhatib, 2012; Banchuenvijit, 2014; Cassar & Holmes, 2003; Chen, 2004; Deesomsak et al., 2004; Frank & Goyal, 2003; Frank & Goyal, 2009; Gaud, Jani, Hoesli, & Bender, 2005; Wald, 1999) ซึ่งมีการศึกษาในหลายประเทศ และมีผลการศึกษาที่แตกกันออกไปทั้งจำนวนปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนและทิศทางของความสัมพันธ์ โดยความแตกต่างที่เกิดขึ้นมีสาเหตุมาจากสภาพแวดล้อมทางการเงินของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน เช่น การจัดการความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล กฎหมายการคุ้มครองเจ้าหนี้ และนโยบายการระดมทุนในตลาดทุนของรัฐ (Chen, 2004; Deesomsak et al., 2004; Wald, 1999)

สำหรับในประเทศไทยงานวิจัยในอดีตมีการศึกษากลุ่มตัวอย่างจาก บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามดัชนีต่างๆ เช่น SET, SET50, SET100 และ SET CLMV






รวมถึงการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นอกจากนี้ยังพบว่าการศึกษา กลุ่มตัวอย่างที่มาจกตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันมีผลการศึกษาที่แตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่าปัจจัยที่มีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 ได้แก่ ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน และสภาพคล่องทางการเงิน ในขณะที่ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้แก่ สินทรัพย์มีตัวตน และสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งความแตกต่างของจำนวนปัจจัยที่เกิดขึ้นมีสาเหตุมาจากขนาดของบริษัทที่จดทะเบียน โดยกลุ่ม SET100 คือ บริษัทที่จดทะเบียนเป็นธุรกิจขนาดใหญ่ มีทุนชำระแล้วหลังการออกจำหน่าย ตั้งแต่ครั้งแรก 300 ล้านบาทขึ้นไป ส่วนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ เป็นธุรกิจขนาดกลาง และขนาดย่อม มีทุนชำระแล้วขั้นต่ำ 20 ล้านบาท ซึ่งส่งผลต่อความน่าเชื่อถือในก้อนี้ งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาจะถูกจัดกลุ่มด้วยมูลค่าตามราคาตลาด สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ขนาดของบริษัทจดทะเบียน หรือรายได้จากกลุ่มประเทศ (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม) อย่างไรก็ตาม การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มบริษัทบรรษัทภิบาล มีค่อนข้างจำกัด

บริษัทในกลุ่มบรรษัทภิบาล (Corporate Governance) คือ บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (วิจิตรรา จำลองราษฎร์, 2561) การกำกับดูแลกิจการหรือบรรษัทภิบาลมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียน และนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้น โดยการดำเนินธุรกิจนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปบริหารกิจการด้วยตนเองได้ จึงมีการตั้งตัวแทนเพื่อทำหน้าที่ในการบริหารธุรกิจ นั่นคือ ผู้บริหาร และเพื่อควบคุมผู้บริหารให้ดำเนินธุรกิจตามหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย ผู้ถือหุ้นจึงแต่งตั้งคณะกรรมการเพื่อควบคุมดูแลการบริหารกิจการของผู้บริหารให้ดำรงไว้ซึ่งการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาวหรือสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้นภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี (ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2559) นอกจากนี้เพื่อเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น บรรษัทภิบาลจึงเข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลกิจการให้มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย รวมถึงเป็นวิธีหนึ่ง ที่ผู้ถือหุ้นใช้ในการตรวจสอบการบริหารงาน และช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) โดยหลักการบรรษัทภิบาล มีความเชื่อมโยงกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ในส่วนของต้นทุนตัวแทน (Agency Cost)

และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ในส่วนของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)

การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย หรือ CG Rating ซึ่งดำเนินการวัด ประเมินและจัดอันดับระดับธรรมาภิบาลของบริษัท โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และได้รับการส่งเสริมจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับดูแลหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) รวมถึงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ใช้หลักการกำกับดูแลกิจการตามมาตรฐานสากล ประกอบด้วย 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ โดยภายใต้หลักการในแต่ละหมวด จะมีแนวหรือหลักปฏิบัติ ที่แนะนำการดำเนินธุรกิจให้เป็นไปตามหลักธรรมาภิบาล และหลักปฏิบัติดังกล่าวถือเป็นเกณฑ์การให้คะแนนในการตรวจวัด และประเมินธรรมาภิบาลของบริษัทด้วย ซึ่งผลการประเมินจะถูกเผยแพร่ต่อสาธารณะชนผ่านรายงานการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Report หรือ CRG) ด้วยวิธีการจัดกลุ่มระดับจากการเทียบเคียงคะแนนเป็นดาว แสดงดังตารางที่ 1.1 สำหรับการเผยแพร่ในรายชื่อบริษัทรายงานการกำกับดูแลกิจการ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะเผยแพร่เฉพาะบริษัทที่อยู่เกณฑ์ “ดี” ถึง “ดีเลิศ” เท่านั้น (ยุทธ วรรณธรร, 2552)

ตารางที่ 1.1 การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ด้วยวิธีการจัดกลุ่มระดับจากการเทียบเคียงคะแนนเป็นดาว

ช่วงคะแนน	ตราสัญลักษณ์	ความหมาย
90 ขึ้นไป		ดีเลิศ
80 - 90		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	ไม่มี

จากหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการตามมาตรฐานสากลนั้น แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงเป็นบริษัทที่ให้ความสำคัญกับการคุ้มครองสิทธิของผู้ถือหุ้น อำนวยความสะดวกแก่ผู้ถือในการใช้สิทธิในเรื่องต่างๆ มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ทุกรายซึ่งรวมถึงผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและผู้ถือหุ้นต่างชาติ ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท มีความตระหนักต่อความสัมพันธ์ที่ดีและความร่วมมือที่ดีระหว่างบริษัทและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งปัจจัยที่ส่งเสริมให้บริษัทสามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน และมีการเปิดเผยข้อมูลที่สำคัญเกี่ยวกับบริษัท อย่างถูกต้อง โปร่งใส ครบถ้วน และทันเวลา (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และ ตลาดหลักทรัพย์, 2560) นอกจากนี้คณะกรรมการของบริษัทมีการแนะนำแนวทางการดำเนินงาน และติดตามดูแลการทำงานของฝ่ายบริหาร เพื่อรักษาผลประโยชน์ของบริษัทและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเต็มที่ (ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2559) ซึ่งบริษัทที่มีลักษณะดังกล่าวจะสามารถลด ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลงได้ ส่งผลให้ ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) มีค่าต่ำลง และการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกับความโปร่งใส ในการเปิดเผยข้อมูล ส่งผลให้ปัญหาเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างนักลงทุน ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารลดลง โดยการลดลงของปัญหาดังกล่าว ย่อมทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทลดลงด้วย

สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการกำกับดูแลกิจการ และต้นทุนของหนี้สิน (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Bhojraj & Sengupta, 2003; Byun, 2007) เช่นการศึกษาของ ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) ที่ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าพบว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแล กิจการสูงจะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ เนื่องจากบริษัท ที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นน้อยกว่า ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ลดลง เมื่อพิจารณา ผลการศึกษาในมุมมองทฤษฎีแลกเปลี่ยน พบว่ามีความสอดคล้องกับทฤษฎีในกรณีที่ต้นทุน จากการก่อหนี้ต่ำลง ทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น เป็นผลให้บริษัทมีแนวโน้มก่อหนี้ ในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น และจากผลการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นลักษณะของบริษัทที่มีคะแนน การกำกับดูแลกิจการสูงอาจมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างออกไปจากบริษัทอื่นในตลาดหลักทรัพย์

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ความสำคัญและการส่งเสริมธรรมาภิบาล ให้เกิดขึ้นอย่างยั่งยืน ส่งผลให้ปัจจุบันนักลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุนในตราสารทุนของบริษัทบรรษัทภิบาล มากขึ้น เนื่องจากบริษัทบรรษัทภิบาลมีการเปิดเผยข้อมูลที่ดีและมีความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจ ทำให้ได้รับการยอมรับและได้รับความเชื่อมั่นจากนักลงทุน (เสนีย์ พวงยาณี, สิทธิชัย ธรรมเสนห์

และศศิธร วชิรปัญญาพงศ์, 2560) และธรรมาภิบาลของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาการลงทุนในตราสารทุนอีกด้วย (ศาตรา ไทลประเสริฐ, จตุรงค์ ศรีวงษ์วรรณ และชมพูนุท โมราชาติ, 2563) เช่นเดียวกับบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน จำนวน 11 บริษัท ได้ร่วมกันจัดตั้งกองทุนรวมธรรมาภิบาลไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่มีธรรมาภิบาลที่ดี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2560) ซึ่งการลงทุนจะพิจารณาลงทุนเฉพาะบริษัทที่ได้รับการประเมินด้านธรรมาภิบาลและได้รับการจัดอันดับ CG Scoring จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ที่อยู่ในเกณฑ์ระดับ “ดีมาก” ถึง “ดีเลิศ” เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ดังกล่าวเป็นบริษัทที่ให้ความสำคัญกับธรรมาภิบาลอย่างชัดเจน และมีเหตุหรือปัจจัยที่จะทำให้บริษัทนั้นเติบโตไปอย่างยั่งยืน (กองทุนรวมธรรมาภิบาลไทย, 2560)

จากที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัท (ได้แก่ ปัจจัยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ปัจจัยขนาดบริษัท ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร ปัจจัยผลประโยชน์ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน ปัจจัยอัตราการเติบโตของบริษัท และปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน) กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรุษภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำถามการวิจัย

ปัจจัยลักษณะของบริษัทใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรุษภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นอย่างไร

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรุษภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ประโยชน์เชิงวิชาการ

1. สามารถเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรุษภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. สามารถเข้าใจได้ว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นดังกล่าว มีความสอดคล้องหรือขัดแย้งกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนหรือทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น

ประโยชน์เชิงปฏิบัติ

1. ผู้บริหารการเงินของบริษัทสามารถใช้ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนมาเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเลือกแหล่งที่มาของเงินทุน เพื่อให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีความสอดคล้องกับลักษณะของบริษัท
2. นักลงทุนหรือกองทุนสามารถใช้ผลการวิจัยเพื่อเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาความเสี่ยงในการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มบริษัทบรรษัทภิบาล

ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยครั้งนี้ได้ทำการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มบริษัทบรรษัทภิบาลที่อยู่ในเกณฑ์ “ดีมาก” ขึ้นไป และกลุ่มบริษัทบรรษัทภิบาลที่อยู่ในเกณฑ์ “ดี” แบ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ โดยศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเป็นรายปี ซึ่งครอบคลุมในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2560 ไปจนถึงปี พ.ศ.2562

นิยามคำศัพท์

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง องค์ประกอบของแหล่งเงินทุนทั้งภายใน ได้แก่ กำไรสะสม และภายนอก ได้แก่ หนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นสามัญ ที่ได้จากการจัดหาเงินทุนระยะยาวของบริษัท (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) หมายถึง ตลาดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถูกจัดตั้งขึ้นโดยพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 อยู่ภายใต้การดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 8 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (อรพรรณ ใบดี, 2558)

บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) หมายถึง การกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อการสร้างคุณค่าให้กิจการยั่งยืน โดยจัดให้มีโครงสร้างและกระบวนการของความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการ ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้นักลงทุนและความสามารถ

ในการแข่งขัน นำไปสู่ความเจริญเติบโตและเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) หมายถึง คะแนนที่ได้รับการประเมินหรือการวัดระดับธรรมาภิบาลของบริษัท ตามเกณฑ์การพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ว่าบริษัทนั้นมีธรรมาภิบาลมากหรือน้อยอย่างไร ซึ่งในประเทศไทยหน่วยงานที่สร้างเครื่องมือสำรวจและจัดทำรายงาน ได้แก่ สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) (ยุทธ วรรณธรร, 2552)

ขนาดของบริษัท (Firm Size) หมายถึง ปริมาณสินทรัพย์รวมของบริษัทที่มีจำนวนมากหรือน้อยแตกต่างกัน ซึ่งการเปรียบเทียบขนาดของบริษัทสามารถวัดได้จากลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (จิราวัฒน์ แสงเป่า, 2559)

สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) หมายถึง สินทรัพย์ที่สามารถมองเห็น และจับต้องได้ ได้แก่ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ที่บริษัทถือครองอยู่ ซึ่งเป็นค่าที่สามารถวัดได้จากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต, และดวงกมล นีรพัฒน์กุล, 2562)

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) หมายถึง ลักษณะของบริษัทที่แสดงถึงผลประกอบการของบริษัทในการดำเนินธุรกิจในช่วงระยะเวลาหนึ่ง ซึ่งผลประกอบการกำไรหรือขาดทุนนั้น แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้สิน รวมถึงการจัดสรรผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น (สรียา อัจฉมาสัย, 2533)

อัตราการเติบโต (Growth) หมายถึง บริษัทที่มีการเติบโตของยอดขายในแต่ละปี สำหรับการเปรียบเทียบการเติบโตจะใช้ผลต่างของยอดขายระหว่างปีปัจจุบันกับปีที่ผ่านมาต่อยอดขายปีที่ผ่านมา (Cassar & Holmes, 2003)

ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) หมายถึง รายการลดหย่อนภาษีอื่นๆ ยกเว้นรายการลดหย่อนภาษีจากดอกเบี้ยที่เกิดจากการก่อหนี้ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่าย (วิราภานต์ รักษ์สมบูรณ์, 2559)

สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) หมายถึง ความสามารถในการเปลี่ยนสินทรัพย์หรือสิ่งของให้เป็นเงินสดภายในระยะเวลาที่ต้องการ สำหรับการเปรียบเทียบสภาพคล่องทางการเงินจะเปรียบเทียบจากอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน (มาสิฎฐา ศิริวรกุล และชัชวุดิ ตั้งสมชัย, 2560)

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเรื่องปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ศึกษาได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งการศึกษาออกเป็นประเด็นต่าง ๆ ดังนี้

- 2.1 แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)
- 2.2 ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)
- 2.3 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)
- 2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.5 การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย
- 2.6 ตัวแปรควบคุม
- 2.7 กรอบแนวคิดการวิจัย

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)

โครงสร้างเงินทุนเกิดจากการผสมผสานระหว่างส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยผู้บริหารมีความรับผิดชอบเกี่ยวกับการตัดสินใจเรื่องระดับของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นให้เข้าใกล้กับเป้าหมายของการมีโครงสร้างเงินทุนที่เกิดประโยชน์มากที่สุด เพื่อให้ธุรกิจมีต้นทุนถัวเฉลี่ยของเงินทุนต่ำที่สุดและมีมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงที่สุด ผู้บริหารสามารถเลือกแหล่งเงินทุนได้จาก 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนภายในที่มาจากกำไรสะสมและส่วนของผู้ถือหุ้น หรือแหล่งเงินทุนภายนอกที่มาจากการก่อหนี้สินและการลงทุนเพิ่ม (Myers, 1984) ซึ่งการเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่มีความแตกต่างกันทำให้เกิดต้นทุนและผลประโยชน์แตกต่างกัน จึงส่งผลให้เกิดการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนขึ้นมากมาย

