

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ¹
ดร.พัชร์นันท์ เพชรเชิดชู²

บทคัดย่อ

การศึกษาวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิซึ่งเป็นข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึง พ.ศ. 2561 วิธีการวิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และใช้การวิเคราะห์ข้อมูลโดยการวิเคราะห์ถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression analysis) โดยกำหนดนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีสี่ปัจจัย คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวก อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบ สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบ และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ สำหรับอัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตและอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

คำสำคัญ : โครงสร้างเงินทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทนำ

การประกอบธุรกิจทุกประเภท สิ่งที่ผู้ประกอบการต้องการ คือ ผลตอบแทนหรือผลกำไรเพื่อให้ธุรกิจเติบโตขึ้นเรื่อยๆอย่างต่อเนื่อง เกิดความมั่นคงและยั่งยืนของธุรกิจทั้งทางการเงินและฐานะทางสังคม สิ่งสำคัญที่ผู้ประกอบการต้องคำนึงถึงอย่างหนึ่ง คือ การบริหารจัดการเงินทุน เพื่อให้ธุรกิจนั้นๆ สามารถดำเนินงานให้บรรลุตามวัตถุประสงค์และเป้าหมายที่วางไว้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยปราศจากความเสียหายต่างๆ ดังนั้น ผู้ประกอบการต้องมีความเข้าใจในธุรกิจของตนเองเป็นอย่างดี รวมทั้งในส่วนงบประมาณในการลงทุน สภาพคล่องของธุรกิจ ขนาดของธุรกิจ ผลตอบแทนหรือกำไรและความเสี่ยง ซึ่งจะทำให้การบริหารจัดการเงินทุนมีประสิทธิภาพมากที่สุด การบริหารจัดการเงินทุนเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงิน ส่งผลให้มีการวางแผนธุรกิจเพื่อขยายธุรกิจด้วยความระมัดระวังมากยิ่งขึ้น สิ่งสำคัญที่ผู้ประกอบการควรคำนึงถึง

