# ปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย

## Factors Related to the Capital Structure of Thai Financial Industry

**เรือโทหญิง วิภาเพ็ญ จิกเวียง**
นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต
Email: vipapen.c61@rsu.ac.th

**Lieutenant Junior Grade Vipapen Chigviang, WRTN**
Master Student in Accounting Program,
Faculty of Accounting, Rangsit University, Thailand
Email: vipapen.c61@rsu.ac.th

**ผศ.ดร.คณิตศร เทอดเผ่าพงศ์**
หัวหน้าหลักสูตรบัญชีบัณฑิต (นานาชาติ) คณะบัญชี
มหาวิทยาลัยรังสิต
Email: kanitsorn@rsu.ac.th

**Asst. Prof. Kanitsorn Terdpaopong, Ph.D.**
Head of the International Accounting Program, Faculty of Accountancy
Rangsit University
Email: kanitsorn@rsu.ac.th

# ปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย

**เรือโทหญิง วิภาเพ็ญ จิกเวียง**
นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต
คณะบัญชี มหาวิทยาลัยรังสิต
Email: vipapen.c61@rsu.ac.th

**ผศ.ดร.คณิตศร เทอดเผ่าพงศ์**
หัวหน้าหลักสูตรบัญชีบัณฑิต (นานาชาติ) คณะบัญชี
มหาวิทยาลัยรังสิต
Email: kanitsorn@rsu.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 24 มิถุนายน 2564
วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 12 สิงหาคม 2564
วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 15 สิงหาคม 2564

## บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย โดยมีกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ประกอบด้วย หมวดธุรกิจธนาคาร และธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยเก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2561 – 2563 จากฐานข้อมูล SETSMARTS งานวิจัยฉบับนี้ใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จำนวนสี่ตัวแปร คือ ความสามารถในการทำกำไร (อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม) ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดินอาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม) ขนาดของบริษัท และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม ว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกหรือเชิงลบกับตัวแปรตาม คือโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย ซึ่งวัดค่าด้วยอัตราส่วนหนี้สิน

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน (DEBT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) และ ขนาดของบริษัท (SIZE) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (DEBT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งความสัมพันธ์ที่พบเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ อย่างไรก็ตาม ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) กับโครงสร้างเงินทุน (DEBT) ของธุรกิจการเงินไทย

***คำสำคัญ:*** *อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของบริษัท อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สิน*

# Factors Related to the Capital Structure of Thai Financial Industry

**Lieutenant Junior Grade Vipapen Chigviang, WRTN**
Master Student in Accounting Program,
Faculty of Accounting, Rangsit University, Thailand
Email: vipapen.c61@rsu.ac.th

**Asst. Prof. Kanitsorn Terdpaopong, Ph.D.**
Head of the International Accounting Program, Faculty of Accountancy
Rangsit University
Email: kanitsorn@rsu.ac.th

Received: June 24, 2021
Revised: August 12, 2021
Accepted: August 15, 2021

## ABSTRACT

This study aims to study the factors related to the capital structure of the Thai financial industry, in which the samples consist of banks and finance and security companies listed in the Stock Exchange of Thailand. The collected data are from 2018 - 2020, which were derived from the SETSMART database. The study employed a multiple regression analysis for investigating the relationships between the four independent variables, namely – profitability (PROA), tangible assets (FIXA), firm size (SIZE), assets growth (AGRW) and the dependent variable - debt ratio (DEBT).

The study found that the variables - tangible assets (FIXA), firm size (SIZE) and debt ratio (DEBT) are statistically different when the comparative study between bank group and finance and security group is concerned. Besides, it was found that profitability ratio (PROA) has a negative relationship with capital structure (DEBT) statistically, while tangible assets (FIXA) and firm size (SIZE) have statistically and significantly positive relationships with debt ratio (DEBT). These findings aligned with the set hypotheses. However, there was no statistically significant relationship between the firm growth (AGRW) and the capital structure of the Thai financial industry.

***Keywords:*** *Return on Assets, Fixed Assets to Total Assets Ratio, Firm Size, Assets Growth, Debt Ratio*

## บทนำ

การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจในการลงทุน นักลงทุนควรพิจารณาข้อมูลทั้งเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ เช่นเดียวกับการได้มาของเงินทุนของแต่ละกิจการ ผู้บริหารกิจการก็ต้องพิจารณาต้นทุนของเงินทุนที่จะนำมาใช้ในการลงทุนด้วย โดยโครงสร้างเงินทุนจะประกอบด้วยส่วนของหนี้สินและส่วนของเจ้าของ การบริหารเงินทุนของกิจการถือว่าเป็นส่วนสำคัญที่จะช่วยจัดการการได้มาและใช้ไปของเงินทุน เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้แก่กิจการอีกด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2563)

ตามทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory) Modigliani and Miller (1963) ได้อธิบายว่า ดอกเบี้ยจ่ายถือเป็นค่าใช้จ่ายและสามารถนำมาใช้ประโยชน์ทางภาษีได้ ทฤษฎีนี้สนับสนุนการเพิ่มสัดส่วนในการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่ม มากขึ้น อีกทั้ง Myers (1977) ยังเชื่อว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) โดยการหาจุดที่มีความเหมาะสมระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับจากการก่อหนี้สินและต้นทุนการล้มละลาย จะสามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ อย่างไรก็ตาม Kraus and Litzenberger (1973) ระบุว่าการที่บริษัทมีหนี้สินที่สูงเกินไปอาจนำไปสู่ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ที่เพิ่มขึ้น และส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลงได้ ในขณะที่มุมมองของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) จะให้ความสำคัญต่อต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ย และจะตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนจากทางเลือกที่มีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่า ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนในการรักษาเสถียรภาพของมูลค่ากิจการ จึงทำให้กิจการเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน (กำไรสะสม) ก่อนเป็นอันดับแรก และในกรณีที่กิจการมีกำไรสะสมไม่เพียงพอต่อความต้องการในการเพิ่มเงินทุน จึงจะจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยการก่อหนี้เป็นลำดับถัดไป และตามด้วยการออกหุ้นสามัญเป็นลำดับสุดท้าย