เริ่มต้นจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่าภายใต้สมมติฐานตลาดสมบูรณ์ คือ ไม่มีต้นทุนธุรกรรม ไม่มีภาษี ไม่มีต้นทุนล้มละลาย นักลงทุนได้รับข้อมูลเหมือนกันกับผู้บริหารเกี่ยวกับลงทุนของกิจการในอนาคต นักลงทุนสามารถก่อหนี้โดยมีต้นทุนการก่อหนี้ที่เท่ากับบริษัท และกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ไม่ได้รับผลกระทบจากการก่อหนี้ สามารถแบ่งประเภทของบริษัทได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ บริษัทที่ใช้แหล่งเงินทุน

จากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยไม่ก่อหนี้ และบริษัทที่ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้น ต่อมาได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลกระทบทางภาษี พบว่าการก่อหนี้ทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษี และส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น (Modigliani & Miller, 1963) ซึ่งจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนดังกล่าว ทำให้เกิดการศึกษาค้นคว้าแนวคิดและทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนออกมาหลายทฤษฎีในภายหลัง อย่างไรก็ตามการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้จะนำทฤษฎีแลกเปลี่ยนและทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุนมาใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะเฉพาะของบริษัท กับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่าทฤษฎีทั้งสองได้รับความนิยมและถูกนำไปอธิบายความสัมพันธ์ทั้งเชิงบวกและเชิงลบระหว่างปัจจัยต่าง ๆ กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างแพร่หลาย

ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงอัตราส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) จากการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์จากการกู้ยืม โดยเป็นการสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนในการล้มละลาย (Myers, 1984) กล่าวคือ หากบริษัทมีการก่อหนี้จะช่วยให้เกิดการประหยัดภาษีได้ (Tax Benefit) เนื่องจากบริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งดอกเบี้ยจ่ายดังกล่าวเป็นค่าใช้จ่ายก่อนเสียภาษีนิติบุคคล ทำให้กำไรก่อนภาษีลดลง บริษัทจึงเสียภาษีน้อยลง ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าสูงขึ้น นอกจากนี้หนี้สินสามารถช่วยควบคุมผู้บริหาร (Adds Discipline to Management) การที่บริษัทมีหนี้สินมาก ส่งผลให้ผู้บริหารต้องทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น เพื่อให้ธุรกิจมีกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับดำเนินธุรกิจ การชำระหนี้ต้น และดอกเบี้ยได้ แต่ในขณะเดียวกันการก่อหนี้เพิ่มของบริษัทย่อมเกิดต้นทุนต่าง ๆ ตามมา ซึ่งต้นทุนจากการก่อหนี้ มี 2 ลักษณะ ได้แก่

1. ต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Costs) เกิดจากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีหนี้อยู่จำนวนมาก ทำให้เกิดโอกาสในการผิดนัดชำระหนี้รวมถึงการแบกรับภาระหนี้ที่สูงขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าลดลง (Warner, 1977) สามารถแบ่งต้นทุนล้มละลายได้ออกเป็น 2 ประเภท คือ ต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อม

- 1.1 ต้นทุนทางตรง (Direct Cost of Bankruptcy) เกิดขึ้นเมื่อบริษัทเข้าสู่กระบวนการล้มละลาย ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายทางตรงในการจ้างที่ปรึกษาทางกฎหมาย ที่ปรึกษาทางบัญชี หรือผู้ดูแลการล้มละลาย รวมถึงค่าใช้จ่ายในการบริหารการล้มละลาย

- 1.2 ต้นทุนทางอ้อม (Indirect Cost of Bankruptcy) เกิดขึ้นเมื่อบริษัทเผชิญกับการสูญเสียความเชื่อมั่นในบริษัทจากลูกค้า ผู้จัดหาวัตถุดิบและพนักงาน และอาจส่งผลให้ลูกค้าเริ่มมองหาบริษัทอื่นที่มีความมั่นคงมากกว่า ผู้จัดหาวัตถุดิบปฏิเสธการให้เครดิต หรือเกิดการลาออกของพนักงาน ซึ่งเป็นสูญเสียรายได้และเพิ่มค่าใช้จ่ายให้กับบริษัท

2. ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เป็นผลมาจากความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกับตัวแทนที่เกิดความขัดแย้งกัน อันเนื่องมาจากการแสวงหาประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง และมีเป้าหมายหรือผลประโยชน์ไม่ตรงกัน (Conflict of Interest) โดย Jensen and Meckling (1976) แบ่งความขัดแย้งระหว่างตัวแทนเป็น 2 แบบ ได้แก่ ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้

2.1 ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร โดยปกติผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินเดือนเพียงอย่างเดียว ไม่ได้รับผลตอบแทนจากกำไรที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงาน และกำไรดังกล่าวจะถูกแบ่งให้กับผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ ในขณะที่ผู้บริหารต้องแบกรับภาระต้นทุนและความเสี่ยงที่เกิดจากการดำเนินงานทั้งหมด จึงเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารไม่มีความพยายามในการดำเนินงานหรือบริหารบริษัทให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งการบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพส่งผลให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง และเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหาร การก่อกำหนดเพิ่มขึ้นของบริษัทจะเป็นการลดความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารจะใช้จ่ายหรือลงทุนในทางที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากมีภาระผูกพันในการจ่ายชำระหนี้คืนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา

2.2 ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ เนื่องจากบริษัทมีการกู้ยืมเงินจากภายนอกจำนวนมากเพื่อใช้ในการลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยงสูง โดยบริษัทคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนที่สูงเช่นเดียวกัน หากโครงการดังกล่าวประสบความสำเร็จเจ้าหนี้ได้รับผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยในอัตราคงที่ ขณะที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นจะได้รับผลประโยชน์มากขึ้นจากผลตอบแทนที่สูงขึ้นในทางกลับกันหากโครงการดังกล่าวไม่ประสบความสำเร็จหรือขาดทุน เจ้าหนี้ต้องแบกรับความเสียหายจากการขาดทุนที่เกิดขึ้นด้วย ทำให้เจ้าหนี้ต้องรับความเสี่ยงที่มากขึ้นในอัตราผลตอบแทนที่เท่าเดิม ดังนั้นในสัญญากู้ยืม จึงมีการกำหนดข้อจำกัดหรือข้อตกลงต่าง ๆ ในการลงทุน เพื่อเป็นการป้องกันการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงหรือโครงการที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจที่กำลังดำเนินการอยู่ รวมถึงการมีหลักทรัพย์ค้ำประกันและการที่บริษัทให้ข้อมูลที่โปร่งใสกับเจ้าหนี้ จะส่งผลให้ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ลดลง

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory)

เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัท ทั้งจากแหล่งเงินทุนภายในนั่นคือกำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอกนั่นคือ หนี้สินและทุน จากมุมมองของนักลงทุนภายนอกมองว่าตราสารทุนมีต้นทุนของเงินทุนสูงกว่าตราสารหนี้ เนื่องจากแหล่งเงินทุนทั้งสองมีผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่ม เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Risk premium) เหมือนกัน แต่นักลงทุนภายนอกต้องการอัตราผลตอบแทนจากตราสารทุนที่สูงกว่าตราสารหนี้ ส่งผลให้ตราสารทุนมีต้นทุนของเงินทุนสูงกว่าตราสารหนี้ ดังนั้นจากมุมมองดังกล่าวทำให้แหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสม

เป็นแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด เนื่องจากไม่มีผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Frank & Goyal, 2003) บริษัทจึงใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก หากกำไรสะสมไม่เพียงพอบริษัทจะเลือกการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นลำดับถัดมา และใช้การจัดหาเงินทุนจากการออกตราสารทุนเป็นลำดับสุดท้าย

นอกจากนี้ Myers and Majluf (1984) ได้อธิบายถึงการรับรู้ข้อมูลที่แตกต่างกัน หรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างนักลงทุน ผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยผู้บริหารสามารถเข้าถึงข้อมูลต่าง ๆ และเข้าใจความเสี่ยงหรือโอกาสที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตได้มากกว่า นักลงทุนและผู้ถือหุ้น ประกอบกับนักลงทุนตระหนักถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ทำให้เกิดการลดราคาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงทั้งที่ออกใหม่และมีอยู่เดิมเมื่อมีการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ ส่งผลให้ผู้บริหารเลือกจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมก่อน เนื่องจากเป็นแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุดและไม่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงที่ต่างกันของข้อมูล แล้วจึงจัดหาเงินทุนจากหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำเป็นลำดับถัดไป ซึ่งการออกตราสารทุนใหม่เป็นการเพิ่มทุนให้กับบริษัทจึงเป็นทางเลือกในลำดับสุดท้าย เพราะการออกตราสารทุนใหม่มีต้นทุนค่อนข้างสูง ดังนั้นบริษัทจะไม่ออกตราสารทุนเพิ่มหากไม่จำเป็น (Myers, 1984)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Wald (1999) ศึกษาหลักฐานเชิงประจักษ์ โดยการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา จำนวนทั้งหมด 4,404 บริษัท โดยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ผลการวิจัยพบว่ารายการลดหย่อนภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาและค่าเสื่อมราคา) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทในทุกประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตและทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) พบว่าบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในรายการลดหย่อนภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินอยู่จำนวนมาก จะมีการก่อหนี้ลดลง เนื่องจากบริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษีสูงอยู่แล้ว ทำให้ได้ผลประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้ลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนการล้มละลาย

นอกจากนี้ยังพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทในทุกประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) เนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนภายนอก บริษัทจึงเลือกใช้เงินทุนตามลำดับขั้น โดยใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นลำดับแรก ทั้งนี้ผลการศึกษาในแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน ประเทศที่สามารถจัดการกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ดีจะมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต่ำ ได้แก่ อังกฤษ เยอรมัน และฝรั่งเศส แต่ประเทศที่จัดการกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ไม่ดีเพียงพอจะมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูง ได้แก่ ญี่ปุ่น และสหรัฐอเมริกา

การเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ในทุกประเทศ ยกเว้น ประเทศสหรัฐอเมริกาที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการเติบโตของบริษัทและการก่อหนี้ในทุกประเทศ เนื่องจากโอกาสการเติบโตอาจส่งผลให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ และความขัดแย้งที่เกิดขึ้นเป็นสาเหตุที่ทำให้บริษัทระงับการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าบวกได้ จึงทำให้ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เพิ่มสูงขึ้น ส่วนความสัมพันธ์เชิงบวกของตัวแปรที่เกิดขึ้นกับประเทศอื่น ๆ มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น บริษัทที่มีการเติบโตสูงต้องการเงินทุนสำหรับลงทุนในโครงการต่าง ๆ ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต โดยเริ่มจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน ตามด้วยจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ได้แก่ การก่อหนี้ และการเพิ่มทุนตามลำดับ

Wald (1999) ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทกับการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ ในประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และอังกฤษ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้สามารถมีโอกาสก่อหนี้ได้มากกว่า และการก่อหนี้สามารถควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารได้ดีกว่า แต่ในประเทศเยอรมนีพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของบริษัทกับการก่อหนี้อย่างไม่มีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศเยอรมนีมีธนาคารเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่และมีลักษณะของผู้ถือหุ้นเป็นกลุ่มเล็ก ทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารได้ง่ายกว่าประเทศอื่น ๆ สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบว่าธนาคารขนาดใหญ่มีอิทธิพลต่อการทำกำไรของบริษัทในเยอรมนี จึงส่งผลให้การก่อหนี้เพื่อควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหารของบริษัทขนาดใหญ่ในเยอรมนีต่ำลง เช่นเดียวกับประเทศฝรั่งเศสที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นกลุ่มเล็ก แต่พบว่าธนาคารในฝรั่งเศสมีอิทธิพลต่อบริษัทน้อยกว่าธนาคารในเยอรมนี จึงส่งผลให้ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ในเชิงบวกและไม่มีนัยสำคัญ

Cassar and Holmes (2003) ศึกษาลักษณะกิจการของวิสาหกิจขนาดกลาง และขนาดย่อมในประเทศออสเตรเลีย เพื่อหาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและการจัดหาเงินทุน โดยศึกษาข้อมูลitudinal จาก The Business Longitudinal Survey (BLS) ตั้งแต่ปี ค.ศ.1995 ถึง ค.ศ.1999 และตั้งเกณฑ์ในการคัดกรองข้อมูลบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม ซึ่งมีตัวอย่างที่เป็นไปตามเกณฑ์อยู่ 1,555 บริษัท จากการทดสอบตัวแปรด้วยการวิเคราะห์ถดถอยที่ใช้วิธีกำลังสองน้อยสุด Ordinary Least Square (OLS) Regression พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจัดหาทุนจากการกู้ยืม ได้แก่ ขนาดของบริษัทและการเติบโตของบริษัท เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนล้มละลาย ความเสี่ยงและต้นทุนในการทำธุรกรรมระหว่างเจ้าหนี้กับลูกหนี้ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก ส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่ได้ประโยชน์จากการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) เช่นเดียวกับบริษัทที่กำลังเติบโตมีความต้องการใช้เงินทุนสูงกว่าเงินทุนภายในของบริษัท จึงทำให้บริษัทที่มีการเติบโตสูงมีแนวโน้มมองหาเงินทุนภายนอกในกรณีที่แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ เพื่อตอบสนองการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้อง

กับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) นอกจากนี้พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดหาทุนจากการกู้ยืม ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไรและโครงสร้างสินทรัพย์ บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน เนื่องจากมีต้นทุนต่ำกว่าการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ส่วนโครงสร้างสินทรัพย์ พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ที่มีอายุยาวและมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับหนี้สินระยะยาว แต่เมื่อพิจารณาสัดส่วนของหนี้พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีหนี้สินระยะสั้นสูงกว่าหนี้สินระยะยาว จึงส่งผลให้โครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจัดหาทุนจากการกู้ยืม

Chen (2004) ทำการสำรวจปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีน โดยใช้ข้อมูลบัญชีกำไรขาดทุนประจำปีของบริษัทจดทะเบียน ทั้งหมด 88 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ.1995 ถึง ค.ศ.2000 พบว่า ปัจจัยโอกาสการเติบโตและสินทรัพย์มีตัวตนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ เนื่องจากบริษัทที่มีโอกาสการเติบโตสูงตลาดทุนสามารถรับรู้คุณค่าของโอกาสในการเติบโตเช่นเดียวกับเจ้าหนี้ ซึ่งการรับรู้ที่สะท้อนออกมาในรูปของราคาหุ้นทำให้บริษัทที่มีมูลค่าสูงสามารถก่อหนี้เพิ่มได้เพราะมีต้นทุนการล้มละลายต่ำกว่าและเจ้าหนี้มีความเชื่อมั่นมากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าน้อย และเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ส่วนสินทรัพย์มีตัวตนมักพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัทในประเทศที่กำลังพัฒนา เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนถูกใช้เป็นหลักประกันหนี้สิน ทำให้ต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นระหว่างบริษัทกับเจ้าหนี้ลดลง ส่งผลให้บริษัทได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าต้นทุนล้มละลายสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน

อย่างไรก็ตามการศึกษานี้พบว่าปัจจัยความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ในส่วนของการใช้กำไรสะสมเป็นลำดับแรกเพราะมีความรวดเร็ว สะดวก และประหยัดต้นทุนธุรกรรมกับบริษัทมากที่สุด แต่ลำดับถัดมาบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีนเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอก จากการระดมทุนก่อนการก่อหนี้ เนื่องจากอิทธิพลจากนโยบายของรัฐบาลที่ทำให้การระดมทุนในตลาดทุนได้รับความสนใจ สามารถระดมทุนได้มากและมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อหนี้ ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนในประเทศจีนเลือกจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมก่อน ตามด้วยการระดมทุน และการก่อหนี้เป็นลำดับสุดท้าย นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สินระยะยาว เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงตลาดทุนเพื่อระดมทุนได้ดีกว่า เพราะชื่อเสียงที่ดีของบริษัทในตลาดและดึงดูดนักลงทุนได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก ประกอบกับระบบกฎหมายที่ไม่สมบูรณ์สำหรับการป้องกันเจ้าหนี้ในกรณีลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้ ส่งผลให้ต้นทุนการก่อหนี้สูงกว่าการระดมทุนจากนักลงทุน