¹ นักศึกษาหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

² ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

คือ แหล่งเงินทุนต่างๆ โดยเฉพาะการจัดโครงสร้างทางการเงินและโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับธุรกิจ ในประเภทอุตสาหกรรมเดียวกันได้ และควรให้ความสำคัญในการบริหารความเสี่ยงให้เหมาะสมกับโครงสร้างธุรกิจ แต่ผู้ประกอบการธุรกิจบางราย ไม่ค่อยให้ความสำคัญเรื่องของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินและโครงสร้างเงินทุนของกิจการ การประกอบธุรกิจที่ไม่มีการจัดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสม อาจส่งผลทำให้ธุรกิจต้องพบเจออุปสรรคด้านความเสี่ยงต่างๆ และการขาดสภาพคล่อง เนื่องจากธุรกิจมีภาระหนี้สินที่มากเกินไป ปัจจุบันเหล่านักวิชาการ นักลงทุน และผู้บริหาร ล้วนให้ความสนใจกับโครงสร้างทางการเงินเป็นสำคัญ เนื่องจากการประกอบธุรกิจ ทุกบริษัทต้องมีเงินทุนเป็นปัจจัยหลัก ในส่วนนี้ ภาระหน้าที่จะอยู่ในความรับผิดชอบของผู้บริหาร เพราะผู้บริหารมีหน้าที่รับผิดชอบในการตัดสินใจเกี่ยวกับการบริหารเงินทุน ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 ด้าน ได้แก่ การจัดหาเงินทุน การกำหนดโครงสร้างทางการเงิน และการออกหุ้นกู้ ผู้บริหารต้องคำนึงว่าในการประกอบธุรกิจจำเป็นต้องอาศัยเงินทุนในการเริ่มต้นโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เป็นโครงสร้างการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนระยะยาว ไม่รวมถึงแหล่งเงินทุนระยะสั้น โดยแหล่งที่มาของเงินทุนอาจมาจากแหล่งเงินทุนภายในและภายนอกกิจการ แหล่งเงินทุนระยะยาว ประกอบด้วย เงินกู้ระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนจึงเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) เงินทุนส่วนนี้เป็นส่วนที่จะนำไปใช้ในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรเป็นหลัก ซึ่งธุรกิจจะต้องตัดสินใจจัดหาเงินทุนระยะยาวให้ได้ โครงสร้างที่ดีที่สุด เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดตามเป้าหมายการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้เป็นเจ้าของ การกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายจากโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อมีต้นทุนการเงินที่ต่ำที่สุดและมีมูลค่าของบริษัทสูง ดังนั้นการที่ธุรกิจสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและมีประสิทธิภาพนั้น จะทำให้ธุรกิจมีความมั่นคงและมีโอกาสเติบโต สามารถสร้างรายได้ตามเป้าหมายที่ได้ตั้งไว้ ภายใต้สภาวะเศรษฐกิจถดถอยและเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา รวมทั้งการประสบปัญหาคู่ค้าระหว่างเงินกับสหรัฐหรือยุโรปสั่งซื้อสินค้าจากประเทศไทยน้อยลง รวมถึงการแข่งขันทางการตลาดที่เพิ่มมากขึ้น ผู้ประกอบการธุรกิจบางรายต้องพยามตัวเองให้ผ่านพ้นวิกฤตินี้ไปได้ ดังนั้นธุรกิจมีความเสี่ยงที่มากเกินไป อาจทำให้ธุรกิจพบกับการล้มละลายและต้องปิดตัวไปในที่สุด ทั้งนี้ในการประกอบธุรกิจสามารถแบ่งประเภทเงินทุนได้เป็น 2 ประเภท คือ 1. เงินทุนคงที่ (Fixed Capital) หมายถึง เงินทุนที่ใช้ในการซื้ออสังหาริมทรัพย์ เช่น ที่ดิน อาคาร สำนักงาน โรงงาน และเครื่องใช้สำนักงาน เป็นต้น 2. เงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) หมายถึง เงินทุนที่มีไว้เพื่อใช้จ่ายในการดำเนินงานตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ โดยเริ่มตั้งแต่การซื้อวัตถุดิบ ค่าแรงงาน ค่าขายหน้า ค่าขนส่งสินค้าไปยังผู้บริโภค เป็นต้น ในการพิจารณาการจัดหาแหล่งเงินทุนสามารถทำได้หลายวิธี ซึ่งแต่ละวิธีต่างมีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกันออกไป แหล่งที่มาของเงินทุนที่สำคัญ แบ่งออกเป็น 2 แหล่งสำคัญ ได้แก่ แหล่งเงินทุนภายใน (Internal Sources Fund) และแหล่งเงินทุนภายนอก (External Sources Fund) ในการจัดหาเงินทุนของบริษัทขนาดใหญ่มักคำนึงถึงจุดที่เหมาะสมของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนระหว่างหนี้สินและทุนจากเจ้าของเพื่อให้มูลค่าธุรกิจสูงสุด โดยเป็นไปตามหลักการทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) (Correa, Basso, & Nakamura, 2007) เมื่อทราบที่มาของเงินทุนแล้ว