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องในช่วงปี ค.ศ. 2010 – 2019 พบว่ามีงานวิจัยเชิงประจักษ์หลายฉบับที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคาร (Almanaseer, 2019; Amjad Tufail & Bilal, 2013; Anarfo, 2015; Ayanda, Christopher, Mudashiru, & Isaac, 2013; Baltaci & Ayaydin, 2004; Çağlayan & Şak, 2010; Hasanaj, 2014; Khan, Javeed, & Khan, 2014; Mutairi & Naser, 2015; Vinasithamby, 2014) จะใช้ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดค่าด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (Tangibility of Assets) วัดค่าด้วยอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (Fixed Assets to Total Assets Ratio) ขนาดของบริษัท (Firm Size) วัดค่าด้วยลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm of Total Assets) และการเติบโตของบริษัท (Firm Growth) วัดค่าด้วยอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Assets Growth) ในการศึกษา และมีตัวแปรตาม คือ โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยส่วนใหญ่ไม่สอดคล้องกันในประเด็นของทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของบริษัท และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สิน ทั้งนี้อาจเป็นผลเนื่องมาจากสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ ช่วงเวลาหรือจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่เลือกศึกษาต่างกัน เช่น Anarfo (2015) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารในกลุ่ม Sub-Saharan Africa ระยะเวลาในการศึกษา ตั้งแต่ 2000 – 2006 พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ Mutairi and Naser (2015) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Gulf Cooperation Council (GCC) ระยะเวลาในการศึกษา ตั้งแต่ 2001 – 2010 จากการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งความแตกต่างของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และช่วงเวลารวมถึงกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาที่มีความแตกต่างกัน อาจมีอิทธิพลต่อผลการวิจัยได้

แม้จะมีงานวิจัยในต่างประเทศที่วิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงิน (Financial Industry) เป็นจำนวนมาก แต่ในประเทศไทยกลับพบว่างานวิจัยด้านนี้ยังมีอยู่จำกัด งานวิจัยโดยส่วนใหญ่มักจะเน้นไปที่การศึกษาในกลุ่มธุรกิจทั่วไปที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ธุรกิจการผลิต การเกษตร การค้าส่งค้าปลีก การบริการ เป็นต้น และขอบเขตในการศึกษาส่วนใหญ่มักจะยกเว้นธุรกิจการเงิน อาจเป็นด้วยเหตุผลที่ว่าในกลุ่มธุรกิจทั่วไปมีความพร้อมทางข้อมูลมากกว่า รวมทั้งลักษณะของการดำเนินธุรกิจและโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินที่มีลักษณะเฉพาะ ประกอบกับการที่ต้องปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ในการดำรงเงินกองทุนและการบริหารความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย จึงทำให้งานวิจัยของไทยในกลุ่มธุรกิจการเงินมีอย่างจำกัด นอกจากนี้ ในกลุ่มธุรกิจการเงินเองสามารถจำแนกตามหลักเกณฑ์การจัดหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยออกเป็น 3 ธุรกิจย่อย ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต ในขณะที่ถ้าจำแนกธุรกิจการเงินตามหน่วยงานที่กำกับดูแลและขอบเขตของธุรกิจก็จะพบว่า ธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ จะอยู่ภายใต้การกำกับดูของธนาคารแห่งประเทศไทย และในส่วนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ก็จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) ด้วยเช่นกัน ส่วนธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ.) ซึ่งมีความแตกต่างทั้งลักษณะในการดำเนินธุรกิจและหน่วยงานกำกับดูแล อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยยังคงเป็นปริศนาให้ไข ให้ค้นคว้าต่อไปว่าปัจจัยใดที่จะสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย ถ้าจำแนกธุรกิจการเงินไทยตามหน่วยงานที่กำกับดูแลและขอบเขตของธุรกิจ ซึ่งไม่รวมธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต และปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารจะมีความเหมือนหรือแตกต่างกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์หรือไม่ ถ้าธุรกิจธนาคาร และธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ถูกจำแนกตามหลักเกณฑ์การจัดหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาปัจจัยที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย โดยธุรกิจการเงินไทยในงานวิจัยฉบับนี้จะจำแนกธุรกิจการเงินตามหน่วยงานที่กำกับดูแลและขอบเขตของธุรกิจเป็นหลัก ซึ่งประกอบด้วย ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยไม่รวมธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต และจะศึกษาปัจจัยที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารและปัจจัยที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยใช้การจำแนกตามหลักเกณฑ์การจัดหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่รวมธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิตเช่นกัน ซึ่งผู้วิจัยหวังว่าผลของงานวิจัยนี้จะสามารถแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทยและสามารถสร้างความเข้าใจให้แก่ผู้ลงทุน และผู้สนใจได้ว่าปัจจัยใดที่จะสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทยในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและบริบทของประเทศไทย

## ■ วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วัตถุประสงค์ของงานวิจัยฉบับนี้เน้นไปยังการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยที่เป็นอัตราส่วนทางการเงินกับโครงสร้างเงินทุน โดยแยกออกเป็น 3 วัตถุประสงค์ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคาร
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์
3. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์

## ■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

### ปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน (Factors Related to the Capital Structure)

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

จากผลการศึกษาของ Ooi (1999) พบว่าการที่บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง ย่อมนำมาสู่การมีภาระภาษีที่ต้องเสียเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังสามารถลดความเสี่ยงในการล้มละลายได้ ซึ่งผลการวิจัยนี้สนับสนุนทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory) โดย Myers (2001) พบว่าการจัดหาเงินจากการก่อหนี้จะทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางด้านภาษี เนื่องจากสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายไปเป็นค่าใช้จ่ายของบริษัทได้ ส่งผลให้กำไรลดลงและเสียภาษีในจำนวนที่น้อยลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kamran, Khan, and Sharif (2014) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)

