

ผลกระทบของคุณลักษณะบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ดร.วิชชุดา ชีระกุล

ดร.ทศวรรณ ศาลาผาย*

สำเรียม คุมโสระ

วิภาวรรณ สุขสมัย

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี คณะเทคโนโลยีการจัดการ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตสุรินทร์

(*ผู้ประสานงานหลัก)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 29 พฤษภาคม 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 27 กรกฎาคม 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 8 สิงหาคม 2568

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ช่วงปี พ.ศ. 2561-2565 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยประกอบด้วย บริษัทในกลุ่ม SET100 จำนวน 358 ข้อมูล และบริษัทในกลุ่ม mai จำนวน 510 ข้อมูล โดยใช้ข้อมูลแบบ Panel Data ผลการทดสอบ Hausman test พบว่า แบบจำลอง Fixed Effect มีความเหมาะสมที่สุด ผลการวิจัยเผยให้เห็นความแตกต่างระหว่างตลาดทั้งสองกลุ่ม สำหรับบริษัทในกลุ่ม SET100 พบว่ามีเพียงสภาพคล่องเท่านั้นที่ส่งผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ขณะที่คุณลักษณะด้านอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อโครงสร้างเงินทุน สำหรับบริษัทในกลุ่ม mai พบว่า ขนาดของบริษัทและสภาพคล่องส่งผลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ขณะที่ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีส่งผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เช่นเดียวกับการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 ผลการวิจัยนี้ได้ให้ข้อมูลเชิงลึกที่มีคุณค่าต่อผู้บริหารในการวางแผนทางการเงิน นักลงทุนในการประเมินความเสี่ยง และหน่วยงานกำกับดูแลในการกำหนดนโยบายที่เหมาะสมสำหรับตลาดทุนไทย

คำสำคัญ: คุณลักษณะบริษัท โครงสร้างเงินทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ SET100

The Impact of Firm Characteristics on Capital Structure of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 and the Market for Alternative Investment (mai)

Dr.Wichuta Chirakool

Dr.Tassawan Salaphai*

Samream Khumsora

Wipawan Suksamai

*Lecturer at Accountancy Department, Faculty of Management Technology,
Rajamangala University of Technology Isan, Surin Campus*

*(*Corresponding Author)*

Received: May 29, 2025

Revised: July 27, 2025

Accepted: August 8, 2025

ABSTRACT

This research examines the impact of firm characteristics on capital structure of listed companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 and the Market for Alternative Investment (mai) between 2018 and 2022. The study sample comprises 358 firms-years from the SET100 and 510 firms-years from the mai, utilizing panel data. The Hausman test indicates that the Fixed Effect model is the most appropriate methodology for this study. The findings reveal differences between the two markets. For SET100 companies, only liquidity has a negative impact on capital structure with statistical significance at the 0.01 level. Other firm characteristics, including firm size, ownership concentration, non-current assets, and market-to-book ratio, show no statistically significant effect on capital structure. For mai companies, firm size and liquidity have a negative impact on capital structure with statistical significance at the 0.01 and 0.05 levels, respectively. Meanwhile, the market-to-book ratio has a positive impact on capital structure with statistical significance at the 0.05 level, as do both ownership concentration and non-current assets, which show a positive impact on capital structure with statistical significance at the 0.10 level. These findings offer

valuable insights for managers in financial planning, investors in risk assessment, and regulatory bodies in formulating appropriate policies for the Thai capital market.

Keywords: Firm Characteristics, Capital Structure, the Stock Exchange of Thailand, Market for Alternative Investment, SET100

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนเป็นปัจจัยเริ่มต้นที่สำคัญสำหรับการดำเนินธุรกิจของทุกองค์กรที่ต้องการขยายธุรกิจ พัฒนา และเพิ่มโอกาสในการเติบโตในอนาคต โครงสร้างเงินทุนสามารถจัดหาได้จากหลายแหล่ง สำหรับเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นคือ เงินทุนที่ได้รับจากการประกอบกิจการตามปกติ เช่น การเกิดขึ้นของค่าใช้จ่ายที่ยังไม่ครบกำหนดการชำระ การได้รับเครดิตจากผู้ขาย เป็นต้น สำหรับเงินลงทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวคือ เงินทุนในส่วนของเจ้าของ เช่น การขายหุ้นเพิ่มทุนที่กิจการจะให้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล การกู้ยืมจากธนาคารหรือสถาบันการเงินที่กิจการจะให้ผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ย (Ngo & Nguyen, 2022) อย่างไรก็ตาม แหล่งเงินทุนของแต่ละบริษัทนั้นมีความแตกต่างกันขึ้นอยู่กับนโยบายและลักษณะการดำเนินธุรกิจ บริษัทจะต้องตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่ให้ประโยชน์สูงสุด หากบริษัทมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมมักมีวัตถุประสงค์เพื่อการลดหย่อนภาษีและเพื่อรักษาระดับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสามัญโดยตรง เนื่องจากเจ้าหนี้ไม่มีสิทธิในการจัดการบริษัท (Jarutruangutai & Nimtrakoon, 2024) ดังนั้นการตัดสินใจเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งท้าทายสำหรับผู้บริหารทางการเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่เช่นประเทศไทย