จะเห็นว่าเป็นการลงทุนจำนวนมากโดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่อย่างบริษัทมหาชน ผู้บริหารจึงต้องตระหนักถึงการนำเงินทุนมาใช้ให้มีประสิทธิภาพและสร้างความมั่งคั่งสูงสุดเพื่อดึงดูดนักลงทุน ให้มาลงทุนหลังจากการวิเคราะห์มูลค่าหุ้นบริษัทนั้นๆ ผู้บริหารจึงต้องวางแผนและออกแบบโครงสร้างทางการเงินให้เหมาะสมกับบริษัทของตนและเหมาะสมกับสถานการณ์เศรษฐกิจในแต่ละช่วง ในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนทั้งภายในและภายนอกในสัดส่วนที่เหมาะสม จะต้องคำนึงถึงต้นทุนของเงินทุนที่มีค่าต่ำสุดและมีระดับความเสี่ยงที่บริษัทยอมรับได้ โดยโครงสร้างการเงินจะเปลี่ยนแปลงตามนโยบายของผู้บริหารของบริษัท ว่ามีการเลือกใช้ทฤษฎีใดเพื่อใช้ในการบริหาร จากบทความวิจัยทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่ถูกเสนอขึ้นครั้งแรกโดย Modigliani and Miller (1958) ได้กล่าวว่า ภายใต้ตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ การจัดหาเงินทุนของบริษัทจะไม่มีผลต่อ มูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยง และการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แต่ตลาดในความเป็นจริงเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์เนื่องจากการเก็บภาษี ปัญหาต้นทุนเรื่องการเงิน (Financial Distress Problem) และปัญหาเรื่องตัวแทน ดังนั้นแล้วอย่างไรก็ตาม การจัดหาเงินทุนหรือโครงสร้างเงินทุนจึงมีผลต่อมูลค่าของบริษัท (วัฒนา ศักยชีวกิจและกอบกุล จันทร โคลิกา) โครงสร้างทางการเงินสามารถแสดงถึงมูลค่าสินทรัพย์ และความมั่นคงของบริษัท ทำให้บริษัทต่างๆ ต้องมีการวางแผนโครงสร้างทางการเงิน ที่เหมาะสม จะต้องทำให้ราคาหุ้นสูงสุด และมีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด โดยการแลกเปลี่ยนชดเชยระหว่าง ผลกำไร (ROE และ EPS) ที่สูงขึ้นพร้อมกับความเสี่ยง (risk) ที่สูงขึ้นด้วย (สรวิศ กอสุวรรณศิริ, 2555)

จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ว่า การมีโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมนั้น จะทำให้ธุรกิจไม่ต้องมีความเสี่ยงมากเกินไป สามารถสร้างรายได้ให้กับธุรกิจได้ตามเป้าหมายที่วางไว้ ส่งผลให้การดำเนินงานของธุรกิจมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากยิ่งขึ้น แต่สิ่งที่ธุรกิจหลีกเลี่ยงไม่ได้ นั่นคือความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นในภายในธุรกิจของแต่ละธุรกิจ และส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมที่อยู่ในประเภทเดียวกัน เช่น ความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงิน (Financial risk) ซึ่งเป็นความเสี่ยงทางธุรกิจที่มีผลกระทบต่อธุรกิจที่มีภาระหนี้สินและมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าธุรกิจอื่น เพราะมีภาระที่ต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยจ่าย โครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินสูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น อาจส่งผลให้ธุรกิจล้มละลาย ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นศึกษาปัจจัยใดบ้างที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ที่ถือว่าเป็นธุรกิจขนาดใหญ่ เพื่อใช้เป็นแนวทางสำหรับผู้บริหารการเงินได้รับทราบว่าธุรกิจที่ตนเองประกอบอยู่ได้รับผลกระทบจากปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินในเรื่องใดสูงที่สุด และอาจจะทำให้เกิดความเสียหายอย่างรุนแรงให้กับธุรกิจ เพื่อที่จะนำปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านการเงินมาบริหารเพื่อลดความเสี่ยงให้เหลือน้อยที่สุด รวมทั้งช่วยในการตัดสินใจเกี่ยวกับการกำหนดนโยบายและปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อีกทั้งยังใช้เป็นแนวทางให้นักลงทุนและผู้ที่เกี่ยวข้อง สามารถนำความรู้และความเข้าใจที่ได้จากงานวิจัย ไปใช้ประกอบเป็นแนวทางในการตัดสินใจว่าควรเลือกลงทุนหรือหลีกเลี่ยงในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100

ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยเรื่องนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยอัตราค่าไถ่จากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร อัตราการเติบโต ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และขนาดธุรกิจ ที่มีผลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัววัดค่า โดยเก็บรวบรวมข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2557 - พ.ศ. 2561 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SET 100 (ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบทั้ง 5 ปี บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูของกิจการ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้มีข้อจำกัดด้านโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างการเงินที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มธุรกิจอื่น โดยมีการใช้ข้อมูลจากแหล่งต่างๆ ดังนี้ ข้อมูลทางบัญชีในงบการเงิน และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยพิจารณาข้อมูลเป็นรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 ถึง ปี พ.ศ. 2561 โดยกำหนดสมมติฐานในการวิจัยดังต่อไปนี้

H₁: อัตราค่าไถ่จากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

H₂: อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

H₃: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

H₄: สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

H₅: อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

H₆: อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

H₇: ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

การวิเคราะห์ถดถอยแบ่งตามลักษณะของข้อมูล และสมการถดถอย หรือโมเดลการวิเคราะห์ถดถอย (regression analysis model) ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ในการศึกษาครั้งนี้ใช้สถิติการวิเคราะห์ถดถอยประเภทโมเดลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis model) ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ถดถอยเพื่อใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับตัวแปรตาม มีความสัมพันธ์แบบเส้นตรง ตามสมการนี้

$$DA = a + \beta_1 EBIT + \beta_2 ROA + \beta_3 ROE + \beta_4 LIQ + \beta_5 FAT + \beta_6 GROW + \beta_7 NDTs + e$$

โดยกำหนดให้

ตัวแปรตาม ได้แก่ DA

ตัวแปรต้น ได้แก่ EBIT ROA ROE LIQ FAT GROW NDTs SIZE

DA คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

a คือ ค่าคงที่ (Constant)

EBIT คือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน

ROA คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์

ROE คือ อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น

LIQ คือ สภาพคล่องทางการเงิน

FAT คือ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร

GROW คือ อัตราการเติบโต

NDTS คือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

e คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

β_1 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ EBIT เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

β_2 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ ROA เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

β_3 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ ROE เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

β_4 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ LIQ เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

β_5 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ FAT เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

β_6 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ GROW เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

β_7 เป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของตัวแปร DA เมื่อตัวแปรอิสระ NDTS เปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย

ผลการทดสอบสมมติฐาน โดยสมการถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2557 – 2561 โดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณจะได้ผลดังในตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงิน โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA)

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	3.521	4	.880	52.336	.000 ^c
Residual	4.962	295	.017		
Total	8.482	299			

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
Constant	.662	.016		42.018	.000		
ROE %	-.025	.002	-1.103	-12.029	.000	.236	4.244
ROA %	.009	.001	.837	9.152	.000	.237	4.215
LIQ เท่า	-.020	.004	-.216	-4.707	.000	.946	1.058
NDTS เท่า	.328	.128	.116	2.572	.011	.972	1.029

จากตารางที่ 4.3 ผลการวิจัย พบว่า ตัวแปรอิสระที่มีผลต่อตัวแปรตาม DA คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) สภาพคล่องทางการเงิน (LIQ) และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS)

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมี 4 ปัจจัย ได้แก่

ปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.000 และมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -0.025 หมายความว่า ถ้าหากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.025 จะทำให้อัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์รวมเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.025 ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน (LIQ) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.000 และมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -0.020 หมายความว่า ถ้าหากสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป 0.020 เท่า จะทำให้ให้อัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์รวมเปลี่ยนแปลงไป 0.020 เท่า ในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.000 และมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.009 หมายความว่า ถ้าหากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทเปลี่ยนแปลงไปร้อยละ 0.009 จะทำให้อัตราส่วนหนี้ต่อสินทรัพย์รวมเปลี่ยนไปร้อยละ 0.009 ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ปัจจัยด้านผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ค่า Sig. มีค่าเท่ากับ 0.009 และมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.328 หมายความว่า ถ้าหากผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป 0.328 เท่า จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเปลี่ยนแปลงไป 0.328 เท่า ในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

