

ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET CLMV
FACTORS WHICH AFFECT THE CAPITAL STRUCTURE
OF LISTED COMPANIES IN SET CLMV

วิชุดา กรรณิกา¹ และ วรณรพี บานชื่นวิจิตร²

Wichuda Kannika and Wanrapee Banchuenvijit

สาขาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

126/1 ถนนวิภาวดี-รังสิต แขวงรัชดาภิเษก เขตดินแดง กรุงเทพมหานคร 10400

Department of Finance, School of Business, University of the Thai Chamber of Commerce

126/1 Vibhavadi-Rangsit Rd, Ratchadaphisek, Dindaeng, Bangkok 10400

*Corresponding author Email: keakai1256@gmail.com¹, wanrapee_ban@utcc.ac.th²

(Received: May 8, 2019; Revised: June 22, 2019; Accepted: June 28, 2019)

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET CLMV โดยการเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) จำนวน 24 บริษัท เป็นรายไตรมาส จากงบการเงินของบริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2556 - 2560 งานวิจัยนี้ใช้เครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) และสมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple regressions) ด้วยการทดสอบ Pooled OLS, Random-effects และ Fixed-effects ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัท อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และความสามารถในการชำระหนี้มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ ขนาดของบริษัทมีผลในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม แต่มีผลในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม แต่มีผลในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ส่วนความสามารถในการชำระหนี้มีผลในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, SET CLMV, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The objective of this research was to study factors affecting capital structure of listed companies in SET CLMV in the Stock Exchange of Thailand. This research quarterly collected secondary data of financial statements from 24 companies during 2013 to 2017. Descriptive statistics and multiple regressions with pooled OLS, random-effects and fixed-effects tests were used to analyze the data. The results show that firm size, current ratio and times interest earned statistically and significantly affected capital structure. In addition, firm size negatively affected short-term debt to total asset ratio, but positively affected long-term debt to total asset ratio. Current ratio negatively affected short-term debt to total asset ratio and total debt to total asset ratio, but positively affected long-term debt to total asset ratio. Times interest earned negatively affected short-term debt to total asset ratio, long-term debt to total asset ratio and total debt to total asset ratio.

Keywords: Capital Structure, SET CLMV, Stock Exchange of Thailand

ที่มาและความสำคัญ

ธุรกิจมีการจัดหาเงินทุนเพื่อก่อตั้งกิจการและเพื่อขยายกิจการ แหล่งเงินทุนหลักของธุรกิจ ได้แก่ แหล่งที่มาจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยโครงสร้างเงินทุนหรือสัดส่วนของแหล่งเงินทุน จะมีผลต่อความเสี่ยง กำไรจากการดำเนินงาน ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุนและราคาของหลักทรัพย์ ดังนั้นธุรกิจจึงจำเป็นต้องหาโครงสร้างการเงินที่เหมาะสมเพื่อให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับสูงสุด และต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุนอยู่ในระดับต่ำที่สุดทางเลือกในการจัดหาเงินทุนมีหลากหลายวิธี แต่ละวิธีก็ย่อมมีต้นทุนทางการเงินที่แตกต่างกัน โดยต้นทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นจากการออกจำหน่ายหุ้นสามัญจะมีต้นทุนสูงที่สุดถ้าบริษัทมีการจัดหาเงินทุนจากการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จะทำให้กำไรต่อหุ้นและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทลดลง ทำให้สิทธิ์ของผู้ถือหุ้นกระจายออกไปและเสียอำนาจในการควบคุม แต่เมื่อมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้สินเพิ่มขึ้นความต้องการของแหล่งส่วนของผู้ถือหุ้นจะน้อยลงเนื่องจากแหล่งทุนจากหนี้สินมีต้นทุนที่ต่ำกว่า ประกอบกับหนี้มีภาระการชำระดอกเบี้ยเข้ามาซึ่งสามารถนำดอกเบี้ยมาหักเป็นค่าใช้จ่ายทำให้ประหยัดภาษีได้และขณะเดียวกันบริษัทจะมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มสูงขึ้นเช่นกันเพราะมีภาระผูกพันทางการเงินถ้าบริษัทไม่สามารถชำระเงินและดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้