ในบริบทของการตัดสินใจทางการเงินของบริษัท ข้อมูลหรือสารสนเทศทางการบัญชีที่ปรากฏในงบการเงินถือเป็นแหล่งข้อมูลพื้นฐานที่มีคุณค่าและสำคัญอย่างยิ่ง ข้อมูลเหล่านี้ถูกคำนวณและประเมินค่าจากข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไป สะท้อนถึงคุณลักษณะและผลการดำเนินงานของกิจการได้อย่างเป็นระบบและน่าเชื่อถือ จึงเป็นเครื่องมือสำคัญสำหรับผู้บริหารในการวางแผนและควบคุมทางการเงิน (Jensen & Meckling, 1976) นักลงทุนในการประเมินความเสี่ยงและโอกาส (Fama & French, 2002) และหน่วยงานกำกับดูแลในการกำหนดนโยบายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน การทำความเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเหล่านี้กับโครงสร้างเงินทุนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่มุ่งเน้นไปที่การศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ (Czerwinka & Jaworski, 2022; Demiraj, et al., 2024; Moradi & Paulet, 2018; Rahman, et al., 2023) เช่นเดียวกับการศึกษาในประเทศไทยที่มุ่งเน้นไปที่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยอ้างอิงจากดัชนีหลักอย่าง SET และ SET100 (Detthamrong, et al., 2017; Poyoy, et al., 2020; Songjarean, 2022; Thakolwiroj & Sithipolvanichgul, 2021) ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความพยายามในการทำความเข้าใจพลวัตทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่มีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจมหภาค

อย่างไรก็ตาม การจำกัดขอบเขตการศึกษาอยู่เพียงแค่บริษัทขนาดใหญ่อาจทำให้มองข้ามมิติสำคัญของตลาดทุนไทย เนื่องจากทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ต่างก็มีบทบาทที่โดดเด่นในการส่งเสริมระบบเศรษฐกิจโดยรวม แม้จะมีลักษณะและวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน โดย SET มุ่งเน้นการรองรับบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคงทางการเงิน ซึ่งเป็นกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจผ่านการสร้างงาน การลงทุนขนาดมหึมา และการเข้าถึงแหล่งทุนทั้งในและต่างประเทศ ขณะที่ mai ก่อตั้งขึ้นเพื่อเป็นเวทีสำหรับบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง ช่วยให้บริษัทเหล่านี้ระดมทุนได้อย่างคล่องตัว ลดภาระต้นทุนทางการเงิน และขยายกิจการได้อย่างรวดเร็ว เป็นการบ่มเพาะผู้ประกอบการรุ่นใหม่และส่งเสริมเศรษฐกิจจากฐานราก ดังนั้นทั้งสองตลาดจึงมีบทบาทเสริมสร้างซึ่งกันและกันในการพัฒนาโครงสร้างเศรษฐกิจให้แข็งแกร่งและครอบคลุมในทุกระดับ

แม้จะมีความสำคัญเชิงกลยุทธ์ของทั้งสองตลาด แต่กลับพบว่า งานวิจัยที่ศึกษาร่วมกันระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai ในประเด็นโครงสร้างเงินทุนยังมีอยู่อย่างจำกัด ซึ่งเป็นช่องว่างสำคัญที่จะได้เติมเต็ม การศึกษาค้นคว้านี้จึงมุ่งหวังที่จะนำเสนอเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยคำนึงถึงความหลากหลายของคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทในทั้งสองตลาด เพื่อให้เกิดความเข้าใจอย่างถ่องแท้ถึงลักษณะการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่แตกต่างกัน และนำไปสู่ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายและการบริหารจัดการที่แม่นยำยิ่งขึ้นสำหรับภาคธุรกิจไทย

ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของคุณลักษณะบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนใน mai โดยใช้คุณลักษณะบริษัทที่สำคัญ ได้แก่ ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สภาพคล่อง สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ซึ่งล้วนมาจากข้อมูลทางการบัญชีที่เปิดเผยต่อสาธารณะ เป็นรากฐานในการวิเคราะห์ผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนได้อย่างแม่นยำและเป็นรูปธรรม การศึกษานี้คาดว่าจะเผยให้เห็นความแตกต่างของลักษณะทางการเงินระหว่างบริษัทขนาดใหญ่และ SMEs ซึ่งจะนำไปสู่ข้อมูลเชิงลึกอันมีคุณค่าสำหรับผู้บริหารในการวางแผนกลยุทธ์ทางการเงิน นักลงทุนในการประเมินความเสี่ยงและโอกาส และหน่วยงานกำกับดูแลในการกำหนดนโยบายที่เหมาะสม เพื่อส่งเสริมการพัฒนาตลาดทุนไทยอย่างยั่งยืน

การทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani และ Miller (M&M Theory)

การศึกษานี้ใช้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani และ Miller (M&M Theory) เป็นกรอบแนวคิดหลัก ซึ่งจำแนกเป็นสองกรณีคือ 1) ภายใต้สภาวะที่ไม่มีภาษีเงินได้ โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากผลประโยชน์จากต้นทุนหนี้ที่ต่ำกว่าจะถูกหักล้างด้วยต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น (Modigliani & Miller, 1958) และ 2) เมื่อมีภาษีเงินได้ การใช้หนี้สินจะเพิ่มมูลค่าบริษัทและลดต้นทุนเงินทุนโดยรวม เนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีจากการนำดอกเบี้ยจ่ายมาหักลดหย่อน (Modigliani & Miller, 1963) ข้อค้นพบดังกล่าวเป็นพื้นฐานสำคัญในการพัฒนาทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ซึ่งเสนอว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของแต่ละธุรกิจจะแตกต่างกันตามลักษณะเฉพาะและประเภทอุตสาหกรรม โดยมีเป้าหมายเพื่อแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการจัดหาเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ควบคู่ไปกับการวางแผนภาษีเพื่อลดภาระภาษี (Myers, 1984; Titman & Wessels, 1988)

ทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน ซึ่งพัฒนาโดย Myers และ Majluf (1984) อธิบายพฤติกรรมการจัดหาแหล่งเงินทุนของบริษัทภายใต้สมมติฐานของข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมมาตร (Asymmetric Information) ตามลำดับความชอบ โดยเลือกแหล่งเงินทุนภายในเป็นอันดับแรก เช่น กำไรสะสม หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ก่อนที่จะพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมมาตร เนื่องจากการใช้แหล่งเงินทุนภายในไม่จำเป็นต้องเปิดเผยข้อมูลเพิ่มเติมต่อตลาดหรือนักลงทุนภายนอก หรือหลีกเลี่ยงการถูกตีความผิดๆ จากตลาด (Myers & Majluf, 1984) หากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ บริษัทจะพิจารณาใช้หนี้สินเป็นทางเลือกถัดไป เนื่องจากระดมทุนด้วยหนี้สินมีปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมมาตรน้อยกว่าการออกหุ้นใหม่ และเจ้าหนี้มักจะมีมาตรการในการ

ตรวจสอบและควบคุมหนี้ที่ต่ำกว่า (Myers, 1977) สำหรับการออกหุ้นใหม่เพื่อระดมทุนภายนอกถือเป็นทางเลือกสุดท้ายสำหรับบริษัท เนื่องจากการส่งสัญญาณเชิงลบให้กับตลาดมากที่สุด (Myers & Majluf, 1984) โดยนักลงทุนอาจตีความได้ว่า ผู้บริหารมองว่าหุ้นของบริษัทมีมูลค่าสูงเกินจริง ณ ขณะนั้น จึงเลือกที่จะออกหุ้นเพื่อระดมทุน ซึ่งอาจทำให้ราคาหุ้นลดลง หรือบริษัทกำลังประสบปัญหาทางการเงิน (Deesomsak et al., 2004)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Ross, 1977) เน้นไปที่บทบาทของข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมมาตร และการที่ผู้บริหารใช้การตัดสินใจทางการเงินเพื่อส่งสัญญาณข้อมูลภายในของบริษัทไปยังนักลงทุนภายนอก โดยเฉพาะเมื่อผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงและโอกาสของบริษัทที่เกินกว่าที่นักลงทุน ดังนั้นการที่บริษัทเลือกออกหุ้นแทนที่จะออกหุ้นใหม่ จึงเป็นสัญญาณเชิงบวกที่บ่งบอกว่า ผู้บริหารมีความมั่นใจในศักยภาพของบริษัทที่จะสร้างกระแสเงินสดในอนาคตเพื่อชำระคืนหนี้ได้ (Myers & Majluf, 1984) เนื่องจากหนี้สินมาพร้อมกับภาระดอกเบี้ยและการชำระคืนเงินต้น ในทางตรงกันข้าม การออกหุ้นใหม่มักถูกตีความว่า เป็นสัญญาณเชิงลบ โดยนักลงทุนอาจมองว่าผู้บริหารกำลังออกหุ้นเพราะเห็นว่า หุ้นของบริษัทมีมูลค่าสูงเกินจริงในตลาด ณ ขณะนั้น หรือบริษัทกำลังประสบปัญหาทางการเงินและไม่มีทางเลือกอื่นในการระดมทุน ซึ่งอาจนำไปสู่การลดลงของราคาหุ้น (Fama & French, 2002)