Deesomsak et al. (2004) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก จาก 4 ประเทศ คือ ไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ และออสเตรเลีย ที่มีสภาพแวดล้อม ความแตกต่างกันในเรื่องของกฎหมายและการเงิน โดยใช้ข้อมูลรายปีของบริษัทในประเทศไทย 294 บริษัท มาเลเซีย 669 บริษัท สิงคโปร์ 345 บริษัท และออสเตรเลีย 219 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ.1993 - 2001 จากการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์มีตัวตนกับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญ ในประเทศออสเตรเลีย แต่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวในประเทศอื่นๆ เนื่องจากกฎหมายคุ้มครองเจ้าหนี้ ในแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน โดยเฉพาะประเทศออสเตรเลียที่เจ้าหนี้ได้รับการคุ้มครอง ทางกฎหมายต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ส่งผลให้เจ้าหนี้ในประเทศออสเตรเลียให้ความสำคัญกับสินทรัพย์ ค้ำประกันอย่างมากสำหรับการปล่อยกู้ เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงในกรณีที่บริษัทผิดนัดชำระหนี้ และลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ ซึ่งสอดคล้อง กับแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) สินทรัพย์มีตัวตนช่วยลดต้นทุนในการก่อหนี้ของบริษัทให้ต่ำลง บริษัทจึงได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากมีโอกาส ก่อหนี้เพิ่ม พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรและการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญ ในประเทศมาเลเซีย ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น ที่แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นลำดับแรก พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทกับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญในทุกประเทศ ยกเว้นประเทศสิงคโปร์ที่บริษัทได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล ทำให้บริษัทเผชิญกับความเสี่ยง ทางการเงินต่ำกว่าประเทศอื่น ๆ ขนาดของบริษัทในประเทศสิงคโปร์จึงมีความสัมพันธ์เชิงบวก กับการก่อหนี้อย่างไม่มีนัยสำคัญ ส่วนความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับประเทศอื่น ๆ มีความสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ที่ยืนยันว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่ามีแนวโน้มในการก่อหนี้ ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

นอกจากนี้ยังพบว่า โอกาสในการเติบโตของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ ในทุกประเทศ ยกเว้นประเทศออสเตรเลีย ผลการศึกษาที่มีความสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน โดยบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตจะก่อหนี้ลดลง เพื่อหลีกเลี่ยงข้อจำกัดต่าง ๆ ในการป้องกันการลงทุน ที่มีความเสี่ยงสูงซึ่งถูกกำหนดโดยผู้ปล่อยกู้ การศึกษานี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างรายการ ลดหย่อนภาษีที่ไม่ใช่หนี้กับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญในทุกประเทศ สอดคล้องกับทฤษฎี แลกเปลี่ยนในกรณีที่บริษัทมีรายการลดหย่อนภาษีที่ไม่ใช่หนี้สูงจะทำให้ประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้ ของบริษัทลดลง จึงส่งผลให้บริษัทก่อหนี้ต่ำ จากการศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก พบความสัมพันธ์ที่มีความแตกต่างกัน เนื่องมาจากการตัดสินใจโครงสร้าง เงินทุนของบริษัทได้รับผลกระทบจากสภาพแวดล้อมทางด้านกฎหมายและการเงินที่มีความแตกต่างกัน ในแต่ละประเทศ

Frank and Goyal (2009) ทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อหาปัจจัยที่มีความสำคัญ ต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทมหาชนจาก Compustat ตั้งแต่ปี ค.ศ.1950 ถึง 2003 พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการตัดสินใจก่อนหน้านี้ในโครงสร้างเงินทุน ของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัทและสินทรัพย์มีตัวตน เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีกระแสเงินสด หรือสินทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนล้มละลายต่ำกว่า ส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่ได้ประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้อง กับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) เช่นเดียวกับสินทรัพย์มีตัวตน บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตน สูงจะทำให้ต้นทุนล้มละลายและต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่าง เจ้าของกับเจ้าหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนต่ำ ส่งผลให้บริษัทได้ประโยชน์จากการก่อหนี้ มากกว่าเมื่อเทียบกับต้นทุนล้มละลาย นอกจากนี้พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการตัดสินใจก่อนหน้านี้ ในโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ได้แก่ อัตราการเติบโตของบริษัทและความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงมีโอกาสใช้กระแสเงินสดจำนวนมากและมีความเป็นไปได้ที่จะลงทุน ในโครงการใหม่ที่มีความเสี่ยง ส่งผลให้ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Costs) และต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เพิ่มสูงขึ้น เมื่อเทียบกับผลประโยชน์ที่ได้จากภาษีบริษัทอาจมีต้นทุนสูงกว่า จึงทำให้ บริษัทมีการก่อหนี้ลดลงซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน และบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง มักจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน เนื่องจากเป็นแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุด ทำให้บริษัท มีการก่อหนี้ลดลงซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น

Juniarti (2012) ศึกษาดัชนีการรับรู้ธรรมาภิบาลของบริษัท (CGPI) และต้นทุน ของหนี้สิน โดยทำการศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีธรรมาภิบาล (CGPI) ในประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 118 บริษัท ตั้งแต่ปี ค.ศ.2004 ถึง ค.ศ.2008 จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี ธรรมาภิบาลของบริษัทกับต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไม่อยู่ ในการพิจารณาสินเชื่อของเจ้าหนี้ ประกอบกับคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความน่าเชื่อถือเพียงพอ ในการพิจารณาความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัท ดังนั้นจึงไม่ยืนยันว่าบริษัทที่มีคะแนน การกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีต้นทุนการก่อหนี้ที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ที่ได้รับคะแนนต่ำกว่าเสมอไป

Banchuenvijit (2014) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 81 บริษัท จาก 6 อุตสาหกรรม ระหว่าง ปี พ.ศ.2547 ถึง พ.ศ.2551 โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่าง ๆ ของบริษัทกับหนี้สินรวม หนี้สิน ระยะยาว และหนี้สินระยะสั้น พบปัจจัยความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบ กับหนี้สินรวม หนี้สินระยะยาว และหนี้สินระยะสั้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ

ชั้น (Pecking Order Theory) เนื่องจากการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในมีต้นทุนที่ต่ำกว่า และมีความสะดวกมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก พบปัจจัยขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะสั้น เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือ มีความสามารถในการกู้ยืม และมีต้นทุนการล้มละลายต่ำกว่า รวมถึงมีแนวโน้มที่เจ้าหนี้จะปล่อยกู้ได้ง่ายกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ทำให้บริษัทขนาดใหญ่ได้ประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าต้นทุนล้มละลาย ซึ่งสอดคล้องทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) และพบว่าปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะสั้น เนื่องจากบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมาก สามารถลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ส่งผลให้การออกตราสารทุนมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อหนี้ จึงทำให้บริษัทเลือกแหล่งเงินทุนจากการออกตราสารทุนก่อนการก่อหนี้

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจำนวน 232 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ.2546 ถึง พ.ศ.2550 แล้วใช้สมการถดถอยพหุคูณในการหาความสัมพันธ์ จากการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของกิจการกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่กล่าวว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีต้นทุนการล้มละลาย ต้นทุนในการทำธุรกรรม ความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก และมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงทำให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีการก่อหนี้สูงกว่า นอกจากนี้พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ ได้แก่ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการจ่ายเงินปันผล และสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ที่บริษัทจะให้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก ส่งผลให้บริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูงจะใช้แหล่งเงินทุนจากก่อนหน้านี้น้อยลง อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น เนื่องจากความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่าบริษัทมีปัญหาทางด้านการเงินน้อย แสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องของบริษัท บริษัทจึงเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในและก่อหนี้ลดลง เช่นเดียวกับสภาพคล่องของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี สามารถจ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นเงินสดได้ง่าย บริษัทจึงจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นลำดับแรก

กอบกุล จันทรโคไลกา และ วัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ จากกลุ่มตัวอย่าง 968 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ.2000 ถึง ค.ศ.2013 เพื่อวิเคราะห์หาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินรวม จากผลการทดสอบ

ความสัมพันธ์พบว่า ปัจจัยขนาดของบริษัท (Firm Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินรวมในทุกประเทศอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือ ทำให้มีความสะดวกในการทำธุรกรรม มีโอกาสเกิดต้นทุนการล้มละลายต่ำ จึงมีโอกาskog่อนี้ได้มาก ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินรวมในประเทศสิงคโปร์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนสามารถนำไปเป็นหลักประกันการก่อง่อนี้ได้ ทำให้บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูงมีโอกาskog่อนี้ได้มากขึ้น

ปัจจัยผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินรวมในทุกประเทศ เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่สามารถลดหย่อนภาษีได้ เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย ทำให้ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้จากการก่อง่อนี้ลดลง เมื่อเทียบกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการก่อง่อนี้ บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องก่อง่อนี้เพิ่ม ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินในทุกประเทศ บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะเลือกใช้จากกำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในก่อน เนื่องจากมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด ดังนั้นบริษัทจึงไม่มีความจำเป็นต้องก่อง่อนี้ หากมีกำไรสะสมเพียงพอสำหรับการลงทุน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สินรวม แสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงจะก่อง่อนีน้อยลง เนื่องจากบริษัทมีเงินกำไรสะสมสูงและเพียงพอต่อสภาพคล่องของบริษัท ไม่จำเป็นต้องก่อง่อนี้เพิ่มเพื่อรักษาสภาพคล่อง ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินลงทุนกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลทฤษฎีจากตัวอย่างทั้งหมด 555 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 ถึง พ.ศ.2558 แล้วทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ จากการศึกษพบว่าตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการกระจุกตัวของความเป็นเจ้าของของบริษัท สำหรับตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการพบความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน หมายความว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีหรือได้รับคะแนนการกำกับกิจการสูง สามารถช่วยลดต้นทุนของหนี้สินได้ สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าหนี้กับเจ้าของหรือผู้บริหาร ในเรื่องของผลประโยชน์ที่จะได้รับการแบกรับความเสี่ยง ซึ่งการกำกับดูแลกิจการที่ดีแสดงให้เห็นถึงความตั้งใจในการเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใสของบริษัท ส่งผลให้ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับเจ้าของหรือผู้บริหารลดลง และทำให้ต้นทุนของหนี้สินลดลงเช่นกัน

วิราภานต์ รัชสมบุรณ์ (2559) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยใช้ข้อมูลทฤษฎีภูมิ จากงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด และราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 89 บริษัท ระหว่างช่วงปี พ.ศ.2557 ถึง พ.ศ.2559 มาศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ซึ่งจากผลการศึกษาพบปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์มีตัวตนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการก่อหนี้ของบริษัท เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนเป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้ และเป็นการสร้างความเชื่อมั่นให้กับเจ้าหนี้ ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ที่เกิดจากความความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ลดลง สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) เมื่อเปรียบเทียบระหว่างประโยชน์ทางภาษีและต้นทุนล้มละลายจากการก่อหนี้ บริษัทที่มีต้นทุนล้มละลายต่ำจะได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นส่งผลให้บริษัทก่อหนี้เพิ่ม จากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรจะมีกำไรสะสมในระดับที่สูง ดังนั้นเมื่อบริษัทมีความจำเป็นต้องใช้เงินลงทุน บริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทเป็นลำดับแรก เพราะมีอัตราต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอก สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่บริษัทจะเลือกใช้เงินทุนจากกำไรสะสมก่อน หากไม่เพียงพอจะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ และจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุนเป็นลำดับสุดท้าย

การศึกษานี้ยังพบว่าปัจจัยอัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมีความเป็นไปได้ในการขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อตอบรับกับการเติบโตที่เกิดขึ้นในอนาคต ผู้บริหารต้องจัดหาแหล่งเงินทุนมาลงทุนในโครงการต่าง ๆ กรณีที่กำไรสะสมของบริษัทไม่เพียงพอต่อการลงทุน บริษัทจึงจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกจากก่อหนี้ ซึ่งมีต้นทุนของเงินทุนต่ำกว่าการเพิ่มทุน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น พบปัจจัยรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทมีรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มากขึ้น ส่งผลให้เกิดการประหยัดกระแสเงินสดสำหรับการดำเนินกิจการหรือบริหารงานได้มากขึ้น ทำให้กิจการสามารถลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกได้ และพบว่าปัจจัยขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือและมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงส่งผลให้มีความสามารถในการเจรจาต่อรองและมีความสัมพันธ์กับสถาบันการเงินที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจำนวน 314 บริษัท ตั้งแต่ พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2559 จำนวน 1,570 ข้อมูล แล้วทดสอบหาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ด้วย Panel least square วิธีตัวแบบ Fixed effect ซึ่งพบความสัมพันธ์ของปัจจัยกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทดังนี้ ขนาดของบริษัท (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ บริษัทขนาดใหญ่มีความเสี่ยงในการล้มละลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ประกอบกับได้รับความเชื่อถือจากธนาคารมากกว่า เนื่องจากมีการเปิดเผยข้อมูลให้กับธนาคารมากกว่าส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง รวมทั้งบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการชำระหนี้และความเสี่ยงในการล้มละลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้ (Non-debt Taxes Shield) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ บริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายในสัดส่วนที่สูง บริษัทสามารถนำค่าใช้จ่ายดังกล่าวมาลดหย่อนภาษีได้ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีความต้องการลงทุนเพิ่ม ผู้บริหารซึ่งมีมุมมองถึงผลประโยชน์ทางภาษีจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้น เนื่องจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้และการก่อหนี้เป็นการช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานของผู้บริหารอีกด้วย ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และสภาพคล่อง (Liquidity) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องสูง จะส่งผลถึงกำไรสะสมของบริษัท ดังนั้นกรณีมีการลงทุนเพิ่มบริษัทจึงเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน หากเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงจัดหาเงินทุนจากการภายนอก ได้แก่ การก่อหนี้ และการออกหุ้นเป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โอกาสในการเติบโตของบริษัท (Growth) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทย่างมีนัยสำคัญ บริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัทในสัดส่วนที่สูง ดังนั้นเมื่อบริษัทต้องการลงทุนเพิ่มจะพิจารณาแหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก หากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ บริษัทจะใช้ประโยชน์จากมูลค่าที่เพิ่มสูงขึ้นของบริษัทด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนก่อนการก่อหนี้ ส่งผลให้บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีอัตราการก่อหนี้ลดลง

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และ วิชุดา กรรณิกา (2562) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET CLMV โดยเก็บข้อมูลทุดิติภูมิ จากงบการเงินรายไตรมาสของบริษัท จำนวน 24 บริษัท ระหว่าง พ.ศ.2556 ถึง พ.ศ.2560 แล้วใช้สมการถดถอยเชิงพหุในการทดสอบหาความสัมพันธ์ จากการทดสอบพบปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และความสามารถในการชำระหนี้ โดยขนาดของบริษัทมีผลเชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

