



ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท
ในกลุ่มการเงินในประเทศไทย

โดย

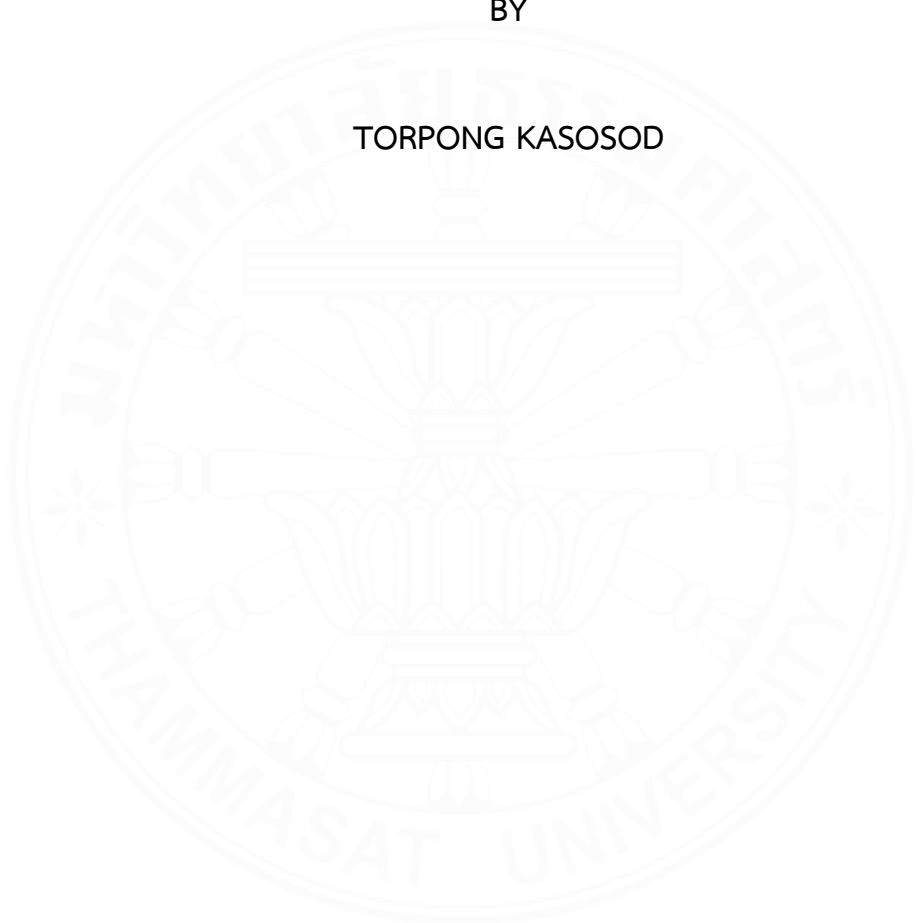
ต่อพงศ์ กาศโอสถ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2564
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

FACTORS AFFECTING CAPITAL STRUCTURE OF
FIRMS IN FINANCIAL SECTOR IN THAILAND

BY

TORPONG KASOSOD

The seal of Thammasat University is a large, faint, circular watermark in the background. It features a central emblem with a crown and a lotus flower, surrounded by the university's name in Thai and English.

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF
MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2021
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

ต่อพงศ์ กาศโอสถ

เรื่อง

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่22. พฤศจิกายน 2564.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุธัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร. รุจิร พนมยงค์)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทใน
	กลุ่มการเงินในประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	ต่อพงศ์ กาศโอสถ
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
คณะ/มหาวิทยาลัย	คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
	มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2564

บทคัดย่อ

การตัดสินใจทางด้านการจัดหาเงินทุนถือเป็นหนึ่งในการตัดสินใจที่สำคัญของบริษัท การเลือกใช้ระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมที่สุด อาจจะช่วยทำให้เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนสูงสุด การศึกษางานวิจัยเรื่องนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ปัจจัยทางด้านขนาด (Size) ปัจจัยทางด้านการเติบโต (Growth) ปัจจัยทางด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) ปัจจัยทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity) และปัจจัยทางด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ว่ามีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนหรือไม่ โดยกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย 25 บริษัท เป็นจำนวนทั้งสิ้น 1,290 ตัวอย่าง

ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านการเติบโต ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร และปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ไม่พบความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุน โดยปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านการเติบโต และปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์ทางด้านบวกหรือทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน ส่วนปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางด้านลบหรือในทิศทางตรงข้ามกับโครงสร้างเงินทุน และสรุปได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีการเติบโตสูงและมีสินทรัพย์ถาวรสูงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ขณะที่บริษัทที่มีกำไรสูงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, บริษัทในกลุ่มการเงิน

Independent Study Title	FACTORS AFFECTING CAPITAL STRUCTURE OF FIRMS IN FINANCIAL SECTOR IN THAILAND
Author	Torpong Kasosod
Degree	Master of Business Administration
Faculty/University	Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2021

ABSTRACT

Financial decision is one of the vital decisions of firms. Choosing the optimal level of debt and equity may help the owners or shareholders get the most returns. Research was used to study factors affecting capital structure of firms in financial sector in Thailand. The size, growth, tangibility, liquidity, and profitability factors were taken into account. Relevant data was collected from the quarterly reports of 25 listed firms in financial sector of Thailand.

Results revealed that size, growth, tangibility, and profitability factors were influential in capital structure, but liquidity was not. Size, growth, and tangibility factors had the significant positive relationship with Debt to Equity, whereas negative relationship between profitability and Debt to Equity. The results also implied that large firms with high growth and tangibility were likely to use debt financing, whereas firms with high profitability were prone to use equity financing.

Keywords: Capital structure, Debt to Equity, Financial sector

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระในการทำงานวิจัยฉบับนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก รองศาสตราจารย์ ดร. สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษางานวิจัย ที่ได้สละเวลาให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ รวมถึงรองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่ได้ให้เกียรติเป็นกรรมการ ซึ่งได้ให้คำแนะนำและข้อเสนอแนะที่เป็นประโยชน์ที่ช่วยให้งานวิจัยฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ในการศึกษาและนำมาประยุกต์ใช้ในการทำวิจัยในครั้งนี้ อีกทั้งขอขอบคุณความช่วยเหลือจากครอบครัว รุ่นพี่ รุ่นน้อง และเพื่อนๆ ตลอดจนเจ้าหน้าที่โครงการหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ส่งผลให้งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องและผู้สนใจเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้

ต่อพงศ์ กาศโอสถ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.5 นิยามศัพท์ที่เกี่ยวข้อง	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller (Modigliani-Miller Theory)	5
2.1.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller กรณีไม่มีภาษี	6
2.1.1.1 Proposition 1	6
2.1.1.2 Proposition 2	6
2.1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller กรณีมีภาษี	7
2.1.2.1 Proposition 1	7

2.1.2.2 Proposition 2	8
2.2 ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)	9
2.3 ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory)	10
2.4 ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory)	11
2.5 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)	12
2.6 ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Windows-of-opportunity Theory)	13
2.7 ทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน	13
2.7.1 ขนาด (Size)	14
2.7.2 การเติบโต (Growth)	15
2.7.3 สินทรัพย์ถาวร (Tangibility)	15
2.7.4 สภาพคล่อง (Liquidity)	15
2.7.5 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)	16
2.8 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	16
2.8.1 ขนาด (Size)	16
2.8.2 การเติบโต (Growth)	17
2.8.3 สินทรัพย์ถาวร (Tangibility)	18
2.8.4 สภาพคล่อง (Liquidity)	18
2.8.5 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)	19
2.9 กรอบแนวคิดงานวิจัย	22
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	23
3.1 การกำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	23
3.1.1 กลุ่มประชากรเป้าหมาย (Population)	23
3.1.2 การกำหนดกลุ่มตัวอย่าง	23
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย	23
3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)	23
3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	24
3.3 สมมติฐานการวิจัย	24
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย	24
3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล	25

	(6)
3.6 การวิเคราะห์ข้อมูลและสรุปผล	25
3.6.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	25
3.6.2 การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	25
3.6.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)	25
3.6.2.2 การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis)	26
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	29
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	29
4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)	31
4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	32
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	40
5.1 สรุปผลการวิจัย	40
5.2 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย	41
5.3 ข้อจำกัดงานวิจัย	41
5.4 ข้อเสนอแนะงานวิจัยต่อเนื่อง	42
รายการอ้างอิง	43
ภาคผนวก	46
ประวัติผู้เขียน	47

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1 สรุปทฤษฎีที่สนับสนุนและความคาดหวังของความสัมพันธ์ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน	14
2.2 สรุปปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนจากการทบทวนวรรณกรรมในประเทศไทย	21
3.1 ค่าอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) ที่ถูกใช้เป็นตัวแทนปัจจัยในด้านต่างๆ	26
4.1 ผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	30
4.2 ผลจากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)	31
4.3 สรุปทิศทางความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม	32
4.4 ตัวแบบที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Model Summary)	33
4.5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	33
4.6 แสดงค่า Tolerance และ Variance Inflation Factors (VIF)	34
4.7 แสดงผลการทดสอบ Heteroscedasticity ด้วยวิธี White	34
4.8 แสดงผลการทดสอบ Heteroscedasticity ด้วยวิธี Modified Breusch-Pagan	35
4.9 แสดงค่าคลาดเคลื่อน ค่า T-Test และค่า Sig. จากการใช้ HC3	35

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 Modigliani-Miller Theory without Corporate Taxes	7
2.2 Modigliani-Miller Theory with Corporate Taxes	8
2.3 Trade-off Theory	9
2.4 กรอบการวิจัย	22



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

การจะเริ่มต้นธุรกิจหรือขยายกิจการเพิ่มเติมนั้น เงินทุนถือเป็นสิ่งที่จำเป็นและสำคัญเป็นอย่างมาก เพราะหากไม่มีเงินทุนแล้วก็จะไม่สามารถที่จะเริ่มต้นธุรกิจหรือขยายกิจการเพิ่มเติมได้ โดยเงินทุนของบริษัทนั้น โดยทั่วไปจะมาจาก 2 แหล่งคือ แหล่งเงินทุนภายนอก (Debt Financing) เช่น การกู้ยืมจากสถาบันการเงินหรือการออกหุ้นกู้ (Bonds) และแหล่งเงินทุนภายใน (Equity Financing) ซึ่งเป็นเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น คือ การออกตราสารประเภททุน (Equity Securities) ไม่ว่าจะเป็นการออกหุ้นสามัญ (Common Stocks) หรือหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stocks) โดยการใช้แหล่งเงินทุนจาก 2 แหล่งนี้มีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกันไป โดยข้อดีของการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก เช่น การได้ประโยชน์จากการประหยัดจากภาษี (Tax Savings) และทำให้คนที่ให้บริษัทกู้ยืมนั้นไม่ได้เป็นส่วนหนึ่งของบริษัทไม่ว่าบริษัทจะประสบความสำเร็จหรือล้มเหลวก็ตาม โดยข้อเสียของการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก คือ ทำให้บริษัทมีภาระผูกพันที่จะต้องทำบางสิ่งในอนาคตอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เช่น การจ่ายดอกเบี้ยหรือการจ่ายเงินต้นคืนในอนาคต โดยไม่ได้สนใจว่าในขณะนั้นสถานการณ์ของบริษัทจะรุ่งเรืองหรือแย่แค่ไหนตาม ส่วนข้อดีของการใช้แหล่งเงินทุนจากภายใน คือ บริษัทจะไม่มีภาระผูกพันในอนาคต โดยข้อเสียคือการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ถือหุ้นมากขึ้น ส่งผลทำให้กำไรลดลง ซึ่งการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกหรือภายในก็จะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

โครงสร้างเงินทุน ถือเป็นหนึ่งปัจจัยที่มีความสำคัญสำหรับองค์กร ธุรกิจ หรือบริษัทต่างๆ เพราะสามารถที่จะส่งผลกระทบต่อสถานะการเงินของบริษัท มูลค่าโดยรวมของบริษัท มูลค่าของผู้ถือหุ้น และผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholders) และยังเป็นสัญญาณที่ทำให้บุคคลภายนอกรับรู้เกี่ยวกับการดำเนินธุรกิจของบริษัท เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนสามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของบริษัทได้ด้วย และหากความเสี่ยงของบริษัทมากขึ้นก็จะส่งผลต่อปัจจัยอื่นๆตามมา เช่น อัตราดอกเบี้ยจากการกู้ยืมที่สูงขึ้น แต่ก็ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีมากขึ้นเช่นกัน ในขณะที่องค์กรหรือบริษัททั่วไปมีจุดมุ่งหมายที่จะพยายามที่สร้างกำไรหรือสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งถือเป็นเรื่องปกติ ดังนั้นผู้จัดการหรือผู้บริหารควรจะต้องเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนหรือสัดส่วนของระดับหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นให้เหมาะสมที่สุดเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งหากบริษัทเลือกจัดหาเงินทุนโดยใช้ส่วนของหนี้สินมาก ก็จะส่งผลให้บริษัทต้องเผชิญกับข้อผูกมัดหรือภาระ