แนวคิดเกี่ยวกับขนาดของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุน

บริษัทขนาดใหญ่มีความได้เปรียบหลายประการ เช่น การกระจายการลงทุนที่หลากหลายกว่า และความเสี่ยงต่อการล้มละลายที่ต่ำกว่า โดยทั่วไปแล้ว ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับหนี้สิน (Chatterjee & Eyigungor, 2023; Fama & French, 2002) บริษัทขนาดใหญ่จะได้รับการพิจารณาให้กู้ยืมเงินได้ง่ายกว่า เนื่องจากมีความน่าเชื่อถือทางการเงินสูงและมีโอกาสเกิดต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินที่ต่ำกว่า ความสัมพันธ์นี้สอดคล้องกับ ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ซึ่งระบุว่า บริษัทขนาดใหญ่เผชิญกับต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินและความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำกว่า ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น รวมถึงมีอำนาจต่อรองเพื่ออัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า ซึ่งสนับสนุนแนวคิดที่ว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินในสัดส่วนที่สูงขึ้น

อย่างไรก็ตาม จากทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ได้ระบุว่า บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนตามลำดับความชอบ โดยจะใช้เงินทุนภายใน เช่น กำไรสะสม หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก่อนเป็นอันดับแรก หากไม่เพียงพอจึงจะใช้หนี้สิน และสุดท้ายคือการออกหุ้นใหม่ (Myers & Majluf, 1984) สอดคล้องกับการศึกษาของ Chen and Strange (2005) ในประเทศจีน และ การศึกษาของ Booth et al. (2001) ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงลบ โดยบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนน้อยกว่า

ดังนั้นผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันนี้ได้สะท้อนให้เห็นถึงความซับซ้อนของปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอาจได้รับอิทธิพลจากลักษณะเฉพาะของตลาด เศรษฐกิจ หรือนโยบายของแต่ละประเทศ

สมมติฐานที่ 1: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

แนวคิดเกี่ยวกับการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับโครงสร้างเงินทุน

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น หมายถึงโครงสร้างการถือหุ้นที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือกลุ่มผู้ถือหุ้นมีสัดส่วนการถือหุ้นสูงจนสามารถมีอำนาจควบคุมและมีบทบาทสำคัญในการบริหารจัดการและกำหนดนโยบายของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ (Shleifer & Vishny, 1986) กลุ่มผู้ถือหุ้นนี้มีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยการปรับสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อเป้าหมายในการเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนของตน หรือลดต้นทุนของเงินทุนโดยรวม งานวิจัยของ Barclay and Holderness (1992) ชี้ว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้เข้ามามีบทบาทสำคัญในการสร้างกลไกการกำกับดูแลภายในที่มีประสิทธิภาพซึ่งนำไปสู่การลดต้นทุนจากปัญหาตัวแทน (Agency Costs) ที่อาจเกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อย การลดต้นทุนเหล่านี้ช่วยให้บริษัทสามารถมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและตอบสนองต่อความต้องการของตลาดได้ดียิ่งขึ้น (Santatiwongchai, 2017) นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักส่งเสริมการใช้หนี้ในระดับที่เหมาะสมเพื่อสร้างแรงกดดันให้ฝ่ายบริหารบริหารทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ (Jensen, 1986) เนื่องจากภาระหนี้สินจะจำกัดการใช้กระแสเงินสดอย่างไม่เหมาะสมของผู้บริหาร และบังคับให้ต้องสร้างผลตอบแทนเพื่อชำระหนี้