อย่างไรก็ตาม Myers (1984) กล่าวว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอก บริษัทเหล่านั้นสามารถพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งกำไรสะสมภายในของตนได้ เช่นเดียวกับ Titman and Wessels (1988) และ Barton, Hill and Srinivasan (1989) ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีอัตราส่วนหนี้สินค่อนข้างต่ำ เนื่องจากสามารถจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) ได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Çağlayan and Şak (2010), Amjad et al. (2013), Ayanda et al. (2013), Baltaci and Ayaydin (2014), Hasanaj (2014), Khan, Javeed, and Khan (2014), Vinasithamby (2014), Anarfo (2015), Mutairi and Naser (2015) และ Almanaseer (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order theory)

แม้ว่าผลการวิจัยในอดีตจะพบผลการวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน แต่มีความโน้มเอียงหรือความเป็นไปได้มากที่ธุรกิจการเงินที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง จะเลือกลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก และหันมาใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในแทน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Pecking Order theory และจากผลการศึกษาข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัยและสามารถกำหนดสมมติฐานแย้ง (Alternative Hypothesis) ได้ดังนี้

H1: ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ของธุรกิจการเงินไทย ที่วัดค่าโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)

ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (Tangibility of Assets)

ตามทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory) สามารถอธิบายได้ว่าความมีตัวตนของสินทรัพย์เปรียบเสมือนการเป็นหลักประกันสำหรับการกู้ยืม และถือเป็นการเพิ่มความมั่นใจให้แก่ผู้ให้กู้อีกด้วย (Smith & Warner, 1979; Stulz & Johnson, 1985) ดังนั้น หากบริษัทใดมีความมีตัวตนของสินทรัพย์สูง บริษัทนั้นย่อมก่อหนี้ได้สูงเช่นกัน (Myers, 1977) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hasanaj (2014) และ Kamran et al. (2014) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (Fixed Assets to Total Assets Ratio) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) ในทางกลับกันหากบริษัทมีความมีตัวตนของสินทรัพย์ต่ำ บริษัทนั้นย่อมมีหลักประกันในการกู้ยืมต่ำ ก็จะส่งผลให้แนวโน้มในการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอกลดลง แต้ถ้ามองตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ในงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) จะพบว่าถึงแม้จะมีสินทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมจำนวนน้อย แต่เพื่อเป็นการลดปัญหาต้นทุนตัวแทนที่จะเกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น บริษัทจำเป็นต้องเพิ่มระดับการก่อหนี้ให้มากขึ้นเพื่อเป็นการควบคุมการดำเนินของผู้บริหารให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Çağlayan and Şak (2010) และ Khan et al. (2014) ที่พบพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกณ์ต่อสินทรัพย์รวม (Fixed Assets to Total Assets Ratio) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

อย่างไรก็ตาม Kraus and Litzenberger (1973) กล่าวว่าการที่บริษัทมีหนี้สินที่สูงเกินไปก็อาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงที่ไม่สามารถจ่ายชำระหนี้และดอกเบี้ยได้เช่นกัน ซึ่งถ้าความเสี่ยงนี้สูงเกินไปอาจนำไปสู่ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ที่เพิ่มขึ้นได้ ดังนั้น บริษัทที่มีต้นทุนการล้มละลายสูงจะมีแรงจูงใจในการจัดหาเงินทุนจากภายนอกน้อยลงเพื่อลดต้นทุนดังกล่าว ซึ่งก็สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Amjad et al. (2013), Ayanda et al. (2013), Baltaci and Ayaydin (2014), Vinasithamby (2014), Anarfo (2015), Mutairi and Naser (2015) และ Almanaseer (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (Fixed Assets to Total Assets Ratio) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order theory)

แม้ว่าผลการวิจัยในอดีตจะพบผลการวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน แต่ผลจากการวิจัยจำนวนมากมีความโน้มเอียงที่จะสนับสนุนความสัมพันธ์ของความมีตัวตนของสินทรัพย์ กับอัตราส่วนหนี้สิน เนื่องจากกิจการมักจัดหาสินทรัพย์โดยเฉพาะสินทรัพย์ประเภทที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ จากแหล่งเงินทุนภายนอก อีกทั้ง การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ดังกล่าวยังสามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืม (Collateral Assets) และเพิ่มความมั่นใจให้แก่ผู้ให้กู้ ส่งผลให้สามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Trade off Theory และจากผลการศึกษาข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H2: ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (Tangibility of Assets) ของธุรกิจการเงินไทย ที่วัดค่าโดยอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (Fixed Assets to Total Assets Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)

ขนาดของบริษัท (Firm Size)

จากผลการศึกษาของนักวิจัยในอดีต เช่น Remmers, Stonehill, Wright, and Beekhuisen (1974) พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มักจะมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนที่หลากหลาย สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ง่าย และได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระดับสูง อีกทั้งยังมีการจ่ายอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเจรจาต่อรอง และมีความสัมพันธ์กับสถาบันการเงินที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ Smith and Warner (1979) และ Ang and McConne (1982) ยังพบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความเสี่ยงในการเกิดต้นทุนล้มละลายต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กอีกด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Çağlayan and Şak (2010), Ayanda et al. (2013), Baltaci and Ayaydin (2014), Hasanaj (2014), Khan et al. (2014), Anarfo (2015), Basnet (2015), Almanaseer (2019) และ Komarev, All and Bose (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm of Total Assets) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory)

อย่างไรก็ตาม ตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order theory) พบว่าบริษัทพยายามจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) ก่อนเป็นอันดับแรกอยู่แล้ว (Myers, 1984) จึงพึ่งพาเงินทุนจากการก่อหนี้ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Allen, Napaporn Nilapornkul and Powell (2013), Hasanaj (2014), Kamran et al. (2014) และ Mutairi and Naser (2015) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm of Total Assets) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order theory)

แม้ว่าผลการวิจัยในอดีตจะพบผลการวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน แต่มีความโน้มเอียงหรือความเป็นไปได้มากที่ธุรกิจการเงินขนาดใหญ่ จะสามารถขยายอัตราส่วนหนี้สินโดยการกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอกได้โดยง่าย หรือมีข้อจำกัดไม่มากนักในขณะที่ธุรกิจการเงินขนาดเล็ก แม้จะเป็นกลุ่มธุรกิจประเภทเดียวกัน อาจมีข้อจำกัดในการขยายอัตราส่วนหนี้สินซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Trade off Theory และจากผลการศึกษาข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H3: ขนาดของบริษัท (Firm Size) ของธุรกิจการเงินไทย ที่วัดค่าโดยลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm of Total Assets) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)