สัญญาในอนาคตมากขึ้น ส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายที่เป็นดอกเบี้ยมีค่ามากขึ้นตาม ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทใช้เงินทุนที่มาจากแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากก็อาจจะก่อให้เกิดปัญหาของการลดลงของกำไร ดังนั้น การหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมหรือทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นการค้นคว้าที่สำคัญอีกส่วนหนึ่ง และเป็นส่วนสำคัญที่จะช่วยให้องค์กรประสบความสำเร็จได้

นักวิจัยหลายคนได้พยายามหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมตลอดหลายปีที่ผ่านมา แต่ยังไม่พบวิธีที่จะกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมได้ (Sheikh & Wang, 2011) ดังนั้น การเลือกโครงสร้างเงินทุนที่มีประสิทธิภาพที่สุดหรือดีที่สุดนั้นเป็นการตัดสินใจที่ซับซ้อนสำหรับในหลายๆ องค์กรหรือบริษัท (Simerly & Li, 2000)

การตัดสินใจเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม จึงเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยให้ธุรกิจหรือองค์กรอยู่รอดและประสบความสำเร็จได้ หากมีการตัดสินใจที่ผิดพลาด ก็จะทำให้มีผลกระทบที่ตามมา เช่น การใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกหรือจากหนี้สินมากเกินไป ก็อาจจะก่อให้เกิดความเสียหาย เช่น การเกิดความเครียดทางการเงิน (Financial Distress) เกิดปัญหาด้านสภาพคล่อง (Liquidation) หรือแม้กระทั่งอาจเกิดการล้มละลายได้ (Bankruptcy)

ส่วนใหญ่การศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในประเทศไทยนั้น ส่วนใหญ่จะเป็นการศึกษาในบริษัทที่ไม่ใช่กลุ่มการเงินเป็นหลัก ซึ่งยังไม่ค่อยมีการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินมากนัก เนื่องจาก งบการเงินของบริษัทในกลุ่มการเงิน เช่น ธนาคารหรือบริษัทด้านประกันชีวิตต่าง ๆ นั้น มักจะมีความซับซ้อนหรือไม่เหมือนงบการเงินของบริษัทโดยทั่วไป ดังนั้น การทำวิจัยนี้จึงเริ่มต้นโดยใช้ข้อมูลของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยเป็นหลัก เพื่อที่จะเติมเต็มในส่วนที่ยังไม่ค่อยมีการศึกษา

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยได้กำหนดวัตถุประสงค์ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ดังนี้

1. เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของขนาด การเติบโต สินทรัพย์ถาวร สภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไร ที่มีต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือ โครงสร้างเงินทุน

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ผู้ทำวิจัยได้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ซึ่งปัจจัยที่ศึกษาประกอบไปด้วย ปัจจัยด้านขนาด (Size) ปัจจัยด้านการเติบโต (Growth) ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) ปัจจัยด้านสภาพคล่อง (Liquidity) และปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เพื่อดูว่ามีความสัมพันธ์ต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity) อย่างไร โดยข้อมูลหรือตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลเป็นรายไตรมาส ย้อนหลังไปมากที่สุด 15 ปี เป็นช่วงระหว่างไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ. 2549 ถึง ไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2564

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลที่ได้รับจากงานวิจัยในฉบับนี้ผู้วิจัยมีความคาดหวังว่าจะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจในด้านของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับมีดังต่อไปนี้

1. เพื่อให้นักลงทุนหรือผู้สนใจทราบถึงข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย
2. เพื่อให้นักลงทุนหรือผู้สนใจนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการวิเคราะห์เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในสถานการณ์ต่างๆได้
3. เพื่อทราบถึงความสัมพันธ์ของ ขนาด การเติบโต สินทรัพย์ถาวร สภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน หรือ หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

1.5 นิยามศัพท์ที่เกี่ยวข้อง

ในการวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยได้นิยามความหมายหรือกำหนดขอบเขตของคำศัพท์เพื่อให้เกิดความเข้าใจไปในทิศทางเดียวกันดังนี้

1. หนี้สิน (Liability) หมายถึง ภาระผูกพันที่กิจการจะต้องทำสิ่งใดสิ่งหนึ่งในอนาคต หรือต้องเสียบางสิ่งในอนาคตอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เช่น ดอกเบี้ยหรือเงินต้นที่จะต้องจ่ายคืนในอนาคต หรือ การให้บริการหรือส่งมอบสินค้าในอนาคต
2. ส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) หมายถึง ส่วนที่เป็นการลงทุนจากผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจเป็นได้ทั้ง หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stocks) หรือหุ้นสามัญ (Common Stocks)

3. สภาพคล่อง (Liquidity) หมายถึง ความสามารถทางด้านสภาพคล่องของบริษัทหรือความสามารถทางการจ่ายดอกเบี้ยหรือพันธสัญญาต่างๆ

4. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรต่อหนึ่งหน่วยของเงินลงทุนในสินทรัพย์

5. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) หมายถึง อัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรต่อหนึ่งหน่วยของส่วนของผู้ถือหุ้น

6. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity: D/E) หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอัตราส่วนนี้จะแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท หากมีค่าสูงจะแสดงถึง บริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกมาก หมายถึงมีการกู้ยืมมาก ทำให้มีหนี้สินมาก และส่งผลให้บริษัทมีความเสี่ยงมากขึ้น

7. k_d หมายถึง ต้นทุนของเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

8. k_s หรือ k_e หมายถึง ต้นทุนของเงินลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง แนวคิด ทฤษฎี เพื่อนำข้อมูลดังกล่าวมาใช้เป็นข้อมูลอ้างอิง และสร้างสมมติฐานในการทำงานวิจัย รวมถึงยังใช้ข้อมูลเหล่านี้เป็นเครื่องมือในการกำหนดกรอบแนวคิดงานวิจัย เพื่อทำการศึกษางานวิจัยในบทต่อไป โดยผู้ทำวิจัยได้กำหนดหัวข้อทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมตามหัวข้อดังต่อไปนี้

- 2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller (Modigliani-Miller Theory)
- 2.2 ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)
- 2.3 ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory)
- 2.4 ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory)
- 2.5 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)
- 2.6 ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market-timing or Windows-of-opportunity Theory)
- 2.7 ทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน
- 2.8 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.9 กรอบแนวคิดงานวิจัย

2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller (Modigliani-Miller Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller ถือเป็นทฤษฎีที่วางรากฐานในเรื่องของโครงสร้างเงินทุนและเป็นแนวคิดทางการเงินสมัยใหม่ จากงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958, 1963) ได้ศึกษาและสรุปโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 กรณี คือ กรณีที่ไม่มีภาษี และ กรณีที่มีภาษี และในแต่ละกรณีจะมี 2 ประพจน์ (Proposition) ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller กรณีไม่มีภาษี

ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานดังนี้

1. ความเสี่ยงทางธุรกิจหรือการดำเนินงานสามารถวัดได้ด้วยความผันผวนของรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) และบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจหรือความเสี่ยงจากการดำเนินงานในระดับเดียวกันจะถือว่าอยู่ในกลุ่มความเสี่ยงเดียวกัน
2. นักลงทุนมีมุมมองหรือความคาดหวังที่เหมือนกันจากการประมาณการรายได้และความเสี่ยงในอนาคต
3. ตลาดหุ้นและหุ้นถูกซื้อขายอยู่ในตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ซึ่งหมายถึง ไม่มีค่าใช้จ่ายทางภาษี (Tax Rates) ไม่มีค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมทางการเงิน (Flotation Cost) และนักลงทุนหรือสถาบันการเงินสามารถที่จะกู้ยืมได้ในอัตราดอกเบี้ยที่เท่ากัน
4. หนี้สินของบริษัทหรือนักลงทุนเป็นหนี้สินที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-less) ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยจากการกู้ยืมจะไม่มี โดยไม่คำนึงว่าจะกู้ยืมมากหรือกู้ยืมน้อย
5. กระแสเงินสดของบริษัทไม่สิ้นสุดและไม่มีการเติบโตในอนาคต

2.1.1.1 Proposition 1

มูลค่าของบริษัทไม่ขึ้นอยู่กับโครงสร้างเงินทุน

$$V_L = V_U = \text{EBIT} / r_{SU}$$

V_L = มูลค่าขณะที่มีการกู้ยืม (Leveraged Firm)

V_U = มูลค่าขณะที่ไม่มีการกู้ยืม (Unleveraged Firm)

EBIT = รายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (Earnings Before Interest and Taxes)

r_{SU} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นขณะที่ไม่มีการกู้ยืม

จาก Proposition 1 ไม่ว่าบริษัทจะมีการกู้ยืมมากหรือกู้ยืมน้อยก็จะไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าหากปัจจัยอื่นๆของบริษัททั้งสองเหมือนกันแล้ว ไม่ว่าบริษัทจะกู้ยืมมากหรือกู้ยืมน้อย มูลค่าของทั้งสองบริษัทจะมีค่าเท่ากัน

2.1.1.2 Proposition 2

ต้นทุนทางการเงินส่วนของผู้ถือหุ้นขณะที่มีการกู้ยืมจะมีค่าเท่ากับต้นทุนทางการเงินส่วนของผู้ถือหุ้นขณะที่ไม่มีการกู้ยืม รวมกับ ส่วนชดเชยความเสี่ยง ซึ่งส่วนชดเชยความเสี่ยงนี้ขึ้นอยู่กับความแตกต่างระหว่างต้นทุนของการกู้ยืมและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในขณะที่ไม่มีการกู้ยืม และขึ้นอยู่กับปริมาณของการกู้ยืม (Financial Leverage) ที่ถูกใช้

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_d) D / S_L$$

r_{SL} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นขณะที่มีการกู้ยืม

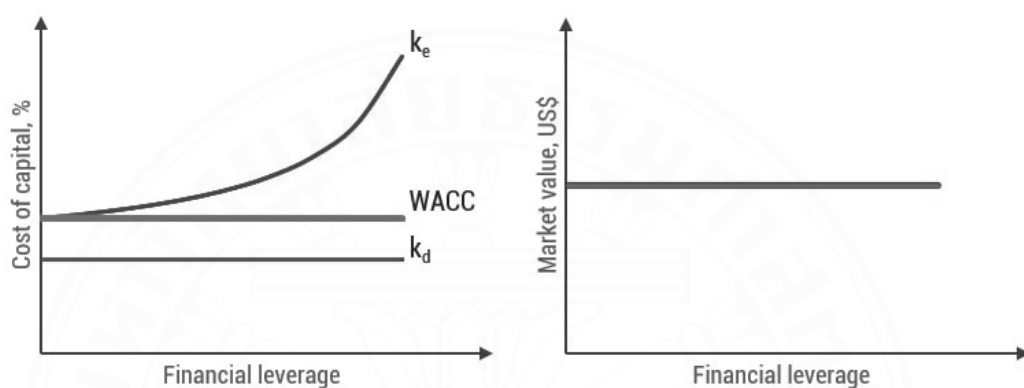
r_{sU} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นขณะที่ไม่มีการกู้ยืม

r_d = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของเจ้าหนี้

D / S_L = อัตราส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity)

ภาพที่ 2.1

Modigliani-Miller Theory without Corporate Taxes



ข้อสรุปจากทฤษฎีนี้

1. การที่มีหนี้สินมากขึ้นในโครงสร้างเงินทุนทำให้ความเสี่ยงเพิ่มขึ้นและส่งผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (k_e) สูงขึ้น
2. ต้นทุนถัวเฉลี่ย (WACC) ไม่ขึ้นอยู่กับโครงสร้างเงินทุน หนี้สินที่มากขึ้นในโครงสร้างเงินทุนจะไม่ทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น เนื่องจากผลประโยชน์ที่ได้รับจากต้นทุนทางการเงินของการกู้ยืมที่ถูกกว่าต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ($k_d < k_e$) จะหักล้างกับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น
3. ตามทฤษฎีนี้บริษัทสามารถเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนแบบไหนก็ได้ เนื่องจากการกู้ยืมไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท

2.1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller กรณีมีภาษี

มีสมมติฐานเหมือนกับในข้อ 2.1.1 แต่ยกเว้น ในเรื่องของภาษี

2.1.2.1 Proposition 1

มูลค่าของบริษัทขณะที่มีการกู้ยืมจะเท่ากับมูลค่าของบริษัทขณะที่ไม่มีการกู้ยืมในระดับความเสี่ยงที่เท่ากัน รวมกับ ผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืม

$$V_L = V_U + \text{PV of gains from financial leverage}$$

$$V_U = \text{EBIT} (1-T) / r_{sU}$$

V_U = มูลค่าขณะที่ไม่มีการกู้ยืม (Unleveraged Firm)

