

อิทธิพลของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัทที่มี  
ผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100  
THE INFLUENCE OF GROWTH RATE FINANCIAL RATIO AND SIZE  
OF THE COMPANY TO CAPITAL STRUCTURE OF SET 100 GROUP  
REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ลัทธพรณ อินทะใจ

LATTAPAN INTAJAI

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี

มหาวิทยาลัยศรีปทุม

ปีการศึกษา 2565

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยศรีปทุม

THE INFLUENCE OF GROWTH RATE FINANCIAL RATIO AND SIZE  
OF THE COMPANY TO CAPITAL STRUCTURE OF SET 100 GROUP  
REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

LATTAPAN INTAJAI

INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT  
OF THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF  
MASTER ACCOUNTANCY SCHOOL OF ACCOUNTANCY  
SRIPATUM UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2022  
COPYRIGHT OF SRIPATUM UNIVERSITY


ชื่อหัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ อธิพจน์ของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาด  
ของบริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์ SET100


THE INFLUENCE OF GROWTH RATE FINANCIAL RATIO  
AND SIZE OF THE COMPANY TO CAPITAL STRUCTURE  
OF SET 100 GROUP REGISTRATION IN THE STOCK  
EXCHANGE OF THAILAND

นักศึกษา ลัทธพรณ อินทะใจ รหัสประจำตัว 65502114  
หลักสูตร บัญชีมหาบัณฑิต  
คณะ บัญชี  
อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิรพงษ์ จันทร์งาม

คณะกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
.....ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมบูรณ์ สาระพัต)

  
.....กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)

  
.....กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิรพงษ์ จันทร์งาม)

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม อนุมัติให้รับการค้นคว้าอิสระ ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ  
การศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

คณบดีคณะบัญชี



.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์)  
วันที่ 1 เดือน ธันวาคม พ.ศ. 2566

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	อิทธิพลของอัตราดอกเบี้ยต่อ อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของ บริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100
คำสำคัญ	โครงสร้างเงินทุน/ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น/ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม/ระดับการก่อ หนี้ตามมูลค่าทางบัญชี/ ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด/ อัตราดอกเบี้ย/อัตราส่วนทางการเงิน/ขนาดของบริษัท
นักศึกษา	ลัทธพรธณ อินทะใจ
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิรพงษ์ จันทรงาม
หลักสูตร	บัญชีมหาบัณฑิต
คณะ	บัญชี มหาวิทยาลัยศรีปทุม
ปีการศึกษา	2565

### บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุน 2) ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุน 3) ศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียน SET100 กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ก่อนปี พ.ศ 2562 ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมด 246 หลักทรัพย์ ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นโดยสถิติเชิงพรรณนา การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่า 1) อิทธิพลที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราเงินปันผลตอบแทน และอัตราเงินทุนหมุนเวียน 2) อิทธิพลที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราเงินทุนหมุนเวียน และขนาดของบริษัท 3) อิทธิพลที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุน ต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ขนาดของบริษัท 4) อิทธิพลที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ขนาดของบริษัท

<b>TITLE</b>	THE INFLUENCE OF GROWTH RATE FINANCIAL RATIO AND SIZE OF THE COMPANY TO CAPITAL STRUCTURE OF SET 100 GROUP REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
<b>KEYWORD</b>	CAPITAL STRUCTURE/ DEBT TO EQUITY RATIO/ DEBT TO TOTAL ASSETS RATIO/BUILDING LEVEL DEBT ACCORDING TO BOOK VALUE/ DEBT LEVEL ACCORDING TO MARKET VALUE/ GROWTH RATE/FINANCIAL RATIO/COMPANY SIZE
<b>STUDENT</b>	LATTAPAN INTAJAI
<b>ADVISOR</b>	ASIST.PROF. JIRAPONG CHANNGAM DR.
<b>LEVEL OF STUDY</b>	MASTER OF ACCOUNTING
<b>FACULTY</b>	ACCOUNTING SRIPATUM UNIVERSITY
<b>ACADEMIC YEAR</b>	2022

## **ABSTRACT**

The objectives of this study are 1) to study the relationship of the growth rate affecting the capital structure 2) to study the relationship of the financial ratios affecting the capital structure 3) to study the relationship of the size of the company affect the capital structure of companies listed on the SET100. The sample group includes listed companies listed on the SET100 before the year 2019 and did not exit the stock market before the year 2021. The sample group used in this study was 246 total. Securities used the method of analyzing preliminary data by descriptive statistics. Pearson's correlation coefficient test. and multiple regression coefficient test The results of the study revealed that 1) the significant influence on the capital structure of companies listed on the SET100 on the debt to equity ratio was the rate of return on equity; Dividend yield 2) The significant influence on the capital structure of listed companies in the SET100 on the debt to total assets ratio is the return on

equity ratio. Dividend yield working capital rate 3) The influence on the capital structure of listed companies in the SET100 on the level of leverage according to their book value is the size of the company. 4) The influence on the capital structure of listed companies. listed on the SET100 to the level of leverage according to market capitalization, namely the size of the company

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความเมตตาและการดูแลจากอาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.จิรพงษ์ จันทรงาม ที่กรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ ตรวจสอบ และให้ข้อเสนอแนะในการดำเนินการวิจัยจนเป็นผลสำเร็จ ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูง ที่ได้สละเวลาอันมีค่ามาให้คำปรึกษาและทำให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ขอขอบพระคุณ คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ทุกท่าน ซึ่งผู้วิจัยเคารพนับถืออย่างยิ่ง ที่กรุณาตรวจสอบแก้ไข และให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์ เพื่อนำมาเติมเต็มการค้นคว้าอิสระนี้ ให้ความครบถ้วนสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ท้ายนี้ ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา ที่คอยสนับสนุนและเป็นกำลังใจในการศึกษาการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้จนสำเร็จลุล่วง ผู้ศึกษาขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่ง

ลัทธพรณ อินทะใจ

สิงหาคม 2566

## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	III
กิตติกรรมประกาศ.....	II
สารบัญ.....	IV
สารบัญภาพ.....	IV
สารบัญตาราง.....	IV
บทที่	หน้า
1      บทนำ.....	1
ความเป็นมา และความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	2
สมมติฐานของการวิจัย.....	3
ขอบเขตของการวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
นิยามศัพท์.....	4
2      แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM .....	7
ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) .....	7
ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) .....	8
ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory ).....	9
ทฤษฎีสัญญาณ (Signalling Theory).....	11
ทฤษฎี Dynamic Trade Off.....	11
The dividend irrelevance theory .....	12
The Walter Model.....	12
The Bird in the hand Theory.....	13
The Residual dividend Theory.....	13



## สารบัญ (ต่อ)

บทที่		หน้า
	ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory).....	13
	แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น.....	15
	ทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน.....	17
	แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน.....	20
	แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์.....	22
	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	27
3	ระเบียบวิธีการวิจัย.....	57
	กลุ่มประชากร และกลุ่มตัวอย่าง.....	58
	เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล.....	58
	การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	60
	การวิเคราะห์ข้อมูล และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล.....	60
4	ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	63
	การวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	63
	การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient).....	65
	การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เป็น การนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาทำการวิเคราะห์ในขั้นสูง.....	66
5	สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ.....	81
	สรุปผลการวิจัย.....	81
	อภิปรายผลการวิจัย.....	85
	ข้อจำกัดของการวิจัย.....	87
	ข้อเสนอแนะของการวิจัย.....	88
	บรรณานุกรม.....	89
	ภาคผนวก.....	90
	ประวัติผู้วิจัย.....	107

## สารบัญภาพ

ภาพประกอบที่	หน้า
1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	2

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1	สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ใช้ในการวิจัย.....53
2	อัตราส่วนของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....58
3	สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2562 – 2564.....63
4	การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลักทรัพย์ SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2562-2564.....65
5	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 1.....67
6	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 2.....68
7	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 3.....69
8	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 4.....70
9	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 5.....71
10	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 6.....72
11	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 7.....73
12	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 8.....74
13	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 9.....75
14	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 10.....76
15	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 11.....77
16	ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 12.....78
17	สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย.....79

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากสถานการณ์ปัจจุบันการประกอบธุรกิจมีการแข่งขันกันอย่างมาก ซึ่งการที่จะดำเนินธุรกิจให้สำเร็จได้นั้นต้องมียุทธศาสตร์ประกอบหลายส่วน โครงสร้างเงินทุนยังเป็นส่วนสำคัญที่มีผลต่อการดำเนินธุรกิจ การจัดหาเงินทุนระยะยาวของธุรกิจโดยบริษัทจะต้องตัดสินใจจัดหาเงินทุนระยะยาวจากแหล่งเงินทุนที่ให้ประโยชน์สูงสุดตามเป้าหมาย การสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้เป็นเจ้าของ ซึ่งทางเลือกในการจัดหาเงินทุนมีหลากหลายวิธีแต่ละวิธีก็ย่อมมีต้นทุนทางการเงินที่แตกต่างกัน

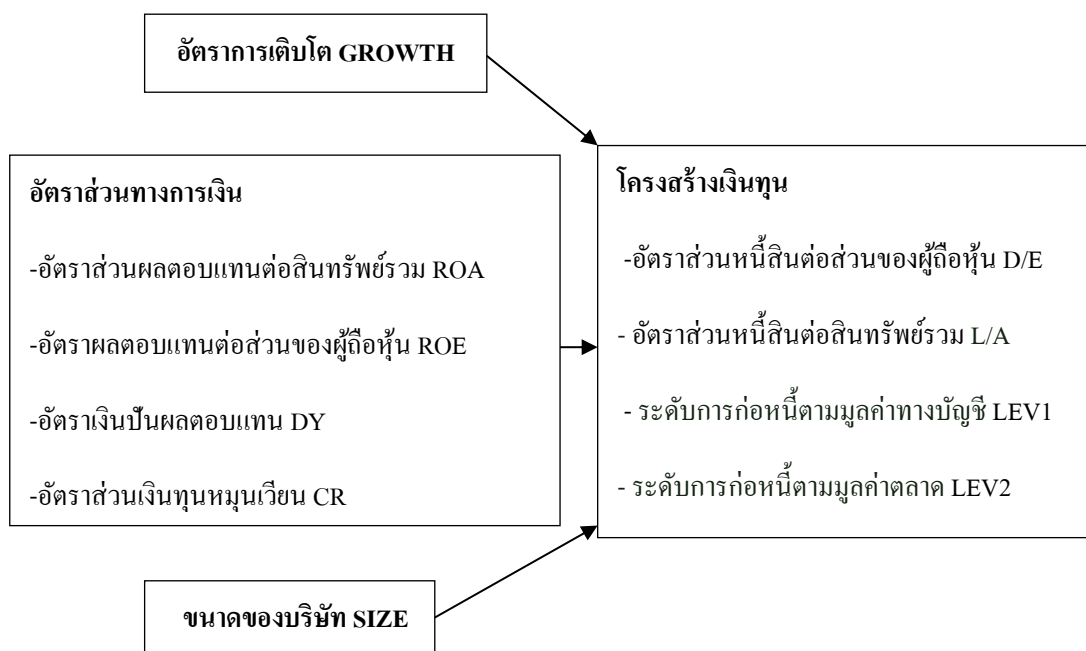
โครงสร้างเงินทุนของกิจการมีความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของบริษัท เพื่อจะทำให้เงินทุนมีต้นทุนต่ำและมูลค่าของบริษัทสูงสุด การกำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้นอาจพิจารณาจากทั้งปัจจัยภายในและภายนอก การพิจารณาเลือกแหล่งที่มาของเงินทุนจึงต้องหาที่เหมาะสมกับสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ให้อยู่ในสัดส่วนที่เหมาะสมกับลักษณะการดำเนินธุรกิจ เพราะแต่ละอุตสาหกรรมก็จะมีลักษณะการบริหารหนี้สินแตกต่างกัน (รวงฝน ใจสมุทร, 2561) ซึ่งบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง ผู้บริหารบริษัทจึงต้องคำนึงถึงความสำคัญของต้นทุนที่จะเกิดขึ้นและปัจจัยต่างๆ ที่จะทำให้โครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนไปจึงต้องมีการโครงสร้างเงินทุนให้มีความเหมาะสมเพื่อทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด (ธนวันต์ มุสิกกุล, 2560) ซึ่งส่วนโครงสร้างของหนี้สินและทุน ควรจะมีสัดส่วนที่เหมาะสม หลักการพื้นฐานในการพิจารณาโครงสร้างจะพิจารณาจากลักษณะธุรกิจ และกลยุทธ์ธุรกิจซึ่งมีส่วนกำหนดโครงสร้างเงินทุนจะพิจารณาเรื่องการจัดสรรผลตอบแทน (ยุทธ วรรณธรร, 2557)

ด้วยเหตุนี้ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะศึกษาว่ามีอิทธิพลใดบ้างที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มSET100 ที่เป็นธุรกิจขนาดใหญ่ เพื่อเป็นแนวทางในการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนหรือการกำหนดระดับการก่อหนี้สินของบริษัทให้มีความเหมาะสมและให้ประโยชน์สูงสุด

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโตที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100
3. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

### กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย



### ขอบเขตของการศึกษา

1. งานวิจัยนี้จะครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET 100 เท่านั้น
2. งานวิจัยนี้การเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นแบบรายปี ในช่วงปี 2562-2564
3. การศึกษาใช้ข้อมูลใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

#### 1. ประโยชน์เชิงวิชาการ

1.1 เพื่อให้ทราบถึงอิทธิพล อันได้แก่ อัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัท ที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลในทิศทางเดียวกันหรือในทิศทางตรงกันข้ามต่อโครงสร้างเงินทุน

#### 2. ประโยชน์เชิงปฏิบัติ

2.1 เพื่อให้ผู้บริหารทราบถึงอิทธิพลที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุนและสามารถนำผลวิจัยไปใช้เป็นแนวทางในการวางแผน จัดการหรือกำหนดแนวทางด้านโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อทำให้บริษัทบรรลุจุดมุ่งหมายและมีประสิทธิภาพ

2.2 เพื่อเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนในการใช้ข้อมูลเพื่อวิเคราะห์การดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์

### นิยามศัพท์เฉพาะ

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) คือ เงินทุนระยะยาวของกิจการที่นำมาเป็นทุน ในการดำเนินกิจการหรือขยายกิจการ เงินทุนอาจมาจากแหล่งเงินทุนภายในหรือภายนอก ประกอบด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างหนี้สินต่อเงินทุนของบริษัท อัตราส่วนนี้จะแสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่าสินทรัพย์ของกิจการมาจากการกู้ยืม หรือมาจากทุนของกิจการ

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Asset Ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่า กิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวม

ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี (Book leverage ratio) คือ การใช้มูลค่าทางบัญชีของบริษัทเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนหรือระดับการก่อหนี้สิน

อัตราการเติบโต (GROWTH) หมายถึง การเปลี่ยนของรายได้ของปีปัจจุบันเทียบกับรายได้ปีที่ผ่านมา สามารถวัดได้จาก รายได้ปีปัจจุบันลบรายได้ปีที่ผ่านมาหารรายได้ปีที่ผ่านมา

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) เป็นอัตราส่วนที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ วัดได้จากกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) คือ อัตราส่วนที่ช่วยวัดประสิทธิภาพของบริษัทว่าสามารถสร้างผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนของผู้ถือหุ้นได้มากน้อยเพียงใด

อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล เป็นสัดส่วนระหว่างเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend per shares) และราคาหุ้น (Price) ซึ่งวัดผลออกมาเป็นเปอร์เซ็นต์ เพื่อช่วยคำนวณความคุ้มค่าก่อนการลงทุน

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนหรืออัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) เป็นอัตราส่วนที่บอกถึงความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นว่าเป็นอย่างไร

ขนาดของบริษัท (Size of firms) คือ มูลค่าของสินทรัพย์ของบริษัท ในการศึกษาครั้งนี้ จะวัดจากค่าลอกการพิมพ์ของสินทรัพย์รวม



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยเรื่องอิทธิพลของอัตราดอกเบี้ย อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ได้ทำการค้นคว้าแนวคิดและทฤษฎีและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อประกอบการศึกษา ดังนี้

- ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM
- ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)
- ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory)
- ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory)
- ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory)
- ทฤษฎี Dynamic Trade Off
- ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
- ทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุน
- The Bird in the hand Theory
- The Residual dividend Theory
- The dividend irrelevance theory
- The Walter Model
- แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น
- แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน
- แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการคัดเลือก หลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET100
- งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

## ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM

เสนอโดย Modigliani & Miller (1958) ได้ศึกษาและนำเสนอทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ

1. รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้คือมูลค่าของบริษัทและต้นทุนของเงินทุนจะเป็นอิสระจากโครงสร้างเงินทุนโดยMMได้ตั้งสมมุติฐานว่าไม่มีการเสียภาษีในโลกตลาดมีการแข่งขันอย่างไม่สมบูรณ์และสมมุติต้นทุนของรายการค้าขึ้นMMยืนยันว่าบริษัทที่ไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคลการเพิ่มหนี้สินเข้าไปในโครงสร้างเงินทุนจะไม่สามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ผลประโยชน์ของการก่อหนี้ที่มีต้นทุนต่ำจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น

2. รูปแบบที่มีภาษีเงินได้ คือ เมื่อมีการเพิ่มหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน มูลค่าบริษัทจะเพิ่มขึ้นและต้นทุนของเงินทุนจะลดลง รูปแบบการเปลี่ยนแปลงนี้เกิดจากดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถหักเป็นค่าใช้จ่ายเมื่อคำนวณภาษีได้ (อภิชาติ พงษ์สุพัฒน์) ทฤษฎีแรกที่อธิบายโครงสร้างเงินทุนคือทฤษฎีของ Modigliani & Miller (1958) บริษัทแรกเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้สินซึ่งใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดบริษัทที่สองเป็นบริษัทที่เป็นหนี้ซึ่งได้รับการยกเว้นภาษีในระดับหนึ่งไม่ว่าจะเป็นหนี้หรือไม่เป็นหนี้เท่ากันทุกปีเพราะหนี้เพิ่มขึ้น. จะทำให้ผู้ถือหุ้นรับความเสี่ยงได้มากขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการผลตอบแทนมากขึ้น ทฤษฎีนี้จะพิสูจน์ได้ว่าการจัดหาเงินทุนไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทในตลาดทุนที่สมบูรณ์แบบ (Perfect Capital Market) ต่อมาในปี พ.ศ. 2506 MM ได้นำปัจจัยเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคลมาพิจารณาด้วย การเกิดหนี้สินจะช่วยประหยัดได้ เมื่อนำภาษีมาคิดกับมูลค่าของธุรกิจ ยิ่งสร้างหนี้มาก มูลค่าของบริษัทก็จะยิ่งมากขึ้นไปด้วย ตามทฤษฎีนี้ ไม่มีความเป็นไปได้ในโลกแห่งความเป็นจริง การยืมแต่ละครั้งควรรวมต้นทุนของการยืมไว้ในใจด้วย จึงเป็นที่มาของทฤษฎี Trade-off (วรกันต์ ทองสว่าง, 2554, หน้า 5)

## ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)

Myers (1977) กล่าวว่า บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสม ที่ทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมคือโครงสร้างที่ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษี และต้นทุนของการล้มละลายก็เท่ากันเพราะหนี้ถูกหักภาษี แต่ในขณะเดียวกันก็จะมีความเสี่ยงที่จะเพิ่มความเสี่ยงของการล้มละลายด้วยเช่นกัน (ธนวันต์ มุสิกกุล, 2560) กิจการเลือกที่จะกู้ยืมจนถึงระดับที่สร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์จากภาษีและต้นทุน ทางการเงินที่อาจเกิดขึ้น ทฤษฎีทางเลือกทำนายว่ากิจการที่มีภาระต้องจ่ายภาษีจะมีอัตราหนี้สินต่อ สินทรัพย์ในระดับปานกลาง ทฤษฎีที่จะใช้ในการพิจารณาในส่วน of ต้นทุนและประโยชน์อันเกิดขึ้นมาจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) มีแนวคิดว่าการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมนั้น ผู้บริหาร จะต้องคิดและพิจารณาทั้งต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ ทฤษฎี The Trade-off Theory คือถ้าหากกิจการนั้นมี

ผลประโยชน์ในทางภาษีสูงจากค่าเสื่อมราคา กิจการต้องการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมาย เกิดจากถ้ากิจการนั้นมีในส่วนของค่าใช้จ่ายค่าเสื่อมราคามากก็จะเป็นผลทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลงทำให้สัดส่วนของภาระภาษีที่บริษัทต้องจ่ายนั้นมีน้อยลงดังนั้นการที่กิจการมีภาระของค่าเสื่อมราคาที่สูงกิจการไม่จำเป็นต้องก่อหนี้ก้อนโตเพื่อหวังลดภาระภาษี (Tax shield) สร้างการเงินของกิจการนั้น มีความสัมพันธ์โดยตรงในการกำหนดระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนซึ่งส่วนใหญ่พิจารณาต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดจากการก่อหนี้อธิบายความสัมพันธ์ ระหว่างโครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการกับการจัดระดับที่เหมาะสมของโครงสร้างทุน อัตราส่วนหนี้สินเดิมจากทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ซึ่งมีความคิดว่าฝ่ายบริหารจะกำหนดเป้าหมายระดับของหนี้สินในระยะยาวซึ่งเป็นจุดที่บริษัท มีค่าใช้จ่ายทุนต่ำที่สุดและมูลค่าสูงสุดของบริษัท ดังนั้น การศึกษาว่าผู้บริหารของบริษัทจะปรับอัตราส่วนหรือไม่ การเปลี่ยนแปลงของหนี้สินในอนาคตจะกลับคืนสู่อัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายหรือไม่ ดังนั้น อัตราส่วนหนี้สินในอดีต สมมติว่า อัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย เป็นตัวแปรอิสระที่อธิบายอัตราส่วนหนี้สินในอนาคต โดยทั่วไป กิจการมีการคาดการณ์ที่แตกต่างกันสำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ โดยกิจการใดมีสัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงและมีกำไรก่อนภาษีเงินได้สูง ระดับเป้าหมายของหนี้สินต่อสินทรัพย์กำหนดไว้ในระดับสูง ในขณะที่ธุรกิจไม่ค่อยสร้างกำไรจากการดำเนินงานและลักษณะของธุรกิจสูง เสี่ยง. ไม่มีตัวตน (Intangible Asset Ratio) ธุรกิจแบบนี้ควรหาทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นกิจการจึงต้องกำหนดอัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่จะลงทุน แต่ในความเป็นจริงพบว่าธุรกิจส่วนใหญ่ที่มีความสามารถในการทำกำไร ยิ่งอัตราส่วนหนี้สินสูง อัตราส่วนหนี้สินก็จะยิ่งต่ำ ซึ่งขัดแย้งกับหลักการของทฤษฎีต้นทุน-ผลประโยชน์ ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) หากธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรสูง บริษัทต่างๆ ก็มักจะก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูง เพื่อรับสิทธิประโยชน์ในการลดหย่อนภาษีที่เพิ่มขึ้น (ศิริวิดี ประศาสตร์อนิหาระ, 2553, หน้า 11-12)

#### ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory)

Baker & Wurgler (2002) เป็นทฤษฎีที่ใช้ราคาตลาดของหุ้นสามัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน หรือต่ำกว่าราคาตามบัญชีเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุน หากราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทมีมูลค่าสูงกว่าราคาตามบัญชีหรือสูงกว่าราคาตลาดในอดีต บริษัทควรเลือกแหล่งเงินทุน กองทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และควรจะเกิดขึ้นเมื่อราคาตลาดของหุ้นสามัญต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีหรือราคาต่ำกว่าราคาตลาดในอดีต ทำให้เกิดทฤษฎี Market Capcuring ในการจัดหาเงินทุน มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เนื่องจากผลสะสมของช่วงเวลาตลาดในอดีตเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (นฤพนธ์ สุขสมยา, 2560) อังคณา ฐะเจริญพานิช (2545) Baker and Wurgler สรุปได้ว่า Market Timing Financing ไม่ได้ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน

โครงสร้างเงินทุนของบริษัท ส่งผลให้ผลสะสมของ Market Timing ที่ผ่านมาไม่สามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้ แม้ว่าการกำจัดผลกระทบจากปัจจัยอื่น ๆ ที่จะส่งผลให้เกิดผลสะสมของช่วงเวลาตลาดในอดีตก็ไม่สามารถตัดออกได้ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้รับการอธิบายแล้ว แต่ผลสะสมของช่วงเวลาตลาดในอดีตยังคงไม่สามารถทำได้ อธิบายการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในการขายหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากการศึกษาในตอนที 2 พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นที่เพิ่มขึ้นกับการขายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท สิ่งนี้ทำให้การทดสอบของ Baker and Wurgler (2002) โดยใช้มูลค่าตลาดของหุ้น ณ สิ้นปี การทดสอบนี้ไม่สามารถใช้กับตลาดในประเทศไทยได้

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ( Pecking Order Theory )

นฤพนธ์ สุขสมยา (2560) แนวคิดพื้นฐานมาจากข้อมูลที่ไม่สมมาตร (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนและต้นทุนของหน่วยงาน การประกาศเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุน นักลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นที่ออกใหม่ต่ำเพื่อลดราคาหุ้น ดังนั้นบริษัทจึงไม่ควรออกหุ้นใหม่เป็นทางเลือกแรก แต่ในขณะเดียวกัน ความสามารถในการทำกำไรแปรผกผันกับระดับหนี้ กิจการจึงควรตัดสินใจเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนดังนี้

1. ธุรกิจมักใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการมากกว่า
2. การพยายามหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผลทันที ผู้บริหารใช้วิธีปรับเปลี่ยนอัตราการจ่ายเงินปันผลเป้าหมายให้กลายเป็นโอกาสในการลงทุน
3. นโยบายเงินปันผลที่รัดกุม บวกกับความผันผวนของกำไรและโอกาสในการลงทุนซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้า ทำให้กิจการซึ่งสามารถสร้างกระแสเงินสดได้มากกว่า ค่าใช้จ่ายลงทุน กิจการอาจตัดสินใจชำระหนี้สินทั้งหมด หรือไม่ก็นำไปลงทุนในหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด แต่ถ้ากิจการมีกระแสเงินสดน้อยกว่าค่าใช้จ่ายลงทุน กิจการจะใช้วิธีการถอนเงินสดจากบัญชีหรือขายหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดแทนเพื่อไม่ให้กระทบต่อการจ่ายเงินปันผล
4. ถ้ากิจการต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอก กิจการจะเลือกออกตราสารที่มีความปลอดภัยที่สุดก่อนเริ่มจากการก่อหนี้ การออกหุ้นกู้แปลงสภาพและออกหุ้นทุนเป็นอันดับสุดท้าย เนื่องจากการออกตราสารรูปแบบต่างกันจะเป็นการส่งสัญญาณที่แตกต่างกันไปยังตลาดทุนการก่อหนี้ถือเป็นสัญญาณในทางบวก แต่การออกหุ้นกู้ถือเป็นสัญญาณในทางลบ ทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ได้จัดลำดับการพิจารณาเลือกแหล่งเงินทุน ดังนี้

- 4.1 ใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ ได้แก่ กำไรสะสม
- 4.2 ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สิน

4.3 ใช้แหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญ

4.4 ใช้แหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นบุริมสิทธิ

จตุพร ตังคธัช(2555) กิจการจะจัดหาเงินลงทุนในระดับตราสารหนี้เมื่อได้แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอต่อการลงทุน ดังนั้น ระดับหนี้จะสะท้อนถึงความต้องการสะสมแหล่งเงินทุนของธุรกิจ บริษัทขนาดใหญ่สามารถก่อหนี้ได้สูง (อัตราส่วนหนี้สินสูง) พบว่าบริษัทขนาดใหญ่ประเภท Cash Cow ไม่ได้เกิดขึ้นถึงระดับที่เสนอโดย 2 ทฤษฎีข้างต้น แม้จะสามารถทำได้ จึงทำให้ทั้ง 2 ทฤษฎีไม่สามารถอธิบายได้ว่า เหตุใดบริษัท Cash Cow ขนาดใหญ่จึงไม่ยอมได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น? ทฤษฎีคำสังจิกอธิบายว่าบริษัทัวเงินสดขนาดใหญ่สร้างเงินสดจากกองทุนภายในในแต่ละปี ดังนั้นจึงไม่มีเหตุผล จะต้องระดมทุนจากภายนอก (External Generated Fund) ยกเว้นกระแสเงินสดจากภายใน ทฤษฎีลำดับการจิก (Pecking Order Theory) กล่าวว่า บริษัทที่ใช้ทฤษฎีลำดับการจิกในการจัดหาเงินทุนจะมีลำดับของการเลือกเงินทุนดังนี้

1. เงินทุนจากการสร้างกระแสเงินสดภายในกิจการ (Internal Generated Fund)

1.1 กำไรสะสม (Retained Earnings) คือ กำไรสะสมที่กิจการสร้างได้ ณ ปัจจุบัน

1.2 เงินลงทุนระยะสั้น (Marketable Securities) คือ กำไรสะสมที่กิจการสร้างได้ ก่อนปัจจุบัน แต่ไม่ได้จ่ายเป็นเงินปันผล

2. เงินทุนจากภายนอกที่กิจการต้องระดมเพิ่ม (External Generated Fund) โดยกิจการ จะระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่างๆ ที่ระบุไว้ต่อไปนี้ตามลำดับ เพราะเหตุผลด้านต้นทุนทางการเงิน

2.1 เงินลงทุนประเภทหนี้สิน (Debt Securities)

2.2 เงินลงทุนประเภทหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock)

2.3 เงินลงทุนประเภทหุ้นสามัญออกใหม่ (Common Stock)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order theory)

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เนื่องจากผู้จัดการของบริษัทจะทราบ ความสามารถในการทำกำไรและโอกาสเติบโตของธุรกิจดีกว่าคนนอก หากธุรกิจจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนจะพิจารณาจากภายในก่อน หากมีเงินทุนไม่เพียงพอ ฝ่ายบริหารต้องอาศัยแหล่งภายนอก โดยพิจารณาการจัดหาเงินทุนจากตราสารหนี้ มาเป็นอันดับแรกการพิจารณาจัดหาเงินจากส่วนของทุน โดยปัจจัยหลักๆประกอบไปด้วย สิทธิในทางภาษี โอกาสล้มละลาย และโครงสร้างสินทรัพย์ (ศิริวดี ประศาสตร์อนิหาระ, 2553, หน้า 12)

Myers & Majluf (1984) อธิบายถึงปัญหาของข้อมูลที่ไม่สมมาตร ว่าการที่ผู้ลงทุนมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกิจการ ไม่เท่ากับผู้บริหารของบริษัทเอง ทำให้การออกจำหน่ายหุ้นเพื่อเพิ่มทุน เป็นการส่ง

สัญญาแสดงให้เห็นว่าหุ้นของบริษัทนั้นมีราคาอันเกินจำนวนมูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) จึงทำให้นักลงทุน ให้ค่ากับหุ้นที่ออกมาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นเพื่อแก้ปัญหา Asymmetric Information บริษัทต้องจัดลำดับชั้นในการจัดหาแหล่งเงินทุน ดังนี้ บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในจากกำไรสะสมก่อน การจัดหาแหล่งอื่น และถ้าต้องการเงินทุนจากข้างนอก บริษัทจะกู้ยืมจากสถาบันการเงินก่อน หลังจากนั้นอาจจะออกหุ้นกู้ หรือหุ้นกู้แปลงสภาพ และการออกหุ้นสามัญ บริษัทจะทำเป็นอันดับสุดท้าย (ธนวันต์ มุสิกกุล, 2560)

### ทฤษฎีสัญญาณ (Signalling Theory)

จากการศึกษาของ MM สมมติฐานหนึ่งคือนักลงทุนและผู้บริหารจะได้รับข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน หรือมีความสมมาตรของข้อมูล (Symmetric Information) แต่ความจริงแล้วผู้บริหารมักได้รับข้อมูลมากกว่าผู้ลงทุน ซึ่งเรียกว่า ข้อมูลไม่สมมาตร ซึ่งส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ กล่าวคือ หากธุรกิจมีแนวโน้มทางธุรกิจที่ดี หรือมีโครงการใหม่ที่จะสร้างผลตอบแทนสูงซึ่งคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดีในอนาคตอย่างแน่นอน กิจการจะไม่จัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เพราะไม่ต้องการให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่เข้ามาร่วมเฉลี่ยผลตอบแทนในส่วนนี้ ธุรกิจจึงระดมทุนด้วยการก่อหนี้ เช่น ออกหุ้นกู้ เป็นต้น จึงเป็นสัญญาณที่ดีต่อนักลงทุน ทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกันหากธุรกิจมีอนาคตที่ไม่ดี เช่น ต้องปรับปรุงเทคโนโลยีการผลิตให้ทัดเทียมคู่แข่ง ลงทุนด้านการตลาด เป็นต้น ธุรกิจจะใช้วิธีการออก หุ้นสามัญเพิ่มทุน. เนื่องจากการกระจายความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นเดิมไปสู่ผู้ถือหุ้นใหม่จึงถือเป็นสัญญาณที่ไม่ดีสำหรับนักลงทุน ส่งผลให้มูลค่าหุ้นสามัญลดลง (ธนเดช มหโกไคย, 2552)

เป็นทฤษฎีที่ผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่านักลงทุน ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นสัญญาณ (Signal) ให้นักลงทุนทราบว่าผู้บริหารมีความเห็นอย่างไร ในกรณีที่ผู้บริหารคาดว่าธุรกิจจะดีก็จะเลือกใช้โครงสร้างที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูงเพื่อไม่ต้องจ่ายเงินชดเชยให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่ในกรณีที่ผู้บริหารคาดว่าธุรกิจจะขาดทุน จะเลือกใช้วิธีเพิ่มหุ้นสามัญเพื่อดึงดูดนักลงทุนรายใหม่เข้ามาร่วมขาดทุน (ธนวันต์ มุสิกกุล, 2560)

### ทฤษฎี Dynamic Trade Off

Hennessy & Whited (2005) ได้เสนอทฤษฎี Dynamic Trade Off โดยระบุว่าทฤษฎี Static Trade Off เป็นตัวกำหนดอัตราส่วนหนี้สินที่เหมาะสม ซึ่งไม่ครอบคลุมปรากฏการณ์ผิดปกติที่อาจเกิดขึ้น ดังนั้น การศึกษาจึงไม่ได้กำหนดระดับอัตราส่วนหนี้สินที่ดีที่สุดของบริษัท พบว่าบริษัทจะไม่มีอัตราส่วนหนี้สินที่ดีที่สุด แต่จะกำหนดอัตราส่วนหนี้สินเป็นช่วงๆ โดยกำหนดให้ระดับต่ำสุดและสูงสุด บริษัทจะเพิ่มอัตราส่วนหนี้สินเมื่อขาดสภาพคล่อง และลดอัตราส่วนหนี้สินเมื่อความสามารถในการทำ

กำไรเพิ่มขึ้น สิทธิประโยชน์ทางภาษีและอัตราดอกเบี้ยไม่ใช่ปัจจัยในการกำหนดสัดส่วนหนี้ของบริษัท แต่บริษัทจะพิจารณาจากสภาพคล่อง และความเสี่ยงของการล้มละลายเป็นประเด็นหลัก (ธนวันต์ มุสิกกุล, 2560)

### The dividend irrelevance theory

Merton Miller และ Franco Modigliani (1961 ตามที่อ้างถึงใน Koh, Ang, Brigham และ Ehrhardt, 2014) สรุปว่า มูลค่ากิจการถูกกำหนดโดยศักยภาพของธุรกิจในการสร้างรายได้และความเสี่ยงทางธุรกิจของกิจการที่ไม่เกี่ยวข้องกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งแสดงว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้นไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนต้องการและความเสี่ยงของผู้ถือหุ้น ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผล จึงไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผลไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนการซื้อขายหุ้น และภาษีกำไรจากการซื้อขายหุ้น

### The Walter Model

Walter (1963) กล่าวว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลเกี่ยวข้องกับการพิจารณามูลค่าของกิจการเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เงินปันผลเป็นการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น ดังนั้นกิจการควรใช้เงินปันผลเหล่านี้เป็นทุนหากไม่ได้แจกจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น หากผลตอบแทนของกิจการน้อยกว่าต้นทุนของทุน กิจการควรที่จะกระจายกำไรในรูปของเงินปันผลเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ธุรกิจจะมีโอกาสลงทุน เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น ดังนั้น ธุรกิจจะลงทุนเพื่อให้ได้กำไรสะสม ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและต้นทุนของทุนมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการพิจารณานโยบายการจ่ายเงินปันผล สรุปได้ดังนี้

1) ถ้าหากผลตอบแทนของกิจการนั้นสูงกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรจะไม่จ่ายปันผล และนำเงินไปลงทุนเพื่อขยายกิจการ

2) ถ้าหากผลตอบแทนของกิจการนั้นต่ำกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรจ่ายปันผล 100% และ ไม่ลงทุนเพื่อขยายกิจการ

3) ถ้าหากผลกำไรหรือผลตอบแทนของกิจการนั้นเท่ากับในส่วนของต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรต้องพิจารณาว่าจะจ่ายปันผล หรือนำไปลงทุนเพื่อขยายกิจการหรือผสมผสานกันทั้งสองแบบแต่ทั้งนี้เงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นแท้ ต่อเมื่อสมมติฐาน เป็นไปดังนี้

3.1 กำไรสะสมเป็นแหล่งทุนแหล่งเดียวในการลงทุนของกิจการ โดยไม่มีเงินทุนจากที่อื่น

3.2 ต้นทุนจากเงินทุนในส่วนทุนและอัตราผลตอบแทนจากการที่ลงทุน มีค่าคงที่ แม้ว่า การตัดสินใจลงทุนใหม่จะเกิดขึ้นและความเสี่ยงของกิจการยังคงอยู่เหมือนเดิม

3.3 อายุของบริษัทไม่มีสิ้นสุดซึ่งจากทฤษฎี Bird in Hand และสมมติฐานของ Walter มีข้อสมมติฐานที่ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง ดังนี้

3.3.1 ข้อสมมติฐานอันไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกจากกำไรสะสม

3.3.2 ต้นทุนจากเงินลงทุนและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมีค่าคงที่ซึ่งเกิดขึ้น

#### The Bird in the hand Theory

Gordon (1963) และ Lintner (1962) ได้อธิบายในส่วนของนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้นว่าความสำคัญต่อมูลค่าขององค์กร พุดถึงการจ่ายเงินปันผลสามารถเพิ่มมูลค่าของหุ้นสามัญ เนื่องจากผู้ถือหุ้นต้องการรับเงินปันผลในตอนนี้มากกว่ากำไรสะสมเพื่อลงทุนใหม่ เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความไม่แน่นอนว่าในอนาคตจะได้รับตัวเงินมากเท่ากับเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันหรือไม่

#### The Residual dividend Theory

นักลงทุนจะเต็มใจให้กิจการลงทุนต่อไปโดยไม่ต้องจ่ายเงินปันผล หากโครงการลงทุนในอนาคตของกิจการสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในธุรกิจอื่นตามแนวคิดเรื่องต้นทุนของทุน มาใช้ควบคู่กับผลตอบแทนจากการลงทุน ซึ่งต้นทุนของเงินทุนจะแตกต่างกันไปตามแหล่งเงินทุน เช่น หากธุรกิจได้รับเงินทุนจากเงินกู้ ต้นทุนของเงินทุนคืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ สำหรับการจัดหาเงินทุนโดยใช้กำไรสะสม ต้นทุนของเงินทุนจากกำไรสะสมคือค่าเสียโอกาสหากผู้ถือหุ้นนำกำไรสะสมไปลงทุนในธุรกิจอื่นที่มีความเสี่ยงเดียวกัน (สุดาพร ศิริกะนันท์, 2545)

#### ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ปัจจุบันธุรกิจต่างๆ ได้พัฒนารูปแบบจากธุรกิจเจ้าของคนเดียวไปสู่ธุรกิจที่มีลักษณะเปิดเผยต่อสาธารณะมากขึ้น กล่าวคือ มีนักลงทุนเข้ามาถือหุ้นในบริษัทเหล่านั้นมากขึ้น ดังนั้นทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) จึงถูกเสนอโดย Jensen & Meckling (1976) ซึ่งเป็นทฤษฎี เกิดจากแนวคิดที่ว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารกิจการได้โดยลำพัง จึงต้องมีผู้เข้ามาช่วยบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทฤษฎีผู้แทน อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้แทนว่าเป็นความสัมพันธ์ของบุคคล 2 ฝ่าย กล่าวคือ ฝ่ายผู้ มีอำนาจเป็นหลัก (Principle) ซึ่ง เป็นเจ้าของบริษัท ผู้ถือหุ้นคือผู้ที่ต้องการผลกำไรหรือผลประโยชน์สูงสุดของบริษัท เพื่อให้คุ้มค่ากับเงินหรือสิ่งที่ลงทุนไปมากที่สุด ทั้งนี้ จะคำนึงถึงหรือไม่ว่าผลตอบแทนเหล่านั้นจะได้มาอย่างไร ในขณะที่อีกฝ่ายหนึ่งจะเรียกว่า ตัวแทน (Agent) ซึ่งเป็นผู้รับมอบอำนาจ ในการบริหารหรือผู้บริหารเปรียบได้กับพนักงาน ทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นโดยตัวแทนมีหน้าที่ทำให้ตัวการใหญ่หรือผู้ว่าจ้างได้รับความพึงพอใจสูงสุด ต้องมีวิธีการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพภายใต้



ต้นทุนที่จำกัดและออกแบบการบริหารบริษัทให้เหมาะสมที่สุด . ซึ่งถ้าผู้บริหารสามารถทำงานอย่างเต็มกำลังความสามารถและสร้างกำไรหรือผลงานได้ตรงตามความต้องการของผู้ถือหุ้นโดยไม่เห็นแก่ประโยชน์อันพึงมีพึงได้ของกิจการเป็นของตนเอง ก็จะทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มสูงสุดแก่บริษัท (ศิลาพร ศรีจันทพร, 2551, น. 27-28)ธกานต์ ชาตวงศ์ (2560, น. 190) ได้กล่าวว่า โครงสร้างการถือหุ้นของกิจการสะท้อนถึงอำนาจการควบคุมภายในของกิจการ ซึ่งส่งผลต่อแรงจูงใจของผู้บริหารหรือผู้มีอำนาจการควบคุมการจัดทำรายงานทางการเงินโดยผู้บริหารของธุรกิจที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว มักมีแรงจูงใจในการจัดทำธุรกรรมทางการเงินที่ผิดพลาด ในขณะที่การจัดการของกิจการที่มีโครงสร้างการถือครองแบบกระจายมักจะมีแรงจูงใจในการปรับตัวเลขทางบัญชีที่แสดงในรายงานทางการเงิน จะส่งผลต่อคุณภาพของข้อมูลที่แสดงในรายงานทางการเงิน ปัญหาตัวแทนเกิดจากการที่ตัวแทนใช้อำนาจที่ได้รับจากผู้ถือหุ้นหรือตัวการในการจัดการด้านต่างๆที่คำนึงถึง ผลประโยชน์ของตัวเองมากกว่าการสร้างมูลค่าให้กับธุรกิจโดยให้ผลตอบแทนแก่เจ้าของ มูลค่าที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจึงนำไปสู่ปัญหาหน่วยงาน (Fama & Jensen, 1983) ปัญหาหน่วยงานมักเกิดจากผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ชัด ผลประโยชน์. ผู้ถือหุ้นมักจะสนใจในความมั่งคั่งของธุรกิจอันเป็นผลมาจากการเพิ่มมูลค่าของบริษัท แต่ผู้บริหารจะทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการบริหารและจัดการธุรกิจ ส่วนใหญ่จะไม่มีส่วนได้เสียในธุรกิจจึงให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ความขัดแย้งดังกล่าวจะทำให้การบริหารธุรกิจและการบริหารกำไรขาดประสิทธิภาพกลายเป็นต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการจัดการงานที่บริษัทต้องแบกรับโดยเรียกว่าจุดเริ่มต้นส่วนนี้ของกองทุน “ต้นทุนหน่วยงาน” (วันดี เวทวงศ์กุล, 2550, น. 1) โดยกิจการสามารถบริหารจัดการเพื่อช่วยลดต้นทุน ในส่วนนี้ได้ โดยการสร้างแรงจูงใจผู้บริหารโดยการให้ค่าตอบแทนซึ่งมีเงื่อนไขขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรจะทำให้ฝ่ายบริหารมีการบริหารจัดการบริษัทอย่างเต็มความสามารถ และมีการตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหารโดยคณะกรรมการอิสระ ผู้ตรวจสอบภายนอกหรือผู้ตรวจสอบ (อินทิพากุลย์ ศรประสิทธิ์, 2554, น. 9-11) ปัญหาตัวแทนสามารถแบ่งประเภทได้ 3 ประเภทดังนี้

1. ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการกับผู้บริหาร (OwnerManager Problem)กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการกับผู้บริหารในกิจการขนาดเล็ก ที่เจ้าของกิจการ มักจะเป็นผู้บริหาร เมื่อเกิดปัญหาหรือความผิดพลาดในการบริหารงาน เจ้าของกิจการจึงต้อง รับผิดชอบแต่เพียงผู้เดียว แต่เมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้นมีการระดมทุนจากภายนอกกิจการ ทำให้ กิจการผู้มีส่วนได้เสียของกิจการเพิ่มมากขึ้นจึงต้องจ้างผู้บริหารเพื่อเข้ามาช่วยในการบริหารงานของ กิจการ โดยเจ้าของกิจการมีเป้าหมายคือเพื่อให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น สร้างความมั่งคั่ง อย่างยั่งยืนให้แก่กิจการและผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจเกิดความขัดแย้งกับผู้บริหาร ซึ่งมีเป้าหมายคือเพื่อสร้าง ผลประโยชน์

ให้กับตนเอง จนในบางครั้งไม่ได้คำนึงถึงผลประโยชน์ของกิจการและผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ผู้บริหารอาจจะกระทำเพื่อเอื้อประโยชน์ให้กับตนเอง เช่น ออกกฎระเบียบต่างๆ เพื่อเอื้อให้ตนเอง และพวกพ้อง มีการใช้จ่ายเงินของกิจการโดยไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ให้กับบริษัท กิจการ แก้ปัญหาโดยการจ่ายผลตอบแทนขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ จัดให้มีกรรมการซึ่ง ตัวแทนของผู้ถือหุ้น (Board of Directors) เพื่อทำหน้าที่กำกับดูแลให้ผู้บริหารทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และคำนึงถึงผลประโยชน์ของกิจการเป็นหลัก (วีรยา เข็มวงษ์, 2560, น.6)

2. ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย (Majority and Minority

Investors Problem) กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งมีอำนาจในการควบคุมการดำเนินงานของกิจการ ทำให้ผู้ถือหุ้นรายที่ใหญ่มิมีโอกาสที่จะแสวงหา ผลประโยชน์ให้กับตนเองและพวกพ้อง แทนที่คำนึงถึงผลประโยชน์ของกิจการและผลประโยชน์สูงสุด ของผู้ถือหุ้นทั้งหมดของกิจการ แสดงให้เห็นถึงผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่อาจส่งผลกระทบต่อ การดำเนินงานของกิจการ Johnson et al. (2000) ได้ศึกษาพบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมมีแรงจูงใจในการเพิ่มเงินทุนของกิจการและแสวงหาผลประโยชน์ให้ตนเอง

(วีรยา เข็มวงษ์, 2560, น.7)

3. ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ กับ กิจการ (Investor and Stakeholder Problem) กล่าวถึงปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ กับกิจการ โดยผู้ถือหุ้น มีโอกาสที่จะแสวงหาประโยชน์เพื่อตนเองเป็นหลัก และอาจส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้เสียของกิจการ ตัวอย่างเช่น กรณีการเลิกกิจการ ซึ่งเจ้าหน้าที่ของกิจการจะเป็นผู้ที่ได้รับการชดเชยจากกิจการก่อน ผู้ถือหุ้น หรือการที่กิจการมีการก่อหนี้ในระดับสูง ผู้ถือหุ้นก็ต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นจึงทำให้ตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง และคาดหวังผลกำไรสูงขึ้นเพื่อมาชดเชยความเสี่ยงจากการกู้ยืม หากเกิดเหตุการณ์ที่โครงการที่ลงทุนไปนั้นไม่ประสบผลสำเร็จ ก็จะส่งผลให้ความสามารถในการจ่ายชำระคืนแก่เจ้าหน้าที่ของกิจการลดลงตามไปด้วย

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น

การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นปัจจัยพื้นฐานของการทำธุรกิจ สามารถช่วยดึงดูดความสนใจของนักลงทุนและกระตุ้นให้นักลงทุนลงทุนในธุรกิจ แนวทางหนึ่งในการกำกับดูแลกิจการคือการ

กำหนดประเภทโครงสร้างความเป็นเจ้าของและองค์ประกอบที่เหมาะสมที่สุด การศึกษาโดย Bonin และคณะ (2005) แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่แตกต่างกันส่งผลต่อประสิทธิภาพการทำงาน การดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบัน สุขศรี บุตรวงศ์ (2561, น. 14-15) ได้กล่าวไว้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบันมีความซับซ้อนซึ่งผู้ถือหุ้นสถาบันสามารถจำแนกได้เป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่ 1 คือกลุ่มผู้ลงทุนสถาบันที่เป็นผู้ลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจในความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง ที่เกิดจากการลงทุน มีความเข้าใจและศึกษาข้อมูลการลงทุนเป็นอย่างดี (Sophisticated Investors) กลุ่มที่ 2 คือ กลุ่มนักลงทุนสถาบันที่เป็นผู้ลงทุนที่ไม่เข้าใจกระบวนการเปลี่ยนแปลงตัวเลขทางบัญชีทำให้การคาดการณ์หรือการทำนายผิดพลาด (Ebrahim, 2004) หรือการมีส่วนร่วมของนักลงทุนสถาบันในการตัดสินใจ (Ebrahim, 2004) โดยเฉพาะการเข้ามามีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบายของบริษัทซึ่งจะส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัท หรือพยายามใช้อิทธิพลในการจัดการเกี่ยวกับผลประโยชน์ระยะยาวของบริษัท จึงถือได้ว่าผู้ลงทุนสถาบันมีบทบาทหน้าที่ติดตามกลไกการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิผล และคาดว่าจะส่งผลดีต่อผลประโยชน์ของบริษัท (ปิยะณัฐ ฤณพุทฺธม, 2559) และ Pound (1988) ได้กล่าวว่านักลงทุนสถาบัน จะมีความเป็นมืออาชีพและมีประสิทธิภาพมากกว่าผู้ถือหุ้นรายบุคคล อาจมีการชักชวนให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นลงคะแนนเสียงให้กับ การถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติคิดเป็นร้อยละของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะลดปัญหาเรื่องความขัดแย้งระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายอื่นกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารให้ลดลง(สุขศรี บุตรวงศ์, 2561, น.15) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คือ อัตรา ร้อยละของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายหนึ่งหรือของผู้ถือหุ้นหลายรายที่มีจำนวนหุ้น 5 อันดับแรก ซึ่ง สัดส่วนการถือหุ้นแบบนี้จะเป็นลักษณะของการที่ร่วมกันระหว่างความเป็นเจ้าของและอำนาจในการควบคุมกิจการ ซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการมักตกจะอยู่กับกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งอาจจะเป็นกลุ่มครอบครัวที่มีนามสกุลเดียวกัน โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีสิทธิออกเสียงที่เป็น สำคัญในการบริหารบริษัท และมีบทบาทสำคัญในการบริหารจัดการและกำหนดนโยบายของบริษัท (สุขศรี บุตรวงศ์, 2561, น.14) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารสุขศรี บุตรวงศ์ (2561, น. 14-15) ได้กล่าวถึง ทฤษฎี Entrenchment Effect ทฤษฎีการรักษา ผลประโยชน์อย่างเหนียวแน่น ว่าเป็นแนวคิดที่กล่าวถึงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารหรือผลกระทบ Executive Power และ Dividend Yield มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (Hu & Kumar, 2004; Jo & Pan, 2009; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) ก็จะมีบริษัทที่จ่ายปันผลมากเช่นกัน แต่ถ้าผู้บริหารมีอำนาจน้อยกว่าบริษัทก็จะจ่ายเงินปันผล น้อยลงตามไปด้วย ซึ่งจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน แต่จากทฤษฎี