เนื่องจากบริษัทกลุ่ม SET CLMV มีความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องสูง ผู้บริหารต้องการเงินทุนที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำจึงพิจารณาเงินทุนจากภายในบริษัทเป็นลำดับแรก สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของบริษัทมีผลเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม จากการศึกษาบริษัทกลุ่ม SET CLMV บริษัทขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือทางการเงินสูง และมีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเป็นจำนวนมาก ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมได้ง่าย ส่งผลให้ได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าต้นทุนการล้มละลาย บริษัทในกลุ่มจึงก่อหนี้ระยะยาวสูง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทกลุ่ม SET CLMV มีสภาพคล่องทางการเงินสูง และมีเงินสดเพียงพอสำหรับการใช้เงินทุนในระยะสั้น ส่งผลให้บริษัทในกลุ่มจึงมีการก่อหนี้ระยะสั้นต่ำ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ที่บริษัทควรเลือกใช้เงินทุนจากภายในบริษัทเป็นลำดับแรกเนื่องจากมีต้นทุนการจัดหาเงินทุนที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการจัดหาเงินทุนจากภายนอก

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าบริษัทกลุ่ม SET CLMV ที่มีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนสูง จะก่อหนี้ระยะยาวสูง สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน เนื่องจากบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือทางการเงินสูง มีโอกาสก่อหนี้ระยะยาวได้มากกว่าเพราะมีต้นทุนการล้มละลายต่ำกว่า ส่วนความสามารถในการชำระหนี้มีผลเชิงลบกับอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม จากการศึกษาพบว่าบริษัทกลุ่ม SET CLMV มีความสามารถในการทำกำไรสูง มีกำไรจากการดำเนินงานมาก ส่งผลให้มีความสามารถในการชำระหนี้สูงและความเสี่ยงการล้มละลายของบริษัทต่ำ แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของผู้บริหาร สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ที่การก่อหนี้เพิ่มขึ้นของบริษัทจะเป็นการลดความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารจะใช้จ่ายหรือลงทุนในทางที่ไม่เหมาะสม แต่หากผู้บริหารดำเนินกิจการอย่างมีประสิทธิภาพ ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับผู้บริหารต่ำ บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพื่อควบคุมผู้บริหาร ทำให้บริษัทที่มีความสามารถในการชำระหนี้สูงจึงก่อหนี้ต่ำลง

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น สามารถสรุปผลปัจจัยลักษณะบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนได้ในตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท

ผู้แต่ง (ปีที่แต่ง)	ประเทศ	ตัวอย่าง	จำนวนปีที่ศึกษา	อุตสาหกรรม	ตัวแปรอิสระ						
					คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ขนาดบริษัท	สินทรัพย์มีตัวตน	ความสามารถในการทำกำไร	อัตราดอกเบี้ย	ผลประโยชน์ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน
Wald (1999)	ฝรั่งเศส	Euronext Paris	1	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น							
	เยอรมนี	FWB		อุตสาหกรรม							
	ญี่ปุ่น	TSE		การเงิน และ	-	✓	-	✓	✓	✓	-
	อังกฤษ	FTSE		สาธารณูปโภค							
	สหรัฐอเมริกา	NYSE และ NASDAQ									
Cassar and Holmes (2003)	ออสเตรเลีย	วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม	4	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	-	✓	✓	✓	✓	-	-

ตารางที่ 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท (ต่อ)

ผู้แต่ง (ปีที่แต่ง)	ประเทศ	ตัวอย่าง	จำนวนปี ที่ศึกษา	อุตสาหกรรม	ตัวแปรอิสระ						
					คะแนนการ กำกับดูแล กิจการ	ขนาด บริษัท	สินทรัพย์ มีตัวตน	ความสามารถ ในการทำ กำไร	อัตรา การ เติบโต	ผลประโยชน์ ในส่วนที่ ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพ คล่องทาง การเงิน
Chen (2003)	จีน	SHSE	7	ทุกอุตสาหกรรม	-	✓	✓	✓	✓	✓	-
		SZSE		ยกเว้น อุตสาหกรรม การเงิน							
Deesomsak et al. (2004)	ออสเตรเลีย	ASX	9	ทุกอุตสาหกรรม	-	✓	✓	✓	✓	✓	-
	ไทย	SET		ยกเว้น							
	สิงคโปร์	SGX		อุตสาหกรรม การเงิน							
	มาเลเซีย	MYX									
Gaud et al. (2005)	สวิตเซอร์แลนด์	SWX	10	ทุกอุตสาหกรรม	-	✓	-	✓	✓	✓	-
				ยกเว้น อุตสาหกรรม การเงิน							

ตารางที่ 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท (ต่อ)

ผู้แต่ง (ปีที่แต่ง)	ประเทศ	ตัวอย่าง	จำนวน ปีที่ ศึกษา	อุตสาหกรรม	ตัวแปรอิสระ						
					คะแนนการ กำกับดูแล กิจการ	ขนาด บริษัท	สินทรัพย์ มีตัวตน	ความสามารถ ในการทำ กำไร	อัตรา การ เติบโต	ผลประโยชน์ ในส่วนของ ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพ คล่องทาง การเงิน
Frank and Goyal (2009)	สหรัฐอเมริกา	NYSE และ NASDAQ	53	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	-	✓	✓	✓	✓	-	-
Alkhatib (2012)	จอร์แดน	JSE	4	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	-	✓	✓	✓	✓	-	✓
Acaravci (2014)	ตุรกี	ISE	17	ภาคอุตสาหกรรมการ ผลิต	-	✓	✓	✓	✓	✓	-
Juniarti (2012)	อินโดนีเซีย	CGPI	4	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	✓	✓	-	-	-	-	-

ตารางที่ 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท (ต่อ)

ผู้แต่ง (ปีที่แต่ง)	ประเทศ	ตัวอย่าง	จำนวนปีที่ศึกษา	อุตสาหกรรม	ตัวแปรอิสระ							
					คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ขนาดบริษัท	สินทรัพย์มีตัวตน	ความสามารถในการทำกำไร	อัตราดอกเบี้ย	ผลประโยชน์ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน	
Banchuenvijit (2014)	ไทย	SET	5	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	-	✓	✓	✓	✓	-	-	
อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552)	ไทย	SET	5	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	-	✓	-	✓	✓	-	✓	
เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556)	ไทย	SET50	5	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการเงิน	-	✓	-	✓	-	-	✓	

ตารางที่ 2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท (ต่อ)

ผู้แต่ง (ปีที่แต่ง)	ประเทศ	ตัวอย่าง	จำนวนปีที่ศึกษา	อุตสาหกรรม	ตัวแปรอิสระ						
					คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	ขนาดบริษัท	สินทรัพย์มีตัวตน	ความสามารถในการทำกำไร	อัตราดอกเบี้ย	ผลประโยชน์ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน	สภาพคล่องทางการเงิน
วิราภานต์ รักษ์สมบูรณ์ (2559)	ไทย	SET mai	3	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรม การเงิน	-	✓	✓	✓	✓	✓	-
ณัฐญาดา คงสกุล (2560)	ไทย	SET	5	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรม การเงิน	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓
วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา (2562)	ไทย	SET CLMV	5	ทุกอุตสาหกรรม	-	✓	-	✓	✓	-	✓

จากตารางที่ 2.1 และการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น แสดงให้เห็นว่างานวิจัยส่วนใหญ่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามดัชนีต่างๆ เช่น SET, SET50, SET100 และ SET CLMV รวมถึงการศึกษากลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ อย่างไรก็ตาม การศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ในบริษัทที่อยู่ในกลุ่มบริษัท บรุษภิบาล ยังมีค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้บริษัทธรรมาภิบาลเป็นบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การพิจารณาในมุมของการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย ประกอบกับการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถลดปัญหาตัวแทนและความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) ซึ่งมีความเชื่อมโยงกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นอีกด้วย จึงทำให้ผลการศึกษากลุ่มดังกล่าว อาจมีความแตกต่างจากผลการศึกษากลุ่มบริษัทในดัชนี เช่น SET, SET50, SET100, SET CLMV และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ได้

นอกจากนี้การศึกษาในอดีตที่ศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทที่ครอบคลุมทั้ง 7 ปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ปัจจัยขนาดบริษัท ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร ปัจจัยอัตราการเติบโตของบริษัท ปัจจัยผลประโยชน์ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน และปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน ในประเทศไทย ยังมีค่อนข้างจำกัด ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัททั้ง 7 ปัจจัยกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทกลุ่มบรุษภิบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมและศึกษางานวิจัยในอดีต พบลักษณะเฉพาะของบริษัทหรือปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อยู่หลายปัจจัย สำหรับการศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยทำการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัย ขนาดของบริษัท สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน และสภาพคล่องทางการเงิน กับอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท ซึ่งปัจจัยเหล่านี้พบในงานวิจัยในอดีตเป็นส่วนใหญ่ และคาดว่าปัจจัยดังกล่าวจะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัท บรุษภิบาล

คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating)

คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับต้นทุนของเงินทุน บริษัทที่ได้รับคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการสูง แสดงถึงคุณภาพในการกำกับดูแลกิจการของบริษัทในหลาย ๆ ด้าน โดยเฉพาะการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน ความน่าเชื่อถือทางการเงินและความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล ซึ่งจะส่งผลให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างนักลงทุน ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารลดลง (Byun, 2007) นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการกำกับดูแลการบริหารของคณะกรรมการ ทำให้ความขัดแย้งจากการแสวงหาประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง (Conflict of Interest) ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารลดลง ส่งผลให้ต้นทุนในการก่อหนี้ของบริษัทลดลงด้วย (Bhojraj & Sengupta, 2003) สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่กล่าวถึงการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ เมื่อบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงมีต้นทุนการก่อหนี้ต่ำกว่า และได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ ส่งผลให้บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงมีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของเงินทุนของบริษัท (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Bhojraj & Sengupta, 2003; Byun, 2007) ยกตัวอย่างเช่น ญัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 555 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2554 ถึง พ.ศ. 2558 พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงจะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ เนื่องจากบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงเกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นน้อยกว่า ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง และเมื่อพิจารณาผลการศึกษาในมุมมองทฤษฎีแลกเปลี่ยน พบว่ามีความสอดคล้องกับทฤษฎีในกรณีที่ต้นทุนจากการก่อหนี้ต่ำลง ทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น ส่งผลให้บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูงสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท

H_1 : คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท

ขนาดของบริษัท (Firm Size)

ขนาดของบริษัทมีผลต่อการก่อหนี้ของบริษัท บริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายกว่าและมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนที่หลากหลายกว่า เนื่องจากมีความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Frank & Goyal, 2009) ประกอบกับบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนในการทำธุรกรรมที่ประหยัดต่อขนาดมากกว่าขนาดเล็ก (Wald, 1999) นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่

มีต้นทุนล้มละลายที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กซึ่งมีความเป็นไปได้ที่บริษัทขนาดใหญ่จะได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Cassar & Holmes, 2003) สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่กล่าวถึงการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ เมื่อบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนการก่อหนี้ต่ำกว่าและได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยขนาดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; ญัฐญาดา คงสกุล, 2560; วรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา, 2562; วิราภานต์ รักษ์สมบุรณ์, 2559; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Banchuenvijit, 2014; Cassar & Holmes, 2003; Deesomsak et al., 2004; Frank & Goyal, 2009; Wald, 1999) ยกตัวอย่างเช่น ญัฐญาดา คงสกุล (2560) ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 314 บริษัท พบว่าขนาดของบริษัท (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนล้มลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ประกอบกับได้รับความเชื่อถือจากธนาคารมากกว่า เนื่องจากมีการเปิดเผยข้อมูลให้กับธนาคารมากกว่าส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนต่ำกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ บริษัทขนาดใหญ่จึงได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

H_2 : ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท

สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility)

สินทรัพย์มีตัวตน ได้แก่ โรงงาน อาคาร เครื่องมือ หรือเครื่องจักร ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ง่ายต่อการประเมินมูลค่า (Frank & Goyal, 2009) ซึ่งสินทรัพย์มีตัวตนสามารถลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นกับเจ้าหนี้ได้ เนื่องจากกรณีที่บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เจ้าหนี้ต้องแบกรับความเสี่ยงจากโครงการดังกล่าวเช่นกัน เพื่อเป็นลดความเสี่ยงดังกล่าว เจ้าหนี้จึงมีการกำหนดข้อจำกัดหรือข้อตกลงต่าง ๆ ในการลงทุน รวมถึงกำหนดหลักทรัพย์ค้ำประกันที่เป็นสินทรัพย์มีตัวตน นอกจากนี้มูลค่าการชำระบัญชีของบริษัทจะเพิ่มขึ้นตามสินทรัพย์มีตัวตนและลดความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ในกรณีที่บริษัทล้มละลาย (Deesomsak, Paudyal, & Pescetto, 2004) ดังนั้นบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากจะมีโอกาสก่อหนี้ได้มากเช่นกัน (Banchuenvijit, 2014) สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่กล่าวถึงการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากสามารถลดต้นทุนล้มละลายและต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นกับเจ้าหนี้ได้มากกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย ส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมาก

ได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่า ดังนั้นบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากจึงมีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่า

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; วิจารณ์ รักษ์สมบูรณ์, 2559; Chen, 2004; Deesomsak et al., 2004; Frank & Goyal, 2009) ยกตัวอย่างเช่น กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 968 บริษัท พบว่า ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินรวมในประเทศสิงคโปร์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนเนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนสามารถนำไปเป็นหลักประกันการก่อหนี้ได้ ทำให้ต้นทุนล้มละลายและต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นกับเจ้าหนี้ลดลง จึงส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูงมีโอกาสก่อหนี้ได้มากขึ้น

H₃ : สินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีแหล่งเงินทุนภายในหรือกำไรสะสมสูงเช่นกัน จึงส่งผลให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก (Cassar & Holmes, 2003) เนื่องจากมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกและไม่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงของข้อมูล (Deesomsak et al., 2004) สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัทที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด โดยบริษัทใช้แหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมก่อน เนื่องจากมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด หากกำไรสะสมไม่เพียงพอบริษัทจะเลือกการจัดการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นลำดับถัดมา และใช้การจัดการจัดหาเงินทุนจากการออกตราสารทุนเป็นลำดับสุดท้าย

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; ณัฐญาดา คงสกุล, 2560; วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา, 2562; วิจารณ์ รักษ์สมบูรณ์, 2559; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Banchuenvijit, 2014; Cassar & Holmes, 2003; Chen, 2004; Deesomsak et al., 2004; Frank & Goyal, 2009; Wald, 1999) ยกตัวอย่างเช่น อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 232 บริษัท พบว่า ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท เนื่องจากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงจะส่งผลให้บริษัทมีกำไรสะสมจำนวนมาก เพื่อให้ต้นทุนของ

เงินทุนต่ำที่สุดบริษัทจึงเลือกให้เงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก ส่งผลให้บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจึงก่อหนี้อยู่ในระดับต่ำ

H_4 : ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท

อัตราการเติบโต (Growth)