สำหรับปัจจัยที่ไม่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มี 3 ปัจจัย ได้แก่

ปัจจัยด้านอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ค่า Sig. มีค่ามากกว่า 0.05 หมายความว่า ถ้าหากอัตรากำไรก่อนการดำเนินงานของบริษัทจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางใดก็ตาม ก็ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

ปัจจัยอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร (FAT) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ค่า Sig. มีค่ามากกว่า 0.05 หมายความว่า ถ้าหากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรของบริษัทจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางใดก็ตาม ก็ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

ปัจจัยอัตรากำไรเติบโต (GROW) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ค่า Sig. มีค่ามากกว่า 0.05 หมายความว่า ถ้าหากอัตรากำไรเติบโตของบริษัทจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางใดก็ตาม ก็ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

อภิปรายผล

จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มี 4 ปัจจัย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) สภาพคล่องทางการเงิน (LIQ) และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS) มีผลทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) เปลี่ยนแปลงได้ โดยเป็นไปตามสมมติฐานดังต่อไปนี้

1. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ผลการวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับงานวิจัยของ รทวรรณ อภิโชติชนกุล (2557) ที่ศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร มีผลเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม อย่าง

มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้เป็นเพราะบริษัทมีความสามารถในการทำกำไร แสดงให้เห็นว่าบริษัทนั้นมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานโดยใช้สินทรัพย์ที่มีอยู่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้มีบริษัทมีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ส่งผลให้บริษัทเกิดความต้องการในการขยายธุรกิจให้เจริญเติบโตหรือเพิ่มการลงทุนในธุรกิจใหม่ๆ ดังนั้นบริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายในก่อน โดยใช้เงินทุนของตนเองจากกำไรสะสมก่อน ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกด้วยการก่อหนี้สินหรือการเพิ่มทุน ซึ่งสนับสนุนแนวคิดทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และแนวคิดทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) จึงสะท้อนถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

2. อัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ผลการวิจัยพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับงานวิจัยของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดและมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม นอกจากนี้ บวรวิษ สายชล พิทักษ์ (2554) ที่ศึกษาพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในทิศทางตรงกันข้าม เช่นเดียวกับงานวิจัยของ ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556) ที่ศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งนี้อาจเป็นเพราะบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรได้ดี จะส่งผลให้บริษัทมีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี เมื่อบริษัทต้องการขยายธุรกิจให้เติบโตหรือลงทุนในโครงการใหม่ๆ บริษัทจะพิจารณาเงินทุนจากกำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในก่อนเป็นลำดับแรก ถ้าบริษัทมีกำไรสะสมเพียงพอก็ไม่จำเป็นต้องก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอก แต่หากเงินทุนภายในไม่เพียงพอต่อความต้องการ บริษัทจึงจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกด้วยการก่อหนี้สินหรือการเพิ่มทุน ซึ่งสนับสนุนแนวคิดทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) จึงสะท้อนถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

3. สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยด้านสภาพคล่องทางการเงิน (LIQ) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับงานวิจัยของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ที่ศึกษาพบว่า สภาพคล่องของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ รทวรรณ อภิโชติชนกุล (2557) ที่ศึกษาพบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย เช่นเดียวกับงานวิจัยของ ธนวันต์ มุสิกกุล

(2561) ที่ศึกษาพบว่า อัตราสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาด เอ็ม เอ ไอ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าบริษัทมีความสามารถในการทำไร ทำให้บริษัทมีความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นได้ดี ซึ่งแสดงว่าบริษัทมีสภาพคล่องดี จึงไม่มีความจำเป็นต้องก่อหนี้สินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งสนับสนุนแนวคิดทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

4. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ผลการวิจัยพบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับงานวิจัยของ รทวรรณ อภิโชติธนกุล (2557) ที่ศึกษาพบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS) มีผลเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีสินทรัพย์จำนวนมากทำให้ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายมากขึ้นตามไปด้วย และบริษัทอาจจะลงทุนในสินทรัพย์มากขึ้น จึงทำให้อัตราส่วนของหนี้สินเพิ่มขึ้นตาม สำหรับค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นค่าใช้จ่ายที่สามารถช่วยประหยัดภาษีได้ ดังนั้นถ้าหากบริษัทนั้นสามารถที่จะได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษีได้ ธุรกิจก็จะจัดหาเงินทุนมาลงทุนในสินทรัพย์เพิ่มจากการก่อหนี้สินมากกว่าการจัดการจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุน สนับสนุนแนวคิดทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade off Theory)

สำหรับปัจจัยด้านกำไรก่อนจากการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร (FAT) และอัตราการเติบโต (GROW) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารุ่นต่อไป

จากงานวิจัยนี้ ผลการศึกษายังไม่สามารถอธิบายปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสม เพื่อให้การศึกษาในอนาคตได้ผลที่มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

1. ควรจะมีการศึกษาของกลุ่มธุรกิจอื่น เปรียบเทียบระหว่างกลุ่ม เพื่อที่จำทำให้ทราบถึงความแตกต่างของการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งจะทำได้ข้อมูลที่มีคุณภาพและเป็นประโยชน์มากยิ่งขึ้น
2. ควรศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรมและลักษณะธุรกิจ เพื่อความเหมาะสมในการเปรียบเทียบระหว่างกันและเป็นข้อมูลด้านการลงทุนได้อย่างเหมาะสม เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินมีข้อจำกัดเฉพาะบริษัท โดยแนวทางการจัดกลุ่มนั้นให้สามารถสะท้อนประเภทธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนและให้ผลการศึกษาที่มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

3. ควรมีการศึกษาถึงความแตกต่างระหว่างอัตราส่วนที่ใช้เป็นตัวแทนโครงสร้างทางการเงิน ว่ามีอัตราส่วนอื่นอะไรบ้าง เพื่อมาพิจารณาเลือกใช้อัตราส่วนที่ต้องการศึกษาเป็นตัวแทนของโครงสร้างเงินทุน เช่น อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อมูลค่าตามบัญชีเงินทุนระยะยาว เป็นต้น ว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงิน ได้ผลหรือแตกต่างกันหรือไม่

4. ควรใช้คัดเลือกตัวแปรอื่นๆที่ใช้อธิบายเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างทางการเงินเพิ่ม เช่น อัตราดอกเบี้ยจ่ายจากธนาคารพาณิชย์ สินทรัพย์ที่มีตัวตน ระยะเวลาการเป็นบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

กรมส่งเสริมอุตสาหกรรม. (2561). *โครงสร้างทางการเงินและเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการ*. สืบค้น

10 ธันวาคม 2561, จาก <https://bsc.dip.go.th/th/category/account2/fs-structurefinancial>

กัลยาณี กิตติจิตต์, วรณี ชลนภาสถิต, สุชาดา สถาวรวงศ์, และ ชัญญุรัตน์ วศวรรณวัฒน์. (2559). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มทรัพยากรและกลุ่มบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช). สืบค้น 2 มกราคม 2562, จาก http://ird.stou.ac.th/Researchlib/uploads/2561_039/2561_039.pdf

จันทิมา ว่องเจริญวัฒนา. (2550). *ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์. จตุพร ตั้งคัชช. (2555). *ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน 1*. สืบค้น 5 ธันวาคม 2561, จาก <http://ms.src.ku.ac.th/eLearning/Download/DataSheet/2012/Feb/131211/01131211%20capital%20structure.pdf>

จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2559). *ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ* (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

ชนิสมา มณีรัตนรุ่งโรจน์ และขวัญกมล ดอนขวา. (2561). *สาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงิน*. *วารสารการจัดการ*, 7(3), 1-14.