Entrenchment Effect Theory จะมีตรงกันข้ามกับทฤษฎี Alignment Effect ที่กล่าวว่า เมื่อผู้ถือหุ้นมอบหุ้นให้ผู้บริหารเพื่อเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารเข้ามาบริหารบริษัท . โดยมีวัตถุประสงค์ในการทำงานตลอดจนผู้ถือหุ้นโดยอำนาจของผู้บริหารนั้น สามารถวัดได้จากตัวชี้วัดหลายอย่าง เช่น จำนวนหุ้นของบริษัทที่ผู้บริหารถืออยู่ จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถืออยู่เป็นเครื่องบ่งชี้อำนาจในการกำหนดค่าตอบแทนของผู้บริหาร (Hu & Kumar, 2004) นริสา เยาวลักษณ์ (2557, น. 6) ได้กล่าวถึงสมมติฐานการรักษาผลประโยชน์อย่างตื้อรั้น (Entrenchment Hypothesis) เป็นสมมติฐานที่รักษาผลประโยชน์อย่างมั่นคง เป็นสมมติฐานที่ใช้เพื่ออธิบายปัญหาหน่วยงานในบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวหรือ (Concentrated Ownership) ปัญหาเรื่องตัวแทนในบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบนี้จะไม่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร แต่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม (Non-controlling Shareholder) โดย Morck, Shleifer and Vishny (1988) กล่าวว่า สมมติฐานการเก็บรักษานั้นมีลักษณะเหนียวแน่น (Entrenchment Hypothesis) จะเกิดขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้บริหารถือหุ้นจำนวนมากทำให้มีอำนาจในการออกเสียงเพียงพอที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนเองได้ อาจมีแรงจูงใจในการโอนผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยไปเป็นของตนเอง สมมติฐานการจัดตำแหน่งเป็นสมมติฐานที่อธิบายปัญหาของตัวแทน ระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมกับผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุม ตรงกันข้ามกับการรักษาข้อสันนิษฐานของส่วนได้เสีย Fan and Wong (2002) อธิบายว่าการอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมถือหุ้นมากขึ้นอาจช่วยเพิ่มผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจควบคุมมีทิศทางไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมองว่าการถือหุ้นเพิ่มอาจไม่ทำให้สิทธิในการออกเสียงหรืออำนาจในการควบคุมบริษัทเปลี่ยนแปลงไปมากนัก ดังนั้นหากผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมยังคงเห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนเป็นหลัก ก็อาจทำให้มูลค่าหุ้นของกิจการที่ตนบริหารและถืออยู่ลดลงได้ในที่สุด แต่ถ้าผู้ถือหุ้น ผู้บริหารตัดสินใจในการบริหารเพื่อสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัท มูลค่าหุ้นของบริษัทที่บริหารและถืออยู่จะเพิ่มขึ้นตาม ซึ่งสอดคล้องกับ Convergence of Interest Hypothesis ของ Morck et al. (2531) ซึ่งระบุว่าหากคนในหรือผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นจะช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัท เพิ่มขึ้นตามลำดับ (นริสา เยาวลักษณ์ 2556, น.7)

ทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

#### 1. ขนาดของบริษัท (Firm Size)

บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีตัวเลือกทางการเงินและแหล่งเงินทุนที่หลากหลายกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทขนาดใหญ่มีน้อยกว่า ซึ่งสอดคล้องกับ

ทฤษฎีต้นทุน-ผลประโยชน์ของการก่อหนี้ และแนวคิดต้นทุนการล้มละลาย Rajan and Zingales (1995) พบว่าบริษัทขนาดเล็กมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงกว่า และการจัดหาเงินทุนจะนิยมกู้ผ่านสถาบันการเงินมากกว่า ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ ในการจัดหาเงินทุนนิยมออกหุ้นกู้ ซึ่งเป็นการกู้ยืมจากประชาชนทั่วไป นักลงทุนภายนอกโดยตรงจึงมีทางเลือกในการระดมทุนมากขึ้น ดังนั้น ปัจจัยด้านขนาดของบริษัทจึงสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับระดับของเลเวอเรจ ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ซึ่งกล่าวว่าเมื่อบริษัทขนาดใหญ่ต้องการระดมทุนในรูปของหนี้ นักลงทุนในบริษัทจะต้องได้รับแจ้งเกี่ยวกับเงินกู้ดังกล่าว ส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่ระดมทุนในรูปของทุนมากกว่าตราสารหนี้ ดังนั้นตามแนวคิด ปัจจัยด้านขนาดของบริษัทจึงมีความสัมพันธ์ผกผันกับระดับของเลเวอเรจ

## 2. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจะสามารถใช้ประโยชน์จากทรัพยากรที่มีอยู่ของบริษัทได้มากน้อยเพียงใด? หากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงก็จะสามารถดึงดูดนักลงทุนจากภายนอกเข้ามาลงทุนได้ เพราะโดยพื้นฐานแล้วนักลงทุนที่ต้องการลงทุนย่อมต้องการผลกำไรในระดับสูง จากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนแบบลำดับขั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทจะเลือกใช้การจัดหาเงินทุนภายในก่อนการแสวงหาเงินทุนภายนอก เนื่องจากการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกจะมีต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าจากแหล่งภายใน และการออกหุ้นทุนเป็นสัญญาณเชิงลบสำหรับนักลงทุน ดังนั้น บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงควรมีระดับหนี้สินที่ต่ำ ซึ่งสะท้อนถึงความสัมพันธ์แบบผกผันระหว่างความสามารถในการทำกำไรและการก่อหนี้ ในขณะที่ทฤษฎีประสิทธิภาพต้นทุนจะพิจารณาความสามารถในการทำกำไร ผลประโยชน์ที่เกิดจากหนี้สินที่เกิดขึ้น แสดงให้เห็นความสัมพันธ์คู่ขนานระหว่างความสามารถในการทำกำไรและระดับของเลเวอเรจเนื่องจากทุนตัวแทน ภาษี และต้นทุนการล้มละลาย เป็นปัจจัยสนับสนุนให้บริษัทลดการจ่ายภาษีลง โดยจะคัดเลือกจากแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนการล้มละลายลดลง และการที่บริษัทสามารถนำดอกเบี้ยมาใช้เป็นค่าใช้จ่ายที่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ กำไรของบริษัท ก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

## 3. อัตราการเติบโต (Growth)

การเติบโตของบริษัทมีความสำคัญต่อทั้งเจ้าหน้าที่และเจ้าของธุรกิจ เนื่องจากส่วนของเจ้าของขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตของผลประกอบการหรือรายได้ และในส่วนของเจ้าหน้าที่ ความสำคัญของความสำเร็จในอนาคตของธุรกิจจึงเกี่ยวข้องกับการเติบโต โดยตรง เนื่องจากบริษัทที่มีผลกำไรแสดงว่าสามารถชำระคืนเงินกู้ได้ Jensen and Meckling (1976) พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมมีทิศทางผกผันกับระดับหนี้สิน เนื่องจากการเติบโต การเติบโตของบริษัทเป็นสินทรัพย์ที่ซื้อขายไม่ได้ ไม่

สามารถใช้เป็นหลักประกันในการก่อหนี้ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดเรื่องความขัดแย้งระหว่างบุคคล แต่ทฤษฎีทางการเงินแบบลำดับชั้นพบว่าอัตราการเติบโตของ บริษัท นั้นสอดคล้องกับระดับของเลเวอเรจ ซึ่งจากการดำเนินธุรกิจยังมีอัตราการเติบโตของธุรกิจสูงก็ยิ่งต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อลงทุนในโครงการต่างๆ ของบริษัท เพื่อขยายพันธูโคให้มากขึ้น

#### 4. สินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset) สินทรัพย์ถาวร

เป็นสิ่งที่บริษัทมีอยู่ในครอบครอง ยิ่งบริษัทมีสินทรัพย์ถาวรมากเท่าใด ก็ยังมีโอกาสที่จะได้รับเงินทุนจากแหล่งต่างๆ มากขึ้นเท่านั้น เพราะจะทำให้ผู้ให้กู้เชื่อว่าทรัพย์สินเหล่านั้นสามารถขายและชำระคืนได้ ทั้งทรัพย์สิน อาคาร อุปกรณ์ เครื่องจักร Jensen and Meckling (1976) และ Myers (1977) พบว่าการจัดการเงิน Leverage อาจนำไปสู่การลงทุนที่น้อยเกินไป เป็นการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งสะท้อนถึงปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ตามทฤษฎีตัวแทน ส่งผลให้เจ้าหน้าที่ต้องการสินทรัพย์เป็นหลักประกันเพื่อลดความเสี่ยง ในขณะที่บริษัทที่ไม่สามารถให้หลักประกันได้ต้องมีไว้ครอบครอง การสร้างหนี้จึงควรเป็นสัดส่วนกับสินทรัพย์ถาวรที่ธุรกิจครอบครองอยู่ ดังนั้นตามทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ Grossman and Hart (1982) พบว่าแนวคิดเรื่องความขัดแย้งระหว่างบุคคลแสดงให้เห็นความสัมพันธ์ผกผันระหว่างระดับของหนี้ และสินทรัพย์ถาวรเนื่องจากบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมีหลักประกันต่ำสำหรับเงินกู้ สิ่งนี้ทำให้ผู้ให้กู้ไม่สามารถเชื่อถือได้ นั่นเป็นเหตุผลสำหรับการสูญเสียเงินทุนกับตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร บริษัทจึงต้องเพิ่มระดับหนี้เพื่อบริหารการดำเนินงานของบริษัท ควบคุมเจ้าหน้าที่และสถาบันการเงินได้มากขึ้น นอกจากนี้ การที่บริษัทมีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมากจะทำให้บริษัทมีภาระในกรณีที่ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานของทุนคงที่สูงขึ้นและโอกาสที่บริษัทจะล้มละลายก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ดังนั้น การมีสินทรัพย์ถาวรที่สูงขึ้นจะส่งผลให้บริษัทมีภาระหนี้ที่ลดลง

#### 5. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield)

จากทฤษฎีการพิจารณาทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ กล่าวว่า รายการภาษี (tax Shield) มีผลต่อการใช้หนี้เงินกู้ เพราะสามารถช่วยลดหย่อนภาษีได้ ดังนั้นรายการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นรายการที่ไม่ได้ชำระเป็นเงินสด ดังนั้นจึงเป็นค่าใช้จ่ายหรือทุนจำนวนมากที่ปรากฏในงบการเงิน หากเป็นบริษัทที่มีกำไร สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่สูงอยู่แล้วจะทำให้ภาระหนี้ภายนอกลดลง ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าสิทธิประโยชน์ทางภาษีมีความสัมพันธ์ผกผันกับระดับการก่อหนี้ DeAngelo และ Masulis (1980) พบว่าประโยชน์ของการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกผ่านการก่อหนี้คือการเก็บภาษี น้อยลง นอกจากจะใช้ดอกเบี้ยเพื่อลดหย่อนภาษีแล้ว บริษัทยังมีทางเลือกในรายการอื่นที่สามารถทำกำไรได้ ผลประโยชน์ทางภาษีรวมถึงค่าเสื่อมราคา ค่าตัดจำหน่าย มีการใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ต้องรับผิดชอบข้างสูงอยู่แล้ว สิทธิประโยชน์ทางภาษีก่อนหนี้จากภายนอก

บริษัท สะท้อนถึงความสัมพันธ์แบบผกผันระหว่างการจัดหาเงินกู้และสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ไม่เป็นหนี้

#### 6. ความสามารถในการชำระหนี้ (Debt Service Coverage Ratio)

สิ่งที่แสดงถึงความมั่นคงทางการเงินของบริษัทในการชำระหนี้จากรายได้ที่ได้รับ เนื่องจาก หนี้สินที่มีอยู่เป็นความเสี่ยงทางการเงิน หากบริษัทไม่สามารถชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ได้ อาจนำไปสู่การฟ้องร้องล้มละลายได้ Grossman and Hart (1982) พบว่าการใช้หนี้เป็นกลไกทำให้การบริหารมีประสิทธิผลมากขึ้น การก่อหนี้มากขึ้นจะเพิ่มโอกาสที่บริษัทจะล้มละลาย ในทางกลับกันก็เป็นเครื่องมือบีบให้ผู้บริหารทำงานให้มีคุณภาพมากขึ้นเช่นกัน ดังนั้นสรุปได้ว่าปัจจัยความสามารถในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ใกล้เคียงกับระดับของภาระหนี้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างทุนที่มีแนวคิดในการพิจารณาแยกทุนและผลประโยชน์ ผลประโยชน์ที่เกิดจากหนี้ที่ก่อขึ้น บริษัทต้องเลือกระหว่างผลประโยชน์ของหนี้และทุนของการล้มละลาย

แนวคิดเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุน

อัตราผลตอบแทนถือเป็นแรงจูงใจที่สำคัญในการลงทุนของนักลงทุน ซึ่งแบ่งได้ 4 ประเภท ตามการแบ่งประเภทของศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตามที่ ปุณฺณชรีสมิ์ บริษัทหลักทรัพย์ (2556) ได้สรุปไว้ ดังนี้

1. กำไรที่ได้รับจากการขายหุ้นสามัญในราคาที่สูงกว่าราคาที่ซื้อหุ้นสามัญมา
2. เงินปันผล หรือผลตอบแทนในรูปของเงินที่บริษัทผู้ออกตราสารตกลงที่จะจ่ายให้แก่ นักลงทุนที่ถือตราสารนั้น โดยจำนวนเงินปันผลที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารนั้น ต้องเป็นไปตามมติ ที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการนั้นๆ
3. เงินได้จากการนำผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน เช่น เงินปันผลหรือส่วนต่างจากขาย ไปหารายได้จากการลงทุนใหม่หรือนำไปลงทุนต่อ ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ลงทุนใหม่อีกรอบ
4. ผลประโยชน์อื่นที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการลงทุน เช่น
  - 4.1 การแตกหุ้น ซึ่งจะไม่กระทบกับสัดส่วนการถือครองหุ้นและมูลค่าของหุ้นที่ผู้ถือหุ้น ถือครองอยู่ แต่จะส่งผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นลดลงตามอัตราส่วนที่แตกหุ้น
  - 4.2 สิทธิการซื้อหุ้นที่ออกใหม่ เป็นสิทธิที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายเดิม ของบริษัท ในการจองซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่จากการเพิ่มทุน ซึ่งจะมีการกำหนดสัดส่วนให้เป็นไป ตามสัดส่วนเดิมของหุ้นที่ผู้ลงทุนรายนั้นถือครองอยู่ และในราคาที่กำหนดไว้ ซึ่งโดยปกติมักจะมีราคา ต่ำกว่าราคาที่มีการซื้อขายกันในตลาดรองหรือต่ำกว่าราคาที่เสนอขายให้แก่บุคคลทั่วไปในตลาด หลักทรัพย์

4.3 หุ้นปันผล โดยบริษัทจะทำการออกหุ้นใหม่ เพื่อจ่ายเป็นเงินปันผลตอบแทนให้แก่ ผู้ถือหุ้นที่มีรายชื่อในสมุดทะเบียนหุ้น ณ วันปิดสมุด

จอร์จ สังก์แก้ว (2544, น. 155-157) ได้ให้ความหมายของผลตอบแทน ไว้ว่า เป็นสิ่งที่นักลงทุน นำมาใช้เพื่อการพิจารณาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ ซึ่งผลตอบแทนเป็นสิ่งจูงใจ ที่สำคัญในกระบวนการลงทุนหรือตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน และเป็นผลประโยชน์ที่ผู้ลงทุนจะได้รับ จากการลงทุนในหลักทรัพย์ ดังนั้น ในกระบวนการวิเคราะห์หลักทรัพย์นักลงทุนควรต้องทำการพิจารณา อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน โดยผลตอบแทนจากการลงทุน สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท

1. Yield คือ รายได้หรือกระแสเงินสดรับ ที่นักลงทุนจะได้รับในช่วงระยะเวลาที่ลงทุน โดยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนจะได้รับมีหลายรูปแบบ ซึ่งอาจอยู่ในรูปแบบของ ดอกเบี้ย เงินปันผล หรือเงินสด ที่ผู้ออกหลักทรัพย์หรือตราสารจ่ายให้แก่ผู้ถือ

2. Capital Gain (Loss) คือ เป็นการเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์ หรือกล่าวได้ว่า เป็นกำไรหรือขาดทุนที่ผู้ลงทุนได้รับจากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาสูงขึ้นหรือต่ำกว่าราคาซื้อ (ส่วนต่างของราคาขายกับราคาซื้อ)

ความเสี่ยง (Risk) หมายถึง โอกาส ที่จะได้รับผลตอบแทนไม่ตรงกับผลตอบแทนที่นักลงทุน คาดหวังไว้ อันเนื่องมาจากสาเหตุต่าง ๆ ซึ่งความเสี่ยง ทั้งหมดในระบบหรือในตลาดหลักทรัพย์ โดย ความเสี่ยง สามารถแบ่งได้ออกเป็น 2 ประเภท คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบและความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน, สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

1. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ หรือ Unsystematic Risk หมายถึง ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นโดยไม่เป็น

ระบบ ซึ่งจะเกิดจากลักษณะของหลักเฉพาะตัวของหลักทรัพย์เอง สำหรับความเสี่ยงประเภทนี้สามารถ ทำให้ลดลงหรือหมดไปได้ด้วยวิธีการกระจายความเสี่ยง โดยการลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า 1 หลักทรัพย์ หรือหลักทรัพย์หลายประเภท โดยความเสี่ยงประเภทนี้จะสามารถแบ่งออกได้ 2 ประเภท ดังนี้

1.1 ความเสี่ยงจากการบริหาร หรือ Management Risk เกิดจากความผันผวนที่เกิดขึ้น จากการบริหารจัดการของผู้บริหาร หรือเกิดจากดำเนินงานของกิจการ เช่น นโยบายในการบริหารงาน หรือการดำเนินงาน โครงสร้างที่เกิดจากการผลิตสินค้าเพื่อออกจำหน่าย การทุจริตของผู้บริหาร หรือ การตัดสินใจที่ผิดพลาดของผู้บริหาร เป็นต้น



1.2 ความเสี่ยงทางการเงิน หรือ Financial Risk เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอน ของกำไรของกิจการ ซึ่งเป็นผลมาจากโครงสร้างทางการเงินของกิจการ

2. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ หรือ Systematic Risk เป็นความเสี่ยงที่ส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์มีความผันผวนหรือเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ได้รับจากการลงทุน โดยความเสี่ยงประเภทนี้จะไม่สามารถควบคุมได้และจะส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ของทุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้อาจจะเกิดจาก

2.1 การเปลี่ยนแปลงของระดับของราคาสินค้า ซึ่งจะมีผลกระทบต่ออำนาจซื้อของนักลงทุน ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราเงินเฟ้อ

2.2 การเปลี่ยนแปลงของระดับอัตราดอกเบี้ย ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์นั้น โดยจะมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ผกผันกัน กล่าวคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ที่จะลดลง หรือถ้าอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลงจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ เพิ่มขึ้น

2.3 การเปลี่ยนแปลงของทัศนคติของผู้ลงทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อการลงทุนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.4 การเปลี่ยนแปลงของภาวะของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในช่วงที่มีการซื้อขายกันในปริมาณมาก หรือ Bull Market หรือตลาดอยู่ในช่วงซบเซา หรือ Bear Market

2.5 เหตุการณ์ที่อาจจะเกิดขึ้นโดยนักลงทุนไม่คาดคิดว่าจะเกิดขึ้นมาก่อน เช่น การเกิดเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เหตุการณ์โรคระบาด การเกิดวินาศกรรม การก่อการร้าย เป็นต้น ดังนั้น ผู้ลงทุนจะต้องตระหนักถึงความเสี่ยงในการลงทุนเสมอ ซึ่งผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุน อาจจะสูงหรือต่ำซึ่งนักลงทุนควรเลือกทางเลือกการลงทุนที่สอดคล้องกับระดับการยอมรับความเสี่ยงของตน โดยมีการประเมินความเสี่ยงที่ตนสามารถยอมรับได้ หากผู้ลงทุนยอมรับความเสี่ยงได้ในระดับต่ำก็ควรเลือกลงทุนที่มีความเสี่ยงในระดับที่ไม่สูงนัก แต่ก็ต้องยอมรับว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ไม่สูงเช่นกันหากผู้ลงทุนสามารถยอมรับความเสี่ยงได้ในระดับสูง ก็อาจจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงได้

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการคัดเลือกหลักทรัพย์ สำหรับดัชนี SET100

1.แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 เริ่มดำเนินการเมื่อวันที่ 30 เมษายน พ.ศ.2518 อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงาน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยวัตถุประสงค์ต้องการจัดให้มีศูนย์กลาง การซื้อขายหลักทรัพย์ รวมทั้งบริการที่เกี่ยวข้อง และมีมาตรการอันเหมาะสมเพื่อคุ้มครองประโยชน์ของ ประชาชนส่วนรวมและเพื่อส่งเสริมการระดมเงินทุนในการพัฒนาประเทศและพัฒนาตลาดทุน สามารถแบ่งสถานะของหลักทรัพย์ตามผู้ออกหลักทรัพย์ได้เป็น 2 ประเภท ประกอบด้วย

1. หลักทรัพย์ภาคเอกชน หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยภาคเอกชน บริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ และสถาบันการเงิน ซึ่งอยู่ในการควบคุมดูแลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ซึ่งหลักทรัพย์ภาคเอกชน มีทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน ได้แก่ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้น หน่วยลงทุน ตัวแลกเงิน และหุ้นกู้ เป็นต้น
2. หลักทรัพย์ภาครัฐบาล หมายถึง หลักทรัพย์ที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐบาลและ รัฐวิสาหกิจ ได้แก่ ตราสารหนี้รัฐบาล ตัวเงินคลัง ตัวสัญญาใช้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรออมทรัพย์ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ เป็นต้น

โดยหลักทรัพย์ที่ออกโดยภาคเอกชนจะได้รับความนิยมจากนักลงทุนมากกว่าหลักทรัพย์ ที่ออกโดยหน่วยงานของรัฐบาล เนื่องจากมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงและและหลักทรัพย์ภาครัฐบาล ผู้ซื้อส่วนใหญ่จะเป็นสถาบันการเงินที่มีวัตถุประสงค์จะนำหลักทรัพย์ภาครัฐบาลมาเป็นเงินสดสำรอง คงคลังตามกฎหมายของกระทรวงการคลัง สำหรับหลักทรัพย์ภาคเอกชนที่ได้รับความนิยมจาก นักลงทุนในปัจจุบัน สามารถแบ่งประเภทเป็น 5 ประเภทหลักๆ ดังนี้

1. หุ้นสามัญ เป็นตราสารประเภทหุ้นทุนที่ผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ โดย ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลและกำไรจากมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น
2. หุ้นบุริมสิทธิ เป็นตราสารประเภทหุ้นทุนมีลักษณะคล้ายกับคล้ายกับหุ้นสามัญ แต่ จะไม่มีสิทธิออกเสียงในการบริหาร ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้ผลตอบแทนในรูปของรับเงินปันผลในอัตรา แนนอนและมีสิทธิเหนือหุ้นสามัญตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในการออกหุ้นบุริมสิทธิ และในกรณีที่เกิดกิจการ จะได้รับสิทธิในการชำระคืนเงินทุนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ
3. หุ้นกู้ เป็นตราสารหนี้ที่บริษัทจดทะเบียน หรือ บริษัท มหาชน จำกัด ออกมาเพื่อกู้เงิน ระยะยาวจากผู้ลงทุน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระดมทุนสำหรับใช้ในกิจการต่างๆ ของบริษัท เช่น เพื่อ การลงทุน ขยายกิจการ ซื้ออุปกรณ์ หรือเพื่อก่อสร้างโรงงาน เป็นต้น โดยผู้ลงทุนจะมีฐานะเป็นเจ้าของหนี้ ของ

บริษัทและจะได้ผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ย ตัวอย่างของหุ้นกู้ที่มีการออกจำหน่ายในปัจจุบันได้แก่ หุ้นกู้ด้อยสิทธิ หุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิ หุ้นกู้แปลงสภาพ หุ้นกู้ชนิดมีหลักทรัพย์ค้ำ เป็นต้น