V_L = มูลค่าขณะที่มีการกู้ยืม (Leveraged Firm)

PV of gains from financial leverage = มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืม

EBIT = รายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (Earnings Before Interest and Taxes)

r_{sU} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นขณะที่ไม่มีการกู้ยืม

2.1.2.2 Proposition 2

ต้นทุนทางการเงินของส่วนของผู้ถือหุ้นขณะที่มีการกู้ยืมจะเท่ากับ ต้นทุนทางการเงินของส่วนของผู้ถือหุ้นขณะที่ไม่มีการกู้ยืม รวมกับ ส่วนชดเชยความเสี่ยง ซึ่งส่วนชดเชยความเสี่ยงขึ้นอยู่กับความแตกต่างระหว่างต้นทุนของการกู้ยืมและต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นในขณะที่ไม่มีการกู้ยืม และขึ้นอยู่กับปริมาณของการกู้ยืม (Financial leverage) ที่ถูกใช้ และยิ่งขึ้นอยู่กับอัตราภาษีด้วย

$$r_{sL} = r_{sU} + (r_{sU} - r_d) (1-T) D / S_L$$

r_{sL} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นขณะที่มีการกู้ยืม

r_{sU} = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นขณะที่ไม่มีการกู้ยืม

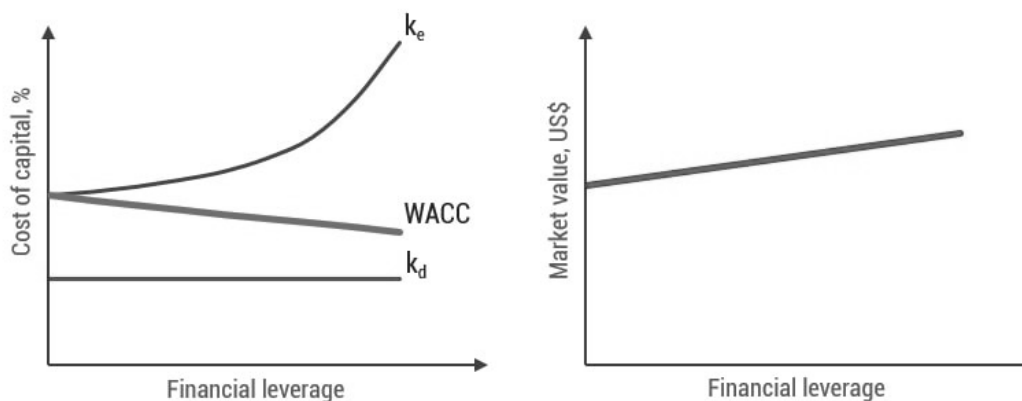
r_d = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของเจ้าหนี้

D / S_L = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity)

T = อัตราภาษี

ภาพที่ 2.2

Modigliani-Miller Theory with Corporate Taxes



ข้อสรุปจากทฤษฎีนี้

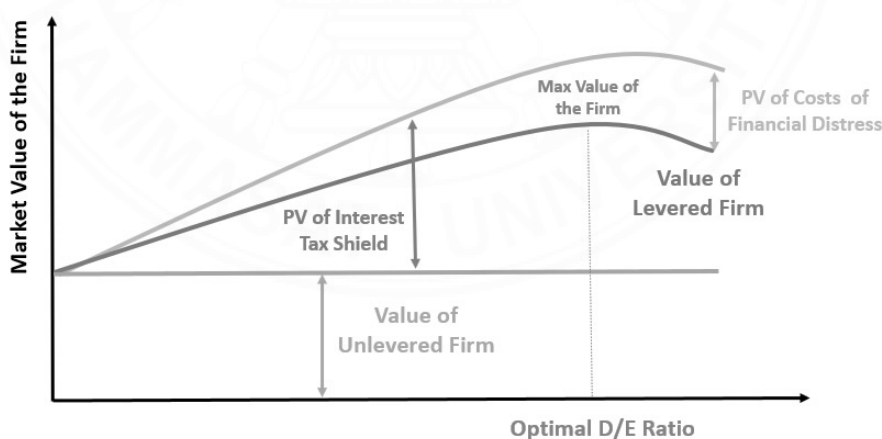
1. การที่มีหนี้สินมากขึ้นในโครงสร้างเงินทุนทำให้ความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (k_s) สูงขึ้น
2. ต้นทุนถัวเฉลี่ย (WACC) ขึ้นอยู่กับโครงสร้างเงินทุน หากมีการกู้ยืมมากขึ้นจะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยลดลง เนื่องจากผลประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดจากภาษี
3. การเพิ่มขึ้นของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ เนื่องจากผลประโยชน์ที่ได้รับจากต้นทุนจากการกู้ยืมที่ถูกกว่าต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดจากภาษี ถึงแม้ว่าจะมีต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากความเสี่ยงที่มากขึ้นแต่ก็ไม่สามารถหักล้างผลประโยชน์ที่ได้รับนี้ได้

โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดสำหรับบริษัท คือ มีสัดส่วนการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกคิดเป็น 100% ของเงินทุนทั้งหมดซึ่ง พบว่า ไม่สอดคล้องกับโลกแห่งความจริง (นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร, 2558, น. 5)

2.2 ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)

ภาพที่ 2.3

Trade-off Theory



$V_L = V_U + \text{PV of gains from financial leverage} - \text{PV of expected financial distress costs}$

V_U = มูลค่าขณะที่ไม่มีการกู้ยืม (Unleveraged Firm)

V_L = มูลค่าขณะที่มีการกู้ยืม (Leveraged Firm)

PV of gains from financial leverage = มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืม

PV of expected financial distress costs = มูลค่าปัจจุบันของความเครียดทางการเงิน

ทฤษฎีแลกเปลี่ยนเป็นทฤษฎีที่ได้รับการพัฒนาแนวความคิดมาจาก Modigliani and Miller (1958, 1963) โดยบริษัทต้องหาจุดที่เหมาะสมหรือเป็นการแลกเปลี่ยน (Trade-off) กันระหว่างข้อดีและข้อเสียจากการกู้ยืม โดยข้อดีของการกู้ยืม คือ ผลประโยชน์ที่ได้รับทางด้านภาษี (Tax Savings) ผลประโยชน์ที่ได้รับจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลงเนื่องจากต้นทุนจากการกู้ยืมจากเจ้าหนี้จะถูกกว่าต้นทุนจากการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ($k_d < k_s$) และผลประโยชน์จากต้นทุนตัวแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Agency Cost of Equity) ที่ลดลงหากการกู้ยืมนั้นไม่มากจนเกินไป ขณะเดียวกันข้อเสียของการกู้ยืมคือ จะทำให้บริษัทเกิดสภาวะความเครียดทางการเงิน (Financial Distress) และทำให้ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (k_s) สูงขึ้น ดังนั้น ทฤษฎีนี้จึงเป็นการกล่าวถึงการวางโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยพิจารณาจากข้อดีและข้อเสียของแหล่งเงินทุน (นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร, 2558, น. 6)

2.3 ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory)

$V_L = V_U + \text{PV of gains from financial leverage} - \text{PV of expected financial distress costs} - \text{PV of expected agency costs}$

V_U = มูลค่าขณะที่ไม่มีการกู้ยืม (Unleveraged Firm)

V_L = มูลค่าขณะที่มีการกู้ยืม (Leveraged Firm)

PV of gains from financial leverage = มูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืม

PV of expected financial distress costs = มูลค่าปัจจุบันของความเครียดทางการเงิน

PV of expected agency costs = มูลค่าปัจจุบันของต้นทุนตัวแทน

ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน ได้ถูกนำเสนอโดย Jensen and Meckling ในปี ค.ศ. 1976 เป็นทฤษฎีที่เกิดจากทฤษฎีทางเลือก แต่มีการคำนึงถึงต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) เพิ่มเข้าไป โดย

Jensen and Meckling ได้แบ่งประเภทความขัดแย้งออกเป็น 2 ประเภทคือ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552, น. 5)

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร (Stockholder-Manager Conflicts) อธิบายได้ว่า ผู้บริหารมีแนวโน้มโดยธรรมชาติที่จะกระทำหรือดำเนินการตามผลประโยชน์ที่ตนเองสนใจ หรือมีแนวโน้มที่จะไม่ได้สนใจผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก เนื่องจาก ผู้บริหารเองก็มีผลประโยชน์ที่ตนเองสนใจเช่นกัน จึงเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารกระทำหรือดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น รวมถึงผลประโยชน์ที่ผู้บริหารต้องการอาจจะไม่ตรงกับผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นต้องการด้วย จึงก่อให้เกิดเป็นความขัดแย้ง (Conflict of Interest) โดยตัวอย่างของพฤติกรรม เช่น การตัดสินใจสร้างโรงงานใกล้ที่ดินของตนเอง การมีผลประโยชน์ทับซ้อน การไม่ทำงานทุ่มเทเต็มกำลังความสามารถ ซึ่งโดยส่วนใหญ่จะเป็นพฤติกรรมทั่วไปของมนุษย์ ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น (Agency Cost of Equity) และทำให้ส่งผลทางด้านลบต่อมูลค่าของกิจการ

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ (Stockholder-Creditor Conflicts) ตัวอย่างที่ทำให้เกิดข้อขัดแย้ง เช่น การลงทุนในโครงการที่เสี่ยงกว่าที่ได้สัญญาไว้กับเจ้าหนี้ เรียกว่า ปัญหาการเปลี่ยนแทนทรัพย์สิน (Asset Substitutions) เนื่องจากผลตอบแทนที่เจ้าหนี้ได้รับนั้นคงที่ แต่ในส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น หากขาดทุนจะขาดทุนมากที่สุดเท่ากับเงินที่ลงทุนในบริษัท (ในกรณีที่บริษัทขาดทุน) แต่หากได้กำไรก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นได้กำไรมากขึ้นซึ่งมาจากการลงทุนในโครงการที่เสี่ยงมากขึ้น การกู้ยืมเงินมาใช้ไม่ตรงกับวัตถุประสงค์ที่สัญญาหรือบอกไว้กับเจ้าหนี้ เช่น การกู้ยืมเงินมาแล้วเอาไปจ่ายเงินปันผลแล้วปิดกิจการ หรือกู้ยืมเงินมาแล้วขายสินทรัพย์ที่มีค่าออกไป เหลือแต่สินทรัพย์ที่ไม่ค่อยมีค่าให้เจ้าหนี้มายึด (Milking the Property) ซึ่งล้วนก่อให้เกิดความไม่ไว้วางใจจากเจ้าหนี้ โดยเจ้าหนี้จะมีวิธีการในการปกป้องตัวเอง เช่น การคิดดอกเบี้ยให้แพงกว่าปกติ ซึ่งดอกเบี้ยส่วนที่เกินนี้ก็คือ ต้นทุนตัวแทนในส่วนของเจ้าหนี้ (Agency Cost of Debt) การระบุหลักทรัพย์ค้ำประกัน การกำหนดเงื่อนไขที่ต้องปฏิบัติตามไว้ในสัญญาการกู้ยืม โดยการปกป้องตัวเองของเจ้าหนี้เหล่านั้นก่อให้เกิดเป็นต้นทุนตัวแทนในส่วนของเจ้าหนี้ ทำให้มูลค่าของกิจการและความมั่นคงของผู้ถือหุ้นลดลง

2.4 ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory)

เป็นการนำเสนอทฤษฎีโดย Spence, M.1 (1973) ทฤษฎีสัญญาณ กล่าวไว้ว่า ผู้บริหารย่อมมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุน (Asymmetric Information) การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นการส่งสัญญาณ (Signals) ให้นักลงทุนทราบว่าผู้บริหารมีความเห็นอย่างไรต่อทิศทางของบริษัทในอนาคต (ภัทรวดี สิงห์สุพรรณ, 2561) ซึ่งทำให้นักลงทุนภายนอกคาดการณ์สถานการณ์ของบริษัทได้ และ การตัดสินใจของผู้บริหารก็จะส่งไปถึงตลาดการเงินและส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือ

มูลค่าของบริษัท เช่น หากบริษัทมีประกาศว่า จะมีการออกหุ้นเพิ่มทุนก็จะเป็นสัญญาณว่าราคาหุ้นอาจจะอยู่ในราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued Stocks) และเป็นการส่งสัญญาณในด้านลบ (Negative Signal) ให้กับนักลงทุนภายนอก เนื่องจาก จะทำให้นักลงทุนภายนอกมองว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทอาจจะไม่ค่อยดีหรือขาดทุน บริษัทจึงใช้วิธีการออกหุ้นเพิ่มทุน เพื่อจะทำให้มีตัวหารที่เป็นจำนวนหุ้นมากขึ้น เพื่อดึงนักลงทุนภายนอกมาช่วยกระจายผลขาดทุนนั้น แต่ในทางกลับกัน หากบริษัทมีประกาศว่าจะเพิ่มเงินทุนโดยการกู้ยืมเงินจากภายนอกเพิ่ม ก็จะเป็นสัญญาณว่าราคาหุ้นอาจจะอยู่ในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued Stocks) และส่งสัญญาณด้านบวก (Positive Signal) ให้กับนักลงทุนได้ เนื่องจาก ผู้บริหารจะไม่กล้ากู้ยืม หากไม่มั่นใจว่าจะสามารถสร้างกระแสเงินสดในอนาคตได้เพียงพอที่จะจ่ายชำระหนี้และคืนเงินต้นได้ หรือ ผู้บริหารมองว่าในอนาคตบริษัทมีโอกาสที่จะเติบโตและมีกำไรสูงมาก ผู้บริหารจึงอยากเก็บกำไรนี้ไว้ ไม่อยากจะกระจายกำไรนี้ไปให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่โดยการออกหุ้นเพิ่มทุน จึงตัดสินใจที่จะเพิ่มเงินทุนโดยการกู้ยืมแทน

2.5 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น ได้ถูกนำเสนอในปี ค.ศ. 1984 โดย Myers and Majluf ซึ่งอาศัยแนวคิดของทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) โดยมีแนวคิดสำคัญคือ ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะผู้บริหาร (Asymmetric Information) (นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร, 2558) และมีค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมทางการเงิน (Flotation Costs) ส่งผลให้เกิดเป็นลำดับชั้นในการเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งต่างๆ โดยผู้บริหารจะมีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น คือ เลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่ถูกที่สุดก่อนไปเรื่อยๆตามลำดับ โดยทั่วไปจะเลือกใช้เงินทุนตามลำดับดังนี้ กำไรสะสมของบริษัท (Retained Earnings) การกู้ยืม (Debt Financing) การออกหุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Bonds) การออกหุ้นบุริมสิทธิ์ (Preferred Stocks) และการออกหุ้นสามัญ (Common Stocks) ตามลำดับ หรืออาจกล่าวได้ว่าใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก เนื่องจากเจ้าหนี้ต้องการผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผู้ถือหุ้นสามัญ เพราะเจ้าหนี้มีความเสี่ยงน้อยกว่าผู้ถือหุ้นสามัญ ($k_d < k_s$)

ข้อสรุปตามทฤษฎีนี้

1. บริษัทไม่มีโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด
2. บริษัทที่มีกำไรเยอะจะกู้ยืมน้อย เนื่องจากสามารถกันกำไรสะสมไว้ได้เยอะ
3. มีการสำรองเผื่อการกู้ยืมในอนาคต ซึ่งบริษัทจะไม่กู้ยืมสูงสุดตามที่ทฤษฎีแลกเปลี่ยน

(Trade-off Theory) ได้นำเสนอไว้

2.6 ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing or Windows-of-opportunity Theory)

ไม่ได้มีความแตกต่างกัน หรือ ไม่ได้มีความสำคัญในเรื่องของการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน หรือจากส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ขึ้นอยู่กับว่าในช่วงเวลานั้นๆ เหมาะสมสำหรับที่จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินหรือจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่ากัน ที่น่าจะได้มูลค่าที่มากกว่า ช่วงไหนที่ตลาดหุ้นดีบริษัทจะออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อราคาของมันเป็นอยู่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued Stocks) และจะซื้อหุ้นกลับเมื่อราคาของมันเป็นอยู่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued Stocks) และหากช่วงไหนที่อัตราดอกเบี้ยของการกู้ยืมต่ำ บริษัทก็จะใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม (Baker and Wurgler, 2002) ซึ่งทฤษฎีนี้จะตรงข้ามกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)

2.7 ทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ถือเป็นทฤษฎีหลักของงานวิจัยหรือวรรณกรรมทางด้านโครงสร้างเงินทุน และในทางตรงข้ามกับทฤษฎีนี้จะมีทฤษฎีที่จะเป็นทางเลือกอีกทฤษฎีหนึ่งคือ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ซึ่งทั้งสองทฤษฎีนี้ต่างมีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกันไป ซึ่งไม่มีทฤษฎีใดมีคุณสมบัติที่จะเป็นเพียงทฤษฎีเดียวที่ครอบคลุมวรรณกรรมทางด้านโครงสร้างเงินทุน (Khaki & Akin, 2020) โดยผู้วิจัยจะไม่อ้างอิงถึงทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani-Miller เนื่องจากถือว่าเป็นทฤษฎีที่วางรากฐานในเรื่องของโครงสร้างเงินทุน ไม่อ้างอิงถึงทฤษฎีต้นทุนตัวแทน โดยตรง เพราะทฤษฎีต้นทุนตัวแทนถูกพัฒนามาจากทฤษฎีทางเลือก และไม่อ้างอิงถึงทฤษฎีสัญญาณ โดยตรง เนื่องจากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น อาศัยแนวคิดของทฤษฎีสัญญาณ

จากการทบทวนทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงิน โดยผู้วิจัยพบว่าสามารถนำเอาทฤษฎีทั้งสองนี้มาใช้ในการพิจารณาสร้างปัจจัยเพื่อเป็นตัวแปรต้นของการศึกษาครั้งนี้ได้ 5 ปัจจัย และคำนึงถึงทิศทางการสัมพันธ์ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน ตามที่ทฤษฎีทั้งสองนี้ได้พยากรณ์ไว้ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้ รวมถึงสรุปความสัมพันธ์และทฤษฎีที่สนับสนุนได้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1

สรุปทฤษฎีที่สนับสนุนและความคาดหวังของความสัมพันธ์ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน

Variable	Expected Sign	Supporting Theory
Size	Positive	Trade-off Theory
	Negative	Pecking Order Theory
Growth	Negative	Trade-off Theory
	Positive	Pecking Order Theory
Tangibility	Positive	Trade-off Theory
	Negative	Pecking Order Theory
Liquidity	Positive	Trade-off Theory
	Negative	Pecking Order Theory
Profitability	Positive	Trade-off Theory
	Negative	Pecking Order Theory

2.7.1 ขนาด (Size)

บริษัทขนาดใหญ่มีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและระดมเงินทุนได้หลากหลายมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีการกระจายการลงทุนได้ดีกว่า มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ที่ต่ำกว่า มีความเสี่ยงในการล้มละลายที่ต่ำกว่า มีการประสบปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ต่ำกว่า และมีสินทรัพย์ที่สำคัญมากกว่าและสามารถนำมาขายคืนเพื่อเอามาใช้ชำระหนี้ได้ในกรณีที่ผิดนัดชำระ นอกจากนี้บริษัทขนาดเล็กมักจะพบว่าเป็นการยากที่จะแก้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล จึงทำให้แบกรับต้นทุนที่สูงกว่าจากความเครียดทางการเงิน (Financial Distress) ดังนั้นบริษัทขนาดเล็กจึงนิยมที่จะจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของมากกว่าการก่อหนี้ ซึ่งส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่สามารถที่จะจัดหาเงินทุนจากภายนอกได้ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก และทำให้บริษัทขนาดใหญ่มักจะเผชิญกับต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ที่ต่ำกว่า ดังนั้นจึงได้รับประโยชน์จากการกู้ยืมหรือการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก (Khaki & Akin, 2020) ตามทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่างขนาดของบริษัทและโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่พยากรณ์ว่ามีความสัมพันธ์ทางลบระหว่างขนาดของบริษัทและโครงสร้างเงินทุน เพราะบริษัทขนาดใหญ่จะมีการสะสมหรือสำรองกำไรสะสมไว้เพื่อใช้ในการเติบโตหรือขยายกิจการ จึงไม่มีแรงจูงใจที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีค่าต่ำ

2.7.2 การเติบโต (Growth)

ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางลบระหว่างการเติบโตและโครงสร้างเงินทุน ซึ่งทฤษฎีนี้พยากรณ์ว่าการเติบโตโดยใช้หนี้สินที่มากขึ้นนั้นจะส่งผลให้ต้นทุนเพิ่มขึ้นและความเสี่ยงจากความเครียดทางการเงินสูงขึ้น ทำให้บริษัทไม่สามารถที่จะมีระดับหนี้สินที่สูงได้ ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีค่าไม่สูง (Mohammed, Gewdan, and Babela, 2017) นอกจากนี้ บริษัทที่มีการเติบโตที่สูงมีแนวโน้มที่จะมีหนี้ในโครงสร้างเงินทุนที่ต่ำกว่า เนื่องจากการเติบโตเป็นเพียงสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน จึงไม่สามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ และการเติบโตอาจนำไปสู่การลงทุนที่ไม่คุ้มค่า (Khaki & Akin, 2020)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่างการเติบโตและโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่มีการเติบโตสูงจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกมากขึ้น เนื่องจากแหล่งเงินทุนจากภายในอาจจะไม่เพียงพอต่อความต้องการในการเติบโต ไม่ว่าจะเป็นการจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการต่างๆ หรือจัดหาเงินทุนสำหรับการค้นคว้าและพัฒนา (Gul et al., 2012) นอกจากนี้ พื้นฐานของการดำเนินธุรกิจนั้น ชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีการเติบโตของธุรกิจที่สูงขึ้นก็ย่อมต้องการแหล่งเงินทุนที่มากขึ้นเพื่อนำมาลงทุนในโครงการต่างๆ หรือขยายให้บริษัทเติบโตยิ่งขึ้นไป (ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ, 2561)

2.7.3 สินทรัพย์ถาวร (Tangibility)

สินทรัพย์ถาวรถูกพิจารณาว่าสามารถใช้เป็นหลักประกันได้ง่าย และทำให้บริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมากกว่ามีแนวโน้มที่จะมีโครงสร้างเงินทุนที่สูงกว่า เนื่องจากสินทรัพย์ถาวรมันเป็นสิ่งที่ง่ายกว่าสำหรับผู้ให้กู้ ที่จะทำการประเมินและลดต้นทุนจากความเครียดทางการเงิน ในขณะที่บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในด้านการวิจัยและพัฒนา (Research and Development) เป็นจำนวนมากหรือมีผลิตภัณฑ์ที่เฉพาะนั้น จะมีต้นทุนจากความเครียดทางการเงินที่สูงกว่า ส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมากกว่าได้รับประโยชน์จากต้นทุนจากความเครียดทางการเงินที่ต่ำกว่า ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่างสินทรัพย์ถาวรและโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่พยากรณ์ความสัมพันธ์ทางด้านลบระหว่างสินทรัพย์ถาวรและโครงสร้างเงินทุน เนื่องจาก สินทรัพย์ถาวรช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล ซึ่งช่วยให้การจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของทำได้ง่ายและมีค่าใช้จ่ายน้อยลง (Khaki & Akin, 2020)

2.7.4 สภาพคล่อง (Liquidity)

สภาพคล่องทางด้านธุรกิจ หมายถึง ความสามารถในการแปลงสินทรัพย์เป็นเงินสดโดยไม่กระทบต่อราคาของสินทรัพย์ Mohammed et al. (2017) ซึ่งทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางลบระหว่างสภาพคล่อง

และโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายใน คือ จากกำไรสะสม ก่อนที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก คือ จากการกู้ยืม ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่พยากรณ์ว่าความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและโครงสร้างเงินทุนมีทิศทางบวก เพราะบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงสามารถที่จะชำระหนี้ระยะสั้นได้ทันเวลา (Gul, Khan, Razzaq, and Saif, 2012) หากในกรณีที่บริษัทมีสภาพคล่องที่ต่ำจะส่งผลให้บริษัทประสบปัญหาในการชำระหนี้ได้ ซึ่งทำให้ความเครียดทางการเงินสูงขึ้น Mohammed et al. (2017) หรือตีความได้ว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำจะไม่อยากใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกมากนัก เนื่องจากความสามารถในการชำระหนี้ที่ต่ำ ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนนั้นมีค่าไม่สูง

2.7.5 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

บริษัทที่มีความสามารถในการกำไรสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนแหล่งเงินทุนจากภายนอก เนื่องด้วยต้นทุนที่ถูกกว่า และการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของยังเป็นการส่งสัญญาณด้านลบต่อนักลงทุนอีกด้วย ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมีระดับการก่อหนี้ที่ต่ำ ทำให้โครงสร้างเงินทุนมีค่าต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรและโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่พยากรณ์ความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรและโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากข้อดีของการกู้ยืม เช่น ผลประโยชน์ที่ได้รับจากภาษี ผลประโยชน์จากต้นทุนทางการเงินที่ถูกลงเนื่องจากต้นทุนของเจ้าหนี้ต่ำกว่าต้นทุนของส่วนของเจ้าของ และผลประโยชน์จากต้นทุนตัวแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถช่วยให้กำไรของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นได้ ดังนั้น ตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน บริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะกู้ยืมสูงเนื่องจากได้รับประโยชน์ดังที่กล่าวมา ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีค่าสูงตาม