บริษัทที่กำลังเติบโตมีความต้องการใช้เงินทุนสูงกว่าเงินทุนภายในของบริษัท จึงทำให้บริษัทที่มีการเติบโตสูงมีแนวโน้มมองหาเงินทุนภายนอกเพื่อตอบสนองการเติบโตอย่างต่อเนื่อง (Cassar & Holmes, 2003) นอกจากนี้การเติบโตของบริษัทเป็นการเพิ่มความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารให้สูงขึ้น ซึ่งส่งผลทำให้ต้นทุนในการระดมทุนจากผู้ถือหุ้นสูงขึ้น ดังนั้นบริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงมีแนวโน้มก่อหนี้สูงเช่นกัน (Banchuenvijit, 2014) สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัทที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด เมื่อบริษัทมีการเติบโตสูงขึ้น การใช้เงินทุนจากกำไรสะสมเพื่อการลงทุนในโครงการใหม่ๆ ให้ตอบรับกับการเติบโตของบริษัทอาจไม่เพียงพอ ทำให้บริษัทต้องจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งจะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ก่อนการออกตราสารทุนใหม่ เนื่องจากต้นทุนของการก่อหนี้ต่ำกว่าต้นทุนในการออกตราสารทุน

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยอัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท (วิราภานต์ รักษ์สมบุรณ์, 2559; Cassar & Holmes, 2003; Chen, 2004; Deesomsak et al., 2004; Frank & Goyal, 2009; Wald, 1999) ยกตัวอย่างเช่น วิราภานต์ รักษ์สมบุรณ์ (2559) ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 89 บริษัท ผลการศึกษาพบปัจจัยอัตราการเติบโต (Growth) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมีความเป็นไปได้ในการขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อตอบรับกับการเติบโตที่เกิดขึ้นในอนาคต ผู้บริหารต้องจัดหาแหล่งเงินทุนมาลงทุนในโครงการต่าง ๆ ภารกิจที่กำไรสะสมของบริษัทไม่เพียงพอต่อการลงทุน บริษัทจึงจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกจากการก่อหนี้ ซึ่งมีต้นทุนของเงินทุนต่ำกว่าการเพิ่มทุน

H_5 : อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท

ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield)

รายการที่สามารถลดหย่อนภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย ดังนั้นบริษัทที่มีรายการที่สามารถลดหย่อนภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินอยู่มากจะทำให้ประโยชน์ทางภาษีจากหนี้ลดลง (Deesomsak et al., 2004) และเมื่อเปรียบเทียบผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้

กับต้นทุนล้มละลาย อาจส่งผลให้บริษัทเผชิญกับความเสี่ยงต่อต้นทุนล้มละลายมากกว่า บริษัทจึงเลือกก่อหนี้ลดลง (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559) สอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่กล่าวถึงการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ เมื่อบริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้ลดลง และเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนบริษัทอาจมีต้นทุนจากการก่อหนี้มากกว่าผลประโยชน์ จึงทำให้บริษัทที่มีประโยชน์ทางภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินสูงมีแนวโน้มก่อหนี้ลดลง

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; วิราภานต์ รัชสมบูรณ์, 2559; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Deesomsak et al., 2004; Wald, 1999) ยกตัวอย่างเช่น กอบกุล จันทรโคติกา และ วัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 968 บริษัท ผลการศึกษาพบปัจจัยผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่สามารถลดหย่อนภาษีได้ เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย ทำให้ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้จากการก่อหนี้ลดลง เมื่อเทียบกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม

H_6 : ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้
ของบริษัท

สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)

บริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินที่ดีสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นเงินสดได้โดยง่าย หรือบริษัทอาจมีเงินสดในกำไรมากสูง ดังนั้นเมื่อเกิดการลงทุนในโครงการต่างๆ บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายในบริษัทก่อน ไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552) เนื่องจากการใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัทที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด

จากการศึกษาที่ผ่านมาพบว่า ปัจจัยสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท (กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559; ณัฐญาดา คงสกุล, 2560; วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา, 2562; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552; Deesomsak et al., 2004) ยกตัวอย่างเช่น ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 314 บริษัท ผลการศึกษาพบปัจจัยสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท

เนื่องจากบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง จะส่งผลถึงกำไรสะสมของบริษัท ดังนั้นกรณีมีการลงทุนเพิ่ม บริษัทจึงเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน หากเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงจัดหาเงินทุนจากการภายนอก ได้แก่ การก่อหนี้ และการออกหุ้นเป็นลำดับสุดท้าย

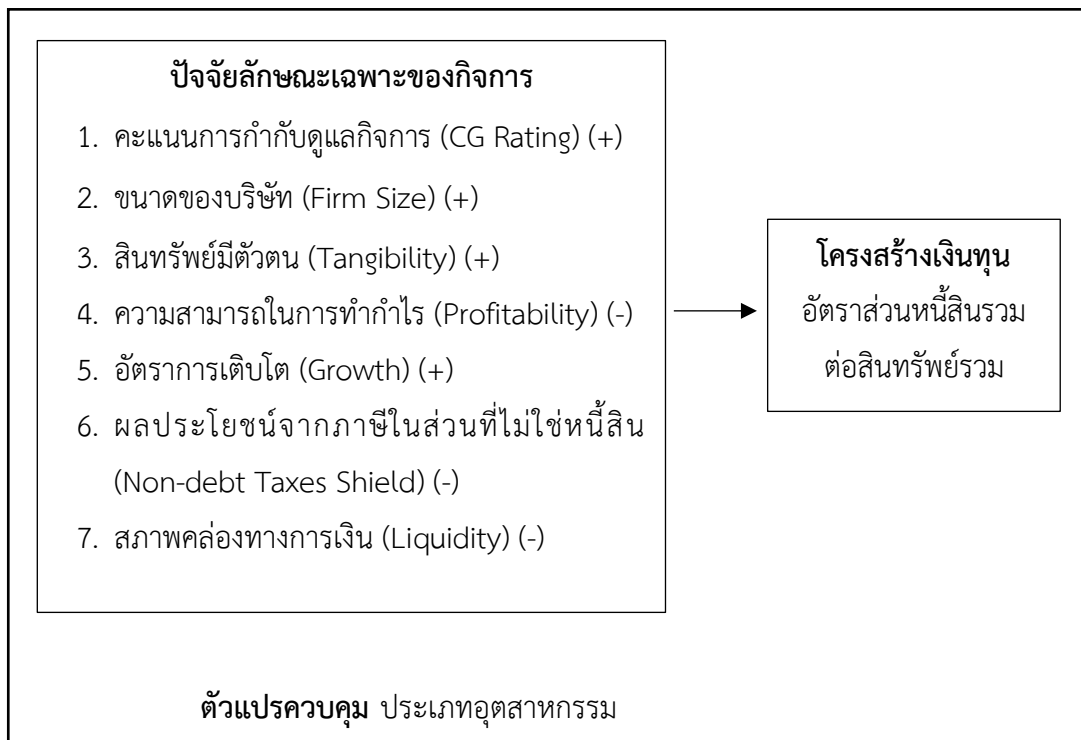
H_7 : สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท

ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมสำหรับการศึกษาในครั้งนี้ คือ ประเภทอุตสาหกรรม จากการศึกษาของ Boateng (2004) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการร่วมทุนระหว่างประเทศในประเทศกานา พบความสัมพันธ์ระหว่างอุตสาหกรรมสิ่งทอ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมทรัพยากรกับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่าทั้ง 3 อุตสาหกรรมดังกล่าวมีการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนมากกว่าเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่น ๆ ในประเทศ สอดคล้องกับการศึกษาของ Tongkong (2012) และ รุจิรา ชินสุข (2553) ที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งพบว่าค่าเฉลี่ยการก่อหนี้ของบริษัทในอุตสาหกรรมมีอิทธิพลต่อการก่อหนี้ของบริษัท นอกจากนี้ การศึกษาของ ธงชัย กิจเจริญรุ่งโรจน์ (2561) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนกับคุณภาพกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการก่อหนี้มากที่สุด 3 ลำดับแรก ได้แก่ อุตสาหกรรมเทคโนโลยี อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมทรัพยากร สอดคล้องกับ Chen & Chen (2011) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน พบความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทเทคโนโลยีกับการก่อหนี้ของบริษัท

จากงานวิจัยข้างต้นแสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมีการอัตราก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนที่ต่างกัน ดังนั้นจากงานวิจัยในอดีตจึงสามารถสรุปตัวแปรควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดงานวิจัย

บทที่ 3

วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาเรื่อง ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยลักษณะของบริษัทกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ผู้ศึกษาได้กำหนดแนวทางเพื่อหาคำตอบตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา ดังนี้

- 3.1 ระเบียบวิธีดำเนินการวิจัย
- 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 ตัวแปรและการวัดค่า
- 3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กลุ่มบริษัทบรรษัทภิบาล มีจำนวนทั้งสิ้น 458 บริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลรายปีครบถ้วนและเป็นบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ อยู่ในเกณฑ์ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาอ้างอิงตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560 (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560) จึงทำให้ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาครอบคลุมอยู่ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2560 ไปจนถึงปี พ.ศ.2562 รวมทั้งสิ้น 3 ปี

อย่างไรก็ตาม กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีข้อบังคับพิเศษที่ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของธนาคารแห่งประเทศไทยและมีข้อกำหนดหรือกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ รวมถึงกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการที่มีผลการดำเนินงานของบริษัทแตกต่างไปจากปกติ จึงไม่สามารถนำข้อมูลของบริษัทมาเปรียบเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มตัวอย่างได้ ทั้งนี้บริษัทที่อยู่ในกลุ่มดังกล่าวมีจำนวนทั้งหมด 56 บริษัท ที่ผู้วิจัยต้องยกเว้นบริษัทเหล่านี้ออกจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาจึงประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม มีจำนวน 402 บริษัท มีจำนวนตัวอย่าง 1,060 ตัวอย่าง นอกจากนี้ผู้วิจัยยังพบข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) ไม่สามารถใช้ในการศึกษาได้ จำนวน 175 ตัวอย่าง

จึงทำให้ข้อมูลสำหรับการศึกษาในครั้งนี้คงเหลือทั้งสิ้น 365 บริษัท จำนวน 885 ตัวอย่าง ซึ่งจำแนกจำนวนตัวอย่างตามกลุ่มอุตสาหกรรมแสดงดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 จำนวนตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่าง			รวม
	ปี 2560	ปี 2561	ปี 2562	
1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	36	38	40	114
2. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	23	25	26	74
3. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	31	34	39	104
4. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	57	72	67	196
5. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	44	53	50	147
6. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคและบริโภค	18	22	19	59
7. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	55	64	72	191
รวมทั้งสิ้น	264	308	313	885

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้สำหรับศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 และข้อมูลงบการเงินในแต่ละปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 ซึ่งสามารถเก็บรวบรวมข้อมูลได้จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และข้อมูลในระบบฐานข้อมูล SET Market Analysis and Report Tool (SET SMART)

ส่วนข้อมูลคะแนนการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการ (CG Scoring) และจำนวนบริษัทบรรษัทภิบาลจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 โดยข้อมูลมีแหล่งที่มาจากเว็บไซต์สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (www.thai-iod.com)

3.3 ตัวแปรและการวัดค่า

จากการที่ผู้วิจัยทบทวนวรรณกรรมและศึกษางานวิจัยในอดีต สามารถแบ่งตัวแปรออกเป็นตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม ดังนี้

1) ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วยตัวแปรที่แสดงถึงปัจจัยลักษณะของบริษัท ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของบริษัท สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน และสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งวิธีการวัดค่าตัวแปรที่มีข้อมูลเป็นสเกลอัตราส่วน (Ratio Scale) แสดงดังตารางที่ 3.2 ส่วนตัวแปรคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีข้อมูลเป็นสเกลอันดับ (Ordinal Scale) มีการกำหนดค่าตัวแปร ดังนี้

บริษัทที่มีเกณฑ์การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” บันทึกค่าเท่ากับ 3
บริษัทที่มีเกณฑ์การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดีมาก” บันทึกค่าเท่ากับ 2
บริษัทที่มีเกณฑ์การจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ในระดับ “ดี” บันทึกค่าเท่ากับ 1

2) ตัวแปรตาม เป็นตัวแปรที่แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

3) ตัวแปรควบคุม คือ ประเภทอุตสาหกรรม ซึ่งอุตสาหกรรมที่มีความแตกต่างกันมีอัตราการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนที่ต่างกัน งานวิจัยในอดีตพบว่าอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Boateng, 2004; Chen & Chen, 2011; Tongkong, 2012; รุจิรา ชินสุข, 2553; ธงชัย กิจเจริญรุ่งโรจน์, 2561) จากผลการวิจัยในอดีต การศึกษาครั้งนี้จึงกำหนดให้ประเภทอุตสาหกรรมเป็นตัวแปรควบคุม โดยมีการกำหนดค่าตัวแปรเป็นลักษณะตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) คือ ตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 และตัวอย่างอื่นที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้น กำหนดให้มีค่าเท่ากับ 0

ตารางที่ 3.2 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	ความหมาย	วิธีการคำนวณค่า	แหล่งอ้างอิง
SIZE	ขนาดของบริษัท	ลอกการิทึมของสินทรัพย์รวม	Cassar and Holmes (2003) Chen (2003) Deesomsak et al. (2004) Frank and Goyal (2009) Banchuenvijit (2014) อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) วิราภานต์ รัชสมบูรณ์ (2559) ณัฐญาดา คงสกุล (2560) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)
TANG	สินทรัพย์มีตัวตน	<u>สินทรัพย์ถาวร</u> สินทรัพย์รวม	Cassar and Holmes (2003) Chen (2003) Deesomsak et al. (2004) Frank and Goyal (2009) Banchuenvijit (2014) วิราภานต์ รัชสมบูรณ์ (2559) ณัฐญาดา คงสกุล (2560) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)
PROF	ความสามารถ ในการทำกำไร	กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษี <u>ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย</u> สินทรัพย์รวม	Wald (1999) Cassar and Holmes (2003) Chen (2003) Deesomsak et al. (2004) Banchuenvijit (2014) วิราภานต์ รัชสมบูรณ์ (2559) ณัฐญาดา คงสกุล (2560) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)

ตาราง 3.2 แสดงวิธีการวัดค่าตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	ความหมาย	วิธีการคำนวณค่า	แหล่งอ้างอิง
GROW	อัตราการเติบโต	(รายได้รวมปีปัจจุบัน — รายได้รวมปีก่อนหน้า) รายได้รวมปีก่อนหน้า	Wald (1999) Chen (2003) วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา (2562) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)
NDTS	ผลประโยชน์ จากภาษีในส่วน ที่ไม่ใช่หนี้สิน	ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย สินทรัพย์รวม	Wald (1999) Chen (2003) Deesomsak et al. (2004) Acaravci (2014) Banchuenvijit (2014) วิราภานต์ รัชสมบูรณ์ (2559) ณัฐญาดา คงสกุล (2560) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)
LIQD	สภาพคล่องทาง การเงิน	สินทรัพย์หมุนเวียน หนี้สินหมุนเวียน	Sheikh and Wang (2011) Alkhatib (2012) อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ณัฐญาดา คงสกุล (2560) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)
DA	อัตราส่วนหนี้สิน รวม ต่อสินทรัพย์รวม	หนี้สินรวม สินทรัพย์รวม	Wald (1999) Cassar and Holmes (2003) อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) กอบกุล จันทร์โคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) วิราภานต์ รัชสมบูรณ์ (2559) วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา (2562)

3.4 สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปทางสถิติ ในการวิเคราะห์ และประมวลผลข้อมูล เพื่อหาสัมพันธระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มบริษัทบรรษัทภิบาล และทำการทดสอบด้วยเครื่องมือทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