4. หน่วยลงทุน เป็นตราสารหรือหลักฐานแสดงสิทธิในทรัพย์สินของโครงการจัดการลงทุน ออกจำหน่ายโดยบริษัทจัดการลงทุน (บลจ.) มีลักษณะเป็นกองทุนรวม โดยมีนโยบายในการนำเงิน ไปลงทุนในกองทรัพย์สินตามที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน โดยผู้ถือหน่วยลงทุนจะได้รับผลตอบแทน ในรูปของได้รับเงินปันผลตอบแทนจากผลกำไรที่เกิดขึ้น

5. ใบแสดงสิทธิการจองหุ้น เป็นตราสารชนิดหนึ่งที่ทำให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหลักทรัพย์ ที่ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นอ้างอิงอยู่ (Underlying Asset) ตามราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) จำนวน ที่ให้ใช้สิทธิ (นิยมใช้เป็นอัตราส่วน) และภายในระยะเวลาการใช้สิทธิที่กำหนดไว้ล่วงหน้า (ตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย, 2557)

2.แนวคิดเกี่ยวกับการคัดเลือกหลักทรัพย์สำหรับดัชนี SET100

ดัชนี SET100 (SET100 Index) เป็นดัชนีที่จัดทำขึ้นเพื่อให้เป็นดัชนีอ้างอิง โดยคัดเลือก กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูง จำนวน 100 หลักทรัพย์รอบระยะเวลาในการทบทวน (Index Review Period) การทบทวนรายชื่อหลักทรัพย์ ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 ดัชนี SET100 และดัชนี SETHD จะดำเนินการทุกครึ่งปี ในช่วง เดือนมิถุนายน (สำหรับรายชื่อที่ใช้ในช่วงครึ่งหลังของปี) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 มิถุนายน ปีก่อนหน้า ถึง 31 พฤษภาคมของปีทำการคัดเลือก และช่วงเดือนธันวาคม (สำหรับรายชื่อที่ใช้ในช่วงครึ่งแรก ของปีถัดไป) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ 1 ธันวาคมปีก่อนหน้า ถึง 30 พฤศจิกายนของปีทำการคัดเลือกการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และดัชนี SET100 ในแต่ละรอบทบทวน หลักทรัพย์ที่จะเป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และดัชนี SET100 ต้องมีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

1. เป็นหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ และเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนมาแล้ว ไม่น้อยกว่า 6 เดือน ยกเว้นกรณีหลักทรัพย์เข้าใหม่ที่มีคุณสมบัติตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อ หลักทรัพย์ระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี

2. ไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติดังต่อไปนี้

2.1 อาจถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ

2.2 อยู่ระหว่างดำเนินการเพิกถอนจากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

2.3 ถูกสั่งพักการซื้อขาย (ขึ้นเครื่องหมาย SP) เป็นระยะเวลานาน

- 2.4 และมีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นระยะเวลานาน (เช่น 3 เดือน เนื่องจาก ไม่สามารถนำส่งงบการเงินได้ เป็นต้น)
- 2.5 เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ผิดนัดชำระหนี้แล้ว และ/หรือยังไม่สามารถชำระหนี้ได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ
- 2.6 เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ล้มละลาย เข้าสู่กระบวนการเพื่อฟื้นฟูกิจการ หรือชำระบัญชี
- 2.7 เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทที่ผู้สอบบัญชีไม่แสดงความเห็นต่องบการเงิน หรือแสดงความเห็นว่างบการเงินไม่ถูกต้อง โดยพิจารณาจากความเห็นต่องบการเงินงวดล่าสุด ซึ่งรวมถึง คำสั่งแก้ไขงบการเงิน หรือคำสั่งให้ตรวจสอบงบการเงินเป็นกรณีพิเศษ ของหน่วยงานกำกับดูแลทั้งแบบที่ระบุเป็นงบการเงินงวดล่าสุด และแบบไม่ระบุงวดของงบการเงิน โดยบริษัทยังไม่แก้ไข งบการเงินงวดดังกล่าว
3. เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงสุด 200 ลำดับแรก โดยพิจารณาจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 3 เดือน ทั้งนี้ในกรณีของหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบ ที่มีข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดไม่ถึง 3 เดือน จะพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด เฉลี่ยต่อวันย้อนหลังตั้งแต่วันที่หลักทรัพย์นั้นเข้าจดทะเบียนซื้อขาย
4. เป็นหลักทรัพย์ที่มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว
5. เป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอตามสภาพปกติของตลาด โดย มูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์นั้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ของ หลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญทั้งตลาดในเดือนเดียวกัน เป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 9 ใน 12 เดือน หรือน้อยกว่า 3 ใน 4 สำหรับหลักทรัพย์ที่เข้าซื้อขายน้อยกว่า 12 เดือน แต่มากกว่า 6 เดือน ทั้งนี้ กรณีหลักทรัพย์ ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การเปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี มูลค่าซื้อขาย ของหลักทรัพย์นั้นต้องผ่านเกณฑ์ดังกล่าวเป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของ ระยะเวลาที่หลักทรัพย์เข้าซื้อขาย
6. เป็นหลักทรัพย์ที่มีจำนวนหุ้นซื้อขายไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของจำนวนหุ้นจดทะเบียน ของหลักทรัพย์นั้น ๆ ในเดือนที่มูลค่าซื้อขายของหลักทรัพย์ผ่านเงื่อนไขตามข้อ 5
7. หากมีจำนวนหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้นน้อยกว่า 105 หลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์ฯ จะดำเนินการตามขั้นตอนตามลำดับต่อไปนี้

7.1 ลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์จากร้อยละ 50 ลงครึ่งละ ร้อยละ 5 ทั้งนี้ การลดอัตราส่วนของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 20

7.2 ลดจำนวนเดือนที่หลักทรัพย์ต้องผ่านเกณฑ์ด้านมูลค่าการซื้อขายจาก 9 เดือน ลงครึ่งละ 1 เดือน ทั้งนี้ ต้องไม่ต่ำกว่า 6 เดือน ยกเว้นหลักทรัพย์ที่ได้รับการคัดเลือกตามเกณฑ์การ เปลี่ยนแปลงรายชื่อหลักทรัพย์ระหว่างรอบ

7.3. ลดอัตราส่วนของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายจากร้อยละ 5 ลงครึ่งละร้อยละ 0.5

ทั้งนี้ ต้องไม่ต่ำกว่าร้อยละ 1 อนึ่ง เพื่อให้ได้หลักทรัพย์ครบตามจำนวนที่กำหนด ตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจพิจารณา ปรับลดอัตราส่วนของมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อหลักทรัพย์ หรืออัตราส่วนของจำนวนหุ้นที่มีการซื้อขายลงอีก ทั้งนี้ เป็นไปตามที่คณะกรรมการด้านดัชนีเห็นว่าเหมาะสม

หลักทรัพย์ที่ผ่านคุณสมบัติข้างต้น จะได้รับการจัดลำดับตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคา ตลาดเฉลี่ย โดยหลักทรัพย์ในลำดับที่ 1 - 50 จะเป็นหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 และหลักทรัพย์ในลำดับที่ 1 - 100 จะเป็นหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100

หลักทรัพย์สำรอง (Reserve List) ประกอบด้วย หลักทรัพย์อันดับที่ 51 - 55 เป็นรายชื่อ สำรองของหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 หลักทรัพย์อันดับที่ 101 - 105 เป็นรายชื่อสำรองของหลักทรัพย์ที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2562) สรุปร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีศักยภาพ หรือ มีการซื้อขายอยู่ใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 50 และ 100 ลำดับแรก เพื่อกำหนดเป็น ดัชนี SET50 และ SET100 ซึ่งจะมีการทบทวนทุกๆ 6 เดือน เพื่อความเหมาะสมและสอดคล้องเข้ากับกับการ เปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นกับภาวะสถานการณ์ในตลาดหลักทรัพย์ เช่น กรณีที่มีบริษัทจดทะเบียน เข้าใหม่ หรือกรณีที่มีการเพิ่มทุนทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนซึ่งอาจส่งผลให้หุ้นสามัญบางตัวที่ไม่ได้ ถูกคัดเลือกนำมาก่อนมีคุณสมบัติครบถ้วนขึ้น และสามารถนำมาใช้ในการคำนวณ SET50 Index และ SET100 Index ได้ โดยหลักทรัพย์ที่เข้าเกณฑ์ SET50 Index และ SET100 Index จะต้องเป็น หลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานที่ดี มีมูลค่าการซื้อขาย หรือมูลค่ารวมในตลาดสูงเป็น 50 หรือ 100 อันดับแรก มีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ หรือมีสภาพคล่องสูง เป็นเป็นหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคา ตลาด (Market Capitalization) สูงสุด 200 ลำดับแรก มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 ของทุนชำระแล้ว และไม่ใช้หุ้นที่อาจถูกเพิกถอน อยู่ระหว่างเพิกถอน ถูกสั่งพักการซื้อขาย หรือมีแนวโน้มจะถูก พักการซื้อขายเป็นระยะเวลานาน ประกอบกับการพิจารณา มูลค่าการซื้อขาย (Market Capitalization) ของดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในเดือน ธันวาคมปี 2562 มีมูลค่าการซื้อขายสะสม รวมทั้งปีดังนี้ ดัชนี SET จำนวน 16,747,455.83 ล้านบาท

ดัชนี SET100 จำนวน 13,094,513.15 ล้านบาท จะเห็นได้ว่า ดัชนี SET100 มีมูลค่าการซื้อขายสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 78.19 ของมูลค่าการซื้อขาย รวมทั้งตลาด (พิพัฒน์ สร้อยทอง, 2562, น. 12-14) ดังนั้นดัชนี SET100 ที่ผู้วิจัยเลือกใช้เป็นประชากรในการศึกษาครั้งนี้ จึงสามารถมั่นใจ ได้ว่าจะเป็นตัวแทนของดัชนีหุ้นไทยได้

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้ทำการศึกษางานวิจัยทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ รวมถึง ทบทวนวรรณกรรม บทความวิชาการจำนวนมาก จึงได้สรุปสาระสำคัญของงานวิจัยที่ได้ศึกษาค้นคว้า ดังนี้

จิรวัดน์แสงเป่า(2560)ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2556 -2558 พบว่าขนาดบริษัทที่มีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 และตลาด หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ความสามารถในการทำกำไร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินความสามารถในการชำระหนี้มีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับระดับการก่อหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มSET100และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

เทพพล เปล่งศิริวัฒน์ (2552) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2545 – 2550 ทำการรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และงบการเงินรวมของแต่ละบริษัท จำนวน 46 บริษัท นำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามและนำมาวิเคราะห์สมการถดถอย ปัจจัยที่นำมาทดสอบมีด้วยกัน 8 ปัจจัย ได้แก่ สินทรัพย์ถาวร ขนาดของบริษัท อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของบริษัท ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงจากการล้มละลาย และความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งศึกษาจากโครงสร้างเงินทุนตามแบบจำลอง 2 แบบ คือ แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนมูลค่าตามมูลค่าทางบัญชี และแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ตามราคาตลาดจากการศึกษาพบว่าปัจจัยขนาดของบริษัทและผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินมีผลทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงข้ามต่อโครงสร้างเงินทุนวัดด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทางบัญชีในขณะที่ความเสี่ยงล้มละลาย และสินทรัพย์ถาวรมีผลทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงข้ามตามลำดับต่อโครงสร้างเงินทุนวัดด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาด การศึกษาปัจจัยความเสี่ยงภายในและภายนอกพบว่ามีเพียงปัจจัยความเสี่ยงภายในเท่านั้นที่มีผลต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาด

วารสารทองพุ่มพฤษภา(2553)ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินหมวดธนาคารผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างเงินทุนเนื่องจากบริษัทจำเป็นต้องมีเงินสดจำนวนมากเพื่อให้มีความสามารถในการจ่ายเงินตามภาระผูกพันที่บริษัทมีต่อบุคคลอื่นได้ไม่ว่าจะเป็นความต้องการสินเชื่อหรือการถอนเงินโดยบริษัทมีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นคือมีการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในหนี้สินจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารหนี้สินกู้ยืมระยะยาวและการออกหุ้นสามัญใหม่ตามลำดับเนื่องจากการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นจะทำให้บริษัทมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำส่งผลให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์สูงแต่การที่บริษัทมีหนี้สินที่มากส่งผลให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้นจึงทำให้ราคาหลักทรัพย์ต่ำอีกทั้งยังทำให้เงินปันผลต่ำเนื่องจากมีภาระผูกพันในการจ่ายดอกเบี้ยจำนวนมากสำหรับโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ซึ่งราคาหลักทรัพย์ของอุตสาหกรรมนี้อาจเกิดจากปัจจัยอื่น ๆ ก็ได้ เช่น ปัจจัยด้านการแข่งขันภายในอุตสาหกรรมปัจจัยด้านเศรษฐกิจปัจจัยการเมือง เป็นต้น สำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์เนื่องจากการที่บริษัทมีหนี้สินที่สูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นทำให้มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์สูงแต่มีราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำเนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงเพิ่มสูงขึ้น สำหรับโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลและสำหรับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลของอุตสาหกรรมนี้อาจเกิดจากปัจจัยอื่นเช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท เป็นต้น

บวรวิช สายชลพิทักษ์ (2554) ทดสอบทฤษฎี Pecking Order โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินประกันภัยและประกันชีวิตในช่วงปี 2544-2553 และศึกษาถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่นำมาศึกษามีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order โดยประสิทธิภาพในการทำกำไรไม่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะมีสัดส่วนหนี้สินต่ำและสภาพคล่องจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับระดับหนี้สินบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงจะมีอัตราส่วนหนี้สินต่ำหมายถึงบริษัทเลือกใช้เงินทุนจากกำไรและกำไรสะสมของบริษัทเป็นอันดับแรกและใช้ทุนจากภายนอกเป็นลำดับถัดไป สอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order สำหรับค่ากลางของอัตราส่วนหนี้สินของอุตสาหกรรมสินทรัพย์ถาวรและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินบริษัทที่มีอัตราส่วนสินทรัพย์สูงและมีขนาดใหญ่สามารถที่จะกู้ยืมเงินด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กและมีแนวโน้มต้นทุนล้มละลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็กสอดคล้องตาม ทฤษฎี Pecking Order บริษัท

เลือกใช้เงินทุนจากการกู้ยืมจะมีต้นทุนต่ำกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีต้นทุนที่สูงกว่าแต่สำหรับปัจจัยด้านโอกาสเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สิน

สุรียนต์ จิตราภรณ์ (2553) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และรับเหมาก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2548 – 2551 ทำการรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินและรายงานประจำปีของแต่ละบริษัทซึ่งประกอบด้วยกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ 42 บริษัทและบริษัทรับเหมาก่อสร้าง 14 บริษัท รวมทั้งสิ้น 56 บริษัท ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสมการถดถอย และนำข้อมูลที่ได้มาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์เปรียบเทียบกับทฤษฎีโครงสร้างทางการเงินทั้ง 3 ทฤษฎี ได้แก่ แนวคิดเรื่อง Agency Cost ทฤษฎี Trade – off และทฤษฎี Pecking Order Theory โดยปัจจัยที่นำมาทดสอบคือ ขนาดของกิจการอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมอัตราการเปลี่ยนแปลงต่อสินทรัพย์รวมความสามารถในการชำระดอกเบี้ยของกิจการ อัตราการชำระคืนหนี้จากรายได้ และเงินทุนหมุนเวียนของกิจการจากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย 4 ปัจจัย คือ ปัจจัย อัตราการชำระหนี้ บริษัทที่มีการก่อหนี้ในปริมาณที่สูงขึ้นย่อมมีการชำระหนี้คืนที่มากขึ้นปัจจัยขนาดของกิจการบริษัทที่มีขนาดใหญ่ย่อมสามารถจัดหาเงินทุนได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กและปัจจัยอัตราการเปลี่ยนแปลงต่อสินทรัพย์รวมบริษัทที่มีการเติบโตในอัตราที่สูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทก่อนและถ้าเงินทุนภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการลงทุนโดยปัจจัยทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุนส่วนปัจจัยอัตราเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อสินทรัพย์รวมนั้นมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับโครงสร้างเงินทุน ยิ่งกิจการมีการใช้เงินทุนหมุนเวียนของกิจการในการดำเนินงานก็จะส่งผลทำให้หนี้สินลดลงและลดภาระการระดมทุนจากการก่อหนี้ นั่นหมายถึง ช่วยลด ภาระดอกเบี้ย (ผลประโยชน์ทางภาษี) และลดโอกาสในการล้มละลายด้วยเช่นกัน ในขณะที่ปัจจัย อื่นๆไม่มีอิทธิพลในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ดวงรัตน์ ไศภิตวจนะ (2552) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2547 – 2550 รวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีและงบการเงินรวมรายปี บริษัทในกลุ่มพลังงาน 26 บริษัท และบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมี 15 บริษัท รวมทั้งสิ้น 41 บริษัท ใช้วิธีการศึกษาด้วยสมการถดถอย โครงสร้างเงินทุนของกิจการใช้อัตรานี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุน ตัวแปรที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ ได้แก่ สินทรัพย์ถาวรของกิจการ ขนาดของธุรกิจ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราการเปลี่ยนแปลงต่อสินทรัพย์รวม ผลกระทบที่มีใช้ภาษี และความสามารถในการชำระหนี้จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนประกอบด้วย 2 ปัจจัยคือปัจจัยความสามารถในการทำกำไรมีทิศทางความสัมพันธ์ตรงข้ามกับโครงสร้างเงินทุนบริษัทที่มีกำไรสูงจะรักษาระดับการก่อหนี้ไว้อยู่ในระดับต่ำและจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมากกว่าแหล่ง



เงินทุนจากก่อนนี้ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้นซึ่งมีแนวคิดที่ว่าหากกิจการต้องการระดมทุนมาใช้ในกิจการแล้วนั้นจะทำการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในกิจการก่อนเป็นอันดับแรกและถ้าการจัดการเงินทุนยังไม่เพียงพอผู้บริหารจะทำการพิจารณาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยคำนึงถึงต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนที่เกิดขึ้นและปัจจัยด้านการเจริญเติบโตของกิจการ มีทิศทางความสัมพันธ์เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน เมื่อบริษัทมีอัตราการเจริญเติบโตที่สูงขึ้นก็มักจะมีการก่อหนี้มากขึ้นด้วยเพื่อเป็นการขยายกิจการในขณะที่ปัจจัยอื่นๆ ไม่มีอิทธิพลในการกำหนดโครงสร้างเงินของกิจการ

รทวรรณอภิโชติธนกุล(2557)ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ.2544-2555 จำนวน3,394 บริษัทรวบรวมข้อมูลงบการเงินของบริษัทวิสาหกิจขนาดกลางจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้ากระทรวงพาณิชย์ใช้การหาความสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน และวิเคราะห์ผลการศึกษาด้วยวิธีสมการถดถอยพหุคูณ ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราหนี้สินระยะยาว และอัตรา หนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุน และตัวแปรอิสระที่นำมาศึกษาได้แก่ ผลกระทบทางภาษีผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินสภาพคล่องอัตราการเติบโตความสามารถในการทำกำไรโครงสร้างของสินทรัพย์ ความเสี่ยงทางการเงิน สินทรัพย์หมุนเวียน เงินกู้ระยะสั้น และอัตราการจ้างงาน และแบ่งแบบจำลองออกเป็น 3 ประเภท คือ อุตสาหกรรมการผลิต อุตสาหกรรมบริการ อุตสาหกรรมการค้าส่งและค้าปลีกจากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราหนี้สิน ระยะยาวในภาพรวม ของทั้ง 3อุตสาหกรรมมีความสอดคล้องกันทั้งในปี พ.ศ.2544-2555ซึ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกันได้แก่ผลกระทบของอัตราภาษีผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินอัตราการเติบโตความสามารถในการทำกำไรโครงสร้างของสินทรัพย์หมุนเวียนและอัตราการจ้างงานส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงข้ามได้แก่ เงินกู้ระยะสั้น ในขณะที่ปัจจัยความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทาง เดียวกันเฉพาะปี พ.ศ. 2555 เท่านั้น

อุไรวรรณตั้งสัมพันธ์(2552) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนมี 5 ปัจจัยคืออัตราการจ่ายปันผล สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และ อัตราภาษี โดยปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดรองลงมาคืออัตราภาษีและอัตราการจ่ายปันผลตามลำดับโดยมีทิศทางความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพในการทำกำไรอัตราภาษี อัตราการจ่ายปันผล และสภาพคล่อง มีทิศทางเป็นลบ ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการ พบว่ามีทิศทางเป็นบวกแสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจะมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาจากปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการทำกำไรเป็นหลักคือถ้ากิจการมีการทำกำไรได้มากจะ

มีแนวโน้มที่จะใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สินน้อยลงแหล่งเงินทุนภายใน(กำไรสะสม)มีมากพอที่ใช้ลงทุนในกิจการและปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ทำให้กิจการเลือกที่จะใช้ แหล่งเงินทุนภายในก่อน ผลการศึกษาในกลุ่มของกิจการที่มีขนาดใหญ่ พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพล ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยเรียงตามระดับความสัมพันธ์สูงสุดไปหาต่ำสุด คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการจ่ายปันผล ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทนของสินทรัพย์ อัตราการเจริญเติบโต และสภาพคล่องซึ่งมีปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงข้ามกันนั่นก็คือประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการจ่ายปันผล ความผันผวนของอัตรา ผลตอบแทนของสินทรัพย์ และสภาพคล่อง ซึ่งในทางเดียวกันปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางเดียวกันคือ ขนาดของกิจการ และอัตราการเจริญเติบโต ผลการศึกษาในกิจการที่มีขนาดเล็ก ผลปรากฏว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการนั้นเรียงตามระดับความสัมพันธ์สูงสุดไปยังต่ำสุด คือ อัตราภาษี อัตราการจ่ายปันผล ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของกิจการและสภาพคล่องโดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงข้ามกันคืออัตราภาษีอัตราการจ่ายปันผลประสิทธิภาพในการทำกำไรและสภาพคล่องส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน คือ ขนาดของกิจการ

ศิริวิติประศาสตร์อินทาระ(2553)ศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนกรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2550 จำนวน 367 บริษัท ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงินตัวแปรอิสระได้แก่ขนาดของกิจการสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขายอัตราผลตอบแทนต่อหุ้น มูลค่าตามราคา ตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีกำไรจากการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ดัชนี ผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนี การบริโภคของภาคเอกชน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราการใช้กำลัง การผลิต พบว่า ขนาดของธุรกิจ ซึ่งคำนวณจากถ้อยคำการพิมพ์ของยอดขายมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการก่อหนี้มีระดับนัยสำคัญทาง สถิติซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันโครงสร้างเงินทุน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้าม โครงสร้างเงินทุน ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม และดัชนีการบริโภคของภาคเอกชน มีความสัมพันธ์ ทิศทางเดียวกันกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนและ อัตราการใช้ กำลังการผลิตมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ สมฤดี จันท์คะณา(2553)ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการก่อหนี้กับต้นทุนของเงินกู้ยืมและผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าสัดส่วนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นนั้นทำให้ต้นทุนของเงินกู้ยืมที่กิจการต้องจ่ายให้กับเจ้าหนี้ สูงขึ้น ซึ่งผลตอบแทนที่ได้รับไม่คุ้มค่ากับต้นทุนของเงินกู้ยืมที่ต้องเสียไป ผลที่ได้เป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของModigliani and bMiller

สะท้อนว่าการก่อหนี้เพิ่มขึ้นไม่ก่อให้เกิดผลดีต่อกิจการเสมอไปทำให้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากการก่อหนี้สูงๆน้อยกว่าต้นทุนส่วนที่เพิ่มขึ้นดังนั้นการพิจารณาด้านความเสี่ยงทางการเงินของกิจการผู้ใช้งบการเงินควรคำนึงถึง

ปัจจัยด้าน สัดส่วนการก่อหนี้ให้มากขึ้น

นลินีเวชวิริยกุล (2551)ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายปันผลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปีพ.ศ.2546ถึง 2550พบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลแลจำนวนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนขนาดของบริษัทนั้นไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายปันผล

อรทิษา อินทาปัจ (2559) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปีพ.ศ.2553ถึง2558โดยมีมาตรการจ่ายเงินปันผล2ตัวได้แก่ อัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการเป็นปัจจัยที่กระทบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนและสำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผลพบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่กระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

ปาไลตานิมมณี(2560)ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2550-2559พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นแสดงถึงหนี้สินที่บริษัท มีอยู่หากบริษัทมีภาระหนี้สินปริมาณมากย่อมส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผล ลดลง

ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติคือ ความสามารถในการทำกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เชิงลบ อัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบ และ ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกสำหรับปัจจัยอื่นๆไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

บุศรินทร์บุรณศีกดา(2545)ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี2535-2544 พบว่า กิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นกล่าวคือเมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อนและหากมีความต้องการเงินทุนจากแหล่งภายนอกจะจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นทุน