2.8 การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนงานวิจัยและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงิน โดยผู้วิจัย พบว่า วรรณกรรมที่เกี่ยวข้องสามารถแบ่งแยกได้ตามตัวแปรต้น ที่วรรณกรรมในอดีตได้เคยศึกษาได้เป็น 5 ปัจจัย โดยมีรายละเอียด ดังต่อไปนี้

2.8.1 ขนาด (Size)

ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ขนาดของกิจการ มี

ความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการก่อหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 โดยขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และยังสอดคล้องกับการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้ศึกษา ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาของ วรากร ยิ่งยศกัจจรัชย์ (2546) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ขนาดของธุรกิจมีผลทางด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทางบัญชี

นอกจากนี้ Najjar and Petrov (2011) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ประกันภัยในประเทศบาห์เรน พบว่า มีความสัมพันธ์ทางด้านบวกระหว่าง ขนาดของบริษัท และ โครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Gul et al. (2012) ที่ได้ทำการศึกษาลักษณะของ บริษัทที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในภาคการธนาคารและประกันภัยในปากีสถาน พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน และสอดคล้องกับการศึกษาของ Mohammed et al. (2017) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิรัก พบว่า ขนาดของบริษัท มีผลกระทบทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ Muhammed (2019) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากธนาคารที่จดทะเบียนในบังคลาเทศ พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางด้านลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ

2.8.2 การเติบโต (Growth)

วรากร ยิ่งยศกัจจรัชย์ (2546) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า การเติบโตธุรกิจมีผลทางด้านลบอย่างมีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทางราคาตลาด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โอกาสเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการก่อหนี้ แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ Gul et al. (2012) ที่ได้ทำการศึกษาลักษณะของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในภาคการธนาคารและประกันภัยในปากีสถาน พบว่า มีความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างการเติบโตและโครงสร้างเงินทุน

อย่างไรก็ตาม Muhammed (2019) ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากธนาคารที่จดทะเบียนในบังคลาเทศ เป็นจำนวน 25 ธนาคาร พบว่า การเติบโตไม่ได้มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ และเป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาของ Mohammed et al.

(2017) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิรัก พบว่า การเติบโต (Growth) ไม่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุน

2.8.3 สินทรัพย์ถาวร (Tangibility)

จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ พบว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 สินทรัพย์ถาวร มีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Najjar and Petrov (2011) ที่ได้ทำการศึกษารายทุนของบริษัทประกันภัยในประเทศบาห์เรน พบว่า มีความสัมพันธ์ด้านบวกระหว่างสินทรัพย์ถาวรและโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ Muhammed (2019) ที่ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากธนาคารที่จดทะเบียนในบังคลาเทศ พบว่า สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบ

อย่างไรก็ตามการศึกษาของ ญัฐญาดา คงสกุล (2560) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความมีตัวตนของสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการก่อหนี้อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

2.8.4 สภาพคล่อง (Liquidity)

ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ (2561) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 พบว่า สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 พบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และยังสอดคล้องกับการศึกษาของ ญัฐญาดา คงสกุล (2560) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการก่อหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

นอกจากนี้ Najjar and Petrov (2011) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทประกันภัยในประเทศบาห์เรน พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสภาพคล่อง (Liquidity) และโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ahmed et al. (2010) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัทประกันชีวิตในปากีสถาน พบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์

เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน และยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Gul et al. (2012) ที่ได้ทำการศึกษา ลักษณะของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในภาคการธนาคารและประกันภัยในปากีสถาน พบว่า มีความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างสภาพคล่องและโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Mohammed et al. (2017) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิรัก พบว่า สภาพคล่องมีผลกระทบทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน

อย่างไรก็ตาม Muhammed (2019) ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากธนาคารที่จดทะเบียนในบังคลาเทศ 25 ธนาคาร พบว่า สภาพคล่องไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ

2.8.5 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

วรกร ยิงยศกำจรชัย (2546) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม มีผลทางด้านลบอย่างมีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทางราคาตลาด ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและสอดคล้องกับการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงข้ามกัน

นอกจากนี้ Gul et al. (2012) ได้ศึกษาลักษณะของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในภาคการธนาคารและประกันภัยในปากีสถาน พบว่า มีความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรและโครงสร้างเงินทุน และสอดคล้องกับการศึกษาของ Muhammed (2019) ที่ได้ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากธนาคารที่จดทะเบียนในบังคลาเทศ 25 ธนาคาร พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Mohammed et al. (2017) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิรัก พบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลทางลบต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ (2561) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงิน

จากการทบทวนวรรณกรรมยังไม่พบว่ามีการวิจัยในประเทศไทยที่ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ถึงแม้ที่ผ่านมาจะมีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน แต่ก็เป็นการศึกษาในอุตสาหกรรมอื่นที่ยกเว้น อุตสาหกรรมกลุ่มการเงิน ซึ่งเห็นได้จากชื่อเรื่องของงานวิจัยอื่นๆที่กล่าวมาข้างต้น หรือจากการใช้ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา ดังต่อไปนี้

ณัฐธาดา คงสกุล (2560) ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ, บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูดำเนินการ, และบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน

เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ใช้กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในดัชนี SET 50 ยกเว้น กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้น หมวดธนาคาร หมวดเงินทุนหลักทรัพย์ และหมวดประกันภัยและประกันชีวิต

จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559) ที่ศึกษาโดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET 100 และบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน อันได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต

ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ (2561) ที่ศึกษาโดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน

วรกร ยิงยศกำจรชัย (2546) ใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน 25 หมวดธุรกิจ ยกเว้นหมวดธนาคารพาณิชย์, สถาบันการเงิน, และธุรกิจประกันภัย

จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศของผู้วิจัยข้างต้น สามารถสรุปผลการวิจัยและทิศทางของความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนได้ ดังตารางที่ 2.2

ตารางที่ 2.2

สรุปปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนจากการทบทวนวรรณกรรมในประเทศไทย

ผู้วิจัย	Size	Growth	Tangibility	Liquidity	Profitability
ณัฐธาดา คงสกุล (2560)	Positive	Negative	-	Negative	Negative
เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556)	Positive	-	-	Negative	Negative
อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552)	Positive	-	-	Negative	Negative
จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559)	Positive	Negative	Positive	-	Negative
ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ (2561)	-	-	-	Negative	Positive
วรกร ยิงศกัจจชัย (2546)	Positive	Negative	-	-	Negative

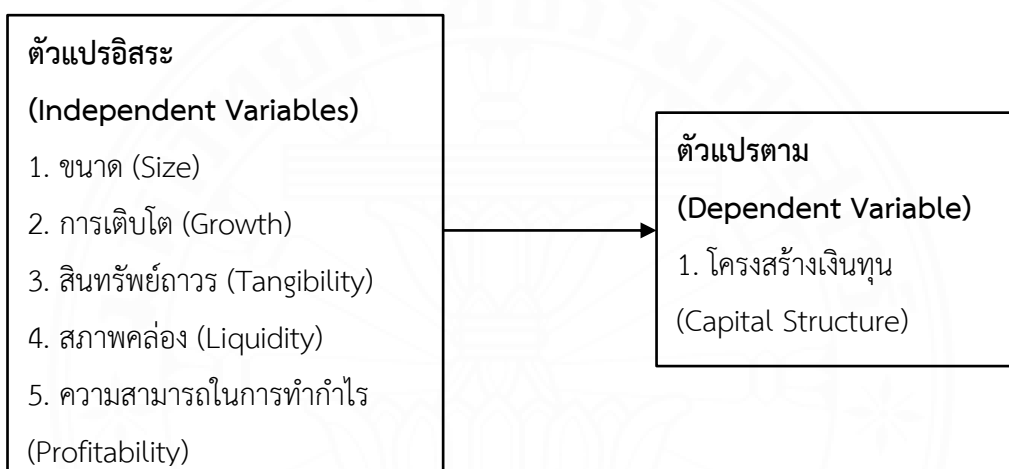
นอกจากนั้น อุตสาหกรรมกลุ่มการเงินนั้น มีโครงสร้างการเงินและวิธีการบันทึกบัญชีที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่น เหตุผลสำคัญ เพราะ อุตสาหกรรมกลุ่มการเงินสนใจด้านหนี้สิน คือ เงินฝากของประชาชนที่มากกว่าส่วนของเจ้าของ แล้วผู้บริหารนำเงินฝากนั้นไปลงทุนด้านสินทรัพย์ที่เป็นสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าสินทรัพย์คงที่ แต่ธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่นจะสนใจในด้านแหล่งที่ใช้ไป หรือ ด้านสินทรัพย์มากกว่าแหล่งที่มาหรือหนี้สิน เพราะเป็นแหล่งที่ก่อให้เกิดรายได้ นอกจากนี้ธนาคารพาณิชย์ยังมีเงื่อนไขข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามระเบียบที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดอีกด้วย เช่น การกำหนดเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Bank for International Settlement) ในขณะที่ธุรกิจประกันภัยถูกกำกับดูแลและควบคุมโดยกระทรวงพาณิชย์กำหนดให้สำรองเงินกองทุนไว้ในระดับที่กำหนด ซึ่งแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นที่ไม่ต้องถูกควบคุมจากทางการ (วรกร ยิงศกัจจชัย, 2546, น. 4)

2.9 กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากการศึกษาทฤษฎีและแนวคิดต่างๆ รวมถึงการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยจึงได้นำแนวคิดมาสร้างเป็นกรอบแนวคิด รวมถึงใช้เป็นแนวทางในการวิจัยเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ดังต่อไปนี้

ภาพที่ 2.4

กรอบการวิจัย



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้เป็นงานวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้วิธีการเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูลของ SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ซึ่งผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลโดยการทบทวนวรรณกรรม ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้เป็นแนวทางในการกำหนดปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ทางผู้วิจัยได้มีการกำหนดรูปแบบของวิธีดำเนินการวิจัยตามขั้นตอน ดังนี้

- 3.1 การกำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย
- 3.3 สมมติฐานการวิจัย
- 3.4 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย
- 3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.6 การวิเคราะห์ข้อมูลและสรุปผล

3.1 การกำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 กลุ่มประชากรเป้าหมาย

กลุ่มประชากร (Population) ที่อยู่ในกลุ่มเป้าหมายในการวิจัยครั้งนี้ได้แก่ บริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย

3.1.2 การกำหนดกลุ่มตัวอย่าง

การวิจัยนี้เป็นการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย โดยทางผู้วิจัยได้เลือกเป็น 11 ธนาคาร และ 14 บริษัทด้านประกันชีวิตหรือประกันภัย รวมทั้งสิ้นเป็น 25 บริษัท ซึ่งได้ตัวอย่างเป็นจำนวนทั้งหมด 1,290 ตัวอย่าง

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยประกอบด้วย ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรต้น และตัวแปรตาม ดังนี้

3.2.1 ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรต้น (Independent Variables)

1. ขนาด (Size)
2. การเติบโต (Growth)
3. สินทรัพย์ถาวร (Tangibility)
4. สภาพคล่อง (Liquidity)
5. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

3.2.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

การวิจัยครั้งนี้ตัวแปรตามคือโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Capital Structure) หรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)

3.3 สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานการวิจัยจะเป็นการพิจารณาถึงความสัมพันธ์ทางด้านบวกหรือลบของตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัวแปร คือ ตัวแปรด้านขนาด ตัวแปรด้านการเติบโต ตัวแปรด้านสินทรัพย์ถาวร ตัวแปรด้านสภาพคล่อง และตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไรที่มีต่อตัวแปรตาม คือ ตัวแปรด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)

สมมติฐานที่ 1 ปัจจัยด้านขนาด (Size) มีความสัมพันธ์ด้านบวกหรือทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 2 ปัจจัยด้านการเติบโต (Growth) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 3 ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 4 ปัจจัยด้านสภาพคล่อง (Liquidity) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 5 ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

3.4 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อการศึกษาวิจัย คือ เว็บไซต์วอร์ชและบัญชีผู้ใช้ที่สามารถเข้าถึงฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ และเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์และประมวลผล คือ โปรแกรม SPSS

3.5 การเก็บรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยฉบับนี้จะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพิจารณาข้อมูลเป็นรายไตรมาส ย้อนหลังไป 15 ปี เป็นช่วงระหว่างไตรมาสที่ 2 ของปี พ.ศ. 2549 ถึง ไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2564 หากไตรมาสไหนข้อมูลไม่ครบหรือไม่มีข้อมูลก็จะไม่ถูกนำมาพิจารณา