ชนวันต์ มุสิกกุล. (2561). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2556). *ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. *กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET50* (การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. (2558). *การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- บวรวิช สายชลพิทักษ์. (2554). *ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภูมิฐาน รังคกุลวัฒน์. (2556). การวิเคราะห์หอนุกรมเวลาสำหรับเศรษฐศาสตร์และธุรกิจ. กรุงเทพฯ: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- รุจิรา ชินสุข. (2553). *โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*(วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช.
- รทวรรณ อภิโชติชนกุล. (2557). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจดุสิตบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- วรกันต์ ทองสว่าง. (2554). *การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วิจิตรา จำลองราษฎร์. (2554). แบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการและสารสนเทศศาสตร์*,6(2), 53-67.
- วัฒนา ศักยชีวกิจ และกอบกุล จันทร์โคติกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*,12(33), 50-63.
- ศิริวดี ประศาสตร์อินทาระ. (2553). *ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ศศิธร เนื่องจำนงค์. (2556). *ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร* (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*,1(3), 1-17.
- สรวิศ กอสุวรรณศิริ. (2555). *โครงสร้างของเงินทุนและการใช้ Leverage*. สืบค้น 10 กุมภาพันธ์ 2562, จาก <http://mba.sorrawut.com/wiki>
- สุภาสินี ตันติศรีสุข. *โครงสร้างเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และนโยบายเงินปันผล*. สืบค้น 8 มิถุนายน 2561 จาก http://www.stou.ac.th/stouonline/lom/data/sec/Lom2/module_5.html
- สุทิน ชนะบุญ. (2560). *สถิติและการวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยเบื้องต้น*. สืบค้น 6 มิถุนายน 2562, จาก <http://www.kkpho.go.th/i/index.php/component/attachments/download/1925>
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). *ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

- Adair P. & Adaskou M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1).
- Allen, D. (2006). The pecking order hypothesis: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 2(2), 101-112.
- Baskin J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 18(1), 26-35.
- Berens J. & Cuny C. (2005). The Capital Structure Puzzle Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*, 36(1), 8-17.
- Correa C., Basso L. C., & Nakamura W. T. (2007). What determines the capital structure of the largest Brazilian firms? An empirical analysis using panel data. *Journal of International Finance and Economics*, 5(1), 27-43.
- Fama E. & French K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Hackbaeth D., Leland H., & Hennessy C. (2007). Can the Trade off Theory Explain Debt Structure?. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1389-1428.
- Helwege J. & Liang N. (1996). Is there a pecking order?. *Evidence from a panel of IPO firms. Journal of Financial Economics*, 40(3), 429-458.
- Hovakimian A., Kayhan A., & Titman S. (2011). Are Corporate Default Probabilities Consistent with the Static Trade-off Theory?. *The Review of Financial Studies*, 25(2), 315-340.
- Jensen M. C. & Meckling W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiang F., Kim K., Nofsinger R., & Zhu B. (2017). A pecking order of shareholder structure. *Journal of Corporate Finance*, 44, 1-14.
- Kraus A. & Litzenberger R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 33, 911-922.
- Manso G., Strulovici B., & Tchisty A. (2010). Performance-Sensitive Debt. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1819-1854.
- Modigliani F. & Miller M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-97.
- Modigliani F. & Miller M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-43.

- 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, 187-221.
- Seifert B. & Gonenc H. (2008). The international evidence on the pecking order hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(3), 244-260.
- Serrasqueiro Z. & Caetano A. (2011). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-446.
- Talberg M., Winge S., & Westgaard S. (2008). Capital Structure Across Industries. *International Journal of the Economics of Business*, 15(2), 181-200.
- Tong G. & Green C. (2007). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189.