พันธู์นิวัต เหนียนเฉลย(2543) ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยโดยโครงสร้างเงินทุนอธิบายได้ด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อทุน โดยใช้การวิเคราะห์โมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นหรือโมเดลจากการวิเคราะห์คุณสมบัติกิจการกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนพบว่าปัจจัยภาระทางภาษี การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ขนาดกิจการและความสามารถในการทำกำไรไม่สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยความอ่อนแอทางการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ถ้ากิจการมีความอ่อนแอมากขึ้นจะกำหนดให้กิจการใช้ส่วนหนี้สินมากขึ้นซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานก่อนการศึกษาทั้งนี้อาจเนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทยไม่เป็นทางเลือกที่ดีในการจัดหาแหล่งเงินทุนเพราะตลาดทุนมีลักษณะที่ไม่สมบูรณ์ เช่น มีขนาดเล็กมีความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลดังนั้นการแก้ไขโครงสร้างเงินทุนจากภาระหนี้สินที่มากเกินไปสำหรับประเทศไทยควรใช้มาตรการพัฒนาตลาดทุนเพื่อให้มีการใช้ส่วนทุนเพิ่ม มากขึ้น

ปิยนาด แก้วประเสริฐศิลป์ (2545) ศึกษาความสามารถของคุณลักษณะของหุ้นสามัญในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อสามารถชดเชยความเสี่ยง คุณลักษณะของหุ้นสามัญนำมาศึกษาประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลแทนจากเงินปันผลอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน ของผู้ถือหุ้นขนาดสินทรัพย์ และค่าในอดีตของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงซึ่งคุณลักษณะ เหล่านี้สะท้อนโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน โดยข้อมูลที่น่ามา ศึกษาคือ ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2544 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 165 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าคุณลักษณะของหุ้นสามัญในช่วงอดีตที่มีอิทธิพลในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่ คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทน เพื่อชดเชยความเสี่ยง ขณะที่คุณลักษณะอื่นในอดีต ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และขนาดสินทรัพย์ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเป็นผลมาจากโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินชาติชัยพงคณาไกร(2545)งานของศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาความสามารถในการก่อกำเนิดต่างประเทศในระดับที่ไม่กระทบกระเทือนความเชื่อมั่นของผู้ให้กู้หรือคงระดับสัดส่วนหนี้ต่างประเทศสุทธิต่อตัววัดระดับทรัพยากรที่เป็นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่างมูลค่าการส่งออกและผลผลิตมวลรวมประชาชาติซึ่งการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริงจะต้องไม่กระทบตัวถ่วง น้ำหนักที่ใช้หาตัววัดระดับทรัพยากรโดยจะประมาณการณ์การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดต่อผลผลิตมวลรวมประชาชาติในกรณีที่มีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยและตลาดสินค้าส่งออกหลักของไทยในลักษณะต่างๆผลการศึกษาพบว่าประเทศไทยจะสามารถขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้ในช่วงร้อยละ 0.63ถึง5.60ของผลผลิตมวลรวมประชาชาติเพื่อคงระดับความเชื่อมั่นในปี2540ไว้เมื่อกำหนดอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยไว้

ในช่วงร้อยละ2ถึง7และกำหนดอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของตลาดสินค้าส่งออกหลัก11 ประเทศของไทยไว้ในช่วงร้อยละ0ถึง5อย่างไรก็ตามถ้าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของ ประเทศไทยและตลาดสินค้าส่งออกหลักเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของไทยอยู่ในระดับ4.5และ3.33ตามลำดับ ประเทศไทยจะสามารถขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้ร้อยละ 3.68 ของผลผลิตมวลรวมประชาชาติโดย ยังคงระดับความเชื่อมั่นของผู้ให้กู้ได้ส่วนการศึกษาการก่อกั้นนี้ต่างประเทศของไทยในช่วงปี 2533 ถึง 2544 พบว่า การก่อกั้นนี้ต่างประเทศในปี 2539และ2540 เกิดระดับมาตรฐานของ IMF ที่กำหนดให้ หนี้ต่างประเทศคงค้างไม่เกินร้อยละ150ของมูลค่าการส่งออกและร้อยละ50ของผลผลิตมวลรวม ประชาชาติจึงจะอยู่ในระดับที่ยั่งยืนนอกจากนี้ยังพบว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราการเจริญเติบโตของตลาด สินค้าส่งออกไทยจะสร้างช่องว่างให้ประเทศไทยขาดดุลบัญชีเดินสะพัดได้มากกว่าการเพิ่มของอัตรา การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจไทยเองเนื่องจากผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของรายได้ของตลาด สินค้าส่งออกหลักของไทยที่มีต่อการส่งออกมีมากกว่าสัดส่วนที่มาจากส่วนประกอบของผลผลิตมวลรวม ประชาชาติในตัววัดระดับทรัพยากรต่อส่วนประกอบของการส่งออกในตัววัดระดับ ทรัพยากรนั่นเอง วรการียงยศกำจรชัย(2546)การวิจัยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยใช้ตัวอย่างข้อมูลจำนวน 164 แห่งในช่วง ระยะเวลาปี พ.ศ. 2537- 2544 และอาศัยแบบจำลองFixedEffectในการประมาณการผลการศึกษาพบว่าความเสี่ยงล้มละลาย มีผลทางด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทางบัญชีในขณะที่ขนาดธุรกิจความเสี่ยง ล้มละลาย มีผลทางด้านบวก และ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ รวม อัตราผลตอบแทนสินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น การเติบโตธุรกิจ มีผลทางด้านลบอย่างสำคัญต่อโครงสร้างเงิน ทุนในสัดส่วนหนี้สินต่อทุนทางราคาตลาด

กฤษติ ปิยะวัฒน์นนท์ (2546) การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ การกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของธุรกิจ 2) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการปรับตัวเข้า สู่ระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของธุรกิจ และ 3) ศึกษาถึงข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุน ภายนอก จากการกู้ยืมเงินธนาคารของธุรกิจขนาดเล็ก โดยได้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินของธุรกิจขนาด กลางและขนาดย่อม ในภาคอุตสาหกรรม จำนวนทั้งสิ้น 200 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2541-2544 จาก กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์และอาศัยวิธีFixedEffectsPanelDataในการที่จะทำ ประมาณการผลการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของธุรกิจนั้นพบว่าปัจจัยความ แปรปรวนของรายได้ และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนของ ธุรกิจและปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน โอกาสในการเติบโตของธุรกิจ และขนาดของธุรกิจนั้น มี ความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ปัจจัย ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินนั้นพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ในส่วนของปัจจัยกำหนดความเร็วในการปรับตัวนั้นพบว่าโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจSMEsนั้นไม่ได้อยู่

ในระดับที่เหมาะสมตลอดเวลาโดยได้มีการเบี่ยงเบนออกจากระดับที่เหมาะสมมากพอสมควรทำให้ธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตที่สูงกว่าและธุรกิจที่มีขนาดใหญ่กว่านั้นจะมีการปรับตัวที่เร็วกว่าด้วย เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้มีต้นทุนในการหาแหล่งเงินทุนภายนอกที่ต่ำกว่านั่นเองและในส่วนของข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุนภายนอกนั้นพบว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็กกว่ามีความยากลำบากในการขอกู้ยืมเงินจากธนาคารมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ซึ่งจากผลการศึกษานี้ได้ยืนยันการเกิดปัญหา Asymmetric Information ในธุรกิจขนาดเล็กมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ด้วย

รังสิมันต์อุริยะมงคล(2547)ศึกษาบทบาทของผลตอบแทนของตลาดหุ้นในการอธิบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทไทยความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของกิจการและพฤติกรรมความเชื่อในการปรับเข้าสู่โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและระยะเวลาของการปรับโครงสร้างเงินทุนไปยังโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายกิจการตัวอย่างที่ศึกษาเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกิจการในภาคการเงิน ช่วงระยะเวลาศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ.2535 ถึงปี พ.ศ. 2545 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ถูกนำมาศึกษาไม่ได้ปรับโครงสร้างเงินทุนไปยังโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายตามการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดของบริษัทได้ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวมากไปกว่านั้นยังพบความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างผลตอบแทนของสินทรัพย์ของบริษัทและแนวโน้มการปรับ เข้าสู่โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างขนาดของบริษัทและแนวโน้มการ ปรับเข้าสู่โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายซึ่งกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือที่มีกำไรต่ำมีแนวโน้มในการปรับโครงสร้างเงินทุนไปยังโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายได้ต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กที่มีกำไรสูงกว่านอกเหนือจากนี้มันสามารถกล่าวได้ว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทถูกกำหนดโดยเบื้องต้น หลักๆจากการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหุ้นของกิจการตามราคาตลาดมากกว่าความพยายามในการเพิ่ม มูลค่าสูงสุดของกิจการและในทางปฏิบัติบริษัทให้ความสำคัญน้อยมากเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่ เหมาะสม

ฐิติษฐ์ สวโรจน์กิจเตโช (2558) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 30 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2548-2557 โดยมีมาตรวัด 2 ตัว ได้แก่อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลตอบแทน โดยอาศัยวิธีการวิเคราะห์แบบ Fixed Effects และRandomEffectsRegressionAnalysisจากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลได้แก่อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรขนาดของกิจการอัตราส่วนปริมาณหนี้สินและอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานทั้งนี้พบว่าอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในขณะที่ขนาดของกิจการอัตราส่วนปริมาณหนี้สินและอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลสำหรับอัตราเงินปันผลตอบแทนพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทที่ทำการศึกษาคือได้แก่อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและขนาดของ

กิจการทั้งนี้พบว่าอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและขนาดของกิจการมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน

สิทธิพงษ์ธนวิไลรักษ์(2547)ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลและเปรียบเทียบผลการประกอบการของกลุ่มบริษัทที่ดำเนินนโยบายปัญหาที่เกิดจากตัวแทนที่ต่างกันสรุปได้ว่าปัจจัยหลักที่มุ่งผลต่อการจ่ายเงินผลคือปัจจัยด้านรายได้ทั้งรายได้ในอดีต และการคาดการณ์รายได้ ในอนาคต AttawoothLaohapakdee(2009)ได้กล่าวในThaiJournalofPublicAdministrationว่าปัญหาหนึ่งขององค์กรธุรกิจในประเทศไทยคือความอ่อนแอทางการจัดการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนหลายๆ บริษัทมีระดับหนี้สินสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมต่างๆที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจขององค์กรธุรกิจเหล่านี้จึงเข้าสู่ภาวะความอ่อนแอทางการเงิน เกิดปัญหาสภาพคล่อง และพลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่ได้ผลตอบแทนสูง และเมื่อภาคธุรกิจ ประสบปัญหา ก็จะเป็นสาเหตุให้ระบบเศรษฐกิจได้รับผลกระทบและเกิดการชłodตัวตามไปด้วย รัฐบาลในฐานะผู้กำหนดนโยบายจำเป็นต้องจัดให้มีนโยบายทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นกุญแจในการตอบสนองความต้องการของภาคเอกชนและเป็นเครื่องมือที่กระตุ้นภาคเอกชนมีการลงทุนภายใต้การบริหารโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมนโยบายการเงินที่ไม่เหมาะสมสำหรับภาคเอกชน ทำให้ ผลลัพธ์จากการดำเนินนโยบายของรัฐบาลไม่สามารถบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้

Campbell & Jerzemowska (2001) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Capital Structure Decisions made by Companies in Transitional Economy ใช้สถิติ Regression ในการวัดผลของขนาดบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร โอกาสในการเจริญเติบโต ค่าใช้จ่ายที่ช่วยประหยัดภาษี นอกเหนือจากดอกเบี้ย และโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัท ที่มีต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาสนับสนุน Pecking Order Theory

Mazur (2007) ได้ทำการศึกษาเรื่อง The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทในประเทศโปแลนด์ จำนวน 238 บริษัท ระหว่างปี 2000-2004ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของบริษัท สภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ ลักษณะเฉพาะของผลิตภัณฑ์ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

Parlak (2010) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms โดยใช้ตัวอย่างบริษัทในประเทศตุรกี จำนวน 145 บริษัทซึ่งมีการเงินระหว่างปี 2004 – 2008 ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สินตัวแปรอิสระได้แก่อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราภาษีของบริษัท ขนาดของบริษัท ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท หลักประกันการกู้ยืมผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมี ความสัมพันธ์ใน

ทิศทางลบกับ ขนาดของบริษัท และหลักประกันการกู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Pecking Order Theory กล่าวคือ บริษัทพอใจใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการในการลงทุน และสอดคล้อง กับทฤษฎี Market Timing Thesis โดยปีที่บริษัทประสบปัญหาทางธุรกิจ มูลค่าหุ้นตกลง และขาดแคลนแหล่งเงินทุนภายใน บริษัทจะพึ่งการกู้ยืมธนาคารไม่ว่าขนาดของบริษัทจะเป็นอย่างไร และความเสี่ยงของ บริษัทจะมาหรือน้อยเพียงใด

Afza & Hussain (2011) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan จำนวนตัวอย่าง 26 บริษัทในอุตสาหกรรมรถยนต์ของประเทศปากีสถาน ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรอิสระ ได้แก่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง ต้นทุนเงินทุน ประโยชน์ด้านภาษี จากการกู้ยืม ประโยชน์ด้านภาษีจากรายการอื่นที่ไม่ได้เกิดจากการกู้ยืม ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประโยชน์ด้านภาษี สภาพคล่องมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎี Trade-off Theory และ Pecking Order Theory

Kajola, Desu & Agbanike (2015) ได้ทำการศึกษาการจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์ Nigerian จำนวน 25 บริษัท ระหว่างปี ค.ศ. 1997-2011จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ อัตราการจ่ายเงินปันผลได้แก่ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการโครงสร้างเงินทุนและ DividendVolatilityและมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

Cristiano, Fernanda & Denis (2015) ได้ทำการศึกษาวิจัยที่กำหนดเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ BM&FBOVESPA ในประเทศบราซิลจำนวน300บริษัทระหว่างปีค.ศ.1995-2011จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ ขนาดของ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โครงสร้างเงินทุน สภาพคล่อง การเจริญเติบโตของกำไร และมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในขณะที่โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

Dalbor and Upneja(2007) ได้ศึกษาการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในอุตสาหกรรมภัตตาคารในประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินและอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม แต่จำนวนผู้ถือหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน

Baral (2004) ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เนปาล ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ขนาดของกิจการ ความเสี่ยงทางธุรกิจ อัตรา การเติบโต อัตรากำไร การจ่ายปันผล ความสามารถในการชำระหนี้ และระดับความเสี่ยงทางการเงิน พบว่าขนาดของกิจการ อัตราการเติบโต และอัตรากำไร คือปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยขนาดของกิจการและอัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการก่อหนี้ แต่อัตรา กำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับการก่อหนี้



Gonenc (2002) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากความสามารถในการทำกำไร ขนาดของสินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของกิจการและโอกาสในการเติบโตของธุรกิจที่มีต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อิสตันบูลพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ผกผันกับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนโอกาสในการเติบโตของธุรกิจพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม

Leary and Roberts (2005) ศึกษาเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในอเมริกา ตัวแปรที่ทำการศึกษาได้แก่ ขนาดของกิจการ, มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดต่อมูลค่าสินทรัพย์ตามบัญชีค่าใช้จ่ายลงทุนเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ค่าเสื่อมราคาและการตัดจ่ายสินทรัพย์มีตัวตนความสามารถในการทำกำไรการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ อัตราส่วน Z-Score ค่าใช้จ่ายในการขายและผลตอบแทนผู้ถือหุ้น พบว่า ขนาดของกิจการ เงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดสินทรัพย์มีตัวตนความสามารถในการทำกำไร

และZScoreเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนโดยวิธีการออกหุ้นเพิ่มทุนและวิธีการก่อหนี้ระยะยาวส่วนปัจจัยค่าใช้จ่ายในการลงทุนและผลตอบแทนผู้ถือหุ้นมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับ การปรับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ และค่าใช้จ่ายในการขายไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนสำหรับการปรับโครงสร้างเงินทุนโดยการซื้อหุ้นคืน นั้น พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงบวกได้แก่ ขนาดของกิจการ เงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการ ของตลาด ความสามารถในการทำกำไร และZ-Score ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงลบต่อการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ค่าใช้จ่ายลงทุน ค่าเสื่อมราคาและการตัดจ่าย และ ค่าใช้จ่ายในการขาย

Chansarn & Chansarn (2016) ศึกษาปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอระหว่างปีค.ศ.2005-2012โดยวัดการจ่ายเงินปันผลด้วย2ตัวชี้วัดได้แก่อัตรากำไรจ่ายปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และการเจริญเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลสำหรับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่าความสามารถในการทำกำไร ขนาดของ และการเจริญเติบโตของยอดขาย มี อิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน ในขณะที่ สภาพคล่อง โครงสร้างเงินทุน และกระแส เงินสดจากการดำเนินงานมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน

Fischer (1989) และ Strebulaeve (2003) และใช้ระดับหนี้สินในการอธิบายโครงสร้างเงินทุน จากผลการศึกษาพบว่า ระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร สอดคล้องกับทฤษฎี Trade Off Theory ของ Jensen (1986) และ Hart & Moore (1995) แต่

ขัดแย้งกับทฤษฎี Pecking Order ของ Myers (1984) และ Myers & Majluf (1984) ที่อ้างถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรและระดับหนี้สิน นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรของภาคอุตสาหกรรมรถยนต์และการเพิ่มอัตราส่วนสภาพคล่อง ทำให้บริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น

สุขศรี บุตรวงศ์ (2562) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสด ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบโครงสร้างเงินทุนและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 230 บริษัท โดยผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2557 – 2561 และเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บข้อมูลคือ แบบบันทึกข้อมูลสำคัญสถิติที่ใช้ในการทดสอบตัวแปร คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Product Moment Correlation Coefficient) และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์สมมติฐานหา ผลกระทบของตัวแปร คือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) โดยผู้วิจัย ได้กำหนดตัวแปรอิสระ ได้แก่ (1) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (2) สัดส่วนการถือหุ้นของ นักลงทุนสถาบัน (3) สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ (4) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร (5) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (6) กระแสเงินสดจากการลงทุน (7) กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน และกำหนดตัวแปรควบคุมเป็น (1) อายุของธุรกิจ (2) กำไรต่อหุ้น ผลการวิจัย พบว่า สัดส่วนการถือหุ้น ของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน มีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตรา ผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 แต่กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจ พบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ในขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติ และสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลกระทบทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนจากราคาที่เปลี่ยนแปลง ที่ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติ 0.05 และจากการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จารุวรรณ เอกสะพัง (2562) ซึ่งได้ทำการศึกษาวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ที่มีต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียนเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างโมเดลที่พัฒนาขึ้น

กับข้อมูลเชิงประจักษ์ เพื่อทดสอบอิทธิพลโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียน โดยทำการทบทวนเอกสาร และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยทำการเก็บรวบรวมข้อมูลรวบรวมข้อมูล จากแบบรายงาน 56-1 รายงานประจำปี กลุ่มตัวอย่างได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 1,200 กลุ่ม ซึ่งเป็นข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 5 ปี ระหว่าง 2556 –2560 โดยใช้วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน สถิติที่ใช้ ได้แก่ การวิเคราะห์โมเดลสมการโครงสร้าง การวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพล Path Analysis พบว่า โมเดลความสัมพันธ์เชิงสาเหตุของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชีตามสมมติฐานสอดคล้องกับ ข้อมูลและการทดสอบโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชี พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ หุ้นสถาบัน ผู้ถือหุ้นหน่วยงานรัฐบาล ผู้ถือหุ้นกรรมการบริหาร และผู้ถือหุ้นครอบครัว มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางบวกต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชี เพราะลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นทำให้เกิดมูลค่าข้อมูลทางบัญชีเพื่อส่งผลกระทบต่อตัดสินใจของ นักลงทุนโดยใช้การวิเคราะห์ความเกี่ยวข้องข้อมูลทางการบัญชี เพื่อทำให้เกิดองค์ความรู้ใหม่ทาง ด้านการบริหารงานของแต่ละลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อความน่าเชื่อถือข้อมูลทางการเงิน

ปิยะณัฐ ฤนพุทธม (2559) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นในบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งทำการวิจัยเชิงประจักษ์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2554-2558 โดยยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจกองทุน และบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูผลการดำเนินงานข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา รวมทั้งสิ้น 1,665 ข้อมูล และ ทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการวิจัยพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้น สถาบัน มีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานที่วัดผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ในขณะที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัวมีผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานที่วัดผลตอบแทนจาก สินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตามลำดับ ผลงานวิจัยนี้อธิบายได้ว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน และ โครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัว มีบทบาทต่อผลการดำเนินงาน

นารินทร์ อัครนาลาก (2558) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2551 –2557 โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง ทั้งสิ้น 1,148 ชุด ข้อมูล ซึ่งตัวแปรตามทางการศึกษา คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเฉพาะระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 และตัวแปรควบคุม

ประกอบด้วย(1) ขนาดของกิจการ (2) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (3) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม(4) อัตราการเติบโตของยอดขาย (5) อัตราการเติบโตในอนาคต 6) อัตราส่วนการลงทุนและ อัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ผลการวิจัย พบว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าร้อยละ 20 สัดส่วน การถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตในอนาคตและอัตราส่วนการลงทุนที่สูงขึ้น จะส่งผลให้บริษัทจ่ายเงินปันผล สูงขึ้น นอกจากนี้ การที่อัตราส่วนเงินสดคงเหลือเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) แต่เมื่อขนาดของกิจการใหญ่ขึ้น อัตราจ่ายเงินปันผล จะน้อยลงในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตไม่มี ความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปร (Sensitivity Analysis) เพิ่มเติม โดยพบว่า กระแสเงินสดคงเหลือของกิจการเป็นตัวแปรที่สำคัญมากตัวแปร หนึ่งซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย เนื่องจากเมื่อไม่มีการควบคุมอัตรา ส่วนเงินสดคงเหลือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 กับการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนจากความสัมพันธ์ที่ไม่มีความสัมพันธ์เป็นความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งเป็นไปตามที่ได้ พยากรณ์ไว้ โดยอาจเป็นเพราะการจ่ายเงินปันผลส่วนใหญ่เป็นการจ่ายเงินสดปันผล นอกจากนี้ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นจะพิจารณาปัจจัยด้านความเหมาะสมหรือความเพียงพอของเงินสดในการจ่ายเงินปันผล เป็นปัจจัยลำดับต้นๆก่อนปัจจัยด้านสัดส่วนการถือหุ้นของบริหาร จึงทำให้ปัจจัยกระแสเงินสด เป็นปัจจัย ที่มีความสำคัญมากในการพิจารณาจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ ผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์กับนักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์และผู้จัดการ กองทุนรวม ในการพิจารณาการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดี ยิ่งขึ้น โดยอาศัยตัวแปรปัจจัยดังกล่าวข้างต้นที่ส่งผลต่อ การจ่ายเงินปันผล

รณชัย ชูประสูตร (2556) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุนนโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท โดยจะศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นของผู้ลงทุนสถาบันต่อโครงสร้างหนี้สิน นโยบายการจ่ายเงินปันผล และการถือหุ้นของผู้บริหาร และกรรมการบริษัท ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง งานวิจัยที่เป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลายชื่อว่าตัวแปรทางการเงินทั้ง 4 ตัวนี้ มีบทบาทในการลดความขัดแย้งในปัญหาตัวแทนซึ่งมีผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการ งานวิจัยชิ้นนี้จึงได้ ทดสอบผลกระทบและความสัมพันธ์ของตัวแปรเหล่านี้ โดยนำมารวมไว้ในตัวแบบจำลองด้วยกระบวนการประมาณค่าแบบระบบสมการ ผลการศึกษาชี้ว่า ผู้ถือหุ้นประเภทสถาบันจะส่งผลกระทบต่อ การเลือกถือหุ้นของผู้ถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทในทิศทางลบแต่ผลกระทบนี้ก็กลับไม่

ส่งผล ต่อนโยบายการก่อหนี้และนโยบายเงินปันผลจ่ายของบริษัท นั้นแสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนสถาบัน มีส่วนช่วย ในเรื่องตรวจสอบติดตามบริษัทและทำหน้าที่ในฐานะเป็นตัวยับยั้งพฤติกรรมฉกฉวยโอกาส ของแต่ผลไม่สนับสนุนแนวคิดที่ว่าผู้บริการมองว่านักลงทุนประเภทนี้เป็นตัวแทนการใช้หนี้สิน และ เงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน นอกจากนี้ยังพบหลักฐานของอิทธิพลการตรวจสอบติดตาม ที่ แทนแทนกันระหว่างการก่อหนี้กับเงินปันผลจ่ายแต่ไม่พบว่าทั้งสองปัจจัยนี้สัมพันธ์หรือส่งผลต่อ การถือ หุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท ปรากฏชลี สมภพโกคาเศรษฐ์ (2559) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่อง โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยการศึกษาเรื่องนี้มี วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ กับนโยบายการ จ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2558 เป็นระยะเวลา 5 ปี จำนวน 78 บริษัท คิดเป็นกลุ่ม ตัวอย่างทั้งสิ้น 390 บริษัท โดย งานวิจัยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และ การวิเคราะห์สมการถดถอย เชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) จากผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมี ความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ แรก และสัดส่วนผู้ ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ในขณะที่ขนาด ของ คณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของ กิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ Tobin's Q และอัตรการจ่ายเงินปันผลในอดีต ก็เป็นปัจจัยที่ ส่งผล ต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนเช่นกัน