3.6 การวิเคราะห์ข้อมูลและสรุปผล

การวิเคราะห์ข้อมูลและสรุปผลนั้น จะดำเนินการภายหลังจากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และทำการคัดเอาตัวอย่างที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ออกจากการกลุ่มตัวอย่าง แล้วจึงทำการประมวลผลโดยใช้โปรแกรม SPSS โดยการวิเคราะห์สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วน ดังนี้

3.6.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จะเป็นการบรรยายหรือแสดงข้อมูลในลักษณะของการใช้ค่าต่างๆดังนี้ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

3.6.2 การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

เป็นการศึกษาข้อมูลของกลุ่มตัวอย่าง เพื่อทำนายข้อมูลของกลุ่มประชากร โดยใช้โปรแกรม SPSS ในการทดสอบสมมติฐาน (Hypothesis Testing) ซึ่งเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลทางสถิติมีดังต่อไปนี้

3.6.2.1 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)

เพื่อใช้ทดสอบค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ความสัมพันธ์ของเพียร์สัน คือ การวัดความสัมพันธ์เชิงเส้นของข้อมูลสองกลุ่ม ซึ่งสามารถแสดงได้เป็นสมการดังนี้

$$\rho_{xy} = \frac{cov(x, y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

ค่าที่ได้จะเป็นความแปรปรวนร่วมของสองตัวแปร (Covariance) หารด้วยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของทั้งสองตัวแปร (Standard Deviation) ซึ่งก็คือการวัดความแปรปรวนร่วมที่ทำให้อยู่ในรูปอย่างง่ายแล้ว (Normalized) ดังนั้นค่าที่ได้จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง +1 เสมอ

โดยเครื่องหมายบวกแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ส่วนเครื่องหมายลบแสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกัน หากได้ค่าเป็น -1 หรือ +1 หมายความว่าทั้งสองตัวแปรนั้น มีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างสมบูรณ์ (Perfect Correlation) หากค่าเข้าใกล้ -1 หรือ +1 แสดงถึงทั้งสองตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์กันในระดับสูง แต่หากได้ค่าเข้าใกล้ 0 หมายความว่าทั้งสองตัวแปรนั้น มีความสัมพันธ์กันในระดับที่ต่ำ หรือ หากได้ค่าเป็น 0 หมายถึง ทั้งสองตัวแปรนั้นไม่มีความสัมพันธ์กันเลย

3.6.2.2 การวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis)

เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานและศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยผู้วิจัยได้กำหนดแบบจำลอง (Model) ในการวิเคราะห์ดังนี้ $\text{Capital Structure} = \text{Size} + \text{Growth} + \text{Tangibility} + \text{Liquidity} + \text{Profitability}$

ตารางที่ 3.1

คำอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio) ที่ถูกใช้เป็นตัวแทนปัจจัยในด้านต่างๆ

	Definition / Proxy
Size	Natural Logarithm of Total Assets
Growth	Market to Book Value of Equity or P/BV
Tangibility	PPE / Total Assets
Liquidity	Cash and Cash Equivalent / Total Liabilities
Profitability	Return on Assets (ROA)
Capital Structure	Debt to Equity (D/E)

จากตารางที่ 3.1 ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในการศึกษครั้งนี้ คือ

(1) **ขนาด (Size)** ผู้วิจัยเลือกใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์ทั้งหมด (Natural Logarithm of Total Assets) ในการวัดขนาดของบริษัท ซึ่งอ้างอิงจากการศึกษาของ Muhammad (2019), Gul et al. (2012), and Lim (2012) ที่ใช้การวัดขนาดของบริษัทโดยใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์ทั้งหมด และ Bukair (2014) กล่าวว่า การใช้ค่าจากลอการิทึมมีความเหมาะสมมากกว่าเนื่องจากบริษัทขนาดเล็กจะได้รับอิทธิพลจากผลกระทบของขนาดเป็นอย่างมาก

(2) **การเติบโต (Growth)** การศึกษาที่ผ่านมา สามารถวัดการเติบโตของบริษัทได้จากหลายค่าไม่ว่าจะเป็นการวัดค่าจากมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าตลาด หรือวัดจากมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี (Market to Book Value of Equity) หรือวัดจาก

สัดส่วนการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ทั้งหมดหรือยอดขายทั้งหมด แต่การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยเลือกใช้ค่าจาก มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าตลาด หาดด้วย มูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี หรือใช้ค่า P/BV เป็นตัวแทนของการวัดการเติบโตของบริษัท ซึ่งอ้างอิงจากงานวิจัยของ Khaki and Akin (2020)

(3) สินทรัพย์ถาวร (Tangibility) ผู้วิจัยเลือกใช้ค่าจากที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ หาดด้วย สินทรัพย์ทั้งหมด (Ratio of net plant, property, and equipment to total assets) ตามงานวิจัยของ Najjar and Petrov (2011), Muhammad (2019), and Khaki and Akin (2020)

(4) สภาพคล่อง (Liquidity) Najjar and Petrov (2011) กล่าวว่า สภาพคล่องโดยทั่วไปสามารถคำนวณได้จากอัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์ระยะสั้นกับหนี้สินบางตัว ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ค่าจาก เงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสด หาดด้วยหนี้สินทั้งหมด (Short Term Assets / Total Liabilities) ซึ่งอ้างอิงตามงานวิจัยของ Najjar and Petrov (2011)

(5) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) การวัดความสามารถในการทำกำไร จากการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตนั้นสามารถวัดได้จากหลายค่า ไม่ว่าจะเป็นค่าจาก อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity), อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets), หรืออัตราส่วนของกำไรต่อหุ้น (Earnings per share)

Bukair (2014) กล่าวว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ถูกพิจารณาว่าเป็นตัวชี้วัดที่เหมาะสมที่สุด ซึ่งแสดงถึงความสามารถของการบริหารจัดการของธนาคารที่จะลงทุนในแหล่งการเงินต่างๆเพื่อสร้างรายได้ และมีหลายปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของธนาคาร เช่น การตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ การเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจ และข้อบังคับต่างๆของรัฐบาล นอกจากนั้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ยังเป็นตัวแทนที่ดีที่สุดของการวัดความสามารถในการทำกำไรของธนาคาร เนื่องจากสะท้อนถึงความสามารถในการสร้างกำไรจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ และไม่ได้ถูกรบกวนจากการเพิ่มขึ้นของส่วนของผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้น

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกใช้ค่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นตัวแทนในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งคำนวณได้จาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด (Net Income/Total Assets) ซึ่งอ้างอิงตามงานวิจัยของ Najjar and Petrov (2011), Gul et al. (2012), and Lim (2012)

(6) โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ซึ่งเป็นตัวแปรตามในการศึกษาในครั้งนี้ โดยผู้วิจัยเลือกใช้ค่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) เป็นตัวแทน ซึ่งอ้างอิงตามงานวิจัยของ Muhammad (2019)

ซึ่งจะได้แบบจำลอง (Model) ในการวิเคราะห์การถดถอยดังนี้

$$D/E = \alpha + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Growth} + \beta_3 \text{Tangibility} + \beta_4 \text{Liquidity} + \beta_5 \text{Profitability} + e$$

D/E คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

Size คือ ลอการิทึมของสินทรัพย์ทั้งหมด (Natural Logarithm of Total Assets)

Growth คือ อัตราส่วนมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าตลาดต่อมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี (P/BV)

Tangibility คือ อัตราส่วนที่ดินอาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

Liquidity คือ อัตราส่วนเงินสดหรือรายการเทียบเท่าเงินสดต่อหนี้สินทั้งหมด

Profitability คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets)

e คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (Error or Residual)

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ได้แก่ ปัจจัยทางด้านขนาด ปัจจัยทางด้านการเติบโต ปัจจัยทางด้านสินทรัพย์ถาวร ปัจจัยทางด้านสภาพคล่อง และปัจจัยทางด้านความสามารถในการทำกำไร โดยการวิเคราะห์ผลการศึกษาจะเป็นการวิเคราะห์จากข้อมูลทั้งหมด 15 ปี ของทุกบริษัทรวมกัน ซึ่งผู้วิจัยได้นำข้อมูลที่รวบรวมทั้งหมดมาประมวลผล และวิเคราะห์ค่าทางสถิติตามวัตถุประสงค์ของงานวิจัย โดยนำเสนอในรูปแบบตารางพร้อมคำอธิบาย วิเคราะห์ได้ดังนี้

- 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)
- 4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยในการศึกษาครั้งนี้ได้รวบรวมข้อมูลของบริษัทในกลุ่มการเงิน เป็นธนาคาร 11 บริษัท และบริษัททางด้านประกันชีวิตหรือประกันภัย 14 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 1,290 ตัวอย่าง ซึ่งค่าสถิติที่ใช้ในการหาค่าและพรรณนามีดังนี้ ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation: SD) ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้มีรายละเอียดดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1

ผลจากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

Variable	Mean	Median	SD	Min	Max
Size	10.9532	10.9524	2.7807	6.0124	15.1899
Growth	1.3752	1.1500	0.8232	0.2000	5.3800
Tangibility	0.0363	0.0198	0.0477	0.0004	0.4234
Liquidity	0.1273	0.0253	0.3352	0.0000	2.8284
Profitability	3.2497	3.3700	3.1408	-12.1200	15.0600
D/E	5.1978	5.0200	3.6506	0.2100	14.9700

จากตารางที่ 4.1 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา พบว่า โครงสร้างเงินทุนซึ่งใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของเป็นตัวแทนในการวัดค่า มีค่าเฉลี่ย (Mean) เท่ากับ 5.1978 สามารถสรุปได้ว่า กลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยในการใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมมากกว่าแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของมากถึง 5.1978 เท่า มีค่าต่ำสุด 0.21 ซึ่งเป็นของบริษัท อลิอันซ์ อยุธยา แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (AYUD) ในระหว่างช่วงไตรมาสที่ 4 ในปี 2550 ถึงไตรมาสที่ 4 ในปี 2551 และมีค่าสูงสุดคือ 14.97 ซึ่งเป็นของ ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTB) ในไตรมาสที่ 1 ในปี 2554

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.2497 ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เป็นตัวแทนคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งแสดงให้เห็นว่า กลุ่มตัวอย่างมีอัตราผลกำไรที่ได้รับต่อเงินหนึ่งบาทจากเงินลงทุนในสินทรัพย์โดยเฉลี่ย เท่ากับ 3.2497 บาท มีค่าต่ำสุด -12.12 ในไตรมาสที่ 2 ในปี 2557 และมีค่าสูงสุด 15.06 ในไตรมาสที่ 1 ในปี 2551 ซึ่งเป็นของบริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน) (THRE)

การเติบโต (Growth) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.3752 ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้เป็นตัวแทนคือ มูลค่าตามราคาตลาด หาดด้วย มูลค่าตามบัญชี (P/BV) แสดงให้เห็นว่า ตลาดให้มูลค่ามากกว่ามูลค่าทางบัญชีอยู่ 1.3752 เท่า มีค่าต่ำสุด 0.2 เป็นของบริษัท หนาสินประกันภัย จำกัด (มหาชน) (NSI) และมีค่าสูงสุด 5.38 เป็นของบริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน) (THRE) ในไตรมาสที่ 3 ในปี 2557

ขนาด (Size) จากลอการิทึมของสินทรัพย์ทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.9532 ซึ่งสามารถหาค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ได้โดยทำการถอดลอการิทึมออก จะได้ขนาดสินทรัพย์โดยเฉลี่ยเท่ากับ $e^{10.9532} = 3,269,017.372$ หน่วยเป็นล้านบาท โดยมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 6.0124 ซึ่งเป็นของบริษัท อินท

ประกันภัย จำกัด (มหาชน) (INSURE) ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2549 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 15.1899 ซึ่งเป็นของธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BBL) ในไตรมาสที่ 1 ของปี 2564

สินทรัพย์ถาวร (Tangibility) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.0363 โดยบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมากที่สุดคือ บริษัท บางกอกสหประกันภัย จำกัด (มหาชน) (BUI) ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2549 มีค่าเท่ากับ 0.4234 และบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมีน้อยที่สุดคือ บริษัท อลิอันซ์ อยุธยา แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (AYUD) ในไตรมาสที่ 2 ของปี 2560 มีค่าเท่ากับ 0.0004

4.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน ช่วยให้ทราบถึงขนาดและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง หรือตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม ซึ่งผลจากการวิเคราะห์ได้รายละเอียดดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2

ผลจากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)