เป็นสถิติที่ใช้สรุปลักษณะสำคัญของกลุ่มตัวอย่าง โดยการวิจัยครั้งนี้จะวิเคราะห์ การแจกแจงความถี่จากค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min) วิเคราะห์ค่ากลางจากหาค่าเฉลี่ย (Mean) และวิเคราะห์การกระจายของข้อมูลจากการหาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร

การศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ จะใช้เทคนิคการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation coefficient) ที่เป็นการวัดความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปร เพื่อการวัดระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ โดยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 กรณีที่สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นบวก หรือเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปร มีความสัมพันธ์กันมากในรูปแบบเชิงเส้นในทิศทางเดียวกัน กรณีที่สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นลบหรือเข้าใกล้ -1 แสดงว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันมาก ในรูปแบบเชิงเส้นในทิศทางตรงกันข้าม กรณีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเข้าใกล้ศูนย์ แสดงว่าตัวแปร มีความสัมพันธ์กันน้อย และหากสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเท่ากับศูนย์ แสดงว่าตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กัน (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2561)

สำหรับการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation coefficient) ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) อัตราการเติบโต (Growth) ผลประโยชน์ จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio)

3. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหลายตัว

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหลายตัว จะใช้เทคนิคการวิเคราะห์ ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัท ปัจจัยใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบาย

โครงสร้างเงินทุนได้มากขึ้นเพียงใด ซึ่งการประมวลผลและวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปในการหาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติ (กัลยา, 2561)

สำหรับการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ตัวแปรตามที่ใช้วิเคราะห์ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) ส่วนตัวแปรอิสระ ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ขนาดของบริษัท (Firm Size) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) อัตราการเติบโต (Growth) ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) และสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)

$$DA_{ij} = \beta_0 + \beta_1 CG\ Rating_{ij} + \beta_2 SIZE_{ij} + \beta_3 TANG_{ij} + \beta_4 PROF_{ij} + \beta_5 GROW_{ij} + \beta_6 NDTs_{ij} + \beta_7 LIQD_{ij} + \beta_8 INDUST_{ij} + e$$

เมื่อ

DA	คือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio)
CG Rating	คือ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating)
SIZE	คือ ขนาดของบริษัท (Firm Size)
TANG	คือ สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility)
PROF	คือ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)
GROW	คือ อัตราการเติบโต (Growth)
NDTS	คือ ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield)
LIQD	คือ สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)
INDUST	คือ ประเภทอุตสาหกรรม (Industries)
e	คือ ค่าความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดขึ้นจากสมการ
i	คือ บริษัทที่ i
j	คือ ข้อมูล ณ ปีที่ j
β	คือ สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน

บทที่ 4

ผลการศึกษา

การศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท
บริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data)
จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 และรายงาน Corporate Governance Report of Thai
Listed Companies (CGR) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย
โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุน
ของบริษัทมหาชน ผลวิจัยที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลจะนำเสนอตามรายละเอียดดังต่อไปนี้

- 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)
- 4.2 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis)
- 4.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic Analysis)

การศึกษาคั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1
และรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ระหว่างปี
พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 ซึ่งพบว่าบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ระหว่างปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 ทั้งสิ้นจำนวน 1,060 ตัวอย่าง และจากการวิเคราะห์พบข้อมูล
ที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) โดยพิจารณาจากการวิเคราะห์ค่า Standardize score ที่ข้อมูลผิดปกติ
จะมีค่า $|z| \geq 3.29$ (Seo, 2006) และการวิเคราะห์ค่า Mahalanobis distance ที่ข้อมูลผิดปกติ
จะมีค่า Mahalanobis distance มากกว่า 26.13 ที่ $k = 8$ (Sheridan J., 2013) จากการวิเคราะห์
ดังกล่าว พบจำนวนตัวอย่างที่ไม่สามารถใช้ในการศึกษาได้ จำนวน 175 ตัวอย่าง ทำให้ข้อมูลสำหรับ
การศึกษาในครั้งนี้คงเหลือทั้งสิ้น จำนวน 885 ตัวอย่าง ซึ่งมีข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง
ที่ใช้การวิเคราะห์ ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปรต้น และตัวแปรตาม	การคำนวณ	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ขนาดของบริษัท (SIZE)	ลอการิทึมของสินทรัพย์	6.14	13.41	9.13	1.5069
สินทรัพย์มีตัวตน (TANG)	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร ต่อสินทรัพย์รวม	0.00	0.95	0.36	0.2355
ความสามารถ ในการทำกำไร (PROF)	อัตราส่วนกำไรก่อนหัก ดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัด จำหน่ายต่อสินทรัพย์รวม	-0.10	0.29	0.10	0.0661
อัตราการเติบโต (GROW)	อัตราส่วนของผลต่าง ระหว่างรายได้จากการ ขายหรือบริการปีนี้และ ปีก่อนหน้าต่อรายได้จาก การขายหรือบริการปี ก่อนหน้า	-0.52	0.60	0.04	0.1754
ผลประโยชน์จากภาษี ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS)	อัตราส่วนระหว่างค่าเสื่อม ราคาและค่าตัดจำหน่าย ต่อสินทรัพย์รวม	0.00	0.11	0.04	0.0232
สภาพคล่องทาง การเงิน (LIQD)	อัตราส่วนสินทรัพย์ หมุนเวียนต่อหนี้สิน หมุนเวียน	0.21	6.09	1.89	1.2818
การก่อหนี้ (DA)	อัตราส่วนหนี้สินรวม ต่อสินทรัพย์รวม	0.02	0.95	0.44	0.1858

จากตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่าง จำนวน 885 ตัวอย่าง มีค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของปัจจัยลักษณะของบริษัท (ตัวแปรต้น) และอัตราการก่อหนี้ (ตัวแปรตาม) ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

ขนาดของบริษัท จำนวนจากลอกการิทึมของสินทรัพย์ พบว่าค่าเฉลี่ยของขนาดของบริษัท เท่ากับ 9.13 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 6.14 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 13.41 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.5069

สินทรัพย์มีตัวตน จำนวนจากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม พบว่าค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์มีตัวตน เท่ากับ 0.36 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.95 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.2355

ความสามารถในการทำกำไร จำนวนจากอัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อสินทรัพย์รวม พบว่าค่าเฉลี่ยของความสามารถในการทำกำไร เท่ากับ 0.10 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.10 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.29 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0661

อัตราการเติบโต จำนวนจากอัตราส่วนของผลต่างระหว่างรายได้จากการขายหรือบริการปีนี้และปีก่อนหน้าต่อรายได้จากการขายหรือบริการปีก่อนหน้า พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราการเติบโต เท่ากับ 0.04 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.52 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.60 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1754

ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน จำนวนจากอัตราส่วนระหว่างค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อสินทรัพย์รวม พบว่าค่าเฉลี่ยของผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน เท่ากับ 0.04 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.11 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0232

สภาพคล่องทางการเงิน จำนวนจากอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน พบว่าค่าเฉลี่ยของสภาพคล่องทางการเงิน เท่ากับ 1.89 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.21 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 6.09 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.2818

อัตราการก่อหนี้ จำนวนจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราการก่อหนี้ เท่ากับ 0.44 โดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.02 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.95 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1858

4.2 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis)

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทและอัตราการก่อหนี้ของบริษัทบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรแต่ละตัวที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์เป็นตัวแปรเดียวกันหรือไม่ และมีระดับและทิศทางของความสัมพันธ์เป็นอย่างไร

สำหรับการศึกษาคำนี้ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation coefficient) ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) อุตสาหกรรม (Industries) ขนาดของบริษัท (Firm Size) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) อัตราการเติบโต (Growth) ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) ซึ่งมีผลการศึกษาแสดงดังตารางที่ 4.2

จากการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน พบว่าตัวแปรมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันอยู่ในช่วงระหว่าง -0.620 ถึง 0.568 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันทั้งทางบวกและทางลบ คือ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้าม ส่วนระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมีความสัมพันธ์กันตั้งแต่ระดับอ่อนแอมาก (.00 - .29 Very weak) จนถึงระดับกลาง (.50 - .69 Moderate) (Hinkle, Wiersma, & Jurs, 1998) ซึ่งที่ระดับความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่สามารถทำให้เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ (Multicollinearity) เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 0.70 (Dormann et al., 2013)

ตารางที่ 4.2 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis)

	CG Rating	INDUST	DA	SIZE	TANG	PROF	GROW	NDTS	LIQD
CG Rating	1	.143**	.103**	.356**	-.120**	.079*	-.052	.052	-.008
INDUST		1	.310**	.288**	-.182**	-.128**	-.015	-.210**	-.049
DA			1	.388**	-.008	-.287**	.044	-.090**	-.620**
SIZE				1	-.041	.027	.085*	-.068*	-.172**
TANG					1	.160**	.137**	.568**	-.332**
PROF						1	.169**	.411**	.171**
GROW							1	.058	-.081*
NDTS								1	-.135**
LIQD									1

** . นัยสำคัญทางสถิติระดับที่ 0.01

* . นัยสำคัญทางสถิติระดับที่ 0.05

โดยที่	CG Rating	คือ	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ
	INDUST	คือ	อุตสาหกรรม (Industries)
	DA	คือ	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio)
	SIZE	คือ	ขนาดของบริษัท (Firm Size)
	TANG	คือ	สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility)
	PROF	คือ	ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)
	GROW	คือ	อัตราการเติบโต (Growth)
	NDTS	คือ	ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield)
	LIQD	คือ	สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)

4.3 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทร่วมกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ว่าปัจจัยลักษณะของบริษัทปัจจัยใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้มากน้อยเพียงใด รวมถึงมีทิศทางของความสัมพันธ์เป็นอย่างไร สำหรับการศึกษาในครั้งนี้จำเป็นต้องมีการทดสอบความเหมาะสมของข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ซึ่งผู้วิจัยดำเนินการทดสอบข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ และทดสอบสมมติฐานของการวิจัย ดังนี้

4.3.1 การทดสอบข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

1. อัตราของตัวอย่างต่อตัวแปรอิสระ (Ratio of case to independent variable) จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ขึ้นอยู่กับประเภทของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแบบมาตรฐานหรือแบบลำดับขั้น กำหนดให้มีจำนวนตัวอย่าง 20 ตัวอย่างต่อ 1 ตัวแปรอิสระ (Sheridan J., 2013) สำหรับการวิจัยครั้งนี้มีตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทั้งหมด 8 ตัวแปร และมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 885 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นไปตามข้อสมมติฐานการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ต้องมีจำนวนตัวอย่างไม่น้อยกว่า 160 ตัวอย่าง

2. การตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล (Outlier)

ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุข้อมูลที่ผิดปกติจะส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องปรับปรุงข้อมูลหรือตัดข้อมูลที่ผิดปกติออก สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ตรวจสอบ Univariate outliers ด้วยการใช้อิสโตรแกรม (Histogram) ร่วมกับการวิเคราะห์ค่า standardize score ($|z| \geq 3.29$) (Seo, 2006) และตรวจสอบ Multivariate outliers ด้วยการวิเคราะห์ค่า Mahalanobis distance โดยข้อมูลที่ผิดปกติจะมีค่า Mahalanobis distance มากกว่า 26.13 ที่ $k = 8$ (Sheridan J., 2013)

จากการตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล ทั้ง Univariate outliers และ Multivariate outliers พบข้อมูลที่มีความผิดปกติ จำนวน 175 ตัวอย่าง ซึ่งไม่สามารถนำมาวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุได้ ทำให้คงเหลือข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 885 ตัวอย่าง ที่ไม่มีค่าผิดปกติของข้อมูล

3. ตัวแปรอิสระแต่ละตัวต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน (Multicollinearity)

การมีสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัวแปร เป็นหนึ่งในข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุที่ต้องทำการทดสอบ เนื่องจากสหสัมพันธ์ดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อสมการความถดถอยเชิงพหุ ทำให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการพยากรณ์ตัวแปรตาม ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยง

ความคลาดเคลื่อนดังกล่าวจึงจำเป็นต้องตรวจสอบความเป็นอิสระต่อกันของตัวแปรอิสระ สำหรับงานวิจัยในครั้งนี้ทำการตรวจสอบ Multicollinearity ด้วยวิธีการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) (Sheridan J., 2013) ซึ่งผลการวิเคราะห์แสดงดังตารางที่ 4.2

จากตารางที่ 4.2 พบว่าตัวแปรมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันอยู่ในช่วงระหว่าง -0.620 ถึง 0.568 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันทั้งทางบวกและทางลบ ซึ่ง ดอร์แมนน์ และคณะ (Dormann et al., 2013) กล่าวว่าหากค่าสัมบูรณ์ของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีค่าสูงหรือมีค่ามากกว่า 0.7 แสดงว่าตัวแปรอิสระที่ทดสอบมีความสัมพันธ์กัน ดังนั้นเมื่อเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันที่ได้จากการทดสอบจึงสรุปได้ว่า ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุแต่ละตัวไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือไม่พบ Multicollinearity

4. การแจกแจงแบบปกติ (Normality) การถดถอยเป็นแบบเชิงเส้น (Linearity) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ (Homoscedasticity) และความเป็นอิสระของตัวแปรตาม (Independence of residuals)

การทดสอบข้อสมมติฐานนี้สามารถทดสอบด้วยการพิจารณาจากแผนภาพการกระจาย (Scatterplots) ฮิสโตแกรม (Histogram) และแผนภาพความน่าจะเป็นแบบปกติ (Normal P-P Plot) ซึ่งจากการพิจารณาแผนภาพดังกล่าว พบว่ามีการกระจายตัวและไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง residual value กับ predicted value (แสดงดังภาคผนวก)

จากการทดสอบข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุทั้ง 4 ข้อข้างต้น ไม่พบข้อสมมติฐานใดขัดแย้งกับข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

4.3.2 การทดสอบสมมติฐานของการวิจัย

การทดสอบสมมติฐานของการวิจัย เพื่อศึกษาว่าปัจจัยลักษณะของบริษัท ปัจจัยใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และปัจจัยดังกล่าวสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้มากน้อยเพียงใด ซึ่งการประมวลผลจะใช้โปรแกรมสำเร็จรูปในการหาค่าความสัมพันธ์ทางสถิติ โดยมีตัวแปรที่ใช้ทดสอบ ดังนี้ ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio) ตัวแปรอิสระ ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ขนาดของบริษัท (Firm Size) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) อัตราการเติบโต (Growth) ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield) และสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) และตัวแปรควบคุม ได้แก่ อุตสาหกรรม (Industries)

ตารางที่ 4.3 ระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin – Watson
0.746 ^a	0.557	0.553	0.124	1.049

- a. Predictors: (Constant), Liquidity, CG Rating, Growth, Industries, Non-Debt Taxes Shield, Size, Profitability, Tangible
- b. Dependent Variable: Debt Ratio

จากตารางที่ 4.3 แสดงระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R Square) มีค่าเท่ากับ 0.553 หรือหมายความว่าตัวแปรอิสระทั้ง 8 ตัวสามารถอธิบายอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ร้อยละ 55.3 นอกจากนี้การทดสอบค่า Durbin - Watson มีค่าเท่ากับ 1.049 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.000 ถึง 3.000 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีอิสระต่อกันหรือไม่เกิดปัญหา Autocorrelation (Field, 2009)

ตารางที่ 4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	16.982	8	2.123	137.449	0.000 ^b
Residual	13.529	876	0.015		
Total	30.511	884			