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับระดับหนี้สินยังคงมีหลากหลาย เช่น งานวิจัยของ Pacheco (2022) พบว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวสูงมักจะมีระดับหนี้สินสูงกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใหญ่เป็นผู้บริหารหรือสมาชิกคณะกรรมการ เนื่องจากพวกเขามีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์และอาจมีความมั่นใจในการใช้หนี้เพื่อเร่งการเติบโตหรือควบคุมกิจการ ในทางตรงกันข้าม งานวิจัยของ Santos et al. (2014) กลับพบว่า การถือหุ้นแบบกระจุกตัวมีผลกระทบเชิงลบต่อระดับหนี้สินของบริษัท ซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีการถือหุ้นแบบกระจุกตัวสูงมีแนวโน้มที่จะมีระดับหนี้สินต่ำกว่า ผลลัพธ์ที่แตกต่างกันนี้อาจสะท้อนถึงบริบททางเศรษฐกิจ กฎระเบียบของแต่ละประเทศ หรือลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

สมมติฐานที่ 2: การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

แนวคิดเกี่ยวกับสภาพคล่องกับโครงสร้างเงินทุน

สภาพคล่อง ถือเป็นตัวชี้วัดความแข็งแกร่งทางการเงินที่สำคัญอย่างยิ่งของบริษัท โดยสะท้อนถึงความสามารถในการแปลงสินทรัพย์เป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพ เพื่อรองรับการชำระหนี้สินระยะสั้นและขับเคลื่อนกิจกรรมทางธุรกิจที่หลากหลาย โดยไม่กระทบต่อเสถียรภาพการดำเนินงานขององค์กร บริษัทที่รักษาระดับสภาพคล่องได้สูงย่อมมีความได้เปรียบในการบริหารจัดการหนี้สินระยะสั้น ลดความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ และเสริมสร้างความน่าเชื่อถือทางการเงิน (Titman & Wessels, 1988) ยิ่งไปกว่านั้น สภาพคล่องที่แข็งแกร่งยังเอื้อให้บริษัทสามารถระดมทุนจากแหล่งภายนอกได้ง่ายขึ้น เนื่องจากนักลงทุนและเจ้าหนี้มีความมั่นใจในศักยภาพการชำระคืนหนี้ของกิจการ

ในบริบทของการจัดหาเงินทุน สภาพคล่องมีความเชื่อมโยงกับทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทมีลำดับความพึงพอใจในการใช้แหล่งเงินทุน โดยจะพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในอย่างกำเริบสมก่อนเป็นอันดับแรก ก่อนที่จะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากภายนอก (Myers & Majluf, 1984) แนวคิดนี้ได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยจำนวนมาก (Chen & Strange, 2005; Deesomsak et al., 2004; Eriotis et al., 2007; Mazur, 2007) โดยเน้นย้ำว่า เมื่อบริษัทมีเงินสดเพียงพอและสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นเงินสดได้อย่างคล่องตัว ย่อมลดความจำเป็นในการก่อหนี้หรือออกหุ้นใหม่ ส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินน้อยลง

สมมติฐานที่ 3: สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

แนวคิดเกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนกับโครงสร้างเงินทุน

สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน เช่น ที่ดิน อาคาร โรงงาน หรือเครื่องจักร มีคุณสมบัติเด่นในการใช้เป็นหลักประกันในการขอสินเชื่อ การมีหลักประกันที่แข็งแกร่งช่วยลดความเสี่ยงให้กับผู้ให้กู้ เนื่องจากผู้ให้กู้จะมีสินทรัพย์ที่สามารถยึดได้ในกรณีที่ผู้กู้ผิดนัดชำระหนี้ ด้วยเหตุนี้ บริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนในสัดส่วนสูงจึงมีแนวโน้มที่จะได้รับการอนุมัติเงินกู้ได้ง่ายขึ้น และอาจได้รับข้อเสนออัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า ซึ่งนำไปสู่การพึ่งพาหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่สูงขึ้น (Titman & Wessels, 1988) แนวคิดนี้ได้รับการสนับสนุนจากการศึกษาของ Sbeti and Moosa (2012) และ Vo (2017) ที่พบว่าสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่า ส่งผลให้มีสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่สูงตามไปด้วย โดยหลักการพื้นฐานคือ ยิ่งบริษัทมีสินทรัพย์ที่จับต้องได้มากเท่าไร ก็ยิ่งเป็นที่น่าเชื่อถือสำหรับเจ้าหนี้มากขึ้นเท่านั้น