การเติบโตของบริษัท (Firm Growth)

Myers (1977) ยืนยันว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโต ย่อมมีความสามารถในการชำระหนี้ที่ดีเช่นกัน ดังนั้นบริษัทเหล่านี้จึงเลือกที่จะจัดหาเงินจากแหล่งภายนอกมากขึ้น ทั้งยังสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมมาใช้ประโยชน์ในทางภาษีได้อีกด้วย (Myers, 2001) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Mutairi and Naser (2015), Almanaseer (2019) และ Komarev et al. (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Assets Growth) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory)

อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาของ Auerbach (1985) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ เนื่องจากประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้นั้นมีจำนวนน้อยกว่าในบริษัทที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว ดังนั้น บริษัทเหล่านี้จึงมีเกราะป้องกันภาษีรูปแบบอื่นที่ไม่ใช่ประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ เช่นเดียวกับ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายว่าเนื่องจากการเติบโตของบริษัททำให้ผู้บริหารต้องการที่จะเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นมากขึ้น จึงลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงมากขึ้น และพยายามหลีกเลี่ยงการจัดหาเงินจากการก่อหนี้ เพราะว่าอาจก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทนที่เพิ่มขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ได้

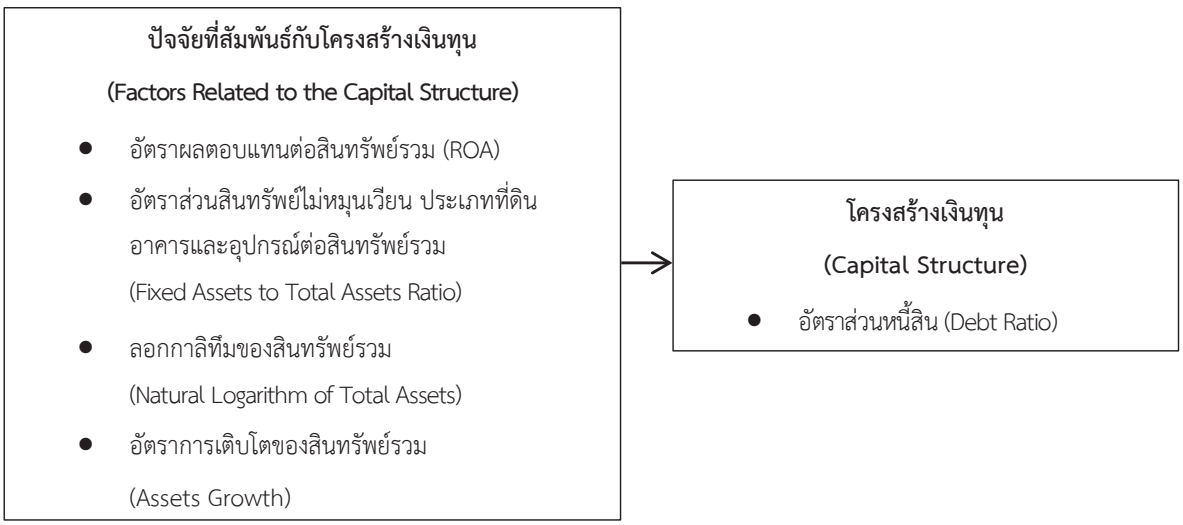
ดังนั้น บริษัทจึงเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน (กำไรสะสม) ก่อนเป็นอันดับแรก ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Khan et al. (2014), Vinasithamby (2014) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Assets Growth) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order theory)

ผลการวิจัยในอดีตจะพบผลการวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน แต่ในบริบทโดยทั่วไป ธุรกิจที่มีความพร้อมมีแนวโน้มในการเติบโตดี จะมีความเป็นไปได้มากที่จะได้รับการสนับสนุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก เนื่องจากผู้ให้กู้ยืมมองเห็นถึงศักยภาพในการดำเนินธุรกิจและศักยภาพในการสร้างกำไร และความสามารถในการชำระเงิน ธุรกิจที่มีการเติบโตสูงน่าจะมีความสามารถในการชำระหนี้ที่ดี ทั้งยังสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมมาใช้ประโยชน์ในทางภาษีได้อีกด้วย ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Trade off Theory และจากผลการศึกษาข้างต้นนำไปสู่การตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

H4: การเติบโตของบริษัท (Firm Growth) ของธุรกิจการเงินไทย ที่วัดค่าโดยอัตราการเติบโตของของสินทรัพย์รวม (Assets Growth) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio)

## กรอบแนวคิดในการวิจัย (Research Framework)

จากแนวคิดในการวิจัยที่พิจารณาถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ที่แยกเป็นปัจจัยสี่ด้านด้วยกัน กล่าวคือ ความสามารถในการทำกำไร การมีตัวตนของสินทรัพย์ ขนาดของกิจการ และ การเติบโตของกิจการ ต่างมีความสัมพันธ์ หรือมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสามารถเขียนเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัยของงานวิจัยฉบับนี้ ดังภาพที่ 1




**ภาพที่ 1** กรอบแนวคิดในการวิจัย

## ■ วิธีดำเนินการวิจัย

**การเก็บรวบรวมข้อมูล**

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน หมวดธุรกิจธนาคารและหมวดธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ ไม่รวมหมวดธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต โดยจำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่จะนำเข้าสู่การวิจัย จะต้องมีข้อมูลครบถ้วน ในช่วงปี พ.ศ. 2561 – 2563 ซึ่งจากการรวบรวมข้อมูลมีจำนวนทั้งสิ้น 44 บริษัท รวมจำนวน 132 กลุ่มตัวอย่างรายปี โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบไปด้วยข้อมูลจากงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ โดยเก็บข้อมูลเป็นรายปี ชนิดงบเดี่ยว ตั้งแต่ พ.ศ. 2561 – 2563 จำนวนทั้งสิ้น 3 ปีและเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMARTS

**การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง (Variable Measurement and Model)**

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ ปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทย ประกอบไปด้วยตัวแปรจำนวนสี่ตัวแปร ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) โดยมีวิธีการคำนวณดังนี้