	Size	Growth	Tangibility	Liquidity	Profitability
Growth	.084				
Tangibility	-.572	-.261			
Liquidity	-.393	-.147	.200		
Profitability	.090	-.019	-.156	.019	
D/E	.789	.295	-.434	-.371	-.153

จากตารางที่ 4.2 สามารถสรุปได้ว่า เมื่อพิจารณาถึงขนาดของความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระต่างๆที่มีต่อตัวแปรตามซึ่งในที่นี้คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) พบว่า ขนาด (Size) มีความสัมพันธ์มากที่สุด มีค่าอยู่ที่ 0.789 รองลงมาคือ สินทรัพย์ถาวร (Tangibility) มีค่าอยู่ที่ -0.434 ต่อมาคือ สภาพคล่อง (Liquidity) มีค่าอยู่ที่ -0.371 ถัดมาคือ การเติบโต (Growth) มีค่าอยู่ที่ 0.295 และตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามน้อยที่สุด คือความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีค่าอยู่ที่ -0.153 และหากพิจารณาถึงทิศทางของความสัมพันธ์นั้น สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 4.3 นอกจากนั้น ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวอิสระคู่ไหนที่มีความสัมพันธ์กันมากกว่า 0.7

จึงสรุปได้ว่า ไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552, น. 36)

ตารางที่ 4.3

สรุปทิศทางความสัมพันธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สันของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม

	Definition / Proxy	Relationship
Size	Natural Logarithm of Total Assets	Positive
Growth	Market to Book Value of Equity or P/BV	Positive
Tangibility	PPE / Total Assets	Negative
Liquidity	Cash and Cash Equivalent / Total Liabilities	Negative
Profitability	Return on Assets (ROA)	Negative

จากตารางที่ 4.3 สามารถสรุปได้ดังนี้ ขนาด (Size) และการเติบโต (Growth) มีความสัมพันธ์ในทิศทางด้านบวกหรือทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ซึ่งหมายถึง หากขนาดหรือการเติบโตมีค่ามากขึ้นก็จะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่ามากขึ้นตาม แต่ในทางตรงกันข้าม หากขนาดหรือการเติบโตมีค่าลดลงก็จะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าลดลง ส่วน สินทรัพย์ถาวร (Tangibility) สภาพคล่อง (Liquidity) และความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ในทิศทางด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หมายความว่า หากสินทรัพย์ถาวร สภาพคล่อง หรือความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง หรือในทางตรงกันข้าม หากสินทรัพย์ถาวร สภาพคล่อง หรือความสามารถในการทำกำไรมีค่าลดลงก็จะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเพิ่มขึ้น

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย โดยใช้ปัจจัยทั้งหมด 5 ปัจจัยตามที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ ซึ่งได้วิเคราะห์ Correlation เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันเอง และความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม เพื่อพิสูจน์ว่าตัวแปรอิสระมี

ความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยผลการวิเคราะห์ พบว่าไม่มีปัจจัยใดที่มีความสัมพันธ์กันเองอย่างมีนัยสำคัญ

ในการวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์ของทั้ง 5 ปัจจัย ที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลที่เก็บมาจากรฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05 วิเคราะห์โดยวิธี All Enter

ตารางที่ 4.4

ตัวแบบที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Model Summary)

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.853	.727	.726	1.911	1.874

จากตารางที่ 4.4 พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ตัวกำหนด (R Square) เท่ากับ 0.727 หมายความว่า ตัวแปรทั้ง 5 ตัว สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยได้ร้อยละ 72.7 และอธิบายได้ด้วยตัวแปรอื่นที่อยู่นอกเหนือจากโมเดลของการวิจัยในครั้งนี้ร้อยละ 27.3 และมีค่า Durbin-Watson เท่ากับ 1.874 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 ถึง 2.5 จึงสรุปว่า ไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) หรือ ค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระต่อกัน

ตารางที่ 4.5

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

Variable	Coefficient	Std. Error	t	Sig.
(Constant)	-7.329	.352	-20.831	.000
Size	1.072	.025	42.756	.000
Growth	1.046	.068	15.389	.000
Tangibility	5.023	1.426	3.523	.000
Liquidity	-.269	.175	-1.538	.124
Profitability	-.246	.017	-14.286	.000

จากตารางที่ 4.5 เมื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ของแบบจำลองนี้โดยใช้วิธี Variance Inflation Factors (VIF) ได้ผลดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6

แสดงค่า Tolerance และ Variance Inflation Factors (VIF)

Variable	Tolerance	VIF
Size	.583	1.715
Growth	.905	1.105
Tangibility	.613	1.631
Liquidity	.827	1.209
Profitability	.970	1.031

จากตารางที่ 4.6 พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวนั้นมีค่าไม่เกิน 2 จึงไม่มีปัญหาการมีความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ซึ่งยังสอดคล้องกับผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของเพียร์สัน จากตารางที่ 4.2 ที่พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าไม่มีปัญหาของความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) นอกจากนั้นการทดสอบค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนว่ามีปัญหา Heteroscedasticity หรือไม่ ด้วยวิธี White และวิธี Modified Breusch-Pagan ซึ่งได้ผลดังตารางที่ 4.7 และ 4.8

ตารางที่ 4.7

แสดงผลการทดสอบ Heteroscedasticity ด้วยวิธี White

White Test for Heteroscedasticity		
Chi-Square	df	Sig.
233.952	20	.000

ตารางที่ 4.8

แสดงผลการทดสอบ Heteroscedasticity ด้วยวิธี Modified Breusch-Pagan

Modified Breusch-Pagan Test for Heteroscedasticity		
Chi-Square	df	Sig.
113.249	5	.000

จากตารางที่ 4.7 และ 4.8 แสดงผลการทดสอบด้วยวิธี White และ Modified Breusch-Pagan เพื่อตรวจสอบปัญหา Heteroscedasticity

จากการทดสอบที่นัยสำคัญที่ Alpha = 0.05 พบว่า ค่า Sig. ของการทดสอบทั้งสองมีค่าเท่ากับ 0.000 ทั้งคู่ ซึ่งมีค่าน้อยกว่า Alpha จึงสรุปได้ว่ามีปัญหา Heteroscedasticity คือ ค่าแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ ผู้วิจัยจึงพยายามแก้ปัญหาดังกล่าว ไม่ว่าจะเป็นการตัดค่าที่ผิดปกติ (Outlier) ออก หรือการเปลี่ยนรูปแบบของโมเดลด้วยการใส่ลอการิทึมในตัวแปรก็ตามพบว่า ไม่สามารถแก้ไขปัญหาดังกล่าวได้ (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552, น. 36) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงเลือกที่จะบรรเทาปัญหาดังกล่าวด้วยวิธี HC3 ซึ่งได้ผลดัง ตารางที่ 4.9

ตารางที่ 4.9

แสดงค่าคลาดเคลื่อน ค่า T-Test และค่า Sig. จากการใช้ HC3

Variable Estimates with Robust Standard Errors				
Variable	B	Robust Std. Error	t	Sig.
Intercept	-7.329	.288	-25.449	.000
Size	1.072	.022	48.262	.000
Growth	1.046	.081	12.925	.000
Tangibility	5.023	.966	5.202	.000
Liquidity	-.269	.142	-1.887	.059
Profitability	-.246	.019	-13.113	.000

จากตารางที่ 4.9 ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่ได้ยังคงเท่าเดิม เท่ากับค่าในตารางที่ 4.5 เนื่องจาก Heteroscedasticity ไม่ได้เอนเอียงหรือปรับค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย แต่จะปรับค่าในช่วงของความเชื่อมั่น (Confidence Interval) ซึ่งส่งผลให้ค่า T-Test และค่า Sig. มีการเปลี่ยนแปลง (Astivia & Zumbo, 2019) อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนแปลงนี้ไม่ได้ทำให้การวิเคราะห์หรือค่าที่เคยมีนัยสำคัญจากตารางที่ 4.5 เปลี่ยนไปเป็นไม่มีนัยสำคัญ จึงสามารถสรุปได้ว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 มีจำนวน 4 ปัจจัย ได้แก่ ปัจจัยด้านขนาด (Size) ปัจจัยด้านการเติบโต (Growth) ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) และปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ซึ่งสามารถนำมาตอบสมมติฐานของงานวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ปัจจัยด้านขนาด (Size) มีความสัมพันธ์ด้านบวกหรือทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า ค่าสถิติ T-Test มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 ซึ่งสามารถตีความได้ว่า ปัจจัยด้านขนาด มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยในทิศทางบวก หากพิจารณาในภาพรวมของบริษัทต่างๆ ไปนั้น บริษัทขนาดใหญ่จะมีขนาดของสินทรัพย์ที่สูงกว่าสินทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็ก ความผันผวนของรายได้ของบริษัทขนาดใหญ่ก็มีน้อยกว่าของบริษัทขนาดเล็ก และการกระจายความเสี่ยงของบริษัทขนาดใหญ่ก็จะสามารถจัดการได้ดีกว่าของบริษัทขนาดเล็ก จึงเป็นผลทำให้บริษัทขนาดใหญ่สามารถที่จะทนอยู่ในภาวะที่มีหนี้สินที่มากกว่าและเป็นระยะเวลานานกว่าบริษัทขนาดเล็กได้ ทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือโครงสร้างเงินทุนที่สูงกว่าของบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการศึกษาของ Bukair (2014) ที่ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารอิสลามในประเทศที่กำลังพัฒนา พบว่า ขนาดของธนาคารมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนเป็นอย่างมากในทิศทางบวก ธนาคารที่มีขนาดใหญ่จะมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า มีโอกาสที่จะเข้าถึงตลาดการเงินได้มากกว่าเมื่อเทียบกับธนาคารขนาดเล็ก และมักจะใช้การจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน (Debt Financing) นอกจากนี้ธนาคารขนาดใหญ่ยังมีความเสี่ยงในการล้มละลายที่ต่ำกว่าธนาคารขนาดเล็ก นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Najjar and Petrov (2011) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทประกันภัยในประเทศบาห์เรน พบว่า ขนาดของสินทรัพย์มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนเป็นอย่างมาก เช่นเดียวกับการศึกษาของ Mohammed et al. (2017) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิรัก พบว่า ขนาดของบริษัทมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทและโครงสร้างเงินทุนควรมีทิศทางด้านบวก แต่ขัดแย้งกับ

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่พยากรณ์ว่าขนาดของบริษัทและโครงสร้างเงินทุนควรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

สมมติฐานที่ 2 ปัจจัยด้านการเติบโต (Growth) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า ค่าสถิติ T-Test มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และพบว่าปัจจัยด้านการเติบโตมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจริง แต่ทิศทางนั้นไม่ได้เป็นไปในทิศทางลบตามที่ตั้งสมมติฐานไว้ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 ซึ่งสามารถตีความได้ว่า ปัจจัยด้านการเติบโต มีผลกระทบในทิศทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Khaki and Akin (2020) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่องานโครงสร้างเงินทุนจากประเทศในกลุ่ม Gulf Cooperation Council (GCC) พบว่า ปัจจัยด้านโอกาสในการเติบโตมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Gul et al. (2012) ที่ได้ทำการศึกษาลักษณะของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่องานโครงสร้างเงินทุนในภาคการธนาคารและประกันภัยในปากีสถาน พบว่า การเติบโตมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มธนาคารและประกันภัยในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่พยากรณ์ว่ามีความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างการเติบโตและโครงสร้างเงินทุน แต่ผลการวิจัยนี้ขัดแย้งกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตและโครงสร้างเงินทุนควรจะมีความสัมพันธ์เป็นลบ

สมมติฐานที่ 3 ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า ค่าสถิติ T-Test มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และพบว่าปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจริง แต่ทิศทางนั้นไม่ได้เป็นไปในทิศทางลบตามที่ตั้งสมมติฐานไว้ ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3 ซึ่งสามารถตีความได้ว่า ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร มีผลกระทบต่องานโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยในทิศทางด้านบวก ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Najjar and Petrov (2011) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทประกันภัยในประเทศบาห์เรน พบว่า มีความสัมพันธ์ด้านบวกระหว่างสินทรัพย์ถาวรกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่องานโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความมีตัวตนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการก่อหนี้โดยไม่มีความนัยสำคัญทางสถิติ และขัดแย้งกับการศึกษาของ Muhammad (2019) ที่ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในประเทศ

บังกลาเทศ พบว่า สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่พยากรณ์ว่าความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างสินทรัพย์ถาวรและโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่พยากรณ์ว่าความสัมพันธ์ควรจะเป็นไปในทิศทางลบ