อย่างไรก็ตาม ยังมีการศึกษาที่ให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างออกไป เช่น งานวิจัยของ Gill et al. (2009) ที่ศึกษาจากกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา กลับพบว่า การก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ซึ่งอาจอธิบายได้ด้วยหลายปัจจัย เช่น นโยบายการใช้หนี้ของบริษัทที่แตกต่างกัน ความพยายามในการลดความเสี่ยงจากการมีหนี้สินจำนวนมากแม้จะมีหลักประกัน หรือแม้แต่ลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไป ความขัดแย้งของผลการศึกษานี้เน้นย้ำถึงความซับซ้อนของปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน และชี้ให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนกับโครงสร้างเงินทุนอาจไม่ได้ให้ผลลัพธ์ที่แน่นอนเสมอไป แต่มีอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ ร่วมด้วย

สมมติฐานที่ 4: สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

แนวคิดเกี่ยวกับราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีกับโครงสร้างเงินทุน

ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี เป็นตัวชี้วัดที่สำคัญในการสะท้อนถึงมุมมองของตลาดต่อโอกาสในการเติบโตในอนาคตของบริษัท รวมถึงความสัมพันธ์กับปัญหาตัวแทน (Agency Problems) และทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของกิจการ โดยทั่วไปแล้ว บริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูง มักถูกมองว่ามีโอกาสในการเติบโตสูง อย่างไรก็ตาม บริษัทเหล่านี้มักเผชิญปัญหาตัวแทน โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัญหาการลงทุนต่ำกว่าระดับที่เหมาะสม (Underinvestment Problem) ซึ่งเกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น (Shareholders) และผู้ถือหนี้ (Debt Holders) ดังที่ Myers (1977) ได้ชี้ให้เห็นว่า หากบริษัทที่มีโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจมีหนี้สินจำนวนมาก ผู้บริหารอาจลังเลที่จะลงทุนในโครงการเหล่านั้น เพราะผลประโยชน์ที่ได้จากการลงทุนหากโครงการประสบความสำเร็จอาจถูกโอนไปสู่ผู้ถือหุ้นมากกว่าผู้ถือหนี้ ในกรณีที่ยิ่งไปกว่านั้น Faris (2011) ระบุว่า การที่บริษัทมีหนี้สินค้ำประกันมากอาจทำให้ผู้บริหารละเลยโอกาสในการลงทุนที่มีกำไรในอนาคต เนื่องจากความกังวลว่า การลงทุนดังกล่าวจะเพิ่มความเสี่ยงให้กับผู้ถือหุ้น โดยมีผลตอบแทนที่ไม่คุ้มค่างับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น

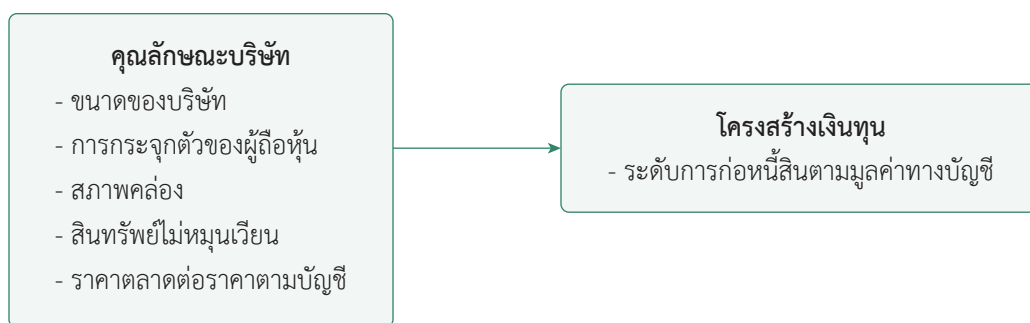
ด้วยเหตุนี้ บริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูงจึงมักมีแนวโน้มที่จะพึ่งพาหนี้สินน้อยกว่า และเลือกที่จะใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า เพื่อรักษาสภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงินในการคว้าโอกาสการลงทุนในอนาคต และเพื่อลดปัญหาตัวแทนที่อาจเกิดขึ้นจากการใช้หนี้สิน จากงานวิจัยในอดีตได้สนับสนุนความสัมพันธ์เชิงลบ

ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีกับระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน (La Rocca et al., 2009; Abu Mouamer, 2011) โดยชี้ให้เห็นว่า ยิ่งบริษัทมีศักยภาพการเติบโตที่ตลาดประเมินไว้สูงเท่าใด ก็ยิ่งมีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงการก่อหนี้เพื่อรักษาความสามารถในการใช้ประโยชน์จากโอกาสเหล่านั้น