**ตัวแปรอิสระ:**

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) = $\frac{\text{กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) = $\frac{\text{ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

ขนาดของบริษัท (SIZE) = ลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม

อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) = $\frac{\text{สินทรัพย์ปีปัจจุบัน - สินทรัพย์ปีก่อน}}{\text{สินทรัพย์ปีก่อน}}$

**ตัวแปรตาม:**

อัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) = $\frac{\text{รวมหนี้สิน}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$

โดยมีแบบจำลองความสัมพันธ์ ดังนี้

$$DEBT_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROA_{it} + \beta_2 FIXA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGRWit + \sum_{it}$$

**การวิเคราะห์ข้อมูล**

งานวิจัยฉบับนี้ มีการวิเคราะห์คุณลักษณะเบื้องต้นทางสถิติของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย โดยใช้สถิติเชิงพรรณนาและสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างสองกลุ่มที่เป็นอิสระต่อกัน ด้วยวิธี Independent Samples T-Test และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ด้วยวิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) โดยเลือกใช้วิธีนำตัวแปรเข้าทั้งหมด (Enter Method) ซึ่งมีค่าสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์และทดสอบความสัมพันธ์ ได้แก่ ค่า $R^2$ ค่า F-test ค่า $\beta$ ค่า T-test กำหนดช่วงความเชื่อมั่น 95% ทั้งนี้จะทำการทดสอบคุณสมบัติของตัวแปรต่าง ๆ ตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุก่อน ได้แก่ การตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) และตรวจสอบปัญหาสหสัมพันธ์อัตโนมัติ (Autocorrelation)

## ■ ผลการวิจัย

โดยภาพรวมพบว่าธุรกิจธนาคาร และธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์มีเงินให้สินเชื่อ ลูกหนี้และดอกเบี้ยค้างรับคิดเป็นร้อยละ 65.14 และร้อยละ 70.30 ตามลำดับ ขณะเดียวกันก็พบว่าเงินกู้ยืมและเงินรับฝากของธุรกิจธนาคารคิดเป็นร้อยละ 75.23 ซึ่งแตกต่างกับธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ที่มีเพียงร้อยละ 31.42 โดยความแตกต่างนี้ชี้ให้เห็นว่าธุรกิจธนาคารมีการจัดหาเงินจากการกู้ยืมและเงินรับฝากเป็นส่วนใหญ่ ในขณะที่ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์มีการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ที่ไม่ใช่เงินกู้ยืมและเงินรับฝากมากกว่า นอกจากนี้ โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารมีการจัดหาเงินจากแหล่งหนี้สินถึง ร้อยละ 87.37 และจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงร้อยละ 12.63 ในขณะที่ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์มีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้สินร้อยละ 70.25 และจัดหาจากส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 29.75 ซึ่งถือว่าโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์เหมือนกัน กล่าวคือ เงินทุนส่วนใหญ่จัดหามาจากแหล่งหนี้สินเหมือนกัน อย่างไรก็ตาม กำไร (ขาดทุน) สุทธิของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์แสดงจำนวนร้อยละที่มากกว่าธุรกิจธนาคารในทุกปี (ดูตารางที่ 1)

**ตารางที่ 1** ผลรวมของข้อมูลพื้นฐานและสัดส่วนของข้อมูลพื้นฐานต่อสินทรัพย์รวม

| ธุรกิจธนาคาร (ล้านบาท) | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| รายการ | N | 2561 | % | 2562 | % | 2563 | % | มูลค่าเฉลี่ย | % เฉลี่ย |
| เงินให้สินเชื่อ ลูกหนี้ และดอกเบี้ยค้างรับ – สุทธิ | 11 | 10,083,514.57 | 67.86 | 10,264,465.62 | 64.79 | 11,003,677.37 | 62.77 | 10,450,552.52 | 65.14 |
| ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ – สุทธิ | 11 | 187,430.62 | 1.26 | 189,337.71 | 1.20 | 210,346.51 | 1.20 | 195,704.95 | 1.22 |
| เงินกู้ยืมและเงินรับฝาก | 11 | 11,314,814.06 | 76.15 | 11,737,211.53 | 74.08 | 13,225,558.55 | 75.44 | 12,092,528.05 | 75.23 |
| รวมหนี้สิน | 11 | 13,041,562.19 | 87.77 | 13,745,635.85 | 86.76 | 15,353,190.72 | 87.58 | 14,046,796.26 | 87.37 |
| รวมส่วนของผู้ถือหุ้น | 11 | 1,817,311.41 | 12.23 | 2,097,291.56 | 13.24 | 2,176,931.95 | 12.42 | 2,030,511.64 | 12.63 |
| รวมสินทรัพย์ | 11 | 14,858,873.60 | 100.00 | 15,842,927.41 | 100.00 | 17,530,122.67 | 100.00 | 16,077,307.90 | 100.00 |
| กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีเงินได้ | 11 | 384,754.98 | 2.59 | 507,769.08 | 3.21 | 274,240.06 | 1.56 | 388,921.37 | 2.45 |
| กำไร (ขาดทุน) สุทธิ | 11 | 171,893.88 | 1.16 | 270,195.50 | 1.71 | 119,347.62 | 0.68 | 187,145.67 | 1.18 |
| ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ (ล้านบาท) | | | | | | | | | |
| รายการ | N | 2561 | % | 2562 | % | 2563 | % | มูลค่าเฉลี่ย | % เฉลี่ย |
| เงินให้สินเชื่อ ลูกหนี้ และดอกเบี้ยค้างรับ – สุทธิ | 33 | 446,944.03 | 74.79 | 488,725.94 | 75.62 | 424,878.54 | 60.48 | 453,516.17 | 70.30 |
| ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ – สุทธิ | 33 | 27,058.70 | 4.53 | 27,426.16 | 4.24 | 24,413.43 | 3.47 | 26,299.43 | 4.08 |
| เงินกู้ยืมและเงินรับฝาก | 33 | 197,953.23 | 33.12 | 217,107.20 | 33.59 | 193,435.40 | 27.53 | 202,831.94 | 31.42 |
| รวมหนี้สิน | 33 | 423,058.73 | 70.79 | 455,185.64 | 70.43 | 488,544.52 | 69.54 | 455,596.29 | 70.25 |
| รวมส่วนของผู้ถือหุ้น | 33 | 174,577.61 | 29.21 | 191,075.11 | 29.57 | 214,003.78 | 30.46 | 193,218.84 | 29.75 |
| รวมสินทรัพย์ | 33 | 597,636.34 | 100.00 | 646,260.75 | 100.00 | 702,548.30 | 100.00 | 648,815.13 | 100.00 |
| กำไร (ขาดทุน) ก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ | 33 | 42,073.86 | 7.04 | 45,530.08 | 7.05 | 48,551.77 | 6.91 | 45,385.24 | 7.00 |
| กำไร (ขาดทุน) สุทธิ | 33 | 22,890.62 | 3.83 | 27,871.09 | 4.31 | 26,356.22 | 3.75 | 25,705.98 | 3.96 |