- a. Dependent Variable: Debt Ratio
- b. Predictors: (Constant), Liquidity, CG Rating, Growth, Industries, Non-Debt Taxes Shield, Size, Profitability, Tangible

จากตารางที่ 4.4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม พบว่า ค่า F เท่ากับ 137.449 และค่า Sig < 0.001 หมายความว่าปัจจัยลักษณะของบริษัททั้ง 8 ปัจจัย มีปัจจัยอย่างน้อย 1 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมหรือการก่อหนี้ของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

	Unstandardized		t	Sig.
	Coefficients			
	B	Std. Error		
(Constant)	0.394	0.031	12.861	0.000*
CG Rating	-0.005	0.006	-0.849	0.396
Industries	0.065	0.009	7.139	0.000*
Size	0.030	0.003	9.500	0.000*
Tangible	-0.133	0.023	-5.702	0.000*
Profitability	-0.465	0.074	-6.325	0.000*
Growth	0.027	0.025	1.087	0.278
Non-Debt Taxes Shield	0.375	0.244	1.537	0.125
Liquidity	-0.085	0.004	-23.329	0.000*

a. Dependent Variable: Debt Ratio

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับการก่อหนี้ของบริษัท ซึ่งสามารถจำแนกเป็นรายปัจจัยได้ดังนี้

1. คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating)

จากการทดสอบสมมติฐาน H_1 คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท พบว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ -0.005 มีค่า Sig. เท่ากับ 0.396 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H_1

2. ขนาดของบริษัท (Firm Size)

จากการทดสอบสมมติฐาน H_2 ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท พบว่าขนาดของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 0.030 มีค่า Sig. < 0.001 จึงสรุปได้ว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบยอมรับสมมติฐาน H_2

3. สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility)

จากการทดสอบสมมติฐาน H₃ สินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท พบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ -0.133 มีค่า Sig. < 0.001 จึงสรุปได้ว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H₃

4. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

จากการทดสอบสมมติฐาน H₄ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ -0.465 มีค่า Sig. < 0.001 จึงสรุปได้ว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบยอมรับสมมติฐาน H₄

5. อัตราการเติบโต (Growth)

จากการทดสอบสมมติฐาน H₅ อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท พบว่าอัตราการเติบโตมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 0.027 มีค่า Sig. เท่ากับ 0.278 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่าอัตราการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H₅

6. ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt Taxes Shield)

จากการทดสอบสมมติฐาน H₆ ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท พบว่าผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 0.375 มีค่า Sig. เท่ากับ 0.125 ซึ่งมากกว่า 0.05 จึงสรุปได้ว่าผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H₆

7. สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity)

จากการทดสอบสมมติฐาน H₇ สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท พบว่าสภาพคล่องทางการเงินมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ -0.085 มีค่า Sig. < 0.001 จึงสรุปได้ว่าสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าผลการทดสอบยอมรับสมมติฐาน H₇

ส่วนตัวแปรควบคุม คือ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย เท่ากับ 0.065 มีค่า Sig. < 0.001 จึงสรุปได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 3 กลุ่ม มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.6 สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

สมมติฐานการวิจัย	ยอมรับ/ปฏิเสธ สมมติฐาน
H ₁ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการ ก่อนนี้ของบริษัท	ปฏิเสธ
H ₂ ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อนนี้ของบริษัท	ยอมรับ
H ₃ สินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อนนี้ของบริษัท	ปฏิเสธ
H ₄ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อนนี้	ยอมรับ
H ₅ อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อนนี้ของบริษัท	ปฏิเสธ
H ₆ ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบ กับการก่อนนี้ของบริษัท	ปฏิเสธ
H ₇ สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อนนี้ของบริษัท	ยอมรับ

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ประโยชน์ที่ได้รับ ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ

การศึกษาลักษณะของธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท
บรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง ปี พ.ศ.2560 ถึงปี พ.ศ.2562 มีวัตถุประสงค์
การวิจัย เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของธุรกิจกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท
บรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยปัจจัยลักษณะของธุรกิจที่ทำการศึกษา
ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ ขนาดของบริษัท สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร
อัตราการเติบโต ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน และสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งทำการศึกษา
กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้รับการจัดอันดับ
การกำกับดูแลกิจการอยู่ในเกณฑ์ “ดี” จนถึง “ดีเลิศ” ยกเว้นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน
และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการที่มีผลการดำเนินงานของบริษัทแตกต่างกันไป
จากปกติ มีจำนวนตัวอย่างเท่ากับ 885 ตัวอย่าง

สำหรับการศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic
Analysis) ประกอบด้วยการหาค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อใช้อธิบาย
ข้อมูลทั่วไปของปัจจัยลักษณะและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์
เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรแต่ละตัวที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์
เป็นตัวแปรเดียวกันหรือไม่ และมีระดับและทิศทางของความสัมพันธ์เป็นอย่างไร และการวิเคราะห์
ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะ
ของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งผู้วิจัย
สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ประโยชน์ที่ได้รับ ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะตามลำดับดังนี้

- 5.1 สรุปผลการศึกษา
- 5.2 อภิปรายผลการศึกษา
- 5.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา
- 5.4 ข้อจำกัดในการศึกษา
- 5.5 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

5.1 สรุปผลการศึกษา

สรุปผลความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัทเพียงปัจจัยเดียว ได้แก่ ขนาดของบริษัท และพบปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท จำนวน 3 ปัจจัย ได้แก่ สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร และสภาพคล่องทางการเงิน ส่วนปัจจัยคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ปัจจัยอัตราการเติบโตและปัจจัยผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน ไม่พบความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท นอกจากนี้ยังพบอีกว่าอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัทบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

การวิจัยเรื่อง ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบริษัทมหาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท และปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท ได้แก่ สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร และสภาพคล่อง ส่วนปัจจัยที่ลักษณะของบริษัทที่ไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ อัตราการเติบโต และผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน ซึ่งผู้วิจัยขออภิปรายผลการศึกษาตามสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 (H_1) คะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าปฏิเสธสมมติฐาน คะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทบริษัทมหาชนไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท หมายความว่าไม่ว่าบริษัทจะมีคะแนนสูงหรือต่ำก็ไม่มีผลต่อการก่อหนี้ โดยการศึกษาของ Juniarti (2012) ที่ศึกษาการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับต้นทุนของหนี้สิน เนื่องจากคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไม่อยู่ในการพิจารณาสินเชื่อ

ของเจ้าหน้าที่ นอกจากนี้ Juniarti (2012) กล่าวว่า คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความน่าเชื่อถือเพียงพอในการพิจารณาความเสี่ยงในการผิ่ดนัดชำระหนี้ของบริษัท จึงไม่ยืนยันว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะมีต้นทุนการก่อหนี้ที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ได้รับคะแนนต่ำกว่าเสมอไป เมื่อบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่สูงขึ้น ไม่สามารถก่อหนี้ที่มีต้นทุนต่ำกว่าได้ ดังนั้นบริษัทเหล่านี้จึงไม่ได้มีการก่อหนี้ที่แตกต่างไปจากบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่มีคะแนนต่ำกว่า แสดงให้เห็นว่าคะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีความน่าเชื่อถือเพียงพอที่จะสามารถลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ได้ ส่งผลให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อการลดต้นทุนการก่อหนี้ จึงทำให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการไม่มีผลต่อการก่อหนี้เช่นกัน ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

สมมติฐานที่ 2 (H₂) ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษา พบว่ายอมรับสมมติฐาน หมายความว่าบริษัทบรรษัทภิบาลที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับการศึกษาของ ฌญญาดา คงสกุล (2560) ที่พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนล้มละลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ประกอบกับได้รับความเชื่อถือจากธนาคารมากกว่า เนื่องจากมีการเปิดเผยข้อมูลให้กับธนาคารมากกว่า ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนต่ำกว่า และต้นทุนในการทำธุรกรรมของบริษัทขนาดใหญ่มีความประหยัดต่อขนาดมากกว่าขนาดบริษัทเล็ก (Wald, 1999) เมื่อเปรียบเทียบกับผลประโยชน์ทางภาษี บริษัทขนาดใหญ่จึงได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นจากความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทกับการก่อหนี้ ที่เกิดจากการเปรียบเทียบต้นทุนการล้มละลายและผลประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้ เพื่อให้ได้อัตราส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด จึงมีความสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

สมมติฐานที่ 3 (H₃) สินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าปฏิเสธสมมติฐาน เนื่องจากในการศึกษาครั้งนี้พบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท หมายความว่าเมื่อบริษัทบรรษัทภิบาลมีสินทรัพย์มีตัวตนเพิ่มขึ้นบริษัทจะก่อหนี้ลดลง ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ได้แก่ Deesomsak et al. (2004) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ระหว่างปี ค.ศ. 1993 - 2001 กับการศึกษาของ กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ที่ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน ระหว่างปี ค.ศ. 2000 - 2013

แต่สำหรับความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสินทรัพย์มีตัวตนกับการก่อหนี้ของบริษัท อาจเกิดขึ้น เนื่องจากบริษัทที่มีสัดส่วนของสินทรัพย์มีตัวตนสูงมีการก่อหนี้น้อยกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของสินทรัพย์มีตัวตนต่ำ ซึ่งการที่บริษัทมีสินทรัพย์มีตัวตนสูงจะสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารลงได้ ทำให้ต้นทุนในการออกตราสารทุนหรือต้นทุนในการระดมทุนลดลงต่ำกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ จึงเป็นผลให้บริษัทเลือกจัดหาเงินทุนจากการออกตราสารทุนก่อนการก่อหนี้ (Banchuenvijit, 2014) ซึ่งการพิจารณาแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุดก่อนนั้น มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

สมมติฐานที่ 4 (H_4) ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ายอมรับสมมติฐาน หมายความว่าบริษัทบรรษัทภิบาลที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมีแนวโน้มในการก่อหนี้ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 232 บริษัท พบว่า ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะส่งผลให้บริษัทมีกำไรสะสมจำนวนมาก บริษัทจึงเลือกให้เงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก เพราะมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกและไม่เกี่ยวข้องกับ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Deesomsak et al., 2004) ซึ่งการพิจารณาแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุดก่อนนั้น มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

สมมติฐานที่ 5 (H_5) อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าปฏิเสธสมมติฐาน หมายความว่าอัตราการเติบโตของบริษัทบรรษัทภิบาล ไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Banchuenvijit (2014) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 81 บริษัท จาก 6 อุตสาหกรรม ระหว่างปี พ.ศ.2547 ถึง พ.ศ.2551 ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของบริษัทกับการก่อหนี้ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จากกลุ่มตัวอย่าง 232 บริษัท แล้วพบว่าอัตราการเจริญเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

สมมติฐานที่ 6 (H₆) ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าปฏิเสศสมมติฐาน หมายความว่าผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินของบริษัทบรรษัทภิบาลไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Chen (2004) ที่ทำการสำรวจปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีน ทั้งหมด 88 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ.1995 ถึง ค.ศ.2000 โดยผลการศึกษาดังกล่าวไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เช่นเดียวกับการศึกษาของ ธาธีรัตน์ พลรักษ์ (2561) ที่ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2559 ถึง พ.ศ.2561 ผลการศึกษาพบปัจจัยกำไรจากการดำเนินงานและปัจจัยความสามารถในการชำระหนี้ มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แสดงให้เห็นว่าผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีผลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของประโยชน์ทางภาษีที่ได้จากการก่อหนี้ ส่งผลให้ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีผลต่อการก่อหนี้เช่นกัน ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

สมมติฐานที่ 7 (H₇) สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ายอมรับสมมติฐาน หมายความว่า บริษัทบรรษัทภิบาลที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงมีแนวโน้มในการก่อหนี้ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 314 บริษัท ผลการศึกษาพบปัจจัยสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง จะส่งผลให้บริษัทมีกำไรสะสมสูงเช่นกัน ดังนั้นเมื่อเกิดการลงทุนในโครงการต่างๆ บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายในบริษัทก่อนไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม (กอบกุล และวัฒนา, 2559; อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552) เนื่องจากการใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก และหากเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงจัดหาเงินทุนจากการภายนอก ได้แก่ การก่อหนี้ และการออกหุ้นเป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งการพิจารณาแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุดก่อนนั้น มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

5.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

การวิจัยเรื่อง ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยพบประโยชน์ที่ได้จากการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ด้าน คือ ประโยชน์เชิงวิชาการและประโยชน์เชิงปฏิบัติ ดังนี้

ประโยชน์เชิงวิชาการ

1. จากการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ ทำให้ทราบว่าปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการก่อหนี้ของบริษัทบรรษัทภิบาล ได้แก่ ปัจจัยขนาดของบริษัท ส่วนปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการก่อหนี้ของบริษัทบรรษัทภิบาล ได้แก่ ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร และปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน นอกจากนี้ยังพบว่าปัจจัยอัตราดอกเบี้ย และปัจจัยผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน ไม่มีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ของบริษัทบรรษัทภิบาล

2. จากการศึกษาดังกล่าวได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทบรรษัทภิบาลกับโครงสร้างเงินทุน ผ่านทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยความสัมพันธ์ที่ยืนยันทฤษฎีแลกเปลี่ยน ได้แก่ ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุน และความสัมพันธ์ที่ยืนยันจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ได้แก่ ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องทางการเงินกับโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้พบความสัมพันธ์ที่ขัดแย้งกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน ได้แก่ ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสินทรัพย์มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวถูกอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ประโยชน์เชิงปฏิบัติ

1. งานวิจัยนี้แสดงให้เห็นถึงหลักฐานเชิงประจักษ์ว่า บริษัทในกลุ่มบรรษัทภิบาลที่มีขนาดใหญ่มีอัตราการก่อหนี้สูง ส่วนบริษัทในกลุ่มบรรษัทภิบาลที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูง มีความสามารถในการทำกำไรสูง หรือมีสภาพคล่องสูงมีอัตราการก่อหนี้ต่ำ ซึ่งจากหลักฐานดังกล่าวผู้บริหารสามารถนำมาเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเลือกแหล่งที่มาของเงินทุน เพื่อให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีความสอดคล้องกับลักษณะของบริษัท ยกตัวอย่างเช่น การลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ผู้บริหารมีแนวโน้มก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น เนื่องจากมีต้นทุนการก่อหนี้ต่ำ และได้ประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้มากกว่าการเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งอื่น หรือการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องสูง ผู้บริหารมีแนวโน้ม

ในการจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสม เนื่องจากกำไรสะสมเป็นแหล่งเงินทุนภายในที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก เป็นต้น

2. นักลงทุนหรือกองทุนสามารถเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะของบริษัทในกลุ่มบริษัทที่ใกล้เคียงกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทบริษัทที่บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มการก่อหนี้สูง และบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูง มีความสามารถในการทำกำไรสูง หรือมีสภาพคล่องสูง มีแนวโน้มการก่อหนี้ต่ำ เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาความเสี่ยงในการลงทุนในบริษัทบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกตัวอย่างเช่น การลงทุนในบริษัทบริษัทที่ขนาดเล็กแต่มีการก่อหนี้สูงอาจมีความเสี่ยงในการลงทุนมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กต้องเผชิญกับต้นทุนการก่อหนี้ที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ส่งผลให้มีความเสี่ยงในการล้มละลายสูงกว่า หรือการลงทุนในบริษัทบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไร และสภาพคล่องสูง อีกทั้งบริษัทมีการพัฒนาโครงการต่าง ๆ โดยใช้เงินทุนจากกำไรสะสมของบริษัท แสดงให้เห็นว่าบริษัทไม่จำเป็นต้องก่อหนี้ ส่งผลให้มีต้นทุนของเงินทุนต่ำกว่าบริษัทที่ก่อหนี้เพิ่ม ทำให้เมื่อได้รับผลกำไรจากโครงการข้างต้น บริษัทจึงมีแนวโน้มได้ผลกำไรสูงกว่าบริษัทที่พัฒนาโครงการต่าง ๆ จากการก่อหนี้ ดังนั้นบริษัทที่มีลักษณะดังกล่าวจึงเป็นที่น่าสนใจในการลงทุนของนักลงทุนหรือกองทุน เป็นต้น