นริสา เยาวลักษณ์ (2557) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องการถือหุ้นของบุคคลภายในและนักลงทุน สถาบัน ต่อผลการดำเนินงานและผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ การศึกษาเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และนักลงทุนสถาบันกับ ผลการดำเนินงานของบริษัท ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และความแปรปรวนของผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ดำเนินงานในปี พ.ศ. 2554 – 2556 ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่และนัก ลงทุนสถาบัน ส่งผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของบริษัท นั้นแสดงให้เห็นว่าการให้ผู้บริหารมีส่วน ร่วมในการถือหุ้น ของบริษัทสามารถทำให้ผลประโยชน์ของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีความสอดคล้องกัน มากยิ่งขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีมากขึ้นตามไปด้วยเช่นเดียวกับการที่บริษัทมีการถือ หุ้นโดย นักลงทุนสถาบัน ที่ถูกมองว่าเป็นนักลงทุนที่มีความรู้ความเชี่ยวชาญ และสามารถทำหน้าที่ เป็นกลไก การติดตามตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารที่มีประสิทธิภาพจึงทำให้บริษัทที่มีสัดส่วนการ ถือหุ้น โดยนักลงทุนสถาบันที่สูงมักมีผลการดำเนินงานที่ดี สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารส่งผลทาง

ลบ ต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์เนื่องจากเมื่อ ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหาร มีอำนาจในการออกเสียงที่มากเพียงพอที่จะสร้าง ผลประโยชน์ให้กับตนเองผ่านการจ่ายค่าตอบแทน และไม่คำนึงถึงผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ ตนเองจะได้รับ จึงทำให้การถือหุ้นของผู้บริหารที่เพิ่ม มากขึ้น ส่งผลทางลบต่อผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันมี ความสัมพันธ์ ทางบวกกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันจะทำการติดตามการ ทำงาน ของผู้บริหารอย่างใกล้ชิด จึงช่วยลดโอกาสที่ผู้บริหารจะเอาผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก ไปได้และช่วยทำให้ผู้บริหารมีการคำนึงถึงการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่บริษัทซึ่งจะส่งผลให้เกิดความมั่ง คั่งแก่ผู้ถือหุ้นตามไปด้วย ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน จึงสามารถ สะท้อนถึงผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่สูงได้อีกด้วย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและ ผู้ถือหุ้นราย ใหญ่ส่งผลทางลบต่อความแปรปรวนของผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ กล่าวคือ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ เพิ่มขึ้นจะช่วยลดความผันผวนของผลกำไรจากหลักทรัพย์ลงได้ เนื่องจากผู้บริหารและผู้ถือหุ้นใหญ่ เป็นผู้ที่ มีข้อมูลเกี่ยวกับภายในของบริษัทมากกว่านักลงทุนอื่น การซื้อการขายหลักทรัพย์ของคุณคน ภายในจึง เปรียบเสมือนการส่งสัญญาณให้ตลาดทราบเกี่ยวกับ ผลการดำเนินงานของบริษัทซึ่งช่วยให้อ นักลงทุนทั่วไป สามารถพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ได้แม่นยำเพิ่มมากขึ้น และสัดส่วนการถือหุ้นของนัก ลงทุนสถาบัน ส่งผลทางบวกต่อความแปรปรวนของผลตอบแทน จากหลักทรัพย์ หรือก็คือการเพิ่มขึ้น ของสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนสถาบันอาจไม่สามารถช่วยลด ความผันผวนของผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์ได้ เนื่องจากสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนสถาบันใน ตลาดหุ้นของประเทศไทยที่ยังมีอยู่ น้อยเมื่อเทียบกับสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนทั่วไป

วีรยา คุ้มวงษ์ (2560) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องสัดส่วนการถือหุ้นของฝ่ายบริหารและ กลุ่ม ครอบครัวยุกับการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายปันผลเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญสำหรับนักลงทุนใน การ เลือกลงทุนในหลักทรัพย์ โดยการศึกษาเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างของ สัดส่วนการถือหุ้นโดยฝ่ายบริหาร สัดส่วนการถือหุ้นโดยกลุ่มครอบครัวยุกับการจ่ายเงินปันผล โดย ได้ ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) โดยเก็บข้อมูล ในปี 2559-2560 วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้ วิธีการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์และการวิเคราะห์สมการ ถดถอย หลายตัวแปร ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นโดยฝ่ายบริหาร กับอัตรา การจ่ายเงินปันผล สัดส่วนการถือหุ้นโดยกลุ่มครอบครัวยุนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตรา การจ่ายปันผล และยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลต่ออัตราการจ่ายปันผล ได้แก่ ขนาดของกิจการ กระเงินสด อัตราส่วนหนี้สิน ต่อสินทรัพย์และอัตราการจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า

สมเกียรติ สุวรรณ (2562) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบัน ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการกำกับดูแลกิจการที่ดีและสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นักลงทุนสถาบัน ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้สูตรของทาโรยามาเน่ (1973) ได้จำนวน 696 ตัวอย่าง เก็บข้อมูลจากแบบแสดงรายการ 56-1 ระหว่างปี 2560 - 2562 สถิติ ที่ใช้ในการวิจัยได้แก่ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเพื่อการ ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ สหสัมพันธ์ และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณเพื่อทดสอบ สมมติฐาน ผลการวิจัยพบว่า ระดับ การกำกับดูแลกิจการมีผลต่อผลการดำเนินงานด้านมูลค่าเพิ่มเชิง เศรษฐศาสตร์และด้านอัตรา ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ผลประเมินความคืบหน้าการ ป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับคอร์รัปชัน มีผลต่อผลการดำเนินงาน ด้าน การจัดการกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติที่ระดับ 0.05 และยังไม่ปรากฏว่าส่วนของผู้ถือหุ้น อิสระส่วน นี้ที่ไม่มีผลต่อตัวแปรตาม ขณะที่ สัดส่วนการถือหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนสถาบันและสัดส่วน การถือหุ้นที่ ถือโดยนักลงทุนสถาบันที่เป็นต่างชาติ ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานด้านการจัดการกำไร ด้านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์และด้านอัตรา ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

บงกช ตั้งจิระศิลป์ (2556) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมี วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับความสามารถในการทำกำไร โดยแบ่ง โครงสร้างผู้ถือหุ้นออกเป็นการกระจุกตัวของการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและ ผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ส่วนความสามารถในการทำกำไรวัดโดยใช้อัตรา ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และ Tobin's Q ซึ่งคำนวณ จากสูตรของ Perfect and Wiles (1994) ตัวแปรควบคุมประกอบด้วย ขนาดของกิจการ ความเสี่ยง ทางการเงิน การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร และประเภทอุตสาหกรรม ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยเทคนิค การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยมีลักษณะ กระจุกตัวสูง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่วนใหญ่เป็นบุคคลธรรมดาและกลุ่มครอบครัว ความสามารถในการทำ กำไร โดยเฉลี่ยบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และ Tobin's Q เป็นบวก การกระจุกตัวของการถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและ ผู้บริหาร และสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนไทย ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ ความสามารถ ในการทำกำไร ที่วัดจากอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราผลตอบแทน

ของสินทรัพย์ (ROA) และพบว่าประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมมีผลต่อความแตกต่างของค่าเฉลี่ย Tobin's Q และ ROA อย่างมีนัยสำคัญ

ปิยานันท์ ญัฐรุจิโรจน์ (2562) ได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบัน และสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันและสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานรัฐบาลกับ ผลการดำเนินงานของบริษัท โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ ได้รับประกาศชื่อในการคำนวณดัชนีราคาหุ้นขนาดใหญ่ที่สุด 100 อันดับแรก (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2558-2560 รวม 239 กลุ่มตัวอย่าง โดยในด้านการวัดผลการดำเนินงานจะทำการวัดผลใน 3 ด้าน คือ ด้านการเงิน ซึ่งวัดผ่านอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) ด้านการตลาด วัดผ่าน อัตราส่วน Tobin's Q และด้านการบัญชี วัดผ่านมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) จากการศึกษาพบ ความสัมพันธ์ เชิงบวกระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน กับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ อัตราส่วน Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่ายิ่งผู้ถือหุ้นสถาบันของภาคเอกชน เข้ามาครอบครอง หุ้นเพิ่มมากขึ้น ผลการดำเนินงานของบริษัทจะยิ่งดีขึ้น ตามในด้านการเงินและ การตลาด นอกจากนี้ ยังพบ ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็น หน่วยงานรัฐบาลกับ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่ายิ่งหน่วยงานของ ภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจ ต่างๆ เข้ามาครอบครองหุ้นมากขึ้น จะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทใน ด้านการบัญชีแย่งลง อย่างไรก็ดีตามไม่พบความสัมพันธ์ ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นสถาบันที่ เป็นหน่วยงานภาครัฐกับผลการ ดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

สุชลธา บุพการะกุล (2551) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแล กิจการกับผลการดำเนินงาน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมี วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท จด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้จัดเก็บข้อมูลจากรายงานประจำปี งบ การเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2547 ถึงปีพ.ศ. 2549 และ งบ การเงินประจำปี พ.ศ. 2550 มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 280 บริษัทต่อปี รวมทั้งวิเคราะห์ ผลทางสถิติโดยใช้สมการถดถอยแบบพหุคูณ ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแล กิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัท การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาหลักการกำกับดูแลกิจการ โดยศึกษาในด้านโครงสร้างของคณะกรรมการ มีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ขนาด คณะกรรมการ สัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหาร และการควบคุมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธาน



กรรมการ ในคนเดียวกัน ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ตัวแปรอิสระในปีปัจจุบัน (ณ วันสิ้นปีที่  $t$ ) โดยคาดว่ามี ความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต (ณ วันสิ้นปีที่  $t+1$ ) โดยตัวแปรที่ใช้ วัดผลการดำเนินงานได้แก่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีที่  $t+1$  และอัตรา ผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่  $t+1$  โดยมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปีที่  $t$  อัตราผลตอบแทนจากส่วน ของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่  $t$  ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท และประเภทอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการมีเพียงขนาดคณะกรรมการของบริษัทเท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน ที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่  $t+1$  ในปี พ.ศ. 2549 โดยทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางลบ และยังพบว่าขนาดของกิจการซึ่งเป็นตัว แปรควบคุมมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่วัดโดยอัตราผลตอบแทน จากส่วนของผู้ถือหุ้น ณ วันสิ้นปีที่  $t+1$  ในปีเดียวกัน โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

ณิชนันท์ จันทรเขตต์ (2554) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิซึ่งเก็บรวบรวมจากรายงานประจำปี งบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูล ประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึงปี พ.ศ. 2553 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย (SET 100) รวมระยะเวลา 3 ปี มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา ทั้งสิ้น 80 บริษัทต่อปีรวมเป็น 240 ข้อมูล วิธีการศึกษาใช้การวิเคราะห์ทางสถิติคือ สถิติเชิง พรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์ข้อมูลในการหาความสัมพันธ์ใช้เทคนิค วิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ด้วยวิธีขั้นตอน (Stepwise Multiple Regression Analysis) โดยเน้นศึกษาในด้านโครงสร้างคณะกรรมการ ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ขนาดคณะกรรมการของบริษัท สัดส่วนของกรรมการที่ไม่ เป็นผู้บริหาร สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก สัดส่วนการถือหุ้นของ กรรมการบริหารและการควมรวมตำแหน่งผู้จัดการใหญ่กับประธานกรรมการ ในคนเดียวกัน จากการศึกษาพบว่า ตัวแปรที่ใช้แทนการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั้นมีเพียง 3 ตัวแปร ได้แก่ ขนาดคณะกรรมการ ของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ สัดส่วนจำนวนหุ้นที่ถือ โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก และการควมรวมตำแหน่งประธานกรรมการกับกรรมการผู้จัดการในคนเดียวกัน มีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และสัดส่วนของกรรมการที่

ไม่เป็นผู้บริหารกับ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริหารของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ

กานต์ธนิศ พรหมโชติ (2562) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่อง การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2560 โดยมีทั้งหมด 465 บริษัท (รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และกองทุนรวม) และสถิติที่ใช้สถิติพรรณนาเพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ และใช้เทคนิค ML – Binary Logit (Quadratic hill climbing) ในการประมาณค่าพารามิเตอร์และค่าต่างๆทางสถิติโดยโปรแกรม EViews ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในการอธิบายการแปรเปลี่ยนของอัตราการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงร้อยละ 39.24 และมีค่าคงที่ตัดแกน Y เท่ากับ 8.289661 โดย ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และอัตราส่วนกำไร สะสมต่อหุ้น เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

พุทธิมน เพชรคง (2559) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน ข้อมูล 491 ตัวอย่าง จาก 125 บริษัท โดยผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์สมมติฐานหาผลกระทบของตัวแปร คือ การวิเคราะห์ สมการถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีความถดถอยในแบบคงที่ (Fixed-effects model) โดยผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรอิสระ ได้แก่ (1) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ (SDA) (2) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ (LDA) (3) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และกำหนด ตัวแปรควบคุมเป็น (1) ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (2) ขนาดกิจการ (3) อัตราการเติบโตของยอดขาย ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวก ต่อมูลค่ากิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

กล่าวคือ การก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี โดยสามารถนำดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษี ซึ่งจะ ทำให้บริษัทมีภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม หากบริษัท มีภาระต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงกว่าความสามารถในการสร้างผลตอบแทน จะส่งผลให้บริษัทความสามารถในการทำกำไรลดลง

นิธิศ ตรีวิบูลสิน (2562) ได้ทำการศึกษาเรื่อง โครงสร้างเงินทุนที่มีความสัมพันธ์ต่อความสามารถ ในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและ เครื่องดื่ม งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนที่มีความสัมพันธ์ที่มีต่อความสามารถใน การทำกำไรของบริษัท ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 10 บริษัท ผู้วิจัยเก็บข้อมูลจาก SETSMART ตั้งแต่ ไตรมาสที่ 1 ปี 2552 ถึงไตรมาสที่ 1 ปี 2562 โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้หาความสัมพันธ์กับ ความสามารถในการทำกำไร คือ (1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (2) สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม (3) สัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (4) สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ (5) ขนาดของบริษัท (6) อัตราการเติบโตของยอดขาย และใช้วิธีการทางสถิติแบ่งเป็น 2 ประเภท คือ วิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนทางการเงินที่สามารถใช้ในการหาความสัมพันธ์ ที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรได้ คือ สัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม สัดส่วนหนี้สินระยะสั้น ต่อสินทรัพย์รวม และสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งพบว่า มี 4 บริษัท ที่สัดส่วนหนี้สินระยะสั้น ต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ศิริพร บุญเกรียงชัย (2561) ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจโรงพยาบาล ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการสร้างกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจโรงพยาบาล ในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมโรงพยาบาลที่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อมูล ครบถ้วนเป็นระยะเวลา 10 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2561 รวมทั้งหมด 13 บริษัท โดยให้ความสามารถ ในการทำกำไรนั้น วัดจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนจะ พิจารณาจากปริมาณของหนี้สินซึ่งวัดโดยอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) อัตราหนี้สิน ระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) และอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD) ผลจากการวิเคราะห์การ ถดถอยพหุคูณแสดงให้เห็นว่าในธุรกิจโรงพยาบาลที่

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) เป็นตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เป็นจำนวนมากที่สุดถึง 9 จาก 13 บริษัท และสิ่งนี้เป็น การสนับสนุนที่สำคัญของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล ซึ่งได้ทำการศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับ มูลค่าบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ย้อนหลัง 5 ปี ในช่วง ปี พ.ศ. 2554 - 2558 จำนวน 362 บริษัท จำนวน 1,810 ข้อมูล โดยวิเคราะห์แบบกลุ่มอุตสาหกรรม และแยก ทั้งนี้ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจาก ธุรกิจอื่นทั่วไป ในงานวิจัยฉบับนี้วัดโครงสร้างเงินทุน โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวม และวัดมูลค่าบริษัทจากสูตรในการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994) โดยมีตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไรสินทรัพย์ที่มีตัวตน และโอกาสในการเติบโต และใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ ผลการวิจัยพบว่าหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่า บริษัท กล่าวคือ หากบริษัทที่มีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูงจะมีมูลค่าบริษัทต่ำ เมื่อทดสอบโดยแยกตาม กลุ่มอุตสาหกรรม พบความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าวใน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และกลุ่ม บริการ แสดงว่า หากบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากรและกลุ่มบริการมีหนี้สินใน โครงสร้างเงินทุนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่าบริษัทลดลง และยังพบว่าตัวแปรควบคุมคือ ขนาดบริษัท โอกาสในการเติบโต มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท ในส่วนของความสามารถในการทำกำไรและ สินทรัพย์ที่มีตัวตน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท

อรทิชา อินทาปัจ (2559) ได้ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อสำรวจพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล และศึกษาปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 50 บริษัท ระหว่างปี พ.ศ. 2553-2558 รวมระยะเวลา 6 ปี โดยมีมาตรการวัดการจ่ายเงินปันผล 2 ตัวแปร ได้แก่ อัตราเงินปันผลต่อหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยเรื่องนี้ใช้กระบวนการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทำการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจำนวน 9 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่า

ทางบัญชีของกิจการ และขนาดของกิจการ จากการศึกษาพบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ ร้อยละ 4.53 และอัตราการจ่ายเงินปันผล มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 76.37 นอกจากนี้ จากการศึกษาวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนระหว่างราคาหุ้น กับมูลค่าทางบัญชีของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยเดียว ที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

#### งานวิจัยต่างประเทศ

Abdelsalam et al. (2008) ซึ่งได้ทำการศึกษถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และนโยบายอัตราผลตอบแทนเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอียิปต์ จำนวน 50 บริษัท ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2003 - 2005 ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นจากสถาบัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท และการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และอัตราการจ่ายเงิน และบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นจากสถาบันสูง จะส่งผลให้มีผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น ตามไปด้วย ซึ่งงานวิจัยนี้จะสอดคล้องกับ Chen et al. (2005) ที่ได้ทำการศึกษความสัมพันธ์ของ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นกับการจ่ายปันผล โดยผลการวิจัยพบบริษัทครอบครัวในฮ่องกง มีความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทนจ่ายเงินปันผล กล่าวคือพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่แบบครอบครัว มีอัตราผลตอบแทนจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงกว่า

Rizqia & Sumiati (2013) ซึ่งได้ทำการศึกษถึงผลกระทบของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ความสามารถในการทำกำไรระดับของหนี้สิน ขนาดของบริษัท และโอกาสในการลงทุน ที่ส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นบริษัทประเภทธุรกิจผลิตสินค้าในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซีย จำนวน 15 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 2006 - 2011 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลในทิศทางที่ตรงกันข้าม ในขณะที่ภาระหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของบริษัท ไม่มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล

Zakaria, Purhanudin & Palanimally (2014) ซึ่งได้ทำการศึกษาถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นและ ผลการดำเนินงาน ของบริษัทตลาดหลักทรัพย์ในประเทศมาเลเซีย กลุ่มธุรกิจบริการ จำนวน 73 บริษัท ในช่วงปี 2007- 2008 ผลการศึกษาพบว่า หากสัดส่วนผู้ถือกระจุกตัวที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ ความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นเช่นกัน ซึ่งตรงกันข้ามกับบริษัทที่ถือหุ้นโดยภาครัฐ

Mesquita and Lara (2003) ซึ่งได้ทำการศึกษาถึง ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในประเทศบราซิล ในช่วงปี 1995 – 2001 โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นใช้ตัวแปร อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวม, อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวม, อัตราส่วนผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม, อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความสามารถในการทำกำไรไร้อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวมและอัตราส่วนผู้ถือหุ้นต่อหนี้สินรวม มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ หากกิจการมีการก่อหนี้สินมากขึ้น จะส่งผลในความสามารถในการทำกำไรลดลง เนื่องจากการภาระต้นทุนทางการเงิน

Attawooth Laohapakdee (2009) ได้กล่าวใน Thai Journal of Public Administration ว่า ปัญหาหนึ่งขององค์กรธุรกิจในประเทศไทยคือความอ่อนแอทางการจัดการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนหลาย ๆ บริษัทมีระดับหนี้สินสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมทั้งๆ ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจองค์กรธุรกิจเหล่านี้จึงเข้าสู่ภาวะความอ่อนแอทางการเงิน เกิดปัญหาสภาพคล่อง และ พลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่ได้ผลตอบแทนสูง และเมื่อภาคธุรกิจประสบปัญหา ก็จะเป็นสาเหตุให้ระบบเศรษฐกิจได้รับผลกระทบและเกิดการชłodตัวตามไปด้วย รัฐบาลในฐานะผู้กำหนด นโยบายจำเป็นต้องมีนโยบายที่จะจัดให้มีนโยบายทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นกุญแจในการตอบสนองความต้องการของภาคเอกชนและเป็นเครื่องมือที่กระตุ้นภาคเอกชนมีการลงทุนภายใต้ การบริหารโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม นโยบายการเงินที่ไม่เหมาะสมสำหรับภาคเอกชน ทำให้ ผลลัพธ์จากการดำเนินนโยบายของรัฐบาลไม่สามารถบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้

Campbell & Jerzemowska (2001) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Capital Structure Decisions made by Companies in Transitional Economy ใช้สถิติ Regression ในการวัดผลของขนาดบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร โอกาสในการเจริญเติบโต ค่าใช้จ่ายที่ช่วยประหยัดภาษี นอกเหนือจากดอกเบี้ย และโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัท ที่มีต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษานับสนุน Pecking Order Theory

Mazur (2007) ได้ทำการศึกษาเรื่อง The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทในประเทศโปแลนด์ จำนวน 238 บริษัท ระหว่างปี 2000 – 2004 ผลการศึกษา พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของบริษัท สภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ลักษณะเฉพาะของผลิตภัณฑ์ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

Parlak (2010) ได้ทำการศึกษาเรื่อง Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms โดยใช้ตัวอย่างบริษัทในประเทศตุรกี จำนวน 145 บริษัทซึ่งมีงบการเงินระหว่างปี 2004 – 2008 ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราภาษีของบริษัท ขนาดของบริษัท ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท หลักประกันการกู้ยืม ผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับ ขนาดของบริษัท และหลักประกันการกู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Pecking Order Theory กล่าวคือ บริษัทพอใจใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการในการลงทุน และสอดคล้องกับทฤษฎี Market Timing Thesis โดยปีที่บริษัทประสบปัญหาทางธุรกิจ มูลค่าหุ้นตกลง และขาดแคลนแหล่งเงินทุนภายใน บริษัทจะพึ่งการกู้ยืมธนาคารไม่ว่าขนาดของบริษัทจะเป็นอย่างไร และ ความเสี่ยงของบริษัทจะมากหรือน้อยเพียงใด

จากการทบทวนทฤษฎี วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุป ได้ดังนี้

ตารางที่ 1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ใช้ในการวิจัย

ผู้วิจัย/หัวข้อ	อัตรา การ เติบโต	อัตราส่วน ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์ รวม	อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราเงิน ปัน ผลตอบแทน	ขนาดของ บริษัท	อัตราส่วน เงินทุน หมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือ หุ้น	อัตราส่วน หนี้สินต่อ สินทรัพย์รวม	ระดับการก่อ หนี้ตามมูลค่า ทางบัญชี	ระดับการก่อหนี้ ตามมูลค่าตลาด
จิราวัฒน์ แสงเป่า (2560) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	✓	✓	✓		✓				✓	✓
ร้อยตรีหญิง ธาธีรัตน์ พลรักษ์ (2561) ศึกษาปัจจัยที่มี อิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย				✓			✓		✓	



ตารางที่ 1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ผู้วิจัย/หัวข้อ	อัตรา การ เติบโต	อัตราส่วน ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์ รวม	อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราเงิน ปัน ผลตอบแทน	ขนาดของ บริษัท	อัตราส่วน เงินทุน หมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือ หุ้น	อัตราส่วน หนี้สินต่อ สินทรัพย์รวม	ระดับการก่อ หนี้ตามมูลค่า ทางบัญชี	ระดับการก่อหนี้ ตามมูลค่าตลาด
ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย					✓	✓	✓			
เกษมณี ร่วมชาติ (2562) ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจการแพทย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	✓						✓			
วัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) พบว่าปัจจัยการเติบโตของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการก่อหนี้	✓	✓					✓	✓		

ตารางที่ 1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ผู้วิจัย/หัวข้อ	อัตรา การ เติบโต	อัตราส่วน ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์ รวม	อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราเงิน ปัน ผลตอบแทน	ขนาดของ บริษัท	อัตราส่วน เงินทุน หมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราส่วน หนี้สินต่อ สินทรัพย์รวม	ระดับการก่อ หนี้ตามมูลค่า ทางบัญชี	ระดับการก่อหนี้ ตามมูลค่าตลาด
เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้าง เงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัท ที่อยู่ในกลุ่มดัชนีSET50		✓			✓	✓	✓			
อุบลวรรณ ชุนทอง (2559) ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม Set 100 และตลาด หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ		✓				✓	✓			
รทวรรณ อภิโชติธนกุล และธนิ ดา จิตรน้อมรัตน์ (2559)	✓	✓	✓			✓	✓			

ตารางที่ 1 สรุปผลวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ผู้วิจัย/หัวข้อ	อัตรา การ เติบโต	อัตราส่วน ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์ รวม	อัตรา ผลตอบแทนต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราเงิน ปัน ผลตอบแทน	ขนาดของ บริษัท	อัตราส่วน เงินทุน หมุนเวียน	อัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือ หุ้น	อัตราส่วน หนี้สินต่อ สินทรัพย์รวม	ระดับการก่อ หนี้ตามมูลค่า ทางบัญชี	ระดับการก่อหนี้ ตามมูลค่าตลาด
ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการ กำหนดโครงสร้างเงินทุนของ วิสาหกิจขนาดกลางในประเทศ										
ปิ่นภักดิ์ ปัญญากาศ (2563) ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้าง เงินทุนและการจัดการเงินทุน หมุนเวียน ของบริษัทจดทะเบียน กลุ่ม SET100 ใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	✓	✓			✓		✓		✓	