ได้ตามที่กำหนด นำไปสู่ภาวะล้มละลายมากขึ้น ทำให้ต้นทุนของหนี้สินเริ่มสูงขึ้น ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนจึงมีส่วนสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินงานทางธุรกิจให้บรรลุตามเป้าหมาย การพิจารณาและตัดสินใจเกี่ยวกับการลงทุนที่เหมาะสมเป็นการจัดโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนต่าง ๆ ของแหล่งเงินทุนแต่ละแหล่งเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการใช้เงินของธุรกิจ ผู้บริหารจึงต้องคำนึงถึงความสำคัญของต้นทุนที่จะเกิดขึ้นและปัจจัยต่าง ๆ ที่จะทำให้โครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนไป เช่น ความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้ อัตราส่วนสภาพคล่อง เป็นต้น

เศรษฐกิจของไทยเชื่อมโยงกับกลุ่มประเทศ CLMV เช่นการเข้าไปลงทุนของธุรกิจพลังงานปิโตรเคมี ธุรกิจการเกษตรและเกษตรแปรรูป ธุรกิจยานยนต์และชิ้นส่วน บริการและการท่องเที่ยว สินค้าอุปโภคบริโภค อสังหาริมทรัพย์ วัสดุก่อสร้าง และพลังงานทดแทน เป็นต้น ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนไทยที่มีธุรกิจในกลุ่มประเทศ CLMV จึงมีโอกาสดำเนินการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศเหล่านี้ ด้วยเหตุนี้ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET CLMV ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่ แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการเข้าไปลงทุนในกลุ่มประเทศ CLMV จัดหาจากหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของ เพื่อเป็นแนวทางในการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุน หรือการกำหนดระดับการก่อหนี้สินของบริษัทให้มีความเหมาะสมและให้ประโยชน์สูงสุด

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางด้านความสามารถในการชำระดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราการเติบโตและขนาดของบริษัท ที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET CLMV

นิยามศัพท์

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง การจัดหาเงินทุนระยะยาวทั้งในรูปแบบหนี้สินที่มีภาระผูกพันทางดอกเบี้ย และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยกำหนดเป้าหมายและวางแผนการจัดหาเงินทุนในอนาคตเพื่อก่อให้เกิดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนการก่อหนี้อยู่ในระดับต่ำและสร้างผลตอบแทนเพิ่มขึ้นให้แก่บริษัทสูงสุด

ความสามารถในการชำระหนี้ (Time interest earned :TIE) อัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และบอกถึงความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ได้

กลุ่ม SET CLMV หมายถึง ดัชนี SET CLMV Exposure เป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีรายได้จากประเทศในกลุ่ม CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม) อย่างน้อยร้อยละ 10 ของรายได้รวมของบริษัท หรือมีมูลค่าไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท และเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ไม่ต่ำกว่า 5,000 ล้านบาท

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) อัตราส่วนที่บอถึงความสามารถในการสร้างกำไรของสินทรัพย์ทั้งหมดในบริษัท ใช้ในการวัดประสิทธิภาพของการบริหารสินทรัพย์ เพื่อสร้างผลตอบแทนแก่บริษัทอย่างน้อยเพียงใด และเพื่อเปรียบเทียบความสามารถในการแข่งขันระดับอุตสาหกรรม

อัตราการเติบโต (Growth) การเติบโตของบริษัทมีความสำคัญทั้งต่อเจ้าหนี้และเจ้าของกิจการเพราะมูลค่ากิจการในส่วนของผู้ถือหุ้นขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตจากผลการดำเนินงาน (รายได้) ที่ได้รับเป็นสำคัญและในส่วนของผู้ถือหุ้นก็จะให้ความสำคัญต่อความสำเร็จของกิจการในอนาคต ซึ่งเกี่ยวข้องกับการเติบโตโดยตรงเพราะการที่บริษัทมีกำไรจะแสดงถึงสามารถนำเงินจากการกู้ยืมไปมาชำระคืนได้