จากคำถามงานวิจัยที่ว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารจะมีความเหมือนหรือแตกต่างกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์หรือไม่ ถ้าธุรกิจธนาคาร และธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ถูกจำแนกตามหลักเกณฑ์การจัดหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบกับการศึกษาถึงค่าเฉลี่ย (Mean) ของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์พบว่า อัตราส่วนบางอัตราส่วนมีความแตกต่างกัน ดังนั้น งานวิจัยฉบับนี้จึงวิเคราะห์เพิ่มเติมว่าอัตราส่วนของทั้งสองกลุ่มธุรกิจมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าหากไม่พบความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ก็สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้สถิติถดถอยเชิงพหุในลักษณะรวมกลุ่มธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ที่จำแนกธุรกิจการเงินตามหน่วยงานที่กำกับดูแลและขอบเขตของธุรกิจได้ แต่ถ้าวิเคราะห์ Independent Samples T-Test แล้วพบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ก็จะแยกวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้สถิติถดถอยเชิงพหุตามหลักเกณฑ์การจัดหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป ซึ่งข้อสรุปที่ได้จากตารางที่ 2 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) ของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์พบว่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น ในการออกแบบการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุจึงแบ่งปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินของธุรกิจการเงินไทย ออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ ปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคาร ปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์

**ตารางที่ 2** Independent Samples Test ระหว่างธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์

| | Levene's Test for Equality of Variances | t-test for Equality of Means | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | F | T | Mean Difference | Std. Error Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | Lower | Upper |
| PROA | 0.811 | 0.718 | 0.0127 | 0.0176 | -0.0222 | 0.0475 |
| FIXA | 8.175** | -2.454* | -0.0471 | 0.0192 | -0.0852 | -0.0090 |
| SIZE | 9.484** | 12.426** | 4.2091 | 0.3387 | 3.5268 | 4.8915 |
| AGRW | 2.095 | 0.297 | 0.0169 | 0.0569 | -0.0956 | 0.1294 |
| DEBT | 9.836** | 2.251* | 0.1289 | 0.0573 | 0.0135 | 0.2444 |

หมายเหตุ ** p-value < 0.01, * p-value < 0.05

จากตารางที่ 3 พบว่าในธุรกิจธนาคาร อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) ขนาดของ (SIZE) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ได้ร้อยละ 81.60 (Adjusted $R^2$ = 0.816) อีกร้อยละ 18.40 เป็นอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ และพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ที่พบเป็นไปตามสมมติฐาน H1 H3 และ H4 ที่ตั้งไว้ (ดูตารางที่ 3)

ธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ได้ร้อยละ 29.30 (Adjusted $R^2$ = 0.293) อีกร้อยละ 70.70 เป็นอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ และพบว่าอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) และขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ที่พบเป็นไปตามสมมติฐาน H2 และ H3 ที่ตั้งไว้ (ดูตารางที่ 3)

เมื่อรวมทั้งธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์แล้วจะพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ได้ร้อยละ 39.70 (Adjusted $R^2$ = 0.397) อีกร้อยละ 60.30 เป็นอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ และพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) และขนาดของบริษัท (SIZE) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ที่พบเป็นไปตามสมมติฐาน H1 H2 และ H3 ที่ตั้งไว้ (ดูตารางที่ 3)

**ตารางที่ 3** การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

| | ธนาคาร | | | | เงินทุนหลักทรัพย์ | | | | ธนาคารและเงินทุนหลักทรัพย์ | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Adjusted $R^2$ = 81.60% | | | | Adjusted $R^2$ = 29.30% | | | | Adjusted $R^2$ = 39.70% | | | |
| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | *t* | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | *t* | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | *t* |
| | B | Std. Error | Beta | | B | Std. Error | Beta | | B | Std. Error | Beta | |
| (Constant) | -1.197 | 0.429 | | -2.793** | -0.811 | 0.24 | | -3.384** | -0.469 | 0.125 | | -3.741** |
| PROA | -2.101 | 0.65 | -0.746 | -3.231** | -0.469 | 0.27 | -0.168 | -1.737 | -0.728 | 0.219 | -0.254 | -3.329** |
| FIXA | 7.499 | 4.163 | 0.187 | 1.801 | 0.332 | 0.101 | 0.283 | 3.284** | 0.399 | 0.104 | 0.264 | 3.849** |
| SIZE | 0.093 | 0.022 | 0.548 | 4.282** | 0.086 | 0.015 | 0.522 | 5.668** | 0.064 | 0.007 | 0.594 | 8.69** |
| AGRW | 0.621 | 0.228 | 0.567 | 2.718* | 0.065 | 0.07 | 0.083 | 0.934 | 0.094 | 0.067 | 0.106 | 1.399 |

หมายเหตุ ** p-value < 0.01, * p-value < 0.05

## ■ สรุปผลและอภิปรายผล

ผลการวิจัยพบว่าขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทุกกลุ่มธุรกิจ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในธุรกิจธนาคารและรวมธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์เท่านั้น นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์และรวมธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์เท่านั้น อย่างไรก็ตาม พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในธุรกิจธนาคาร แต่เนื่องจากอิทธิพลของการรวม 2 กลุ่มธุรกิจเข้าด้วยกัน จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในรวมธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยผลการวิจัยที่พบสามารถนำมาเขียนเป็นรูปแบบสมการความถดถอยเชิงเส้นได้ดังนี้

DEBT (Bank) = -1.197 - 2.101PROA + 0.093SIZE + 0.621AGRW

จากการวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงเส้นของธุรกิจธนาคาร พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย = -2.101 พันบาท ในขณะที่ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย = 0.093 และ 0.621 พันบาท ตามลำดับ

DEBT (Finance and Security) = - 0.811 + 0.332FIXA + 0.086SIZE

จากการวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงเส้นของธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ พบอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) และขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย = 0.332 และ 0.086 พันบาทตามลำดับ

DEBT (Bank and Finance and Security) = -0.469 - 0.728PROA + 0.399FIXA + 0.064SIZE

จากการวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงเส้นของธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย = -0.728 พันบาท ในขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) และขนาดของบริษัท (SIZE) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย = 0.399 และ 0.064 พันบาทตามลำดับ

สำหรับธุรกิจธนาคาร พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) กับอัตราส่วนหนี้สินในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Myers (1984) ได้กล่าวว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก บริษัทเหล่านั้นสามารถพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งภายใน (กำไรสะสม) ของตนได้ เช่นเดียวกับ Titman and Wessels (1988) และ Barton et al. (1989) ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีอัตราส่วนหนี้สินค่อนข้างต่ำ เนื่องจากสามารถจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) ได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Çağlayan and Şak (2010), Amjad et al. (2013), Ayanda et al. (2013), Baltaci and Ayaydin (2014), Hasanaj (2014), Khan et al. (2014), Vinasithamby (2014), Anarfo (2015), Mutairi and Naser (2015) และ Almanaseer (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Remmers et al. (1974) ที่พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มักจะมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนที่หลากหลาย สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ง่าย และได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระดับสูง อีกทั้งมีการจ่ายอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเจรจาต่อรองและมีความสัมพันธ์กับสถาบันการเงินที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ Smith and Warner (1979) และ Ang and McConne (1982) ยังพบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความเสี่ยงในการเกิดต้นทุนล้มละลายต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กอีกด้วย ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Çağlayan and Şak (2010), Ayanda et al. (2013), Baltaci and Ayaydin (2014), Hasanaj (2014) Khan et al. (2014), Anarfo (2015), Basnet (2015), Almanaseer (2019) และ Komarev et al. (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างลอกกาลิทึมของสินทรัพย์รวม (Natural Logarithm of Total Assets) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory) รวมถึงพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) กับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย Myers (1977) ยืนยันว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโต ย่อมมีความสามารถในการชำระหนี้ที่ดีเช่นกัน ดังนั้น บริษัทเหล่านี้จึงเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกมากขึ้น และนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมมาใช้ประโยชน์ในทางภาษี (Myers, 2001) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Mutairi and Naser (2015), Almanaseer (2019) และ Komarev et al. (2019) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Assets Growth) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory)

สำหรับธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (FIXA) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory) ที่อธิบายว่าความมีตัวตนของสินทรัพย์เปรียบเสมือนการเป็นหลักประกันสำหรับการกู้ยืม และถือเป็นการเพิ่มความมั่นใจให้แก่ผู้ให้กู้ (Smith & Warner, 1979; Stulz & Johnson, 1985) ดังนั้น หากบริษัทใดมีความมีตัวตนของสินทรัพย์สูงบริษัทนั้นย่อมก่อหนี้ได้สูงเช่นกัน (Myers, 1977) และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hasanaj (2014) และ Kamran et al. (2014) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม (Fixed Assets to Total Assets Ratio) และอัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade off Theory)

สำหรับธุรกิจธนาคารและธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (PROA) และอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ (FIXA) และขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน (DEBT) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ (Trade Off Theory) ทั้งนี้เนื่องจากอิทธิพลของการรวม 2 กลุ่มธุรกิจเข้าด้วยกัน จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (AGRW) และอัตราส่วนหนี้ (DEBT)

## ■ ข้อเสนอแนะการวิจัย

ผลสรุปจากการวิจัยของงานวิจัยฉบับนี้ สามารถสร้างความเข้าใจให้กับผู้เกี่ยวข้องในหลาย ๆ ฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นฝ่ายบริหารของธนาคารและบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ ผลการวิจัยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้นย่อมมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินไม่ว่าจะเป็นธุรกิจในกลุ่มธนาคารหรือกลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ นั่นเกิดจากการขยายตัวทางธุรกิจที่สูงขึ้น ผลการวิจัยนี้เป็นหลักฐานเชิงประจักษ์ต่อธุรกิจ ที่แสดงให้เห็นว่าการที่ธุรกิจมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงเนื่องมาจากการขยายตัวทางธุรกิจ รวมถึงขนาดของธุรกิจที่ใหญ่ขึ้น ซึ่งจะสัมพันธ์ไปถึงการมีอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ติดลบ ความเข้าใจดังกล่าวนี้ สามารถสรุปเป็นข้อเสนอแนะต่อนักลงทุนและต่อนักวิจัยเพื่อการวิจัยเพิ่มเติมในอนาคต ดังนี้

1. สำหรับนักลงทุน การเข้าใจถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่สัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สิน จะทำให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ข้อมูลจากอัตราส่วนทางการเงิน เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ซึ่งผลของงานวิจัยนี้จะทำให้นักลงทุนเข้าใจว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ประเภทที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของบริษัท และอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทยทั้งสิ้น อีกทั้งการที่จะวิเคราะห์ว่าธุรกิจการเงินนั้น มีความสามารถในการทำกำไรคู่ควรแก่การลงทุนหรือไม่ นักลงทุนจำเป็นต้องเชื่อมโยงที่มา หรือความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินให้ได้ เช่น ในการวิเคราะห์ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจการเงิน แหล่งรายได้หลักของธุรกิจการเงิน ก็คือ ดอกเบี้ย ซึ่งเกิดจากการให้สินเชื่อ เพราะฉะนั้นการที่จะดูว่าธุรกิจการเงินนั้นมีการให้สินเชื่อมากหรือน้อย อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมจึงเป็นเหมือนภาพรวมของการเติบโตของสินทรัพย์ แต่ถ้ามองลึกลงไปถึงสัดส่วนของประเภทของสินทรัพย์ ก็สามารถพิจารณาได้จากอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมได้ โดยการที่ธุรกิจการเงินนั้นมีอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนในอัตราที่ต่ำ แสดงให้เห็นว่ามีสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนที่สูง ซึ่งหากมองให้ลึกไปอีกถึงการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงิน ก็จะพบว่าการที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีค่าสูง เนื่องจากธุรกิจให้สินเชื่อจำนวนมาก ส่งผลให้ธุรกิจนั้นมีกำไรสะสมที่เพียงพอ จึงเป็นที่มาในการเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อนเป็นอันดับแรก ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินมีค่าลดลง