5.4 ข้อจำกัดในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยมีข้อจำกัดในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ทำการศึกษา จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่เก็บข้อมูล และการพิจารณากลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา ดังนี้

1. การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาเฉพาะปัจจัยลักษณะของบริษัทที่เป็นปัจจัยภายในเท่านั้น ไม่ได้ทำการศึกษาปัจจัยภายนอก เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ หรือภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนบริษัท

2. การศึกษาครั้งนี้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูล 3 ปี เนื่องจากข้อจำกัดที่เกิดจากการปรับเกณฑ์การพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนใหม่ในปี 2560 เพื่อป้องกันความคลาดเคลื่อนจากการปรับเกณฑ์ที่ใช้พิจารณาการกำกับดูแลกิจการ การศึกษาครั้งนี้จึงเก็บข้อมูลได้ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 จนถึงปี พ.ศ.2562

3. การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลของบริษัทบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการจัดอันดับจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเท่านั้น

โดยปัจจุบันมีการพิจารณาธรรมาภิบาลของบริษัทในเกณฑ์ที่แตกต่างออกไปจากหน่วยงานอื่น ๆ อีก เช่น บริษัทที่มีแนวปฏิบัติป้องกันการทุจริตภายในองค์กร ที่ได้รับการรับรองจากคณะกรรมการแนวร่วมปฏิบัติภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต หรือ CAC (Collective Action Coalition Against Corruption) ซึ่งอาจจะส่งผลให้เกิดความแตกต่างของผลการวิจัยได้

5.5 ข้อเสนอแนะการศึกษาในอนาคต

การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยทำการศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทซึ่งเป็นปัจจัยภายใน เก็บข้อมูลจำนวน 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2560 จนถึงปี พ.ศ.2562 และเก็บข้อมูลจากบริษัทบรรษัทภิบาลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการจัดอันดับจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย เท่านั้น จึงมีข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต ดังนี้

1. การศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มศึกษาปัจจัยภายนอก เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ หรือภาวะเศรษฐกิจ เพื่อให้เกิดข้อมูลในมิติอื่น ๆ ที่สามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมมากยิ่งขึ้น
2. การศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มระยะเวลาการเก็บข้อมูลเป็น 5 - 10 ปี เพื่อให้การศึกษามีความชัดเจนและสามารถเห็นแนวโน้มได้มากกว่าการศึกษาในครั้งนี้
3. การศึกษาครั้งต่อไปอาจเลือกกลุ่มตัวอย่างที่มีการพิจารณาธรรมาภิบาลของบริษัทในเกณฑ์ที่แตกต่างออกไปจากหน่วยงานอื่น ๆ เช่น บริษัทที่มีแนวปฏิบัติป้องกันการทุจริตภายในองค์กร ที่ได้รับการรับรองจากคณะกรรมการแนวร่วมปฏิบัติภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต หรือ CAC (Collective Action Coalition Against Corruption) หรือบริษัทที่อยู่ใน Stock Universe ของกองทุนรวมธรรมาภิบาลไทย

บรรณานุกรม

- Acaravci, S. K. (2014). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158–171.
- Akhtar, S. , & Oliver, B. (2 0 0 9). Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations*. *International Review of Finance*, 9(1-2), 1–26.
- Alkhatib, K. (2012). The Determinants of Leverage of Listed Companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3(24), 78–83.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342.
- Banchuenvijit, W. (2 0 1 4). Determinants of Capital Structure of Listed Companies in Thailand. *Journal of Business, Economics and Communications*, 9(2), 18–26.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455–475.
- Boateng, A. (2004). Determinants of capital structure: Evidence from international joint ventures in Ghana. *International Journal of Social Economics*, 31(1/2), 56–66.
- Byun, H.-Y. (2007). The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139–184.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2 0 0 3). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 43(2), 123–147.

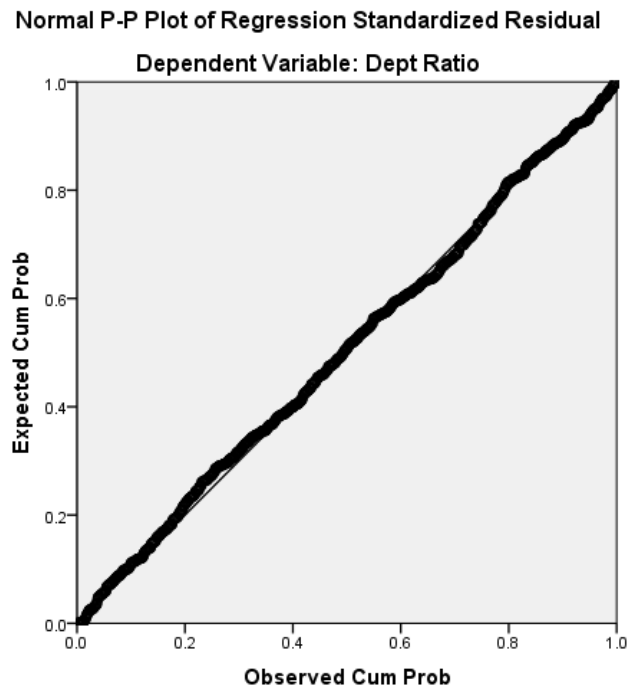
- Chen, S.-Y., & Chen, L.-J. (2011). Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974–10983.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4–5), 387–405.
- Dormann, C. F., Elith, J., Bacher, S., Buchmann, C., Carl, G., Carré, G., ... Lautenbach, S. (2013). Collinearity: A review of methods to deal with it and a simulation study evaluating their performance. *Ecography*, 36(1), 27–46.
- Field, A. P. (2009). *Discovering statistics using SPSS: (And sex and drugs and rock ‘n’ roll)*. London: SAGE Publications.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Capital Structure Decisions. AFA 2004 San Diego Meetings, 1–55.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51–69.
- Hinkle, D. E., Wiersma, W., & Jurs, S. G. (1998). *Applied Statistics for the Behavior Sciences* (4th ed.). New York: Houghton Mifflin.
- Juniarti. (2012). Corporate Governance Perception Index (CGPI) and Cost of Debt. *International Journal of Business and Social Science*, 3(18), 223–232.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Coporation income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(2), 433–443.
- Myers, S. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.

- Seo, S. (2006). A Review and Comparison of Methods for Detecting Outliers in Univariate Data Sets. Retrieved 11 August 2020, from <http://d-scholarship.pitt.edu/7948/>
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan | Emerald Insight. *Managerial Finance*, 37(2), 117–133.
- Sheridan J., C. (2013). *SPSS: Analysis without Anguish: Version 20.0 for Windows*. John Wiley & Sons Australia, Ltd.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Tongkong, S. (2012). Key factors influencing capital structure decision and its speed of adjustment of Thai listed real estate companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 716–720.
- Wald, J. K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure an International Comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161–187.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance*, 32(2), 337–347.
- กองทุนรวมธรรมาภิบาลไทย. (2560). *เพราะเราเชื่อว่า คุณธรรม นำมาซึ่งกำไร ในระยะยาว!!*. ค้นหาจาก <http://www.cgfundthailand.com/?p=212>
- กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12(33), 50–63.
- กัลยา วาณิชย์บัญชา. (2561). *สถิติสำหรับงานวิจัย* (พิมพ์ครั้งที่ 12). กรุงเทพฯ: สามลดา.
- จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2559). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ*. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

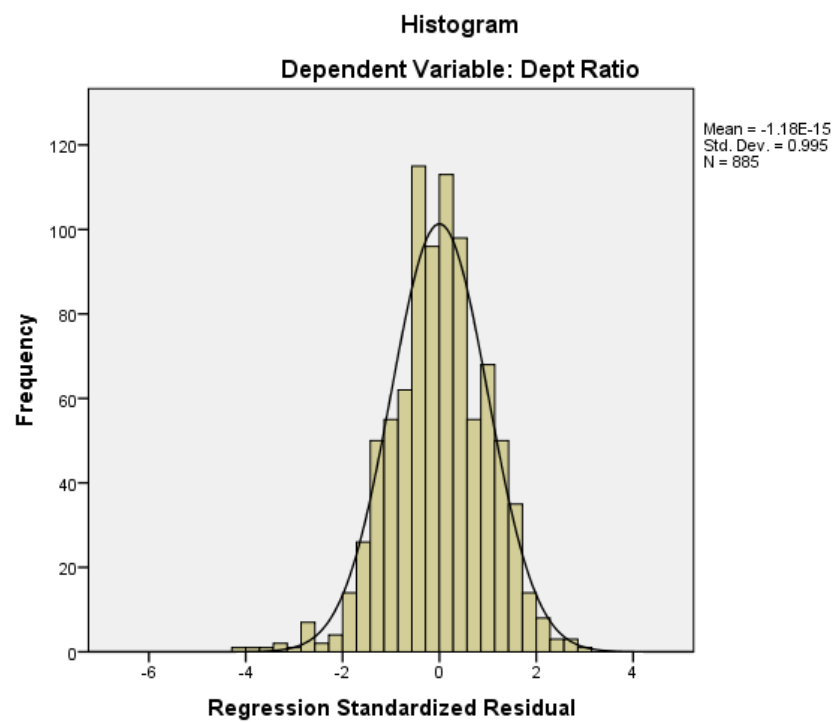
- ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์ (2559). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณัฐญาดา คงสกุล. (2560). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานนิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). SET ร่วมส่งเสริมกองทุน Thai CG-Fund. ค้นหาจาก https://www.set.or.th/th/products/fund/cg_fund.html?printable=true
- ธงชัย, กิจเจริญรุ่งโรจน์. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินทุนกับคุณภาพกำไร: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ธารีรัตน์ พลรักษ์. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (การค้นคว้าอิสระบัณฑิต). มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- มาลีภูษา ศิริวรกุล และชัยวุฒิ ตั้งสมชัย. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ดัชนี SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *Payap University Journal*, 27(2), 99–113.
- ยุทธ วรรณธรร. (2552). CG Rating ใช้ประโยชน์ได้แค่ไหน. *Money & Wealth*, 98–99.
- รุจิรา ชินสุข. (2553). การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และวิชุดา กรรณิกา. (2562). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET CLMV. *วารสารสหวิทยาการสังคมศาสตร์และการสื่อสาร*, 2(3), 207–221.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์. (2561). ความสัมพันธ์ของการกำกับดูแลกิจการ ความเสี่ยงในการล้มละลายและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 12(1), 60–81.

- วิราภานต์ รักษ์สมบูรณ์. (2559). ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai). การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศาดตรา ไหลประเสริฐ, จตุรงค์ ศรีวิงษ์วรรณ และ ชมพูนุท โมราชาติ. (2563). รูปแบบการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ตามแนวทางเศรษฐกิจพอเพียง. *Journal of MCU Peace Studies*, 8(3), 1183 –1193.
- ศิลปพร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 120(31), 1–4.
- สรียา อัจฉมาสัย. (2533). การศึกษาความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอุตสาหกรรมการแพทย์ (การศึกษาเฉพาะบุคคล). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*. ค้นหาจาก <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Documents/Regulation/CGCode.pdf>
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒนกุล. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 1(3), 1–17.
- เสนีย์ พวงยานี, สิทธิชัย ธรรมเสนห์ และศศิธร วชิรปัญญาพงศ์. (2560). การกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ส่งผลต่อผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *รายงานการประชุมวิชาการเสนอผลงานวิจัย ระดับชาติและนานาชาติ*, 1(8), 2964–2972.
- อรพรรณ ใบดี. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างการรายงานการพัฒนาย่างยั่งยืนกับมูลค่าราคาตลาดของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต*. มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

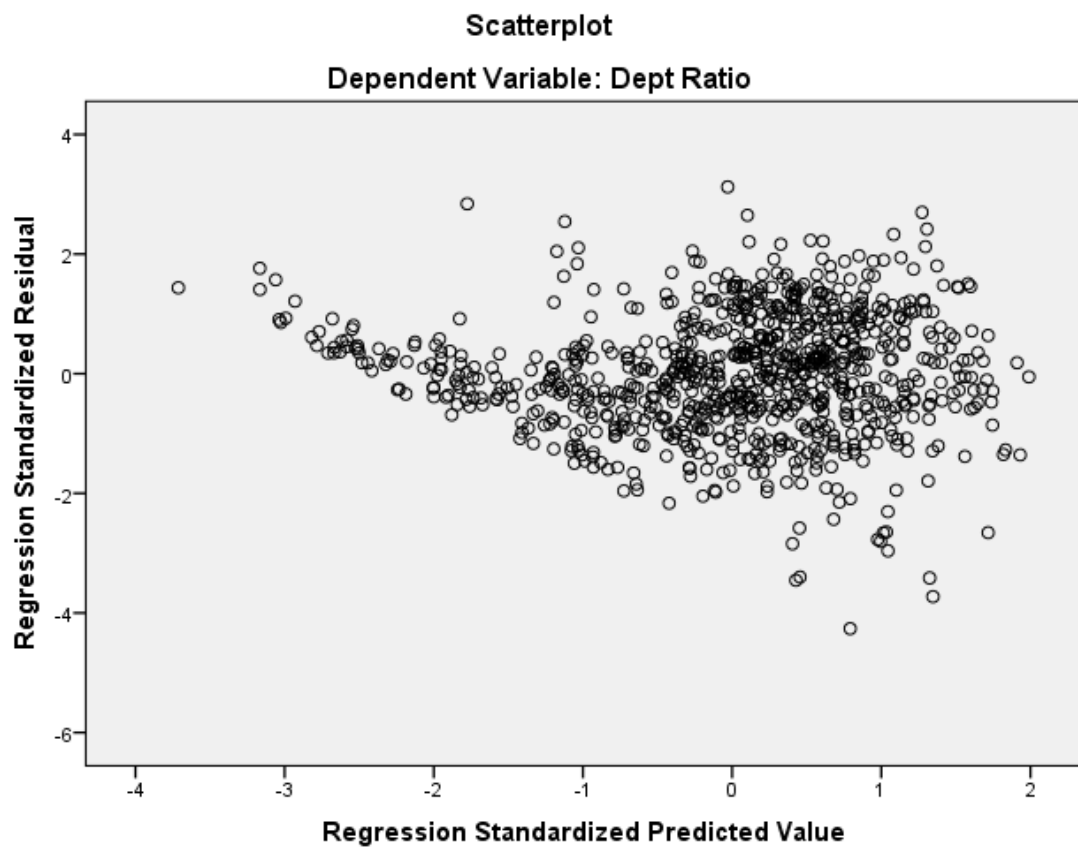
ภาคผนวก



ภาพที่ 1 แสดง Normal Q-Q Plot ของตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม



ภาพที่ 2 แสดง Histogram ของตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม



ภาพที่ 3 แสดง Scatterplot ของตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม