



วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี
ปีที่ 11 ฉบับที่ 1 (มกราคม-มิถุนายน 2563)

**ปัจจัยที่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัท
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง**
**Determinants of Debt Financing of SET Listed
Companies in the Construction Services Sector**

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร^{1*} และบดีนทร์ ธาตาทิจักรคุณ²
Wanrapee Banchuenvijit^{1*} and Badin Tadakitworakhun²

¹สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

¹Finance Department, University of the Thai Chamber of Commerce

²เจ้าหน้าที่ตรวจสอบภายใน บริษัท ช. การช่าง จำกัด (มหาชน)

²Internal Auditor, CH. Karnchang PLC.

*E-mail: wanrapee_ban@utcc.ac.th

Received: May 15, 2018

Revised: Dec 28, 2018

Accepted: Jan 30, 2019

บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง จำนวน 16 บริษัท ช่วงปี พ.ศ. 2554 ถึง ปี พ.ศ. 2559 พบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยสูงและความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมน้อย เนื่องจากบริษัทสามารถเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในที่ได้จากผลกำไรจากการดำเนินธุรกิจ ส่วนบริษัทที่มีมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นสูงและอัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมสูงจะมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมมาก เนื่องจากหุ้นของบริษัทเป็นที่ต้องการของนักลงทุน แสดงถึงความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่อกระแสเงินสดในอนาคตของ



บริษัทมีมาก นั่นคือ บริษัทมีความน่าเชื่อถือ อีกทั้ง บริษัทสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนที่มีอยู่มากเป็นหลักประกันในการกู้ยืม

คำสำคัญ: การจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและรับเหมาก่อสร้าง

Abstract

This research examined debt financing of 16 SET listed companies in the construction services sector from 2011 to 2016. It was found that the higher the companies' ability to pay interest and to make profits was the less the companies used debt financing because the companies could use internal funds from their profits. On the other hand, the higher the market value of companies' equity and the higher the companies' tangible assets were the more the companies used debt financing because the companies were expected to generate high potential cash flows by investors. Thus, the companies are trustworthy. Also, the companies can use their tangible assets as collaterals when borrowing loans.

Keywords: Debt financing, The Stock Exchange of Thailand (SET), Construction services sector

บทนำ

ปัจจุบันประเทศไทยอยู่ในช่วงของการพัฒนาทางด้านต่าง ๆ ทั้งการขยายตัวทางด้านเศรษฐกิจ ด้านสังคม และการศึกษา ซึ่งส่วนหนึ่งที่ช่วยให้ประเทศไทยมีการพัฒนาอย่างยั่งยืนนั้นคือการลงทุนจากภาครัฐบาล ในปัจจุบันการสร้างระบบสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานเพื่อรองรับการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจในอนาคต และขยายความเจริญออกไปจากศูนย์กลาง มีการเชื่อมโยงระบบเศรษฐกิจทั้งระหว่างจังหวัด ตลอดจนระดับภูมิภาค สิ่งต่าง ๆ เหล่านี้ล้วนเป็นปัจจัยพื้นฐาน



วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี
ปีที่ 11 ฉบับที่ 1 (มกราคม-มิถุนายน 2563)

ที่ช่วยทำให้ระบบเศรษฐกิจมีการพัฒนาและเพิ่มความมั่นคงให้กับประเทศไทย จากข้อมูลแผนการร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชน คลังสารสนเทศของสภานิติบัญญัติแห่งชาติปี 2559 ในการให้เอกชนเข้าร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556-2562 (Parliamentary Budget Office, 2016) งานด้านระบบขนส่งมวลชนภายในเมืองหลวง ระบบคมนาคมเชื่อมต่อภายในประเทศ ท่าอากาศยาน และระบบชลประทาน เป็นต้น กลุ่มธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้างเป็นส่วนหนึ่งในการพัฒนาประเทศตลอดมา หากแต่การดำเนินธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้างนั้นมีรูปแบบธุรกิจเฉพาะที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น เนื่องจากเป็นธุรกิจที่จะต้องใช้เงินทุนในการสำรวจโครงการ ศึกษาค้นคว้าการออกแบบ และการประเมินต้นทุนการก่อสร้าง ก่อนการเข้าร่วมประมูลโครงการ ซึ่งมีมูลค่าสูงและมีความเสี่ยงหากไม่ได้อำนาจ อีกทั้งลักษณะของธุรกิจจะต้องลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการก่อสร้าง การจัดเตรียมพื้นที่ก่อนการก่อสร้าง และดำเนินการก่อสร้างตามแผนงานล่วงหน้า ถึงทำการเรียกเก็บค่างานบริการก่อสร้างตามสัดส่วนความสำเร็จของงาน การบริหารจัดการเงินทุน ทั้งการกู้ยืมระยะสั้นและระยะยาวหรือการระดมเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ให้เพียงพอเหมาะสมกับช่วงระยะเวลาก่อสร้างเพื่อรักษาสภาพคล่องของธุรกิจ ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีอยู่นั้นจะเป็นตัวกำหนดความอยู่รอดของธุรกิจ ความจำเป็นในการบริหารระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ให้เหมาะสมกับการจัดหาแหล่งเงินทุนขนาดใหญ่เพื่อรองรับโครงการก่อสร้างอย่างเพียงพอที่จะนำมาใช้ในโครงการก่อสร้าง เพื่อให้เกิดต้นทุนการกู้ยืมอยู่ในระดับที่เหมาะสมอันเป็นประโยชน์ต่อธุรกิจ

การศึกษาในอดีตที่ผ่านมา มีผู้ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนต่อธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง โดยผลการศึกษาระบุว่า ขนาดของธุรกิจ โอกาสในการเติบโตและขนาดของกิจการ สินทรัพย์ถาวร และดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลต่อการเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกัน ในส่วนของ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และความสามารถในการทำกำไร มีผลต่อการเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้าม งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่ม



อุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะทำให้ทราบถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อธุรกิจเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง เพื่อบริษัทจะได้ใช้เป็นแนวทางในการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยประเมินจากระดับหนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาว และหนี้สินรวม

ทบทวนวรรณกรรม

1. ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (The Modigliani – Miller Theory M&M) อธิบายว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทนั้นจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท (Modigliani and Miller, 1958) บริษัทที่มีการจัดหาเงินทุนจากกู้ยืมเงินมากหรือน้อยเพียงใดจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท ภายใต้สมมติฐานว่าโลกนี้ไม่มีภาษี จึงไม่เกิดประโยชน์จากภาษีที่ประหยัดได้ (Tax benefits) ไม่มีต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy costs) และทุกคนในตลาดมีความเท่าเทียมกันในการรับรู้ข่าวสาร (Symmetric information) แต่เมื่อมีการคำนึงถึงภาษี มูลค่าของบริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจะมีมากกว่าบริษัทที่ไม่มีการกู้ยืมเงิน เพราะดอกเบี้ยจ่ายจากเงินกู้ยืมทำให้ภาษีที่ต้องเสียลดลง (Tax deductible) (Modigliani and Miller, 1963)

2. ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (The Trade-off Theory) เป็นทฤษฎีที่ได้รับการพัฒนาแนวความคิดโครงสร้างเงินทุนอย่างต่อเนื่อง แนวคิดหลักเป็นการกล่าวถึงโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสม ซึ่งจะอยู่ในจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืมกับต้นทุนเงินทุนที่เกิดจากการกู้ยืม เป็นการเปรียบเทียบได้ผลเสียซึ่งต่อมาได้มีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าบริษัทพบว่า

2.1 โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal capital structure) ตามทฤษฎีนั้นตั้งอยู่บนจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์จากการกู้ยืมเงินและต้นทุนการกู้ยืมเงิน (Myers and Majluf, 1984) ซึ่งในความเป็นจริง การที่จะกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นไปได้ยาก เนื่องจากปัญหาทางด้านความแตกต่างในประเภทอุตสาหกรรม หรือแม้กระทั่งในธุรกิจประเภทเดียวกันก็อาจมี



ความแตกต่างกันได้ ดังนั้นผู้บริหารต้องเข้าใจรูปแบบธุรกิจและลักษณะเฉพาะของบริษัทก่อนจึงสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมได้ (Khunthong, 2016)

2.2 ประโยชน์ที่ได้รับจากการกู้ยืม คือ ประโยชน์จากภาษีที่ประหยัดได้ (Tax benefits) เพราะดอกเบี้ยจ่ายจากเงินกู้ยืม ถือเป็นรายการค่าใช้จ่ายทางบัญชี ทำให้กำไรก่อนภาษีลดลง จึงส่งผลต่อภาษีจ่ายที่ลดลงเช่นกัน (Chamlongrath, 2011; Banchuenvijit, 2014) ฉะนั้น ถ้าอัตราภาษีสูงการกู้ยืมเงินที่เพิ่มมากขึ้น ย่อมส่งผลให้ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับสูงขึ้นตามไปด้วย

2.3 การจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม จะทำให้ผู้บริหารมีวินัยและมีความเอาใจใส่ในการบริหารจัดการเพิ่มขึ้น (Debt adds discipline to management) กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีการกู้ยืม บริษัทมีภาระที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นตามกำหนดเวลาที่ระบุไว้ในสัญญา ถ้าบริษัทไม่ปฏิบัติตาม เจ้าหน้าที่สามารถฟ้องร้องได้ ดังนั้น ผู้บริหารจะต้องเพิ่มความมีวินัยและความใส่ใจในการบริหารงาน เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทจะมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะชำระคืนภาระผูกพันจากการกู้ยืมดังกล่าวได้ (Ross et al., 2016)

2.4 ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy costs) หากมีการกู้ยืมเงินที่มากขึ้น มีโอกาสที่จะเกิดต้นทุนล้มละลาย (Probability of bankruptcy) จากภาระผูกพันทางหนี้สินที่มากขึ้น หากบริษัทไม่ควบคุมปริมาณหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม บริษัทอาจไม่มีกระแสเงินสดที่เพียงพอที่จะจ่ายชำระหนี้สินและค่าใช้จ่ายการเงินได้ทันตามกำหนด จะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะล้มละลาย (Chamlongrath, 2011; Neangjumnong and Javakorn, 2013; Banchuenvijit, 2014; Khunthong, 2016) สิ่งที่บริษัทจะต้องรับผิดชอบจากการล้มละลาย ประกอบไปด้วย ต้นทุนทางตรง เช่น ค่าใช้จ่ายทางด้านกฎหมาย ค่าจ้างที่ปรึกษา ค่าใช้จ่ายในการชำระบัญชี ค่าจัดการประมูล ค่าธรรมเนียมธนาคาร และต้นทุนทางอ้อม เช่น ต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการที่บุคคลภายนอกเกิดความไม่มั่นใจจากปัญหาภายใน เป็นต้น (Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016)

2.5 ผู้ให้กู้ยืมเงินอาจมีการกำหนดข้อบังคับแก่บริษัทผู้กู้ในการปฏิบัติตามเงื่อนไขหากมีการกู้ยืมเงินมากขึ้นหรือมีความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น เช่น การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ การถูกบังคับในการออกเงื่อนไขการกู้ที่เข้มงวด



การถูกบังคับให้จ่ายเงินสด ทรัพย์สิน หรือหลักทรัพย์ต่าง ๆ มาใช้ค้ำประกัน (Chamlongrath, 2011; Neangjumnong and Javakom, 2013; Banchuenjvit, 2014) การมีตัวแทนทางผู้ให้เข้ามาร่วมบริหารงาน ตลอดจนการปรับเปลี่ยนนโยบายบริษัท หากเจ้าหน้าที่เห็นว่าผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นพยายามที่จะเปลี่ยนถ่ายความมั่งคั่งของเจ้าหน้าที่ไปเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น เจ้าหน้าที่อาจตอบโต้ด้วยการยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบบางสิ่ง (Khunthong, 2016) อาทิเช่น การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล การกำหนดข้อห้ามในการอนุมัติการจ่ายเงิน สิ่งเหล่านี้ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทน (Agency costs) สูงขึ้นตามไปด้วย

2.6 การสูญเสียความยืดหยุ่นในการจัดหาเงินทุนในอนาคต (Loss of future financial flexibility) กล่าวคือ ถ้าขณะนี้บริษัทมีการกู้ยืมเงินอยู่ในระดับที่สูง การกู้ยืมเงินในอนาคตอาจไม่สามารถทำได้ ซึ่งจะทำให้เสียโอกาสในการลงทุนโครงการใหม่ (Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016) ฉะนั้นหากบริษัทคาดการณ์ว่าจะต้องใช้เงินทุนในอนาคต บริษัทควรลดการก่อหนี้ในปัจจุบัน (Ross et al., 2016)

2.7 ผู้บริหารมีข้อมูลที่สำคัญภายในบริษัทมากกว่านักลงทุน (Asymmetric Information) ซึ่งอาจใช้ประโยชน์จากข้อมูลที่มีในการกู้ยืมเงินเพื่อป้องกันไม่ให้นักลงทุนเข้ามาเพื่อแบ่งผลประโยชน์ที่จะได้รับจากโครงการในอนาคต ในทางกลับกันผู้บริหารดำเนินการออกหุ้นเพิ่มทุน เพื่อกระจายผลขาดทุนจากโครงการที่คาดว่าจะในอนาคตอาจประสบปัญหา ซึ่งการเพิ่มทุนในลักษณะเช่นนี้จะเป็นการส่งสัญญาณในทางลบแก่นักลงทุน

3. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

เป็นความเห็นแย้งที่ว่า โครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมนั้นไม่มีอยู่จริง อ้างถึงทฤษฎี Trade-off Theory (Myers and Majiuf, 1984) เพราะการเข้าถึงข้อมูลที่มีความไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหาร และนักลงทุนทำให้เกิดความเลื่อมล้ำกันในการนำประโยชน์จากข้อมูลที่มี ใช้คาดการณ์อนาคตเพื่อประกอบการตัดสินใจ (Thongpoompreksa, 2009) ผู้บริหารจึงต้องหลีกเลี่ยงปัญหาไม่ให้เกิดผลกระทบต่อราคาหุ้น (Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016) โดยมีลำดับการจัดหาเงินทุนจากภายใน (Internal financing) ก่อน ได้แก่ กระแส



เงินสดในส่วนของกำไรสะสม (Retained earnings) ตามด้วยการจัดหาเงินจากภายนอก (External financing) ได้แก่ การกู้ยืมและ การออกหุ้นทุนใหม่ ซึ่งเป็นทางเลือกสุดท้ายในการจัดหาเงินลงทุน (Chamlongrath, 201; Banchuenvijit, 2014; Khunthong, 2016) อีกทั้งเป็นการหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณทางลบต่อบุคคลภายนอกโดยแสดงให้เห็นถึงสถานะของบริษัทในทางที่ไม่ดี และลดผลกระทบที่มีต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Chamlongrath (2011) ศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 60 บริษัท ระหว่างปี 2548-2552 จากการศึกษาพบว่าโอกาสในการเติบโตและขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม

Sakayachiwakit and Jantarakolika (2016) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดอาเซียน และพบว่าทฤษฎี Trade-Off และ ทฤษฎี Pecking Order สามารถอธิบายพฤติกรรมโครงสร้างเงินทุนได้ดี โดยเฉพาะสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย และปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่องทางการเงิน ส่งผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สินระยะสั้น และสัดส่วนหนี้สินระยะยาวในทุกประเทศ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางที่แตกต่างกัน อีกทั้งปัจจัยความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในสัดส่วนหนี้สินทุกประเภทและทุกประเทศ และประเทศที่มีความเร็วในการปรับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นไปสู่เป้าหมายเร็วที่สุดคือ ประเทศฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย มาเลเซีย ไทย และสิงคโปร์ ตามลำดับ และ ประเทศที่มีความเร็วในการปรับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวไปสู่เป้าหมายเร็วที่สุดคือ ประเทศสิงคโปร์ อินโดนีเซีย ฟิลิปปินส์ ไทย และมาเลเซีย ตามลำดับ

Chuensombat and Banchuenvijit (2013) ปัจจัยที่มีผลอย่างมีนัยสำคัญดัชนีราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างระหว่างปี 2551-2555



คือ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งผลให้ราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีผลในทิศทางเดียวกัน

Neangjumnong and Javakorn (2013) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อดัชนี
ราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างระหว่างปี 2551-2555 จาก
การศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไร จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม
ขนาดของกิจการ และสินทรัพย์ถาวร จะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

Sripanakul (2013) ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ใน
ในกลุ่มดัชนี SET50 จากการศึกษาพบว่า อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราผลตอบแทนจาก
สินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม และ ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ใน
ทิศทางเดียวกัน

Banchuenvijit (2014) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 6 กลุ่มอุตสาหกรรม
พ.ศ. 2547-2551 จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่และความสามารถ
ในการทำกำไรที่สูงนั้นจะมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมที่น้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก
ที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำ อีกทั้ง บริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีสินทรัพย์ที่มี
ตัวตนต่อสินทรัพย์ที่มาก สามารถนำไปเสนอเพื่อพิจารณาในการกู้ยืมเงินได้
มากกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์ที่น้อยกว่า

Khunthong (2016) ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล และ
พบว่า อัตราการเจริญเติบโต สภาพคล่อง มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้าม แต่ขนาด
ของบริษัท มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกัน และกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำ
กำไรต่ำ บริษัทที่มีผลประกอบการต่ำ จะมีกำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนของ
บริษัทต่ำไปด้วย อีกทั้ง ข้อมูลที่เผยแพร่มีไม่มากเพียงพอต่อการจัดหาเงินทุน
จากการออกหุ้นทุน อาจทำให้ได้ราคาที่ไม่ดีส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นเดิม บริษัท
จึงจัดหาเงินกู้ยืมมาก โดยเฉพาะเงินกู้ยืมระยะสั้น ทั้งนี้ ขนาดของธุรกิจก็มีผลต่อ
การจัดหาเงินทุน กล่าวคือ บริษัทขนาดใหญ่จะได้รับการพิจารณาอนุมัติกู้ยืมเงินได้
ง่ายกว่าบริษัทขนาดเล็ก



วิธีการวิจัย

งานวิจัยเรื่อง ปัจจัยที่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยประกอบไปด้วย ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio: TD) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-Term debt to total assets Ratio: STD) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-Term Debt to Total Assets Ratio: LTD) เนื่องจากเป็นการศึกษาโดยแบ่งตามระยะเวลาการกู้ยืม จึงแบ่งเป็น หนี้ระยะสั้น หนี้ระยะยาว และหนี้สินรวม ส่วนตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Minimum Long Rate: MLR) เพื่อประเมินถึงภาระต้นทุนทางการเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงหากดอกเบี้ยเงินกู้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทางใดทางหนึ่ง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CUR) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio: QUR) เพื่อประเมินถึงสภาพคล่องทางธุรกิจ มีผลต่อระดับการกู้ยืมและการเข้าถึงแหล่งเงินทุน อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (Tangible Assets Ratio: TANG) เพื่อประเมินถึงระดับการมีทรัพย์สินที่มีตัวตนมีผลต่อการตัดสินใจการกู้ยืม ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio: INCR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) อัตราผลตอบแทนของกิจการ (Return on Invested Capital: ROIC) เพื่อประเมินถึงความสามารถในการทำกำไรมีผลต่อการตัดสินใจในการกู้ยืมเงินทุนและเลือกแหล่งเงินทุนจากภายในหรือภายนอก และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) เพื่อประเมินถึงขนาดของกิจการที่สะท้อนผ่านมูลค่าตลาดและการกระจายความเสี่ยงไปยังส่วนของผู้ถือหุ้น และการเปิดเผยข้อมูลแก่บุคคลภายนอกมากขึ้นส่งผลต่อการตัดสินใจในการกู้ยืม

งานวิจัยนี้มีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ที่เกินช่วงระยะเวลาที่ทำการเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี และไม่ติดเงื่อนไขทางการเงิน



รวม 16 บริษัท จากทั้งหมด 20 บริษัท ณ วันที่ 5 พฤศจิกายน 2559 ประกอบด้วย บริษัท ช. การช่าง จำกัด (มหาชน) บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน) บริษัท อีเอ็มซี จำกัด (มหาชน) บริษัท อิตาลีเยนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน) บริษัท เนวาร์ตน์พัฒนาการ จำกัด (มหาชน) บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน) บริษัท พรินซ์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีพีโก้ จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัท เอสทีพี แอนด์ โอ จำกัด (มหาชน) บริษัท ชินเท็ค คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัท ไทยโพลีคอนส์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ทิอาร์ซี คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัท ทีทีซีแอล จำกัด (มหาชน) และบริษัท ยูนิค เอ็นจิเนียริง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทที่มีข้อมูลตลอดช่วงเวลาที่ทำกรวิจัย ตั้งแต่ ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2554 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2559 อีกทั้งงานวิจัยนี้ใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Linear Regression) ด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุด ในการทดสอบอิทธิพลของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม โดยมีแบบจำลองในการศึกษา ดังนี้

แบบจำลองที่ 1: ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD)

$$TD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(MLR)_{i,t} + \beta_2(CUR)_{i,t} + \beta_3(QUR)_{i,t} + \beta_4(TANG)_{i,t} + \beta_5(INCR)_{i,t} + \beta_6(ROA)_{i,t} + \beta_7(ROE)_{i,t} + \beta_8(ROIC)_{i,t} + \beta_9(SIZE)_{i,t} + e_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2: ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD)

$$STD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(MLR)_{i,t} + \beta_2(CUR)_{i,t} + \beta_3(QUR)_{i,t} + \beta_4(TANG)_{i,t} + \beta_5(INCR)_{i,t} + \beta_6(ROA)_{i,t} + \beta_7(ROE)_{i,t} + \beta_8(ROIC)_{i,t} + \beta_9(SIZE)_{i,t} + e_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 3: ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD)

$$LTD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(MLR)_{i,t} + \beta_2(CUR)_{i,t} + \beta_3(QUR)_{i,t} + \beta_4(TANG)_{i,t} + \beta_5(INCR)_{i,t} + \beta_6(ROA)_{i,t} + \beta_7(ROE)_{i,t} + \beta_8(ROIC)_{i,t} + \beta_9(SIZE)_{i,t} + e_{i,t}$$

โดย i คือ บริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง

บริษัทที่ 1, 2, 3, ..., 16

t คือ ไตรมาสที่ 1, 2, 3, ..., 23 (ตั้งแต่ ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2554 ถึง

ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2559 รวมทั้งสิ้น 23 ไตรมาส)



ผลการวิจัย

Table 1 Descriptive statistics of the variables

Variable	Mean	Median	Max	Min	S.D.
MLR	7.3463	7.4070	7.5380	6.6580	0.1791
CUR	1.4826	1.2895	9.4419	0.6205	0.8385
QUR	1.2816	1.1074	8.7887	0.5617	0.7844
INCR	311.1413	5.8707	39,956.2870	- 81.8195	2,719.9398
TANG	0.1920	0.1997	0.4860	0.0115	0.1013
ROA	0.0235	0.0170	0.2037	- 0.7963	0.0708
ROE	- 0.0034	0.0516	0.4579	- 11.5103	0.7805
ROIC	0.0487	0.0427	0.3030	- 2.7202	0.1924
SIZE	0.8854	0.3208	4.9970	0.0066	1.1802
TD	0.1920	0.1362	0.6596	0.0000	0.1770
STD	0.1022	0.0670	0.3775	0.0000	0.0988
LTD	0.0898	0.0419	0.4646	0.0000	0.1089

จากการทดสอบข้อมูลเบื้องต้นด้วยสถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรตามพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (TD) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1920 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 0.1362 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.6596 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.00 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.1770 เท่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1022 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 0.0670 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.3775 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.00 เท่า และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.0988 เท่า และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.0898 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 0.0419 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.4646 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.00 เท่า ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.1089 เท่า



วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยอุบลราชธานี
ปีที่ 11 ฉบับที่ 1 (มกราคม-มิถุนายน 2563)

สำหรับตัวแปรอิสระ พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยธนาคารพาณิชย์ (MLR) ที่คำนวณอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยรายไตรมาสจากธนาคารพาณิชย์ 4 แห่ง ประกอบด้วย ธนาคารไทยพาณิชย์ ธนาคารกรุงไทย ธนาคารกรุงเทพ และธนาคารกสิกรไทย มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 7.3463% ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 7.4070% ค่าสูงสุด เท่ากับ 7.5380% ค่าต่ำสุด เท่ากับ 6.6580% และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.1791% อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.4826 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 1.2895 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 9.4419 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.6205 เท่า และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.8385 เท่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (QUR) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.2816 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 1.1074 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 8.7887 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.5617 เท่า และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.7844 เท่า อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.1920 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 0.1997 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.4860 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0115 เท่า และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 0.1013 เท่า ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (INCR) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 311.1413 เท่า ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 5.8707 เท่า ค่าสูงสุด เท่ากับ 39,956.2870 เท่า ค่าต่ำสุด เท่ากับ -81.8195 เท่า และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 2,719.9398 เท่า

นอกจากนี้ ยังพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 2.35% ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 1.70% ค่าสูงสุด เท่ากับ 20.37% ค่าต่ำสุด เท่ากับ -79.63% และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 7.08% อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ -0.34% ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 5.16% ค่าสูงสุด เท่ากับ 45.79% ค่าต่ำสุด เท่ากับ -1,151.03% และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 78.05% อัตราผลตอบแทนของกิจการ (ROIC) มีค่าเฉลี่ย 4.87% ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 4.27% ค่าสูงสุด เท่ากับ 30.30% ค่าต่ำสุด เท่ากับ -272.02% และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 19.24% และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) มีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.8854 หมื่นล้านบาท ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 0.3208 หมื่นล้านบาท ค่าสูงสุด เท่ากับ 4.9970 หมื่นล้านบาท ค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.0066 หมื่นล้านบาท และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน อยู่ที่ 1.1802 หมื่นล้านบาท



เมื่อทำการทดสอบปัญหาความไม่คงที่ของค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนในแบบจำลอง (Heteroscedasticity) ผลการทดสอบพบว่า ค่า F-statistic อยู่ที่ 8.2939 และ Prob.F = 0.0000 ซึ่งน้อยกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นถึงการเกิดปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ และจากการทดสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างค่าความคลาดเคลื่อนในแบบจำลอง (Autocorrelation) ผลการทดสอบพบว่า ค่า F-statistic อยู่ที่ 22.8912 และ Prob.F = 0.0000 ซึ่งน้อยกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นถึงการเกิดปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันเองสูง จึงทำการแก้ปัญหาทั้งสองด้วย Newey-West ซึ่งผลการศึกษายหลังแก้ปัญหาแล้วแสดงในตารางที่ 2

Table 2 Determinants of debt financing of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the construction services sector

Variable	TD	STD	LTD
	Coefficient (Prob.)		
MLR	-0.0317 (0.4065)	-0.0162 (0.3548)	-0.0156 (0.5518)
CUR	0.0199 (0.6260)	-0.0359 (0.0357)**	0.0558 (0.0816)
QUR	-0.0559 (0.1946)	0.0098 (0.6243)	-0.0657 (0.0501)
TANG	0.1574 (0.0105)**	0.0906 (0.0416)**	0.0668 (0.0892)
INCR	-0.0000060 (0.0000)***	-0.0000035 (0.0000)***	-0.0000025 (0.0002)***
ROA	-1.8827 (0.0000)***	-0.9849 (0.0000)***	-0.8978 (0.0000)***
ROE	0.0397 (0.1845)	0.0143 (0.4169)	0.0254 (0.0472)**
ROIC	0.03605 (0.0443)**	0.1881 (0.0758)	0.1724 (0.0364)**
SIZE	0.0488 (0.0000)***	0.0094 (0.0210)**	0.0393 (0.0000)***
F-Statistic	16.1275 (0.000)	12.7996 (0.0000)	14.3682 (0.0000)
Adjusted R-Squared	0.2706	0.2244	0.2469

(**) นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ (***) นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01



จากตารางที่ 2 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD) มีค่า F-Statistic 16.1275 และ Prob. F-Statistic = 0.0000 แสดงถึง การปฏิเสธสมมติฐาน H_0 : ตัวแปรอิสระใด ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และยอมรับสมมติฐาน H_1 : ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 5 ตัวแปร ประกอบด้วย ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (INCR) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนอัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) อัตราผลตอบแทนของกิจการ (ROIC) และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ 27.06% ส่วนที่เหลืออีก 72.94% เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) พบค่า F-Statistic 12.7996 และ Prob. F-Statistic = 0.0000 แสดงถึง การปฏิเสธสมมติฐาน H_0 : ตัวแปรอิสระใด ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และยอมรับสมมติฐาน H_1 : ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 5 ตัวแปร ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (INCR) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ 22.44% ส่วนที่เหลืออีก 77.56% เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) พบค่า F-Statistic 14.3682 และ Prob. F-Statistic = 0.0000 แสดงถึง การปฏิเสธสมมติฐาน H_0 : ตัวแปรอิสระใด ๆ ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และยอมรับสมมติฐาน H_1 : ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัว มีความสัมพันธ์กับ



อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีตัวแปรอิสระที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 5 ตัวแปร ประกอบด้วยความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (INCR) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของกิจการ (ROIC) และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน โดยตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้ 24.69% ส่วนที่เหลืออีก 75.31% เกิดจากปัจจัยอื่น ๆ

จากการศึกษา พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (INCR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของกิจการ (ROIC) และมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมเฉลี่ยธนาคารพาณิชย์ (MLR) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (QUR) ไม่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถอธิบายผลได้ดังนี้

ปัจจัยที่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CUR) มีผลในทิศทางตรงกันข้ามต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวว่า บริษัทควรเลือกใช้เงินทุนจากภายในก่อน เพราะมีต้นทุนในการจัดหาเงินที่ต่ำที่สุด เมื่อเทียบกับต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากภายนอก (Myers and Majiuf, 1984) อีกทั้งบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์ให้เป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็วเพียงพอต่อความต้องการใช้เงินทุนในระยะสั้น จึงไม่มีความจำเป็นในการก่อหนี้สิน



เพิ่มเติม ซึ่งผลของการศึกษายังสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Sripanakul, 2013; Gitman and Zutter, 2015; Khunthong, 2016; Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016)

อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (TANG) มีผลในทิศทางเดียวกันต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากบริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนหรือสินทรัพย์ถาวรอยู่ในระดับที่สูงนั้น สามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินทุนได้ ซึ่งจะทำให้เจ้าหนี้หรือผู้ให้กู้สามารถลดความเสี่ยงจากการที่ผู้กู้ผิดนัดชำระหนี้จากภาวะการณ์ต่าง ๆ ที่ส่งผลทำให้เกิดปัญหาการชำระหนี้ โดยสามารถยึดเอาสินทรัพย์ที่มีตัวตนหรือสินทรัพย์ถาวรที่เป็นหลักประกันการกู้ยืมได้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) (Jensen and Meckling, 1976) สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Chamlongrath, 2011; Neangjumnong and Javakorn, 2013; Khunthong, 2016)

ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (INCR) มีผลในทิศทางตรงกันข้ามต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) (Jensen and Meckling, 1976) และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) (Myers and Majluf, 1984) กล่าวคือ บริษัทที่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่สูง ระดับการก่อหนี้สินของบริษัทจะอยู่ในระดับที่ต่ำ เนื่องจากสามารถใช้เงินทุนจากภายในเป็นตัวขับเคลื่อนธุรกิจได้โดยไม่ต้องกู้ยืมเงินทุนจากภายนอกเพื่อลงทุน แต่เมื่อพิจารณาบริษัทที่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ต่ำ หรือ บริษัทที่มีผลประกอบการขาดทุน ทำให้บริษัทไม่มีแหล่งเงินทุนจากภายในเพียงพอ จึงต้องจัดหาเงินทุนจากภายนอกด้วยการกู้ยืมที่สูง โดยที่ความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยกับการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Khunthong, 2016)



อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีผลในทิศทางตรงกันข้ามต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) (Myers and Majluf, 1984) เนื่องจาก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ที่สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ดี จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนลดการพึ่งพาเงินทุนจากการกู้ยืมภายนอก เพื่อเป็นการลดต้นทุนทางการเงินและลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ส่งผลทำให้การจัดหาเงินทุนจากหนี้สินลดลง และยังเป็นการลดปัญหาการเข้าถึงข้อมูลที่มีความไม่เท่าเทียม (Asymmetric Information) จากการใช้ข้อมูลภายใน และหลีกเลี่ยงปัญหาการส่งสัญญาณต่อนักลงทุนที่เป็นการแสดงถึงสถานะของบริษัทในทางที่ไม่ดี ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ (Chamlongrath, 2011; Neangjumnong and Javakorn, 2013; Sripanakul, 2013; Banchuenvijit, 2014; Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016)

อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีผลในทิศทางเดียวกันต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากการกู้ยืมหนี้สินระยะยาวของบริษัท เป็นไปเพื่อรองรับการลงทุนในโครงการก่อสร้างในระยะยาวซึ่งมีการระดมเงินทุนจากการกู้ยืมระยะยาวจากธนาคารพาณิชย์ การออกตราสารหนี้ระยะยาวและนำเงินที่ได้ล่วงหน้าเก็บไว้ และทยอยใช้เงินตามวัตถุประสงค์ของการกู้ยืมเงินทุนตามระยะเวลาที่กำหนด อีกทั้ง การขยายตัวของบริษัทมีทิศทางไปยังการลงทุนไปในธุรกิจอื่น ๆ นอกเหนือจากงานก่อสร้างที่เป็นรายได้หลัก เพื่อกระจายความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจในอนาคต รวมถึงความไม่แน่นอนจากนโยบายรัฐบาลที่ส่งผลต่อปริมาณงานก่อสร้างในอนาคต ดังนั้นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่ดี จะมีการระดมเงินทุนระยะยาวจากการกู้ยืมที่มีต้นทุนต่ำในระดับที่สูง เพื่อเป็นการรองรับการขยายตัวของบริษัทไปสู่ธุรกิจอื่น ๆ เพื่อจะเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทและสร้าง



ความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น จึงทำให้การศึกษาครั้งนี้พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นกับการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016)

อัตราผลตอบแทนของกิจการ (ROIC) มีผลในทิศทางเดียวกันต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม โดยปกติบริษัทที่สามารถสร้างผลตอบแทนได้มากนั้น จะมีระดับหนี้สินจากการกู้ยืมเงินต่ำ เนื่องจากบริษัทสามารถเลือกใช้กระแสเงินสดจากภายในที่ได้จากการดำเนินงานที่มีต้นทุนต่ำ ลดการพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก แต่ปัจจุบันความเสี่ยงในการลงทุนมีเพิ่มมากขึ้น การประกอบธุรกิจนั้นต้องมีการประเมินความเสี่ยงหรือการแสวงหาโอกาสในสิ่งที่มีความกว่า การเลือกลงทุนในโครงการก่อสร้างเพิ่มหรือขยายธุรกิจออกไปยังธุรกิจประเภทอื่น ๆ ที่สร้างผลตอบแทนที่ดีกว่า และเป็นการกระจายความเสี่ยงจากธุรกิจเดิม ยังคงต้องอาศัยเงินกู้ยืมจากภายนอกเพื่อขยายธุรกิจออกไป บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไร มีขนาดธุรกิจที่ใหญ่ และมีสภาพคล่องที่ดีเพียงพอ นั้น สามารถที่จะกู้ยืมเงินได้เพิ่มมากขึ้น เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทมากยิ่งขึ้น ซึ่งสอดคล้องในทางทฤษฎีการกู้ยืมเงินช่วยเพิ่มความสนใจในการบริหารจัดการของผู้บริหาร (Debt adds discipline to management) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารเข้ามามีบทบาทในการควบคุมการบริหารจัดการ ควบคุมต้นทุน ประเมินความเสี่ยงและพิจารณาโครงการที่เข้าไปลงทุนถึงผลตอบแทนที่คุ้มค่ามากกว่าต้นทุนเงินทุนที่ทำการกู้ยืมมาเพื่อให้เป็นไปตามเป้าหมาย (Ross et al., 2016) ทั้งยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Sakayachiwakit and Jantarakolika, 2016)

มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (SIZE) มีผลในทิศทางเดียวกันต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง ในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) (Jensen and Meckling, 1976) กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดกิจการที่ใหญ่ ด้วยขนาดของสินทรัพย์ที่มีมาก และการเปิดเผย



ข้อมูลทำให้การเข้าถึงข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการกู้ยืมของผู้ให้กู้มีความชัดเจน
วงเงินการกู้ยืมเงินอยู่ในระดับสูงทำให้ต้นทุนการกู้ยืมถูกกว่า และได้รับ
ผลประโยชน์ทางด้านภาษีจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสามารถนำมาหักลดการคำนวณ
ภาษีนิติบุคคลได้ ประกอบกับความเสี่ยงทางด้านต้นทุนการล้มละลายที่บริษัท
ขนาดใหญ่สามารถควบคุมระดับหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมหลีกเลี่ยงโอกาส
ในการผิดนัดชำระหนี้ ทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีการปรับตัวได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก
ซึ่งผลการศึกษาครั้งนี้ ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Neangjumnong and
Javakorn, 2013; Sripanakul, 2013; Banchuenvijit, 2014; Khunthong, 2016)

ปัจจัยที่ไม่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถั่วเฉลี่ยธนาคารพาณิชย์ (MLR) ไม่มีผลต่อการ
จัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมของบริษัทกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง แม้ว่า อัตรา
ดอกเบี้ยเงินกู้ยืม เป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อผลการ
ดำเนินงาน โดยการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมนี้ จะส่งผลให้ต้นทุน
ดอกเบี้ยจ่ายเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน แต่ในปัจจุบันทางเลือกในการระดม
เงินทุนนั้นมีหลากหลายมากขึ้น อาทิเช่น การออกตราสารหนี้ระยะสั้นและระยะ
ยาวผ่านทางตลาดตราสารหนี้ หรือ การระดมเงินทุนผ่านการออกตราสารทุน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ จากลักษณะเฉพาะของธุรกิจ
บริการรับเหมาก่อสร้างที่มีมูลค่าการลงทุนในโครงการต่าง ๆ อยู่ในระดับที่สูงและ
ใช้ระยะเวลาการก่อสร้างที่นาน แหล่งเงินทุนที่มากเพียงพอต่อการรองรับในการให้
กู้ยืมนั้นส่วนมากเป็นกลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ ความจำเป็นในการพึ่งพา
เงินทุนเพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท เพื่อให้เพียงพอต่อความต้องการในช่วง
ระยะเวลาก่อสร้าง จึงยากที่จะหลีกเลี่ยงไม่ว่าช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยจะสูง
หรือต่ำ จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ถั่วเฉลี่ยธนาคารพาณิชย์ไม่มีผลต่อการจัดหา
เงินทุนจากการกู้ยืม

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (QUR) ไม่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจาก
การกู้ยืมของบริษัทกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง เนื่องจากบริษัทจะมีการกำหนด
แผนการจัดหาเงินทุนล่วงหน้าตลอดระยะเวลาโครงการในการบริหารจัดการเงินทุน



หมุนเวียนระยะสั้น และเงินทุนระยะยาว โดยมีธนาคารให้การสนับสนุนและร่วมกำหนดแผนการจัดหาเงินทุน เพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัทให้เป็นไปตามแผนงาน อีกทั้ง เมื่อมองในภาพรวมการกำหนดระดับเงินทุนในธุรกิจก่อสร้างนั้น การรักษาระดับเงินทุนหมุนเวียนระยะสั้นเป็นเพียงส่วนหนึ่งในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งหมด ซึ่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนอาจมีไม่มาก ทำให้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็วไม่มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม

สรุปผลและข้อเสนอแนะ

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพจะช่วยลดปัญหาการจัดหาเงินทุนระยะสั้นให้เพียงพอต่อความต้องการเงินทุน และความสามารถในการทำกำไรที่จะช่วยให้บริษัทลดระดับการก่อหนี้สินและลดต้นทุนทางการเงิน แต่ในปัจจุบันบริษัทควรมีการวางแผนกระจายการลงทุนออกไปยังธุรกิจต่าง ๆ เพื่อลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในอนาคต จึงทำให้ความต้องการเงินทุนยังคงเพิ่มสูงขึ้น ตลอดจนบริษัทควรบริหารจัดการระดับสินทรัพย์ที่มีตัวตนและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมกับความต้องการเงินทุนในอนาคต เพราะสามารถใช้เป็นหลักประกันการกู้ยืม ลดความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ และสร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ให้กู้ในการระดมเงินทุน ทำให้บริษัทมีความยืดหยุ่นในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำ และยังเป็นการบริหารจัดการสินทรัพย์ที่มีตัวตนให้เกิดการใช้ประโยชน์ให้มากที่สุดเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้และการขาดประโยชน์จากการใช้งานสินทรัพย์เหล่านั้น อีกทั้ง บริษัทควรบริหารความเสี่ยงและประเมินระดับการก่อหนี้สินให้เหมาะสมกับลักษณะธุรกิจ เพื่อป้องกันความเสี่ยง และวางแผนบริหารจัดการเงินทุน ให้เกิดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัทสูงสุด

งานวิจัยครั้งนี้ได้ศึกษาเพียงบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการรับเหมาก่อสร้าง โดยยังไม่ได้พิจารณาถึงปัจจัยอื่นให้ครอบคลุมถึงลักษณะเฉพาะของธุรกิจ เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างในกลุ่มธุรกิจที่จะมีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน อันได้แก่ ขนาดของธุรกิจ



การแยกกลุ่มบริษัทก่อสร้างตามความถนัดในสายงานก่อสร้าง ตลอดจนการนำบริษัทรับเหมาก่อสร้างที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเข้ามาในการศึกษา

References

- Banchuenvijit, W. 2014. Determinants of Capital Structure of Listed Companies in Thailand. **Journal of Business Economics and Communications**, 9(2): 18-26.
- Chamlongrath, W. 2011. Capital Structure Model in Thai Property Business. **MIS Journal of Naresuan University**, 6(2): 56-70. (in Thai)
- Chuensombat, S. and Banchuenvijit, W. 2013. Factors Affecting the Stock Price of Property and Construction Groups (PROPCON). **Journal of Finance, Investment, Marketing and Business Management**, 1(2): 148-162. (in Thai)
- Gitman, L. J. and Zutter, C. J. 2015. **Principles of Managerial Finance**. Pearson Education.
- Jensen, M. C. And Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4): 305-360.
- Khunthong, U. 2016. Determinants of the Capital Structure of Listed Companies in the Market for Alternative Investment (MAI) of the Groups of Non-Dividend and Low-Profitability Companies. **SSRU Graduate Studies Journal**, 9(1): 311-317. (in Thai)
- Modigliani, F. and 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. And Miller, M. H. 1963. Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, 53(3): 433-443.
- Myers, S. C. and Majiuf, N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. Working paper No. 1396. Cambridge: **National Bureau of Economic Research**.
- Neangjumnong, S. and Javakorn, J. 2013. The Determinants of Capital Structure of Listed Companies in Resource Sector in the Stock Exchange of Thailand. **Burapha Journal of Business Management**, 2(2): 6-14. (in Thai)
- Parliamentary Budget Office. 2016. **Public Private Partnership: PPP**. https://www.parliament.go.th/ewtadmin/ewt/parbudget/ewt_dl_link.php?nid=248. 26 October 2018. (in Thai)
- Ross, S. A., et al. 2016. **Fundamentals of Corporate Finance**. McGraw-Hill Education.
- Sakayachiwakit, W. and Jantarakolika, K. 2016. Determinants of Optimal Capital Structure ASEAN Listed Corporation. **Journal of Accounting Profession**, 12(33): 50-63. (in Thai)
- Sripanakul, N. 2013. **Factors Determining Capital Structure of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand: The Case Study of the Companies in the SET 50 index**. Independent Studies M.B.A.: Bangkok University. (in Thai)
- Thongpoompreksa, W. 2009. **The Relationship between Capital Structure and Economic Value Added which Affects the Stock Price and the Dividend Payment of Listed Companies in Thailand Financial Industrial Banking Sector**. Independent Studies M.B.A.: Bangkok University. (in Thai)