ขนาดของบริษัท (Size of Company) ราคามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capital) ณ วันที่ปิดงบการเงินรายไตรมาส อ้างอิงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษางานวิจัยครั้งนี้จะทำการเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จำนวน 24 บริษัท เป็นรายไตรมาส จากงบการเงินบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET CLMV ในปี 2556 - 2560 ตัวอย่างมีจำนวน 480 ชุด โดยอ้างอิงแหล่งข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) และ SETSMART (Set Market Analysis and Reporting Tool)

แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) เป็นทฤษฎีที่ได้รับการพัฒนาแนวความคิดมาจาก Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958, 1963) ทฤษฎีที่ว่าแต่ละบริษัทจะมีสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด ต้องหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่าง ประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนจากความเสี่ยงที่จะล้มละลาย โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดสามารถทำให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มจากการประหยัดภาษี โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal capital structure) จะต้องมีการเปรียบเทียบความคุ้มระหว่างประโยชน์จากภาษีกับต้นทุนล้มละลาย (Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D., 2557)

การใช้หนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร (Using Debt Financing to Constrain) การที่ผู้บริหารเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นและมีหน้าที่บริหารบริษัทเพื่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ความขัดแย้งทางผลประโยชน์อาจจะเกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น เช่นผู้บริหารนำเงินไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตน มากกว่าการนำไปใช้เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น เช่น การลงทุนในโครงการที่ตนสนใจ เพื่อให้ได้รับประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้นการก่อกำหนดจึงเป็นวิธีควบคุมผู้บริหารเนื่องจากการเพิ่มภาระผูกพันให้ธุรกิจในการชำระคืนเงินกู้และส่งผลทำให้ผู้บริหารมีวินัยในการใช้กระแสเงินสดมากยิ่งขึ้น ถ้ากิจการไม่สามารถชำระหนี้ได้จะส่งผลให้ธุรกิจล้มละลายและทำให้ผู้บริหารต้องออกจากงานได้ในที่สุด (เชมเพอร์ เจริญรัตน์ และคณะ, 2556)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) Jensen and Meckling (1976) อัตรากาเรเติบโตของบริษัทยิ่งมีทิศทางเดียวกับการก่อกำหนดหนี้สินซึ่งขึ้นอยู่กับพื้นฐานของการดำเนิน ธุรกิจยังมีอัตราการเติบโตของธุรกิจที่สูงขึ้น ธุรกิจก็ย่อมต้องการแหล่งเงินทุนมากขึ้นเพื่อนำมาลงทุนในโครงการต่าง ๆ ให้บริษัทเติบโตยิ่งขึ้นไป

Myers and Majluf (1984) เสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนโดยกล่าวว่าหากบริษัทมีโครงการจัดหาเงินลงทุน บริษัทควรเริ่มต้นจากแหล่งเงินทุนจากภายในคือ กำไรสะสมก่อน เพื่อหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไปยังตลาด หากไม่เพียงพอจึงค่อยเลือกจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอก โดยเริ่มจากตราสารหนี้ก่อนเพราะจะมีต้นทุนที่ถูกกว่า และจัดหาจากการออกหุ้นสามัญเป็นแหล่งสุดท้าย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทโรลลิกา (2559) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดอาเซียน ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลแบบจำลอง (Dynamic Panel Data Model โดย Arellano-Bond dynamic panel data estimation [GMM]) ใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียนรวม 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ตั้งแต่ ค.ศ 2000-2013 ผลการศึกษาที่ได้ ปัจจัยขนาดของมีบริษัท (Firm Size) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญที่ 99% กับสัดส่วนหนี้สินรวมในทุกประเทศ ได้แก่ สิงคโปร์ ไทย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์และอินโดนีเซียแสดงให้เห็นว่าทฤษฎี Trade off สามารถอธิบายได้ดีในทุกประเทศ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่ความน่าเชื่อถือมากทำให้สะดวกในการขอกู้และมีโอกาสเกิดต้นทุนล้มลายน้อยปัจจัยความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับทุกสัดส่วนหนี้สินและในทุกประเทศ แสดงให้เห็นว่าทฤษฎี Pecking order สามารถอธิบายได้ดีในทุกสัดส่วนหนี้สิน และในทุกประเทศ โดยบริษัทจะมีลำดับขั้นในการลงทุน โดยใช้ทุนภายในจากกำไรสะสมก่อน บริษัทจึงกู้หนี้สินหรือออก

หันตามลำดับ ปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนหนี้สินระยะยาว แสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินมากมาจากการกู้หนี้ระยะยาวที่เพิ่มขึ้น แต่ในทางกลับกันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับสัดส่วนหนี้สินรวมแสดง บริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้แสดงว่าบริษัทมีเงินในกำไรมากพอสมควร ซึ่งอธิบายด้วยทฤษฎี Pecking order

จิราวัฒน์ แสงเป้า (2561) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ ค่าเฉลี่ยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2558 จำนวน 58 บริษัท 174 กลุ่มตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินรายปีผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยขนาดของบริษัท (SIZE) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชีและระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าราคาตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) และแนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Theory) แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือสินทรัพย์จำนวนมากนั้นจะสามารถทำการก่อหนี้ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และบริษัทขนาดใหญ่ย่อมมีความน่าเชื่อถือมีทางเลือกในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กปัจจัยความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR) มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสนับสนุนแนวคิดเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างบุคคล (Agency Approach) แสดงให้เห็นว่า เมื่อบริษัทมีความสามารถชำระหนี้ได้สูง เป็นสิ่งที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพเป็นไปตามเป้าหมายของบริษัท จึงไม่จำเป็นต้องหาเงินทุนจากการก่อหนี้จากแหล่งภายนอกเพื่อเป็นแนวทางในการบังคับการ

ศิรประภา ศรีวิโรจน์ (2561) โครงสร้างเงินทุนหนึ่งองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ ได้ทบทวนงานวิจัยเพื่อให้ข้อมูลเชิงลึกต่อการตัดสินใจทางการเงินที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจ กลุ่มตัวอย่าง (Ganguli, 2013; Scott, 2003) ได้ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ กลุ่มตัวอย่างบริษัทในอินเดีย (Faooq, 2015) ศึกษาผลกระทบของความเป็นเจ้าของต่อโครงสร้างเงินทุนในภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ ผลการวิจัยพบว่า การบริหารกิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์หลักของธุรกิจถือเป็นพันธกิจที่สำคัญของผู้บริหารประกอบกับ ผู้บริหารกิจการถือเป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการในการบริหารกิจการให้มีความมั่นคง มั่นคง ซึ่งการเป็นตัวแทนของผู้บริหารเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นผู้บริหาร

กิจการที่เป็นตัวแทนควรเข้าใจและสามารถพิจารณาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการได้ เพราะการสร้างมูลค่าของธุรกิจนั้น แม้มีที่มาจากหลายองค์ประกอบร่วมกันแต่หนึ่งองค์ประกอบสำคัญอย่างยิ่งที่กิจการต้องคำนึงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ มีความเชื่อมโยงสัมพันธ์อย่างสำคัญต่อการสร้างมูลค่าของธุรกิจ และสร้างมูลค่าของธุรกิจเป็นการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการถือเป็นวัตถุประสงค์หลักของการจัดการการเงิน

วิธีการศึกษา

การศึกษางานวิจัยครั้งนี้จะทำการเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณที่มีการรวบรวมไว้แล้วจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง แบ่งออกเป็น ตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย ขนาดของบริษัท (Firm size) อัตราการเติบโต (Growth) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity) ความสามารถในการชำระหนี้ (Time interest earned) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ในส่วนของตัวแปรตามประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt to Total Asset Ratio) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-Term Debt to Total Asset Ratio) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-Term Debt to Total Asset Ratio) โดยใช้เครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ วิธีสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum: MAX) ค่าต่ำสุด (Minimum: MIN) ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : SD) และ ค่ามัธยฐาน (Median) ทดสอบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) ทดสอบ Pooled OLS ,Random-effects และ Fixed-effects

แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

แบบจำลองที่ 1 ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินรวม

$$TD\ it = \beta_0 + \beta_1(SIZE)it + \beta_2(GROW)it + \beta_3(CUR)it + \beta_4(QU)it + \beta_5(TIE)it + \beta_6(ROA)it + \beta_7(ROE)it + e\ it$$

แบบจำลองที่ 2 ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น

$$STD\ it = \beta_0 + \beta_1(SIZE)it + \beta_2(GROW)it + \beta_3(CUR)it + \beta_4(QU)it + \beta_5(TIE)it + \beta_6(ROA)it + \beta_7(ROE)it + e\ it$$

แบบจำลองที่ 3 ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

$$LTD\ it = \beta_0 + \beta_1(SIZE)it + \beta_2(GROW)it + \beta_3(CUR)it + \beta_4(QU)it + \beta_5(TIE)it + \beta_6(ROA)it + \beta_7(ROE)it + e\ it$$

การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ขนาดของบริษัท (Size of Company) = (ราคาหลักทรัพย์ ณ วันที่ปิดบัญชี X จำนวนหุ้นจดทะเบียนชำระแล้ว ณ วันที่ปิดบัญชี)

อัตราการเติบโต (Growth) = (รายได้รวมไตรมาสปัจจุบัน-รายได้รวมไตรมาสก่อน)/รายได้รวมไตรมาสก่อน)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) = (สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) = (สินทรัพย์หมุนเวียน-สินค้าคงเหลือ)/หนี้สินหมุนเวียน)

ความสามารถในการชำระหนี้ (Time interest earned: TIE) = (กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT))/ดอกเบี้ยจ่าย)

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on assets: ROA) = กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE) = กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น

อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio: D/A) = หนี้สินที่รวม/สินทรัพย์รวม

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น (Short-Term Debt To Total Asset Ratio) = หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย/สินทรัพย์รวม

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว (Long-Term Debt To Total Asset Ratio) = หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย/สินทรัพย์รวม

ผลการศึกษา

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
SIZE (พันล้าน)	360.00	45.10	682.00	0.93	3,830.00
GROW (เท่า)	0.592	0.0100	1.48	-0.980	6.58
CUR (เท่า)	1.58	1.37	0.831	0.140	5.15
QUR (เท่า)	1.11	1.00	0.698	0.0700	5.12
TIE (เท่า)	7.64	4.99	9.89	-16.6	67.0
ROA (เท่า)	2.59	1.83	3.23	-9.49	30.8
ROE (เท่า)	5.45	3.74	6.65	-23.3	49.2
TD (เท่า)	0.541	0.540	0.125	0.150	0.910
STD (เท่า)	0.158	0.100	0.150	0.000	0.740
LTD (เท่า)	0.230	0.240	0.131	0.000	0.470

บทความที่ 4

ตารางที่ 2 ตารางค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

lnSIZE	GROW	CUR	QUR	TIE	ROA	ROE	
1.0000	-0.0068	0.2263	0.2839	0.0880	0.1684	0.1465	SIZE
	1.0000	0.0100	0.0044	0.0205	0.5489	0.5432	GROW
		1.0000	0.8763	0.0763	0.1123	0.0205	CUR
			1.0000	0.0095	0.0490	-0.0242	QUR
				1.0000	0.4543	0.3675	TIE
					1.0000	0.9371	ROA
						1.0000	ROE

จากสมมติฐานในทางทฤษฎีการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pairwise Correlations) เป็นการขจัดตัวแปรอิสระหรือตัวแปรใด ๆ ที่มีความสัมพันธ์กันสูงเพื่อหลีกเลี่ยงความผิดพลาดการวัดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระทั้งหมดโดยกำหนดค่าที่ใช้ในเป็น เกณฑ์ในการทดสอบปัญหาอยู่ในช่วง -0.80 ถึง 0.80 ซึ่งหากค่าที่วัดได้นั้นเกินเกณฑ์ดังกล่าว ตัวแปรนั้นเกิดปัญหา Multicollinearity

ตารางที่ 3 ตาราง Variance Inflation Factors

ตัวแปรอิสระ	ค่า Variance Inflation Factors
lnSIZE	1.144
GROW	1.604
CUR	4.534
QUR	4.562
TIE	1.446
ROA	10.801
ROE	9.219

ผู้จัดทำได้ทำการทดสอบ Variance Inflation Factors เพื่อแก้ไขตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กันสูงเกินระดับที่กำหนด ดังนั้นงานค้นคว้าอิสระในครั้งนี้นำตัวแปรที่เกิดปัญหาออก ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (QUR) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยทั้งสองตัวแปรอิสระมี Collinearity problem ที่มากที่สุด

ผลการทดสอบแบบจำลองที่ 1 ปัจจัย ที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ขั้นที่ 1 ทดสอบ Pooled OLS
 H_0 : ตัวแปรต้นไม่มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับตัวแปรตาม ($\beta_1=0$)
 H_a : ตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับตัวแปรตามอย่างน้อย 1 ตัว ($\beta_1\neq0$)
P-value(F) = 1.51e-59 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลัก ทำ Pooled OLS ไม่เพียงพอ
จากผลการทดสอบ Pooled OLS จะนำมา Test Diagnostics H_0 : Pooled OLS
 H_a : fixed effects p-value = 3.68914e-115 ควรทำ fixed effects

ขั้นที่ 2 ทดสอบ Hausman test statistic: เพื่อดูว่า ระหว่าง fixed effects กับ Random-effects ควรใช้วิธีไหน
 H_0 : ควรทำ Random-effects
 H_a : ควรทำ fixed-effects p-value = 0.00017 ซึ่ง < 0.05 ควรทำ fixed-effects

ขั้นที่ 3 Dependent variable: TD Fixed-effects Model

TD = 1.26739-0.0347639(lnSIZE)-0.00109361 (GROW)-0.0466574 (CUR)*** -0.00299703 (TIE)**-0.000123559 (ROE)** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%*** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

ผลการทดสอบแบบจำลองที่ 2 ปัจจัย ที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

ขั้นที่ 1 ทดสอบ Pooled OLS

H_0 : ตัวแปรต้นไม่มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับตัวแปรตาม ($\beta_1=0$)

H_a : ตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับตัวแปรตามอย่างน้อย 1 ตัว ($\beta_1 \neq 0$)

P-value(F) = 8.47e-55 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลัก ทำ Pooled OLS ไม่เพียงพอ

จากผลการทดสอบ Pooled OLS จะนำมา Test Diagnostics H_0 : Pooled OLS H_a : fixed effects p-value = 4.92168e-130 ควรทำ fixed effects

ขั้นที่ 2 ทดสอบ Hausman test statistic: เพื่อดูว่า ระหว่าง fixed effects กับ

Random-effects ควรใช้วิธีไหน

H_0 : ควรทำ Random-effects

H_a : ควรทำ fixed-effects p-value = 0.078832 ซึ่ง > 0.05 ควรทำ Random-effects

ขั้นที่ 3 Dependent variable: STD Random-effects Model

STD = 1.30450-0.0575270(lnSIZE)***-0.00122421(GROW)-0.0606037(CUR)***-0.00237401 (TIE) *** +0.000241691(ROE)** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%*** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

ผลการทดสอบแบบจำลองที่ 3 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

ขั้นที่ 1 ทดสอบ Pooled OLS

H_0 : ตัวแปรต้นไม่มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับตัวแปรตาม ($\beta_1=0$)

H_a : ตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์แบบเส้นตรงกับตัวแปรตามอย่างน้อย 1 ตัว ($\beta_1 \neq 0$)

P-value(F) = 3.80e-42 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลัก ทำ Pooled OLS ไม่เพียงพอ

จากผลการทดสอบ Pooled OLS จะนำมา Test Diagnostics

H_0 : Pooled OLS

H_a : fixed effects

p-value = 1.64707e-122 ควรทำ fixed effects

ขั้นที่ 2 ทดสอบ Hausman test statistic: เพื่อดูว่า ระหว่าง fixed effects กับ Random-effects ควรใช้วิธีไหน

Ho: ควรทำ Random-effects

Ha: ควรทำ fixed -effects

p-value = 0.0859568 ซึ่ง > 0.05 ควรทำ Random-effects

ขั้นที่ 3 Dependent variable: LTD Random-effects Model

$$LTD = -0.596330 + 0.0454489 (\ln SIZE) *** + 0.00248843 (GROW) + 0.0187301 (CUR) *** - 0.00221572 (TIE) *** - 0.000848864 (ROE) ***$$
 นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

สรุปผลและอภิปรายผล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET CLMV พบว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัว ในทุก ๆ ตัวแปรตาม ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และร้อยละ 99 ประกอบด้วยขนาดของบริษัท (lnSIZE) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) และความสามารถในการชำระหนี้ (TIE) ตัวแปรอิสระที่ไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยอัตราการเติบโต (GROW) และอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งสามารถอภิปรายผลได้ดังนี้

ขนาดของบริษัท (lnSIZE) มีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการศึกษาพบว่าบริษัทในกลุ่ม SET CLMV เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีการกู้เงินระยะสั้นน้อย เนื่องจากบริษัทในกลุ่ม SET CLMV มีความสามารถในการทำกำไรที่สูง และมีสภาพคล่องสูง หากผู้บริหารต้องการเงินทุนที่มีต้นทุนทางการเงินต่ำ ก็จะมีการจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัทก่อน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวคือ บริษัทควรเลือกใช้เงินลงทุนจากภายในก่อน เพราะมีต้นทุนในการจัดหาเงินที่ต่ำเมื่อเทียบกับต้นทุนในการจัดหาเงินจากภายนอก แต่ขนาดของบริษัทที่มีผลในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการศึกษาพบว่าบริษัทในกลุ่ม SET CLMV เป็นบริษัทขนาดใหญ่ มีความน่าเชื่อถือทางการเงินสูงและมีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนจำนวนมาก จึงสามารถทำการก่อหนี้ระยะยาวได้มาก เนื่องจากมีโอกาสเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มาก โดยอาจใช้สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนเป็นหลักประกันการกู้ยืม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ระหว่างผลประโยชน์จาก

การก่อหนี้และต้นทุนการล้มละลาย และยังสอดคล้องกับการศึกษาของจิราวัฒน์ แสงเป้า (2561) ที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคติกา (2559) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดอาเซียน

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) มีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD) และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการศึกษาพบว่า บริษัทกลุ่ม SET CLMV มีสภาพคล่องทางการเงินสูง และมีเงินสดจากการดำเนินงานภายในเพียงพอต่อความต้องการใช้เงินทุนในระยะสั้น จึงทำให้การก่อหนี้ระยะสั้นต่ำ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวว่า บริษัทควรเลือกใช้เงินลงทุนจากภายในก่อนเพราะมีต้นทุนในการจัดหาเงินต่ำเมื่อเทียบกับต้นทุนการจัดหาเงินจากภายนอก อีกทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาของ วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคติกา (2559) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดอาเซียน แต่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) มีผลในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม นั่นคือ บริษัทที่มีสภาพคล่องสูง จะก่อหนี้ระยะยาวสูง เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ย่อมมีความน่าเชื่อถือทางการเงินมาก จึงมีโอกาสนในการก่อหนี้ระยะยาวได้มาก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ระหว่างผลประโยชน์จากการก่อหนี้และต้นทุนการล้มละลาย สอดคล้องกับการศึกษาของ วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคติกา (2559) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดอาเซียน และสอดคล้องกับการศึกษาของ รทวรรณ อภิโชติธนกุล และ ธนิตา จิตร์น้อมรัตน์ (2559) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ผลการศึกษาของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