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีการวิจัย

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2564 โดยมีวิธีการดำเนินการวิจัยดังต่อไปนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปรที่ใช้ศึกษา

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูล

#### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ศึกษาในครั้งนี้มีหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง คือ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่อยู่ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ก่อนปี พ.ศ 2562 และ ไม่ออกจากตลาดหลักทรัพย์ก่อน ปี พ.ศ 2564 ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมด 246 หลักทรัพย์

#### ตัวแปรที่ใช้ศึกษา

การศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาจะทำการศึกษาโดยการวิเคราะห์ข้อมูลจากความสัมพันธ์ของ ตัวแปรตาม (Dependent Variables) และตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ตามรายละเอียด ดังนี้ ตัวแปรตาม (Dependent Variables) ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ได้แก่ อัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัท

## เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 2 แสดงอัตราส่วนของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	ความหมาย	อัตราส่วนทางการเงิน
GROWTH	อัตราการเติบโต	รายได้รวมปีปัจจุบัน-รายได้รวมปีก่อน/รายได้รวมปีก่อน
ROA	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ $\times 100$ /รวมสินทรัพย์(เฉลี่ย)
ROE	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ส่วนของกำไรที่เป็นของผู้ถือหุ้น $\times 100$ /รวมส่วนของผู้ถือหุ้น(เฉลี่ย)
DY	อัตราเงินปันผลตอบแทน	มูลค่าเงินปันผลรวมตามรอบผลประกอบการประจำปี(ล่าสุด) $\times 100$ /{ราคาปิดของหุ้นสามัญ $\times$ (จำนวนหุ้นสามัญ-จำนวนหุ้นซื้อคืน)}
CR	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	รวมสินทรัพย์หมุนเวียน / รวมหนี้สินหมุนเวียน
SIZE	ขนาดของบริษัท	รวมสินทรัพย์ (ล้านบาท)
D/E	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	รวมหนี้สิน/รวมส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 2 แสดงอัตราส่วนของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	ความหมาย	อัตราส่วนทางการเงิน
L/A	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม	รวมหนี้สิน / รวมสินทรัพย์
LEV1	ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี	หนี้สินไม่หมุนเวียน/หนี้สินรวม+มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)
LEV2	ดัดการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด	หนี้สินไม่หมุนเวียน/หนี้สินรวม+ราคาปิด

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้รวบรวมและจัดเก็บข้อมูลจากงบการเงิน และข้อมูลสรุปข้อสนเทศ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2562 – 2564 จาก เว็บไซต์ของ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [www.set.or.th](http://www.set.or.th)

## การวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นสถิติที่ใช้สรุปลักษณะเบื้องต้นของข้อมูล แต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) เพื่อแสดงถึง ภาพรวมทั่วไปของข้อมูล และลักษณะการแจกแจงค่าทางสถิติเบื้องต้น

2. การหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ Pearson product moment correlation coefficient เพื่อหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ที่ศึกษา หรือข้อมูล 2 ชุด ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่สัมพันธ์กันอย่างไร โดยตัวแปรจะต้องอยู่ในรูปของข้อมูลอันตรภาค (Interval) หรืออัตราส่วน (Ratio) และยังเป็น การหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สันหรือความสัมพันธ์ของตัวแปรที่นำมาศึกษาซึ่งค่าตัวแปรสหสัมพันธ์จะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง  $\pm 1$  โดยหากมีค่าที่เข้าใกล้ 1 ตัวแปรจะมีความสัมพันธ์กันสูง จะทำให้การประมาณค่าด้วยสมการถดถอยมีความแม่นยำน้อยลงโดยทั่วไปค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้องต่ำกว่า 0.8 แสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่มีปัญหาที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูง (Multicollinearity) ที่จะส่งผลกระทบต่อผลการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณ เกณฑ์การแปลผลความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสามารถแปลความหมาย 5 ระดับ ดังนี้ (พวงรัตน์ ทวีรัตน์ 2540 : 144 อ้างอิงโดย ศรารุชสร้อยทอง, 2562)

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ มากกว่า 0.80 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์สูง

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.61 - 0.80 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างสูง

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.41 - 0.60 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ปานกลาง

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.20 - 0.40 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ค่อนข้างต่ำ

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ น้อยกว่า 0.20 หมายถึง ระดับความสัมพันธ์ต่ำ

3. การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression) เพื่อใช้ในการวิเคราะห์หาตัวแปรอิสระหรือปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม ที่ศึกษาซึ่งประกอบด้วยตัวแปรอิสระหลายตัวกับตัวแปรตาม 1 ตัว

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมาก (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่า VIF (Variance inflation factors) และค่าความทนทาน (Tolerance) สำหรับตัวแปรอิสระ

ในแต่ละตัวนั้น ไม่มีปัญหาความเป็นเส้นตรงร่วมอย่างมากหรือตัวแปรอิสระไม่มีความซ้ำซ้อนในการวัด ค่า Variance inflation factors (VIF) และค่าความทนทาน Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 และค่า VIF ไม่เกิน 10 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรแต่ละตัวไม่มีความเป็นเส้นตรงร่วมกันอย่างมาก (Multicollinearity) หรือไม่มีความซ้ำซ้อนกันในการวัด

ผู้วิจัยทำการตรวจสอบการวิเคราะห์ความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อนสถิติของ Durbin-Watson เมื่อ Durbin-Watson มีค่าเข้าใกล้ 2 อีกนัยหนึ่ง Durbin-Watson ควรมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 แสดงให้เห็นว่า ความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี หรือข้อมูลของตัวแปร ณ ระดับใด ๆ ของตัวแปรอิสระมีความเป็นอิสระจากกัน ความคลาดเคลื่อนไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์กัน (Field, 2009) โดยแสดงเป็นตัวแบบสมการ Regression เพื่อทดสอบสมมติฐานได้ดังนี้

1.สมมติฐานข้อที่ 1 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 1 D/E} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

2.สมมติฐานข้อที่ 2 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 2 L/A} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

3.สมมติฐานข้อที่ 3 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 3 LEV1} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

4.สมมติฐานข้อที่ 4 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 4 LEV2} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

5.สมมติฐานข้อที่ 5 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 5 D/E} = a + \beta_1 \text{ROA} + \beta_2 \text{ROE} + \beta_3 \text{DY} + \beta_4 \text{CR} + \epsilon$$

6.สมมติฐานข้อที่ 6 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 6 L/A} = a + \beta_1 \text{ROA} + \beta_2 \text{ROE} + \beta_3 \text{DY} + \beta_4 \text{CR} + \epsilon$$



7.สมมติฐานข้อที่ 7 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 7 LEV1} = a + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\text{ROE} + \beta_3\text{DY} + \beta_4\text{CR} + \epsilon$$

8.สมมติฐานข้อที่ 8 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 8 LEV2} = a + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\text{ROE} + \beta_3\text{DY} + \beta_4\text{CR} + \epsilon$$

9.สมมติฐานข้อที่ 9 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 9 D/E} = a + \beta_1\text{SIZE} + \epsilon$$

10.สมมติฐานข้อที่ 10 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 10 L/A} = a + \beta_1\text{SIZE} + \epsilon$$

11.สมมติฐานข้อที่ 11 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 11 LEV1} = a + \beta_1\text{SIZE} + \epsilon$$

12.สมมติฐานข้อที่ 12ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 12 LEV2} = a + \beta_1\text{SIZE} + \epsilon$$

โดยที่ D/E, L/A, LEV1, LEV2 = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี, ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด

a= ค่าคงที่ (Constant) GROWTH = อัตราการเติบโต ROA = อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

ROE = อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น DY = อัตราเงินปันผลตอบแทน

CR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน SIZE = ขนาดของบริษัท  $\epsilon$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

## บทที่ 4

### การวิเคราะห์ข้อมูล

จากข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้นำมาหาค่าสถิติเชิงพรรณนา มาวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้ทำการวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

- 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)
- 4.3 การทดสอบสมมติฐานสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

**ตารางที่ 3** สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2562 – 2564

N=246	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GROWTH	-.77	279.34	1.20	17.81
ROA	-16.96	63.25	8.92	9.07
ROE	-43.39	79.78	13.10	15.43
DY	.00	54.00	2.79	4.01
CR	.15	7.09	1.70	1.20
SIZE(ล้านบาท)	2,595.00	3,078,018.00	155,752.75	334,450.93
D/E	.14	19.13	1.45	1.71
L/A	.12	.95	.51	.18
LEV1	.13	300.72	18.03	37.70
LEV2	.13	486.12	40.31	67.78

จากตารางที่ 4.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET100 จำนวน 82บริษัท  
ใน ปี พ.ศ. 2562 - 2564

พบว่า อัตราการเติบโต (GROWTH) ของรายได้เทียบกับปีก่อนมีค่าต่ำสุดร้อยละ -77 ค่าสูงสุดร้อยละ 279.34 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.20 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 17.81

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุดร้อยละ -16.96 ค่าสูงสุดร้อยละ 63.25 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 8.92 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 9.07

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าต่ำสุดร้อยละ -43.39 ค่าสูงสุดร้อยละ 79.78 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 13.10 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 15.43

อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) มีค่าต่ำสุดร้อยละ 0 ค่าสูงสุดร้อยละ 54.00 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 2.79 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 4.01

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าต่ำสุดร้อยละ .15 ค่าสูงสุดร้อยละ 7.09 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.70 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 1.20

ขนาดของบริษัท (SIZE) ซึ่งหาได้จากจำนวนสินทรัพย์รวมของบริษัท มีค่าต่ำสุด 2,595.00 ล้านบาท ค่าสูงสุด 3,078,018.00 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย 334,450.93 ล้านบาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ 334,450.93 ล้านบาท

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีค่าต่ำสุดร้อยละ .14 ค่าสูงสุดร้อยละ 19.13 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.45 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 1.71

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (L/A) มีค่าต่ำสุดร้อยละ .12 ค่าสูงสุดร้อยละ .95 ค่าเฉลี่ยร้อยละ .51 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ .18

ระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าทางบัญชี (LEV1) มีค่าต่ำสุดร้อยละ .13 ค่าสูงสุดร้อยละ 300.72 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 18.03 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 37.70

ระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาด (LEV2) มีค่าต่ำสุดร้อยละ .13 ค่าสูงสุดร้อยละ 486.12 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 40.31 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 67.78

#### 4.2 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation)

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2562 - 2564

	GROW	ROA	DY	DY	CR	SIZE	D/E	L/A	LEV 1	LEV 2
GROW	1									
ROA	-.173	1								
ROE	-.206	.898	1							
DY	-.046	.014	-.100	1						
CR	-.066	.291	.166	.006	1					
SIZE	-.016	-.112	-.092	.045	-.058	1				
D/E	.066	-.230	-.293	.538	-.351	.039	1			

ตารางที่ 4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2562 – 2564 (ต่อ)										
L/A		.091	-	-	.086	-	.138	.650	1	
			.372	.206		.592				
LEV1		-	-	-	.058	.063	.331	-	-	1
		.027	.048	.055				.074	.023	
LEV2		-	.074	.107	-	.065	.210	-	-	.717
		.034			.032			.084	.096	1
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).										

จากตารางที่ 4.8 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2562 – 2564 พบว่า ตัวแปร 45 คู่มีความสัมพันธ์กัน แต่มีความสัมพันธ์ Correlation ไม่เกิน 0.80 แสดงว่า ไม่มีปัญหา Multicollinearity แต่มีตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เกิน 0.80 ซึ่งถ้ามีค่าเกิน 0.80 อาจทำให้เกิดปัญหา multicollinearity มีด้วยกัน 1 คู่ คือ ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับ ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าความสัมพันธ์เท่ากับ 0,898 ซึ่งตัวแปรทั้งสองดังกล่าวเป็นตัวอธิบายความสามารถในการทำกำไรเหมือนกันทั้งคู่ จึงมีความสัมพันธ์กันสูง

#### 4.3 การทดสอบสมมติฐานสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ Multiple Regression Analysis เพื่อทำการศึกษา อิทธิพลของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ปี พ.ศ. 2562 - ปี พ.ศ. 2564

**1.สมมติฐานข้อที่ 1** อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 1 D/E} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 1

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1		1.442	.110		13.171	.000			
	GROWTH	.006	.006	.066	1.031	.303	1.000	1.000	1.957
a. Dependent Variable: D/E R Square = .004									

จากตารางที่ 5 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson อยู่ที่ 1.957 ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .004 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 4.0 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ

.006 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta 'ของ standardized coefficients) เท่ากับ .066 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 1.031 และสรุปได้ว่า อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**2.สมมติฐานข้อที่ 2** อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 2 } L/A = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 2

		Coefficients <sup>a</sup>							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1		.511	.011		45.349	.000			
	GROWTH	.001	.001	.091	1.421	.157	1.000	1.000	2.211
	WTH				1			0	1
a. Dependent Variable: L/A R Square = .008									

จากตารางที่ 6 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson อยู่ที่ 2.211 ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .008 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 8.0 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ .001 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) เท่ากับ .091 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 1.421 และสรุปได้ว่า อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**3.สมมติฐานข้อที่ 3** อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 3 LEV1} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 3

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	18.096	2.413		7.500	.000			
	GROWTH	-.056	.135	-.027	-.415	.678	1.000	1.000	2.065

a. Dependent Variable: LEV1 R Square = .001

จากตารางที่ 7 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.065 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .001 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 1.0 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ

-.056 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta 'ของ standardized coefficients) เท่ากับ .091 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -.027 และสรุปได้ว่า อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**4.สมมติฐานข้อที่ 4** อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 4 LEV2} = a + \beta_1 \text{GROWTH} + \epsilon$$



ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 4

		Coefficients <sup>a</sup>							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	40.470	4.338		9.330	.000			
	GRO	-.131	.244	-.034	-.536	.592	1.000	1.000	2.095
	WTH								
a. Dependent Variable: LEV2 R Square =.001									

จากตารางที่ 8 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.095 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .001 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 1.0 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ-.131 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) เท่ากับ-.034 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ -.536 และสรุปได้ว่า อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

5.สมมติฐานข้อที่ 5 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 5 } D/E = a + \beta_1 ROA + \beta_2 ROE + \beta_3 DY + \beta_4 CR + \epsilon$$

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 5

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	1.892	.163		11.629	.000			
	ROA	.028	.022	.147	1.244	.215	.162	6.157	
	ROE	-.035	.013	-.317	-2.745	.007*	.171	5.857	1.757
	DY	.216	.021	.506	10.232	.000**	.930	1.075	
	CR	-.490	.073	-.344	-6.710	.000**	.865	1.156	
a. Dependent Variable: D/E R Square = .452									
*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 **มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.000									

จากตารางที่ 9 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.075 ถึง 6.157 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ .171 ถึง .930 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 1.757 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .452 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 45.2 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) อยู่ที่ -.490 ถึง .216 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta 'ของ standardized coefficients) อยู่ที่ -.344 ถึง .506 และค่าสถิติทดสอบ t อยู่ที่ -6.710 ถึง 10.232 และสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินอันได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และ อัตราเงินทุนหมุนเวียนมีผลทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่

ระดับ 0.05 และ 0.000 ในขณะเดียวกัน อัตราเงินปันผลตอบแทน มีผลกระทบทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.000

**6.สมมติฐานข้อที่ 6** อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 6 } L/A = a + \beta_1ROA + \beta_2ROE + \beta_3DY + \beta_4CR + \epsilon$$

**ตารางที่ 10** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 6

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error				Beta	Tolerance	
1	(Constant)	.656	.017		38.987	.000			
	ROA	-.014	.002	-.697	-5.863	.000**	.162	6.157	
	ROE	.006	.001	.514	4.432	.000**	.171	5.857	1.999
	DY	.007	.002	.150	3.016	.003*	.930	1.075	
	CR	-.070	.008	-.475	-9.236	.000**	.865	1.156	
a. Dependent Variable: L/A R Square = .447									

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.000

จากตารางที่ 10 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.075 ถึง 6.157 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ .162 ถึง .930 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 1.999 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ใน

เกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .447 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใ้  
งานได้ ร้อยละ 44.7 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ  
unstandardized coefficients) อยู่ที่ -.070 ถึง .007 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน  
(Beta ของ standardized coefficients) อยู่ที่ -.697 ถึง .514 และค่าสถิติทดสอบ t อยู่ที่ -9.236  
ถึง 4.432 และสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินอันได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตรา  
สภาพคล่อง มีผลทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ  
0.000 ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินอันได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราเงิน  
ปันผลตอบแทน มีผลกระทบทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ  
ที่ระดับ 0.05 และ 0.000

**7.สมมติฐานข้อที่ 7** อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่า  
ทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 7 LEV1} = a + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\text{ROE} + \beta_3\text{DY} + \beta_4\text{CR} + \varepsilon$$

**ตารางที่ 11** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 7

		Coefficients <sup>a</sup>							
Model		Unstandardized Coefficients		Standar dized Coeffi cients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Dur bin- Wat son
		B	Std. Error	Beta			Toler ance	VIF	
1	(Cons tant)	14.645	4.803		3.04 9	.003			
	ROA	-.364	.660	-.088	-.551	.582	.162	6.15 7	
	ROE	.039	.378	.016	.103	.918	.171	5.85 7	2.04 0
	DY	.563	.624	.060	.902	.368	.930	1.07 5	
	CR	2.677	2.158	.085	1.24 0	.216	.865	1.15 6	
a. Dependent Variable: LEV1 R Square =.012									

จากตารางที่ 11 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.075 ถึง 6.157 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ .162 ถึง .930 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.040 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .012 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 1.2 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) อยู่ที่ -.364 ถึง 2.677 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) อยู่ที่ -0.88 ถึง .085 และค่าสถิติทดสอบ t อยู่ที่ -.551 ถึง 1.240 และสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**8.สมมติฐานข้อที่ 8** อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 8 } \text{LEV2} = a + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\text{ROE} + \beta_3\text{DY} + \beta_4\text{CR} + \varepsilon$$

**ตารางที่ 12** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 8

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	30.650	8.608		3.561	.000			
	ROA	-1.237	1.183	-.166	-1.046	.297	.162	6.157	
	ROE	1.066	.678	.243	1.572	.117	.171	5.857	2.059
	DY	-.093	1.119	-.005	-.083	.934	.930	1.075	
	CR	4.123	3.867	.073	1.066	.287	.865	1.156	
a. Dependent Variable: LEV2 R Square = .019									

จากตารางที่ 12 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.075 ถึง 6.157 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ .162 ถึง .930 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.059 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .019 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 1.9 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) อยู่ที่ -1.237 ถึง 4.123 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) อยู่ที่ -.166 ถึง .243 และค่าสถิติทดสอบ t อยู่ที่ -1.046 ถึง 1.572 และสรุปได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**9.สมมติฐานข้อที่ 9** ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 9 } D/E = a + \beta_1 \text{SIZE} + \epsilon$$

**ตารางที่ 13** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 9

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	1.419	.121		11.754	.000			
	SIZE	1.977	.000	.039	.603	.547	1.000	1.000	1.958

a. Dependent Variable: D/E R Square = .001

จากตารางที่ 13 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถ

ทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 1.958 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .001 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 1.0 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 1.977 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta ของ standardized coefficients) เท่ากับ .039 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ .603 และสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**10.สมมติฐานข้อที่ 10** ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 10 } L/A = a + \beta_1 \text{SIZE} + \epsilon$$

**ตารางที่ 14** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 10

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standar dized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Dur bin-Wat son
		B	Std. Error	Beta			Toler ance	VIF	
1	(Cons tant)	.500	.012		40.582	.000			
	SIZE	7.288	.000	.138	2.177	.030*	1.000	1.000	2.178
a. Dependent Variable: L/A R Square =.019									

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

จากตารางที่ 14 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0

และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.178 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .019 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 1.9 จาก

แบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 7.288 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta 'ของ standardized coefficients) เท่ากับ .138 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 2.177 และสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**11.สมมติฐานข้อที่ 11** ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 11 } LEV1 = a + \beta_1 \text{SIZE} + \epsilon$$

**ตารางที่ 15** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 11

Coefficients <sup>a</sup>									
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
		B	Std. Error				Tolerance	VIF	
1	(Constant)	12.217	2.508		4.872	.000			
	SIZE	3.731	.000	.331	5.480	.000**	1.000	1.000	2.169
a. Dependent Variable: LEV1 R Square = .110									

\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.000

จากตารางที่ 15 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0

และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.169 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .110 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 11.00 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 3.731 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta 'ของ standardized



coefficients) เท่ากับ .331 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 5.480 และสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าทางบัญชีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.000

**12.สมมติฐานข้อที่ 12** ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อในด้านระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

$$\text{สมการที่ 12 LEV2} = a + \beta_1 \text{SIZE} + \epsilon$$

**ตารางที่ 16** ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 12

Model		Coefficients <sup>a</sup>							Durbin-Watson
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
		B	Std. Error				Tolerance	VIF	
1	(Constant)	33.700	4.673		7.212	.000			
	SIZE	4.246	.000	.210	3.347	.001*	1.000	1.000	2.124

a. Dependent Variable: LEV2 R Square =.044

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

จากตารางที่ 16 การวิเคราะห์ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าน้อยกว่า 10 มีค่าอยู่ที่ 1.0 และค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 มีค่าอยู่ที่ 1.0 นั่นคือ ไม่เกิด Multicollinearity สามารถทดสอบด้วยสถิติการถดถอยแบบพหุคูณได้ มีค่า Durbin-Watson ซึ่งมีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 อยู่ที่ 2.124 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนมีความเป็นอิสระระหว่างกันอยู่ในเกณฑ์ที่ดี การวิเคราะห์ R Square มีค่าเท่ากับ .044 หมายถึง ตัวแปรทั้งหมด สามารถอธิบายการใช้งานได้ ร้อยละ 4.4 จากแบบจำลองสมมติฐาน พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนปกติ (B ของ unstandardized coefficients) เท่ากับ 4.246 ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยคะแนนมาตรฐาน (Beta 'ของ standardized coefficients) เท่ากับ .210 และค่าสถิติทดสอบ t เท่ากับ 3.347 และสรุปได้ว่า ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.001

ตารางที่ 17 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานข้อที่ 1 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่ออัตรารัฐบาลต่ออัตรารัฐบาลส่วนนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 2 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่ออัตรารัฐบาลส่วนนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 3 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 4 อัตราการเติบโตส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 5 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตรารัฐบาลส่วนนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 6 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตรารัฐบาลส่วนนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 7 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง

ตารางที่ 17 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย (ต่อ)

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
สมมติฐานข้อที่ 8 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำหนดตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 9 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	ไม่สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 10 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 11 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำหนดตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	สอดคล้อง
สมมติฐานข้อที่ 12 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อในด้านระดับการก่อกำหนดตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100	สอดคล้อง

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

อิทธิพลของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET100 THE INFLUENCE OF GROWTH RATE FINANCIAL RATIO AND SIZE OF THE COMPANY TO CAPITAL STRUCTURE OF SET 100 GROUP REGISTRATION IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) เป็นการศึกษาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัทที่ส่งผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET50 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย อัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงินอันได้แก่ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราเงินปันผลตอบแทน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และขนาดของบริษัท ซึ่งได้จากการศึกษาหลักฐานจากข้อมูลในงบการเงิน และข้อมูลสรุปข้อสนเทศ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2562 – 2564 ระยะเวลา 3 ปี จำนวน 82 บริษัททั้งสิ้น 246 กลุ่มตัวอย่างซึ่งได้นำข้อมูลมาทำการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบ (Pearson product moment correlation coefficient) และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในบทนี้ได้แบ่งหัวข้อออกเป็น 4 ส่วนดังต่อไปนี้

สรุปผลการวิจัย

อภิปรายผลการวิจัย

ข้อจำกัดของการวิจัย

ข้อเสนอแนะของการวิจัย

#### สรุปผลการวิจัย

##### 1. ผลของการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากการที่ผู้วิจัยได้รวบรวมในงบการเงิน และข้อมูลสรุปข้อสนเทศ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2562 – 2564 สามารถวิเคราะห์และสรุปจากการใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้ดังนี้

อัตราการเติบโต (GROWTH) ของรายได้เทียบกับปีก่อนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ -.77 ค่าสูงสุดร้อยละ 279.34 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.20 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 17.81 แสดงว่ากิจการมีการเติบโตของยอดขายที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งอาจจะส่งผลให้กิจการเพิ่มทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของวัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ที่พบว่า ปัจจัยโอกาสในการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับการก่อหนี้

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ -16.96 ค่าสูงสุดร้อยละ 63.25 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 8.92 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 9.07 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยส่วนใหญ่สามารถทำกำไรจากการบริหารจัดการสินทรัพย์ให้เกิดรายได้และให้มีกำไรได้ดี

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ -43.39 ค่าสูงสุดร้อยละ 79.78 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 13.10 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 15.43 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยส่วนใหญ่สามารถดำเนินงาน ให้เกิดผลกำไรและก่อให้เกิดผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นซึ่งผลการดำเนินงานของกิจการ ส่งผลกับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น

อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ 0 ค่าสูงสุดร้อยละ 54.00 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 2.79 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 4.01 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ไม่สูงมากนัก และประกอบกับราคาหุ้นของบางบริษัทอาจจะสูงมากส่งผลทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.79