2. สำหรับนักวิจัยที่ต้องการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจการเงินไทยในอนาคต อาจเพิ่มตัวแปรในการศึกษาให้มากขึ้น โดยอาจนำเอาตัวแปรปัจจัยภายในที่เป็นอัตราส่วนที่สำคัญของธุรกิจการเงินโดยตรง เช่น อัตราส่วนเงินกองทุนทั้งสิ้นต่อสินทรัพย์เสี่ยง อัตราส่วนสินเชื่อจัดชั้นด้อยคุณภาพ (Non-performing Loans: NPL) ต่อเงินให้สินเชื่อ เงินให้สินเชื่อต่อเงินรับฝาก (L/D Ratio) รายได้ดอกเบี้ยสุทธิต่อสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ดอกเบี้ยเฉลี่ย (ต่อปี) (Net Income Margin: NIM) เป็นต้น หรือตัวแปรปัจจัยภายนอก เช่น ตัวแปรด้านเศรษฐกิจ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ (GDP) อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ หรือตัวแปรที่มีความสำคัญต่อความมั่นคงทางการเงิน เช่น ตัวแปรที่เกี่ยวกับอัตราส่วนพักชำระหนี้ของลูกหนี้อันเนื่องมาจากสถานการณ์โควิด-19 อัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย เป็นต้น มาใช้ในการศึกษา ซึ่งปัจจัยดังกล่าวอาจมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินของธุรกิจการเงินไทย

## เอกสารอ้างอิง

### ภาษาไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). *หลักการบริหารการเงินฉบับย่อสำหรับการลงทุนในบริษัทจดทะเบียน*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/set/education/ knowledgedetail.do?contentId=576&type=article

### ภาษาอังกฤษ

Allen, D. E., Nilapornkul, N., & Powell, R. (2013). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Thai Banks. *Information Management and Business Review, 5*(8), 401-410.

Almanaseer, S. R. (2019). Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordan. *Accounting and Finance Research, 8*(4), 186-198.

Amjad, S., Tufail, S., & Bilal. (2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from the Banking Sector of Pakistan. *Elixir International Journal*, 57A, 14368-14376.

Anarfo, E. B. (2015). Determinants of Capital Structure of Banks: Evidence from Sub - Sahara Africa. *Asian Economic and Financial Review, 5*(4), 624-640.

Ang, J. J., & McConnel, J. (1982). The administrative cost of corporate bankruptcy: a note. *Journal of Finance, 37*(1), 219-226.

Auerbach, A. J. (1985). *Real determinants of corporate leverage*. USA: University of Chicago Press, Chicago, IL.

Ayanda, A. M., Christopher, E. I., Mudashiru, M. A., & Isaac, A. S. (2013). Determinants of Capital Structure in Nigerian Banking Sector. International Journal of Academic *Research in Economics and Management Sciences, 2*(4), 27-43.

Baltaci, N., & Ayaydın, H. (2014). Firm, Country and Macroeconomic Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Banking Sector. *Emerging Markets Journal, 3*(3), 47-58.

Barton, S. L., Hill, N. C., & Srinivasan, S. (1989). An empirical test of stakeholder theory predictions of capital. *Financial Management, 18*(1), 36-44.

Basnet, A. (2015). *Capital Structure Choice of Financial Firms: Evidence from Nepalese Commercial Banks* (Master's thesis). Retrieved from https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/153151/basnet.pdf?sequence=4

Çağlayan, E., & Şak, N. (2010). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Banks. *Journal of Money, Investment and Banking, 15*(1), 57-64.

Hasanaj, S. (2014). *Determinants of capital structure: evidence from banking sector in Albania* (Master's thesis). Retrieved from http://dspace.epoka.edu.al/bitstream/handle/1/1755/DETERMINANTS%20OF%20CAPITAL%20STRUCTURE.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Jensen, M., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.

Kamran, H. W., Khan, M. U., & Sharif, S. (2014). Capital Structure Determinants: Evidence from Banking Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting, 5*(19), 59-67.

Khan, M. Y., Javeed, A., & Khan, W. (2014). Capital Structure Determinants of Islamic and Conventional Banks of Pakistan. *Journal of Management Sciences (SJMS), 4*(2), 260-270.

Komarev, I., All, S. F., & Bose, S. (2019). *Capital Structure Determinants of MENA Banks.* Retrieved from https://ssrn.com/abstract=3363621

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance, 28*(4), 911-922.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review, 53*(3), 433-443.

Mutairi, A., & Naser, K. (2015). Determinants of Capital Structure of Banking Sector in Gcc: An Empirical Investigation. *Asian Economic and Financial Review, 5*(7), 959-972.

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics, 5*(2), 147-175.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance, 39*(3), 575-592.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives, 15*(2), 81-102.

Ooi, J. (1999). The determinants of capital structure: evidence on UK property companies. *Journal of Property Investment & Finance, 17*(5), 464-480.

Remmers, L., Stonehill, A., Wright, R., & Beekhuisen, T. (1974). Industry and Size as Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally. *Financial Management, 3*(2), 24-32.

Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: comment. *Journal of Finance, 34*(1), 247-251.

Stulz, R. M., & Johnson, H. (1985). An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics, 14*(4), 501-521.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance, 43*(1), 1-19.

Vinasithamby, S. (2014). Determinants of Capital Structure - A Study of Listed Banks Finance & Insurance Companies in Colombo Stock Exchange in Sri Lanka. *International Journal of Economics, Commerce and Management, 2*(10), 1-18.