ความสามารถในการชำระหนี้ (TIE) มีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากการศึกษาพบว่า บริษัทในกลุ่ม SET CLMV มีความสามารถทำกำไรสูง มีกำไรจากการดำเนินงานมาก จึงทำให้มีความสามารถที่จะชำระหนี้สูง สะท้อนถึงความสามารถในการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพของผู้บริหาร ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดหนี้สินช่วยควบคุมการบริหาร (Debt Adds Discipline to Management) กล่าวคือ ผู้บริหารจะมีความใส่ใจในการบริหารต้นทุนให้มีประสิทธิภาพและมีวินัยในการใช้กระแสเงินสด เพราะถ้าบริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้จะส่งผลให้ธุรกิจล้มละลายและทำให้ผู้บริหารต้องออกจากงานได้ในที่สุด ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ และยังสอดคล้องกับการศึกษาของ จิราวัฒน์ แสงเป้า (2561)

ที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ วัฒนา ศักยชีวกิจ และ กอบกุล จันทรโคสิกา (2559) ที่ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดอาเซียน และ ศิริวิโรจน์ (2561) โครงสร้างเงินทุนหนึ่งองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ

ข้อเสนอแนะ

ผลจากงานวิจัยนี้ นักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการประเมินการลงทุนในบริษัทกลุ่ม SET CLMV ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผู้บริหารสามารถใช้เป็นแนวทางในการจัดโครงสร้างเงินทุนด้วยระดับการกู้ยืมที่เหมาะสม เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท โดยต้องคำนึงถึงปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท เพราะว่าบริษัทขนาดใหญ่หรือมีสินทรัพย์จำนวนมากนั้นจะสามารถทำการก่อหนี้ และเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน เพราะว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงควรเลือกใช้เงินลงทุนจากภายในก่อนเพราะมีต้นทุนในการจัดหาเงินต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับต้นทุนการจัดหาเงินจากภายนอกและความสามารถในการชำระหนี้ เพราะว่าเมื่อบริษัทมีความชำระหนี้ได้สูงเป็นสิ่งที่แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานของผู้บริหารที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือ หากความสามารถในการชำระหนี้ต่ำบริษัทไม่สามารถชำระเงินและดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้ได้ตามกำหนด ก็จะไปสู่ภาวะล้มละลายได้มากขึ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงต้องคำนึงถึงปัจจัยดังกล่าว

บรรณานุกรม

- เข็มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ. (2556). *การเงินธุรกิจ* (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- จิรวัดน์ แสงเป้า. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 10(1), 101-107.
- รทวรรณ อภิโชติธนกุล, และ ธนิตา จิตรน้อมรัตน์. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย. *วารสารมหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม (มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์)*, 10(1), 111-119.
- วัฒนา ศักยชีวกิจ, และ กอบกุล จันทรโคสิกา. (2559). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12(33), 52-52.

- ศิริประภา ศรีวิโรจน์. (2561). โครงสร้างเงินทุนหนึ่งองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเชีย*, 8(2), 91-102.
- Farooq, O. (2015). Effect of ownership concentration on capital structure: Evidence from the MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(1), 99-113.
- Ganguli, S. K. (2013). Capital structure-does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 56-72.
- Jensen, C., & Mecking, H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency cost and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2557). *ประเด็นสำคัญการจัดการการเงินธุรกิจ* (วรรณรพี บานชื่นวิจิตร และคณะ, ผู้แปล). กรุงเทพฯ: แมคกรอฮิล.
- Scott, W. R. (2003). *Financial accounting theory* (3rd ed). Toronto: Pearson.