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ .15 ค่าสูงสุดร้อยละ 7.09 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.70 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 1.20 แสดงให้

เห็นได้ว่าบริษัทส่วนใหญ่มีสภาพคล่องที่ไม่มากนักซึ่ง ณ ขณะนั้นกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ส่วนใหญ่อาจให้ความสำคัญกับการบริหารเงินทุน เพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท โดยมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนยิ่งมากกว่าเจ้าหนี้ยังได้รับความปลอดภัยมากขึ้น ถ้าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนสูง แสดงว่า กิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมาก เมื่อเทียบกับหนี้สินหมุนเวียน กล่าวคือ กิจการมีสภาพคล่องดี โดยทั่วไปนักวิเคราะห์ทางการเงินเชื่อว่า กิจการที่มีสภาพคล่องดีควรจะมีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่น้อยกว่า 2 เท่า (นุชจรี พิเชฐกุล, 2561)

ขนาดของบริษัท (SIZE) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ซึ่งหาได้จากจำนวนสินทรัพย์รวมของบริษัท มีค่าต่ำสุด 2,595.00 ล้านบาท ค่าสูงสุด 3,078,018.00 ล้านบาท ค่าเฉลี่ย 334,450.93 ล้านบาท และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ 334,450.93 ล้านบาท แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีขนาดใหญ่ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มตามขนาดของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) จิราวัฒน์ แสงเป่า (2559) และอุบลวรรณ ขุนทอง (2559) ที่พบว่า ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นผลจากกิจการขนาดใหญ่จะสามารถกู้เงินจากธนาคารได้ง่าย เนื่องจากมีความน่าเชื่อถือและมีความสามารถในการชำระหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ .14 ค่าสูงสุดร้อยละ 19.13 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 1.45 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 1.71 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่ไม่สูงมากนัก ถือว่ามีโครงสร้างทางการเงินที่ค่อนข้างดี

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (L/A) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ .12 ค่าสูงสุดร้อยละ .95 ค่าเฉลี่ยร้อยละ .51 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ .18 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในสัดส่วนที่ไม่สูงมากนัก ถือว่ามีโครงสร้างทางการเงินที่ไม่ค่อยดีนัก

ระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าทางบัญชี (LEV1) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ .13 ค่าสูงสุดร้อยละ 300.72 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 18.03 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 37.70 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าทางบัญชีในสัดส่วนที่สูงซึ่งอาจเป็นผลมาจากหนี้สินหรือมูลค่าหุ้นทางบัญชีในขณะนั้น ซึ่งถือว่ามีโครงสร้างทางการเงินที่ไม่ค่อยดีนัก

ระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาด (LEV2) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีค่าต่ำสุดร้อยละ .13 ค่าสูงสุดร้อยละ 486.12 ค่าเฉลี่ยร้อยละ 40.31 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานซึ่งเป็นการวัดการกระจายตัวของชุดข้อมูลพบว่ามีค่าอยู่ที่ร้อยละ 67.78 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 มีระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาดในสัดส่วนที่สูงซึ่งอาจเป็นผลมาจากหนี้สินหรือราคาหุ้นตลาดในขณะนั้น ซึ่งถือว่ามีโครงสร้างทางการเงินที่ไม่ค่อยดีนัก

## 2. สรุปผลการทดสอบสมมติฐาน

การศึกษาเรื่องอิทธิพลของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัท ที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 การวิเคราะห์ข้อมูลโดยเฉลี่ยระหว่างปีพ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ.2564 ผลการทดสอบสมมติฐาน ดังต่อไปนี้

สมมติฐานข้อที่ 1 อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 2 อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 3 อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 4 อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อกำเนิดตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 5 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 6 อัตราส่วนทางการเงินส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 7 อัตราส่วนทางการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 8 อัตราส่วนทางการเงินไม่ส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 9 ขนาดของบริษัทไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 10 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 11 ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานข้อที่ 12ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### อภิปรายผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องอิทธิพลของอัตราการเติบโต อัตราส่วนทางการเงิน และขนาดของบริษัทที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 การวิเคราะห์ข้อมูลโดยเฉลี่ยระหว่างปีพ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ.2564 โดยผู้วิจัยได้ตั้งขอบเขตการวิจัยโดยมุ่งไปที่ผลการวิจัยโครงสร้างเงินทุนไว้ 4 ด้าน คือ ด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ด้านระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ด้านระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด จึงขออภิปรายข้อค้นพบที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้ ไว้ดังนี้

อัตราการเติบโตไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี และระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษา งานวิจัยที่ผ่านมาของ จิรวัดน์ แสงเป่า (2559) ที่พบว่าโอกาสการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชีและระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาด



หลักทรัพย์ SET100 และสอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยของ เกศมณี ร่วมชาติ (2562) ) ที่พบว่า อัตราการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทางสถิติใน ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีสัญญาณ (Signalling Theory) ขณะเดียวกันไม่สอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาของ ปิณณภัทร์ ปัญญาภาศ(2563) ที่พบว่า ปัจจัยอัตราการเติบโตของยอดขายมีผลทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนด้านอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และด้านระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงว่าหากกิจการมีการเติบโตของยอดขายเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้กิจการเพิ่มทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในกิจการซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ วัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ที่พบว่า ปัจจัยโอกาสในการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับการก่อหนี้ และสอดคล้องกับการศึกษาของ รทวรรณ อภิโชติธนกุล(2559) ที่พบว่า หากการดำเนินธุรกิจมีอัตราการเจริญเติบโตเพิ่มขึ้น แสดงว่าธุรกิจนั้นมีความต้องการใช้เงินทุนในการลงทุนเพิ่มขึ้นและเกิดความต้องการในการขยายธุรกิจโดยการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องแนวคิดของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น(Pecking Order Theory)

อัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนส่งผลกระทบต่อทางลบและทางบวกต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี และระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาของ จิรวัดน์ แสงเป้า (2559) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลทางลบกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 แต่ไม่มีผลกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี และระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Dynamic Trade Off และสอดคล้องกับงานวิจัยของ ปิณณภัทร์ ปัญญาภาศ(2563) ที่พบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลในทิศทางตรงข้ามต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สอดคล้องกับงานวิจัยของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556) ที่พบว่าสภาพคล่องของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ผลการวิจัยของ ร้อยตรีหญิง ธารีรัตน์ พลรักษ์ (2561) พบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนไม่มีผลกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี ผลการศึกษาของ ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) พบว่าอัตราส่วนสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เชิงลบกับ

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับผลการศึกษาวิจัยของ อุบลวรรณ ขุนทอง (2559) ที่พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลเชิงบวก และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลเชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และยิ่งสอดคล้องกับผลงานการวิจัยของ รทวรรณ อภิโชติธนกุล และธนิดา จิตรน้อมรัตน์ (2559) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราสภาพคล่อง มีผลกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

ขนาดของบริษัท (SIZE) ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี และระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาของ จิราวัฒน์ แสงเป่า (2560) พบว่า ปัจจัยด้านขนาดของบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชีและระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าราคาตลาด ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ตามทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory) และทฤษฎีและความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและการศึกษางานวิจัยของ ธนวันต์ มุสิกกุล (2560) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 1% สอดคล้องกับการศึกษางานวิจัยของ ผลการศึกษาขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2556)

### ข้อจำกัดของการวิจัย

- ข้อจำกัดด้านการได้มาซึ่งตัวแปร เนื่องจากข้อมูลที่ได้จากรายงานทางการเงินที่ใช้เป็นตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามในงานวิจัยในครั้งนี้ ขึ้นอยู่กับการเปิดเผยข้อมูลในรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ระหว่างปี พ.ศ.2562 ถึงปี พ.ศ.2564 ว่าได้เปิดเผยข้อมูลที่จำเป็นที่ส่งผลกระทบต่อการประมวลผลข้อมูลครบถ้วนหรือไม่
- ข้อจำกัดของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิจัย เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาคั้งนี้เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ซึ่งจากการเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีรายงานทางการเงินไม่ครบ 3 ปีและมีข้อมูลไม่ครบตามที่ต้องการอยู่หลายบริษัท

3. ข้อจำกัดของระยะเวลาที่ใช้ในวิจัย คือ ระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2564 อาจไม่สามารถนำไปใช้อ้างอิงในช่วงเวลาอื่นได้ เนื่องจากสภาพเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาอยู่ในสภาวะไม่ปกติเป็นช่วงขาลงของสภาวะเศรษฐกิจโลก ซึ่งส่วนหนึ่งได้รับผลกระทบจากโรคระบาด

4. ข้อจำกัดด้านวิธีการวิจัย การศึกษาวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยข้อมูลเชิงปริมาณเพียงอย่างเดียว ซึ่งการประเมินมูลค่าหุ้นควรพิจารณาปัจจัยเชิงคุณภาพอื่น ๆ เช่น สภาวะปัจจัยทางเศรษฐกิจ เทคโนโลยีและนวัตกรรมใหม่ นโยบายและการสนับสนุนจากรัฐบาล และสภาวะด้านอุตสาหกรรม เป็นต้น

### ข้อเสนอแนะของการวิจัย

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

#### 1. ข้อเสนอแนะทั่วไป

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ซึ่งจากการเก็บข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าทางบัญชี และระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินและขนาดของบริษัท ซึ่งกลุ่มตัวอย่างบางตัวนั้นมีรายงานทางการเงินไม่ครบ 3 ปีและมีข้อมูลไม่ครบตามที่ต้องการอยู่หลายบริษัทรวมทั้งข้อมูลในสรุปข้อมูลสารสนเทศ ซึ่งอยากให้ทางตลาดหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์จัดทำและเผยแพร่ให้ครบถ้วนเพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้ศึกษาและนักลงทุนต่อไป

#### 2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

2.1 งานวิจัยในอนาคตอาจขยายระยะเวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูลให้มากขึ้น อาจเป็น 5 ปี เพื่อให้ได้ข้อมูลมากพอที่จะทำให้ผลการวิเคราะห์มีความแม่นยำมากขึ้น และควรเลือกศึกษาบริษัทจดทะเบียนเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการเจริญเติบโตและมีการเปิดเผยข้อมูลที่ชัดเจน ซึ่งจะส่งผลต่อการวิเคราะห์ผลการศึกษาวิจัย หรือการวิจัยครั้งต่อไปควรเลือกกลุ่มอุตสาหกรรมเฉพาะธุรกิจการเงินซึ่งมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

2.2 ควรคัดเลือกตัวแปรที่คาดว่าจะเกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนที่นอกเหนือจากงานวิจัยนี้ เช่น ปัจจัยภายในและภายนอกบริษัท สัดส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ และอัตรการเติบโตซึ่งมีหลายสูตรในการวัดค่า

## บรรณานุกรม

- รวงฝน ใจสมุทร. (2561). โครงสร้างเงินทุนพื้นฐานความสำเร็จของกิจการ
- ชนวันต์ มุสิกกุล. (2560). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย
- ยุทธ วรรณธรร. (2557). หลากหลายเพศในคณะกรรมการ. CG CORNER. <http://www.set.or.th>
- จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2560). ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ
- เกษมณี ร่วมชาติ. (ม.ป.ป.). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในหมวดธุรกิจ การแพทย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- ปณณภัทร์ ปัญญาภาศ. (2563). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนและการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของ บริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET100 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- วัฒนา ศักยชีวกิจ และกอบกุล จันทโรคลิกา. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท. จดทะเบียนในตลาดอาเซียน. วารสารวิชาชีพบัญชี, 12(33), 50-63.
- (รทวรรณ อภิโชติชนกุลและธนิดา จิตรน้อมรัตน์,ม.ป.ป.). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศ
- เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2556). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50
- ร้อยตรีหญิง ธาธีรัตน์ พลรักษ์. (2561). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- อุบลวรรณ ขุนทอง. (ม.ป.ป.). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอของกลุ่มกิจการที่%ไม่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มกิจการที่%มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ

ภาคผนวก

### ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่คัดเลือกมาศึกษา

### รายชื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100

No.	Symbol	SET100 Company	Sector
1	AAV	ASIA AVIATION PCL	Transportation & Logistics
2	ACE	ABSOLUTE CLEAN ENERGY PCL	Energy & Utilities
3	ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE PCL	Information & Communication Technology
4	AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND) PCL	Finance and Securities
5	AMATA	AMATA CORPORATION PCL	Property Development
6	AOT	AIRPORTS OF THAILAND PCL	Transportation & Logistics
7	AP	AP (THAILAND) PCL	Property Development
8	BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT PCL	Finance and Securities
9	BANPU	BANPU PCL	Energy & Utilities
10	BBL	BANGKOK BANK PCL	Banking
11	BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL PCL	Health Care Services
12	BCP	BANGCHAK CORPORATION PCL	Energy & Utilities
13	BCPG	BCPG PCL	Energy & Utilities
14	BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES PCL	Health Care Services
15	BEC	BEC WORLD PCL	Media & Publishing
16	BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO PCL	Transportation & Logistics
17	BGRIM	B.GRIMM POWER PCL	Energy & Utilities
18	BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL PCL	Health Care Services
19	BJC	BERLI JUCKER PCL	Commerce
20	BTS	BTS GROUP HOLDINGS PCL	Transportation & Logistics
21	CBG	CARABAO GROUP PCL	Food and Beverage
22	CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL PCL	Tourism & Leisure
23	CHG	CHULARAT HOSPITAL PCL	Health Care Services
24	CK	CH. KARNCHANG PCL	Construction Services
25	CKP	CK POWER PCL	Energy & Utilities
26	COM7	COM7 PCL	Commerce

27	CPALL	CP ALL PCL	Commerce
28	CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS PCL	Food and Beverage
29	CPN	CENTRAL PATTANA PCL	Property Development
30	CRC	CENTRAL RETAIL CORPORATION PCL	Commerce
31	DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND) PCL	Electronic Components
32	DOHOME	DOHOME PCL	Commerce
33	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION PCL	Information & Communication Technology
34	EA	ENERGY ABSOLUTE PCL	Energy & Utilities
35	EGCO	ELECTRICITY GENERATING PCL	Energy & Utilities
36	ESSO	ESSO (THAILAND) PCL	Energy & Utilities
37	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE PCL	Commerce
38	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY PCL	Energy & Utilities
39	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT PCL	Energy & Utilities
40	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING PCL	Energy & Utilities
41	HANA	HANA MICROELECTRONICS PCL	Electronic Components
42	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER PCL	Commerce
43	ICHI	ICHITAN GROUP PCL	Food and Beverage
44	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS PCL	Information & Communication Technology
45	IRPC	IRPC PCL	Energy & Utilities
46	IVL	INDORAMA VENTURES PCL	Petrochemicals & Chemicals
47	JAS	JASMINE INTERNATIONAL PCL	Information & Communication Technology
48	JMART	JAY MART PCL	Information & Communication Technology
49	JMT	JMT NETWORK SERVICES PCL	Finance and Securities
50	KBANK	KASIKORNBANK PCL	Banking
51	KCE	KCE ELECTRONICS PCL	Electronic Components
52	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK PCL	Banking
53	KTB	KRUNG THAI BANK PCL	Banking
54	KTC	KRUNGTHAI CARD PCL	Finance and Securities
55	LH	LAND AND HOUSES PCL	Property Development



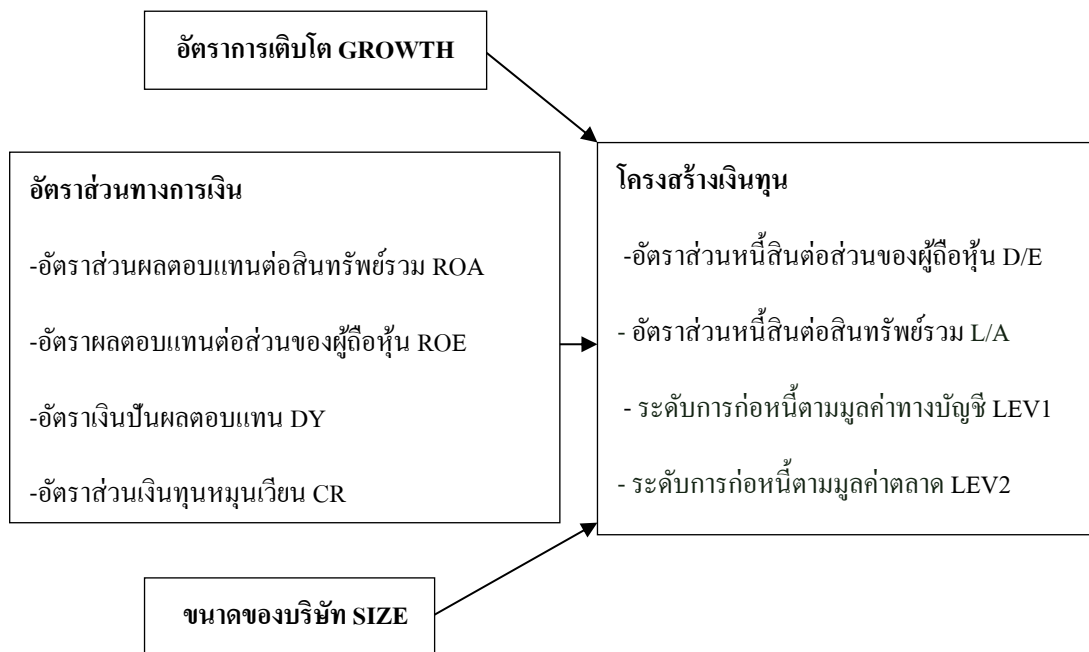
56	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP PCL	Media & Publishing
57	MEGA	MEGA LIFESCIENCES PCL	Commerce
58	MINT	MINOR INTERNATIONAL PCL	Food and Beverage
59	MTC	MUANGTHAI CAPITAL PCL	Finance and Securities
60	NRF	NR INSTANT PRODUCE PCL	Food and Beverage
61	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS PCL	Energy & Utilities
62	ORI	ORIGIN PROPERTY PCL	Property Development
63	OSP	OSOTSPA PCL	Food and Beverage
64	PLANB	PLAN B MEDIA PCL	Media & Publishing
65	PRM	PRIMA MARINE PCL	Transportation & Logistics
66	PSL	PRECIOUS SHIPPING PCL	Transportation & Logistics
67	PTG	PTG ENERGY PCL	Energy & Utilities
68	PTL	POLYPLEX (THAILAND) PCL	Packaging
69	PTT	PTT PCL	Energy & Utilities
70	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION PCL	Energy & Utilities
71	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL PCL	Petrochemicals & Chemicals
72	QH	QUALITY HOUSES PCL	Property Development
73	RATCH	RATCH GROUP PCL	Energy & Utilities
74	RBF	R&B FOOD SUPPLY PCL	Food and Beverage
75	RS	RS PCL	Commerce
76	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION PCL	Finance and Securities
77	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK PCL	Banking
78	SCC	THE SIAM CEMENT PCL	Construction Materials
79	SCGP	SCG PACKAGING PCL	Packaging
80	SINGER	SINGER THAILAND PCL	Commerce
81	SPALI	SUPALAI PCL	Property Development
82	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING PCL	Energy & Utilities
83	STA	SRI TRANG AGRO-INDUSTRY PCL	Agribusiness
84	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION PCL	Construction Services
85	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND) PCL	Personal Products & Pharmaceuticals

86	SUPER	SUPER ENERGY CORPORATION PCL	Energy & Utilities
87	SYNEX	SYNNEX (THAILAND) PCL	Information & Communication Technology
88	TASCO	TIPCO ASPHALT PCL	Construction Materials
89	TCAP	THANACHART CAPITAL PCL	Banking
90	THANI	RATCHTHANI LEASING PCL	Finance and Securities
91	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP PCL	Banking
92	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING PCL	Food and Beverage
93	TOP	THAI OIL PCL	Energy & Utilities
94	TQM	TQM CORPORATION PCL	Insurance
95	TRUE	TRUE CORPORATION PCL	Information & Communication Technology
96	TTB	TMBTHANACHART BANK PCL	Banking
97	TU	THAI UNION GROUP PCL	Food and Beverage
98	TVO	THAI VEGETABLE OIL PCL	Food and Beverage
99	VGI	VGI PCL	Media & Publishing
100	WHA	WHA CORPORATION PCL	Property Development

ภาคผนวก ข

กรอบแนวคิดการวิจัย

## กรอบแนวคิดการวิจัย



### ภาคผนวก ค

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS

สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET100 ในระหว่างปี พ.ศ. 2562 – 2564

N=246	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
GROWTH	-.77	279.34	1.20	17.81
ROA	-16.96	63.25	8.92	9.07
ROE	-43.39	79.78	13.10	15.43
DY	.00	54.00	2.79	4.01
CR	.15	7.09	1.70	1.20
SIZE(ล้านบาท)	2,595.00	3,078,018.00	155,752.75	334,450.93
D/E	.14	19.13	1.45	1.71
L/A	.12	.95	.51	.18
LEV1	.13	300.72	18.03	37.70
LEV2	.13	486.12	40.31	67.78

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่มีผลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์ SET100 ในช่วงปี พ.ศ.2562 - 2564

	GRO W	ROA	DY	DY	CR	SIZE	D/E	L/A	LEV1	LEV2
GROW	1									
ROA	-.173	1								
ROE	-.206	.898	1							
DY	-.046	.014	-.100	1						
CR	-.066	.291	.166	.006	1					
SIZE	-.016	-.112	-.092	.045	-.058	1				
D/E	.066	-.230	-.293	.538	-.351	.039	1			
L/A	.091	-.372	-.206	.086	-.592	.138	.650	1		
LEV1	-.027	-.048	-.055	.058	.063	.331	-.074	-.023	1	
LEV2	-.034	.074	.107	-.032	.065	.210	-.084	-.096	.717	1

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 1

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	1.442	.110		13.171	.000			
GROWTH	.006	.006	.066	1.031	.303	1.000	1.000	1.957

b. Dependent Variable: D/E R Square = .004

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 2

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin-Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	.511	.011		45.349	.000			
GROWTH	.001	.001	.091	1.421	.157	1.000	1.000	2.211

a. Dependent Variable: L/A R Square = .008



ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 3

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	18.096	2.413		7.500	.000			2.065
GROWTH	-.056	.135	-.027	-.415	.678	1.000	1.000	

a. Dependent Variable: LEV1 R Square = .001

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 4

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	40.470	4.338		9.330	.000			2.095
GROWTH	-.131	.244	-.034	-.536	.592	1.000	1.000	

a. Dependent Variable: LEV2 R Square = .001

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 5

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	1.892	.163		11.629	.000			1.757
ROA	.028	.022	.147	1.244	.215	.162	6.157	
ROE	-.035	.013	-.317	-2.745	.007*	.171	5.857	
DY	.216	.021	.506	10.232	.000**	.930	1.075	
CR	-.490	.073	-.344	-6.710	.000**	.865	1.156	

b. Dependent Variable: D/E R Square =.452

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.000

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 6

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	.656	.017		38.987	.000			1.999
ROA	-.014	.002	-.697	-5.863	.000**	.162	6.157	
ROE	.006	.001	.514	4.432	.000**	.171	5.857	
DY	.007	.002	.150	3.016	.003*	.930	1.075	
CR	-.070	.008	-.475	-9.236	.000**	.865	1.156	

a. Dependent Variable: L/A R Square =.447

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.000

## ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 7

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	14.645	4.803		3.049	.003			2.040
ROA	-.364	.660	-.088	-.551	.582	.162	6.157	
ROE	.039	.378	.016	.103	.918	.171	5.857	
DY	.563	.624	.060	.902	.368	.930	1.075	
CR	2.677	2.158	.085	1.240	.216	.865	1.156	

a. Dependent Variable: LEV1 R Square = .012

## ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 8

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	30.650	8.608		3.561	.000			2.059
ROA	-1.237	1.183	-.166	-1.046	.297	.162	6.157	
ROE	1.066	.678	.243	1.572	.117	.171	5.857	
DY	-.093	1.119	-.005	-.083	.934	.930	1.075	
CR	4.123	3.867	.073	1.066	.287	.865	1.156	

a. Dependent Variable: LEV2 R Square = .019

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 9

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	1.419	.121		11.754	.000			
SIZE	1.977	.000	.039	.603	.547	1.000	1.000	1.958

a. Dependent Variable: D/E R Square = .001

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 10

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	.500	.012		40.582	.000			
SIZE	7.288	.000	.138	2.177	.030*	1.000	1.000	2.178

a. Dependent Variable: L/A R Square = .019

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 11

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	12.217	2.508		4.872	.000			
SIZE	3.731	.000	.331	5.480	.000**	1.000	1.000	2.169

a. Dependent Variable: LEV1 R Square = .110

\*\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.000

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของสมมติฐานที่ 12

Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		Durbin - Watson
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1 (Constant)	33.700	4.673		7.212	.000			
SIZE	4.246	.000	.210	3.347	.001*	1.000	1.000	2.124

a. Dependent Variable: LEV2 R Square = .044

\*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.001

## ประวัติผู้วิจัย



ชื่อ – สกุล	นายลัทธพรธรณ อินทะใจ
วัน เดือน ปีเกิด	25 สิงหาคม 2540
สถานที่เกิด	จังหวัดลำปาง
วุฒิการศึกษา	ปริญญาตรีบัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลตะวันออก วิทยาเขต จักรพงษ์ภูวนารถ
ประสบการณ์ทำงาน จำกัด	ปี พ.ศ. 2562 - ปัจจุบัน พนักงานบัญชี บริษัท โอซีที (ทีม) ไทยแลนด์
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	28/3 หมู่ที่ 1 ตำบลคลองสาม อำเภอคลองหลวง จังหวัดปทุมธานี 12120