สมมติฐานที่ 4 ปัจจัยด้านสภาพคล่อง (Liquidity) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า ค่าสถิติ T-Test มีค่า Sig. เท่ากับ 0.059 ซึ่งมีความมากกว่าค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 4 ซึ่งสามารถตีความได้ว่า การศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Muhammad (2019) ที่ศึกษาถึง ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในประเทศไทยบังกลาเทศ พบว่า ความสัมพันธ์ด้านบวกของสภาพคล่องต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ขัดแย้งกับการศึกษาของ Najjar and Petrov (2011) ที่ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทประกันภัยในประเทศบาห์เรน พบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ด้านลบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เช่นเดียวกับการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในการวิเคราะห์กลุ่มบริษัทที่ไม่มีการจ่ายปันผล พบว่า อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับสภาพคล่องอย่างมีนัยสำคัญ

สมมติฐานที่ 5 ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ด้านลบหรือทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการวิจัยพบว่า ค่าสถิติ T-Test มีค่า Sig. เท่ากับ 0.000 ซึ่งมีความน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 ซึ่งสามารถตีความได้ว่า ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร มีผลกระทบต่อการสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยในทิศทางตรงกันข้าม หมายถึง บริษัทในกลุ่มการเงินจะใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมลดลงเมื่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Muhammad (2019) ที่ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในประเทศไทยบังกลาเทศ พบว่า ความสามารถในการทำกำไรโดยวัดจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) มีความสัมพันธ์ด้านลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้ทำการศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศ

ทางตรงข้ามกัน นอกจากนั้นยังมีการศึกษาของ Mohammed et al. (2017) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิรัก พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงข้าม ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ซึ่งพยากรณ์ความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับโครงสร้างเงินทุน แต่ขัดแย้งกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) ที่พยากรณ์ความสัมพันธ์ควรจะเป็นไปในทิศทางบวก



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษางานวิจัยเรื่องปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งได้ใช้ปัจจัยทางด้านขนาด (Size) ปัจจัยทางการเติบโต (Growth) ปัจจัยทางด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) ปัจจัยทางด้านสภาพคล่อง (Liquidity) และปัจจัยทางด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยหลังจากการเก็บข้อมูลและวิเคราะห์ผลแล้วสามารถสรุปผลการวิจัย รวมถึงนำข้อมูลไปเป็นแนวทางในการศึกษาต่อไปได้ ดังนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) พบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย โดยเมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของสมการถดถอย (Beta Coefficients) พบว่า มี 4 ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย ได้แก่ ปัจจัยด้านขนาด ปัจจัยด้านการเติบโต ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร และปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร แต่ไม่พบความสัมพันธ์ของปัจจัยด้านสภาพคล่องต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทย โดยสามารถอธิบายเพิ่มเติมดังนี้

1. ปัจจัยด้านขนาด (Size) มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสัมพันธ์ด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุน หรือกล่าวได้ว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก หรือจากการกู้ยืมมากกว่าแหล่งเงินทุนจากภายใน
2. ปัจจัยด้านการเติบโต (Growth) มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสัมพันธ์ด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุน หรือกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีการเติบโตสูงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก หรือจากการกู้ยืมมากกว่าแหล่งเงินทุนจากภายใน
3. ปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวร (Tangibility) มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสัมพันธ์ด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุน หรือกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรสูงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก หรือจากการกู้ยืมมากกว่าแหล่งเงินทุนจากภายใน
4. ปัจจัยด้านสภาพคล่อง (Liquidity) ไม่พบความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุน

5. ปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสัมพันธ์ด้านลบต่อโครงสร้างเงินทุน หรือกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในหรือจากส่วนของเจ้าของมากกว่าแหล่งเงินทุนจากภายนอก

โดยปัจจัยด้านสินทรัพย์ถาวรมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนมากที่สุด ประมาณ 5 เท่า ปัจจัยด้านขนาดและปัจจัยด้านการเติบโตมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนพอๆกัน ประมาณ 1 เท่า และปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนน้อยที่สุด คือ 0.246 เท่า

5.2 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย

1. ผู้บริหารสามารถนำผลการศึกษานี้ร่วมเป็นอีกหนึ่งปัจจัยในการพิจารณาการใช้หรือกำหนดนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มการเงินในประเทศไทยได้

2. ช่วยให้ผู้สนใจตระหนักถึงความสำคัญของอัตราส่วนทางการเงินในงบการเงินของบริษัทมากขึ้น หรือคาดการณ์ได้ว่าหากอัตราส่วนทางการเงินบางตัวเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางหนึ่งแล้วจะส่งผลกระทบต่อบริษัทอย่างไร หรือการที่โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป เกิดจากผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินตัวไหนบ้าง ซึ่งช่วยให้ประเมินสถานการณ์ของบริษัทได้ดีมากยิ่งขึ้น

3. จากผลการวิจัยนักลงทุนสามารถใช้โครงสร้างเงินทุนเป็นอีกหนึ่งปัจจัยในการวิเคราะห์บริษัทหรือธุรกิจต่างๆ เพื่อประเมินแหล่งเงินทุนของบริษัทได้ และนำไปใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ

5.3 ข้อจำกัดงานวิจัย

1. ในงานวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแห่งเดียวเท่านั้น และถึงแม้จะมีการเก็บข้อมูลย้อนหลังมากที่สุด 15 ปี เป็นรายไตรมาส แต่หากบางไตรมาสในบางบริษัทไม่มีข้อมูลในฐานข้อมูล SETSMART ผู้วิจัยก็ไม่สามารถที่จะไปหาข้อมูลมาใช้ทดแทนได้ เนื่องด้วยงบการเงินที่เป็นรายไตรมาสนั้นหาได้ค่อนข้างยาก จึงอาจส่งผลให้ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์มีการขาดช่วงได้ หรือหากมีข้อมูลในระดับไตรมาสแล้วแต่มีข้อมูลที่จำเป็นไม่ครบ ผู้วิจัยก็จะทำการคัดข้อมูลนั้นออก

2. ข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์เป็นของบริษัทในกลุ่มการเงิน คือ ธนาคาร และบริษัทประกันภัยหรือประกันชีวิตเท่านั้น ซึ่งไม่ได้นำเอาข้อมูลจากอุตสาหกรรมอื่นมาร่วมพิจารณาด้วย ดังนั้นผลการวิจัยที่ได้จะสามารถใช้ได้เฉพาะกลุ่มการเงินเท่านั้น

5.4 ข้อเสนอแนะงานวิจัยต่อเนื่อง

1. ในอนาคตสามารถนำเอาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้ ไปร่วมเป็นปัจจัยในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนได้ ซึ่งผลการวิจัยที่ได้จากการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินในครั้งนี้ มี 2 ปัจจัยคือ ปัจจัยทางด้านขนาด และปัจจัยทางด้านความสามารถในการทำกำไร ที่ให้ผลลัพธ์ไปในทิศทางเดียวกับผลการวิจัยโดยส่วนใหญ่จากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น แต่ปัจจัยทางด้านการเติบโต และปัจจัยทางด้านสินทรัพย์ถาวร ให้ผลลัพธ์ที่ขัดแย้งกับผลการวิจัยโดยส่วนใหญ่จากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งอ้างอิงจากตารางที่ 2.2

2. การศึกษาในครั้งนี้พบปัญหา Heteroscedasticity และการแก้ปัญหานี้ทำได้ยาก ผู้วิจัยทำได้เพียงบรรเทาปัญหาเท่านั้น เนื่องจากการแก้ปัญหานี้ Heteroscedasticity ได้นั้น จะต้องทราบค่าความแปรปรวนของประชากร และแก้ไขด้วยวิธี Weighted Least Squares แต่ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์นั้นเป็นข้อมูลทุติยภูมิที่ได้จากการเก็บรวบรวมขององค์กรเอกชนหรือรัฐบาล ซึ่งไม่เหมือนการทำวิจัยทางวิทยาศาสตร์ที่ผู้วิจัยสามารถควบคุมตัวแปรต้นได้ การจะรู้ค่าความแปรปรวนของประชากรนั้นจึงทำได้ยาก การศึกษาในอนาคตอาจใช้การวิเคราะห์แบบอื่น ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้ อาจจะมีการแตกต่างจากการศึกษาในครั้งนี้ (อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์, 2552, น. 94)

3. การศึกษาเพิ่มเติมในอนาคตอาจมีนำเอาปัจจัยระดับมหภาคมาพิจารณาร่วมด้วย เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งอาจจะเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี, คณะบริหารธุรกิจ.
- ภัทรวดี สิงห์สุพรรณ. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต, สาขาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี (CIBA).
- วรกร ยิงยศกำจรชัย. (2546). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

การค้นคว้าอิสระ

- ณัฐธาดา คงสกุล. (2560). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยบูรพา, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว.
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. (2558). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2556). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50. (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, คณะบริหารธุรกิจ.

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, คณะบริหารธุรกิจ.

Articles

- Ahmad, R., Ariff, M., and Skully, M. J. (2008). The Determinants of Bank Capital Ratios in a Developing Economy. *Asia-Pacific Finan Markets*, 15, 225-229. DOI: 10.1007/s10690-009-9081-9.
- Ahmed, N., Ahmed, Z., and Ahmed, I. (2010). Determinants of Capital Structure: A Case of Life Insurance Sector of Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. Issue 24.
- Astivia, O. L. O., and Zumbo, B. D. (2019). Heteroskedasticity in Multiple Regression Analysis: What it is, How to Detect it and How to Solve it with Applications in R and SPSS. *Practical Assessment, Research, and Evaluation*. Vol. 24.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance. Economics*. Vol. 57, No. 1.
- Bukair, A. A. A. (2014). Factors influencing Islamic banks' capital structure in developing economies. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Vol. 10, No. 1.
- Gul, S., Khan, M. B., Razzaq, N., and Saif, N. (2012). How Firm Characteristics Affect Capital Structure in Banking and Insurance Sectors (The Case of Pakistan). *European Journal of Business and Management*. Vol. 4, No. 12.
- Khaki, A. R., and Akin, A. (2020). Factors affecting the capital structure: new evidence from GCC countries. *Journal of International Studies*, 13(1), pp. 9-27. Vol. 13, No. 1.
- Lim, T. C. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4, No. 3.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), pp. 433-443.

- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297
- Mohammed, R. I., Gewdan, K. M. A., and Babela, I. S. T. (2017). Factors Affecting Capital Structure of the Banks Listed on Iraqi Stock Exchange (2009-2014). *Humanities Journal of University of Zakho (HJUOZ)*. Vol. 5, No. 2, pp. 487-495.
- Muhammad, T. (2019). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Listed Banks of Bangladesh. *The cost and management*. Vol. 47, No. 5.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, (13)(2), pp. 187-221.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147-175.
- Najjar, N., and Petrov, K. (2011). Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain. *International Journal of Business and Management*. Vol. 6, No. 11.
- Sheikh, N. A., and Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), pp. 117-133.
- Simerly, R., and Li, M. (2000). Environmental dynamism, financial leverage and performance: a theoretical integration and an empirical test. *Strategic Management Journal*, 21(1), pp. 31-49.

Electronic Media

Corporatefinanceinstitute. *Pecking Order Theory*. Retrieved 21 September 2021 from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/pecking-order-theory/>

ภาคผนวก
รายชื่อบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ลำดับที่	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อบริษัทจดทะเบียน
1	BAY	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน)
2	BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3	CIMBT	ธนาคาร ซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)
4	KBANK	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
5	KKP	ธนาคารเกียรตินาคินภัทร จำกัด (มหาชน)
6	KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)
7	LHFG	บริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
8	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)
9	TCAP	บริษัท ทู่นธชาติ จำกัด (มหาชน)
10	TISCO	บริษัท ทีเอสโกไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
11	TTB	ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน)
12	AYUD	บริษัท อลิอันซ์ อยุธยา แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
13	BKI	บริษัท กรุงเทพประกันภัย จำกัด (มหาชน)
14	BLA	บริษัท กรุงเทพประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)
15	BUI	บริษัท บางกอกสหประกันภัย จำกัด (มหาชน)
16	CHARAN	บริษัท จักรูประกันภัย จำกัด (มหาชน)
17	INSURE	บริษัท อินทรประกันภัย จำกัด (มหาชน)
18	MTI	บริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน)
19	NKI	บริษัท นวกิจประกันภัย จำกัด (มหาชน)
20	NSI	บริษัท นำสินประกันภัย จำกัด (มหาชน)
21	SMK	บริษัท สิ้นมั่นคงประกันภัย จำกัด (มหาชน)
22	THRE	บริษัท ไทยรับประกันภัยต่อ จำกัด (มหาชน)
23	TIP	บริษัท ทิพยประกันภัย จำกัด (มหาชน)
24	TSI	บริษัท ไทยเศรษฐกิจประกันภัย จำกัด (มหาชน)
25	TVI	บริษัท ประกันภัยไทยวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

ต่อพงศ์ กาศโอสถ

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2554

วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาวิศวกรรมคอมพิวเตอร์

มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