สมมติฐานที่ 5: ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากแนวคิดและทฤษฎีของการศึกษาคุณลักษณะบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100 และกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีกรอบแนวคิดในการศึกษาดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในงานวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ประชากรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์ mai เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 เป็นตัวแทนของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าตลาดรวมสูงและมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดดเด่น การศึกษาบริษัทกลุ่มนี้จะสะท้อนให้เห็นถึงแนวทางการจัดโครงสร้างเงินทุนของผู้นำในภาคธุรกิจที่เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้หลากหลายและมีความมั่นคงทางการเงินสูง ในขณะที่บริษัทที่จดทะเบียนใน mai โดยทั่วไปเป็นกลุ่มบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs) ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง แต่กลับต้องเผชิญกับความท้าทายที่แตกต่างกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเรื่องการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจในระยะยาว การทำความเข้าใจโครงสร้างเงินทุนของบริษัทกลุ่มนี้จึงมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการส่งเสริมการเติบโตของผู้ประกอบการรุ่นใหม่

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2561–2565 รวม 5 ปี จากแบบรายงานเดียว (แบบ 56-1 One Report) และฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งเป็นช่วงเวลาปัจจุบันที่สามารถเข้าถึงข้อมูลได้ การเลือกช่วงเวลานี้มีความสำคัญ เนื่องจากครอบคลุมถึงช่วงการแพร่ระบาดของ COVID-19 (พ.ศ. 2563–2564)

โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อทำความเข้าใจว่า คุณลักษณะของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนอย่างไรในสภาวะเศรษฐกิจที่แตกต่างกันเช่นนี้ การที่บริษัทปรับตัวและตัดสินใจทางการเงินในช่วงวิกฤตสะท้อนถึงความยืดหยุ่นและความสามารถในการอยู่รอด ซึ่งจะช่วยให้เข้าใจได้มากกว่าการศึกษาเฉพาะช่วงเศรษฐกิจมีเสถียรภาพ (Deviyanti, et al., 2023) การศึกษาที่ครอบคลุมช่วงเวลาที่หลากหลายเช่นนี้จึงช่วยให้ผลการวิจัยมีความแข็งแกร่งและสามารถนำไปประยุกต์ใช้ในสถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตได้อย่างแท้จริง

ทั้งนี้ ได้มีการยกเว้นบริษัทบางประเภทออกจากกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ 1) บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในกลุ่มธุรกิจบริการทางการเงิน 2) บริษัทที่ถูก SET หรือ mai ถอนออกจากการจดทะเบียน รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู 3) บริษัทที่รายงานประจำปีสิ้นสุดวันทีนอกเหนือจาก 31 ธันวาคม 4) บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากปี พ.ศ. 2561 หรือเข้ามาระหว่างปี พ.ศ. 2561 และ 5) บริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนสำหรับการวิเคราะห์ ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์ mai ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ มีจำนวน 358 ข้อมูล และ 510 ข้อมูล ตามลำดับ

ตารางที่ 1 จำนวนกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ SET100

กลุ่มตัวอย่าง	2561	2562	2563	2564	2565	รวม
จำนวนประชากรทั้งหมด	99	86	89	93	97	464
หัก บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในกลุ่มธุรกิจบริการทางการเงิน	13	14	14	16	18	75
บริษัทที่ถูก SET ถอนออกจากการจดทะเบียน รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู	3	–	–	–	–	3
บริษัทที่รายงานประจำปีสิ้นสุดวันทีนอกเหนือจาก 31 ธันวาคม	–	3	3	3	3	12
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากปี พ.ศ. 2561 หรือเข้ามาระหว่างปี พ.ศ. 2561	–	–	2	4	8	14
บริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนสำหรับการวิเคราะห์	–	2	–	–	–	2
รวม	83	67	70	70	68	358

ตารางที่ 2 จำนวนกลุ่มตัวอย่างของกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ mai

กลุ่มตัวอย่าง	2561	2562	2563	2564	2565	รวม
จำนวนประชากรทั้งหมด	160	175	180	192	199	906
หัก บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในกลุ่มธุรกิจบริการทางการเงิน	9	10	10	10	10	49
บริษัทที่ถูก mai ถอนออกจากการจดทะเบียนรวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟู	25	10	10	8	–	53
บริษัทที่รายงานประจำปีสิ้นสุดวันก่อนนอกเหนือจาก 31 ธันวาคม	1	1	4	4	4	14
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หลังจากปี พ.ศ. 2561 หรือเข้ามาระหว่างปี พ.ศ. 2561	–	18	30	46	68	162
บริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนสำหรับการวิเคราะห์	23	34	24	22	15	118
รวม	102	102	102	102	102	510

การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

ตารางที่ 3 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

รหัสตัวแปร	ชื่อตัวแปร	การวัดค่า
โครงสร้างเงินทุน		
Financial Leverage (LEV)	ระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี	อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)
คุณลักษณะบริษัท		
Firm size (SIZE)	ขนาดของบริษัท	ลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของรายได้รวม
Ownership concentration (OC)	การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น	สัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงที่สุด 5 อันดับแรก (ร้อยละ)
Liquidity (LI)	สภาพคล่อง	อัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน (เท่า)
Non-current assets (NCA)	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	อัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)
Market-to-book ratio (MB)	ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี	อัตราส่วนของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (เท่า)

งานวิจัยนี้ได้เลือกและวัดค่าตัวแปรตามแนวคิดและผลการศึกษางานวิจัยในอดีต โดยมีเหตุผลในการเลือกและวิธีการวัดค่าดังนี้

ระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี (LEV) เป็นการวัดค่าโครงสร้างเงินทุนที่นิยมใช้และได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในงานวิจัยด้านการเงินองค์กร (Frank & Goyal, 2009; Titman & Wessels, 1988) เนื่องจากสะท้อนสัดส่วนการพึ่งพาเงินทุนจากหนี้สินในการจัดหาสินทรัพย์ของบริษัทได้อย่างชัดเจน

ขนาดของบริษัท (SIZE) เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ความน่าเชื่อถือ และความเสี่ยงของบริษัท การวัดค่าโดยลอการิทึมธรรมชาติ (Natural Logarithm) ของรายได้รวม เป็นวิธีมาตรฐานในการวัดขนาดของบริษัทในงานวิจัยด้านการเงิน (Titman & Wessels, 1988) เนื่องจากช่วยลดปัญหาความเบ้ของข้อมูล (Skewness) และทำให้ข้อมูลมีการกระจายตัวใกล้เคียงปกติมากขึ้น

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (OC) เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงอำนาจและอิทธิพลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการกำกับดูแลและตัดสินใจทางการเงินของบริษัท การวัดค่าด้วยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด 5 อันดับแรก (ร้อยละ) เป็นวิธีที่นิยมใช้ในการศึกษาธรรมาภิบาลองค์กรและโครงสร้างเงินทุน (La Porta et al., 1999; Santos et al., 2014) โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถมีบทบาทในการลดปัญหาตัวแทนและส่งสัญญาณความมั่นใจของบริษัท ซึ่งอาจส่งผลต่อความสามารถในการเข้าถึงหนี้สิน (Barclay & Holderness, 1992; Pacheco, 2022)

สภาพคล่อง (LI) เป็นตัวบ่งชี้ถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นและความพร้อมของเงินทุนภายใน การวัดค่าด้วยอัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน เป็นตัวชี้วัดมาตรฐานที่ใช้ประเมินความสามารถในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท และสามารถนำมาใช้เปรียบเทียบข้ามอุตสาหกรรมได้ง่ายกว่า (Deesomsak et al., 2004)

สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน (NCA) เป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงความสามารถของบริษัทในการนำสินทรัพย์มาใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงิน ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงให้กับเจ้าหนี้และลดต้นทุนการกู้ยืม (Myers, 1977; Frank & Goyal, 2009) การวัดด้วยอัตราส่วนสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมเป็นวิธีที่ใช้กันทั่วไปในการประเมินระดับของสินทรัพย์ค้ำประกัน (Rajan & Zingales, 1995)

ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MB) เป็นตัวชี้วัดโอกาสในการเติบโตของบริษัท และสะท้อนมุมมองของตลาดต่อมูลค่าและศักยภาพในอนาคตของบริษัท การวัดด้วยอัตราส่วนของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี เป็นตัวแปรที่นิยมใช้ในการวัดโอกาสการเติบโตของบริษัท (Fama & French, 2002; Hadlock & Pierce, 2010)

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้ในการสรุปลักษณะเบื้องต้นของข้อมูลแต่ละตัวแปร ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด เพื่อแจกแจงข้อมูลแต่ละตัวแปร

2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ บนสมมติฐานว่า ต้องไม่มีปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระ เนื่องจากหากไม่ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ จะทำให้โอกาสที่ค่าสัมประสิทธิ์ของสมการถดถอยที่ประมาณได้จะมีอคติ (Bias) และนำไปสู่การสรุปผลการศึกษาที่ไม่น่าเชื่อถือ

3. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระในข้อมูลแบบ Longitudinal หรือ Panel Data เนื่องจากหากนำข้อมูลมาทำการวิเคราะห์การถดถอยรวมกันทั้งหมดอาจจะก่อให้เกิดปัญหา Serial Correlation ซึ่งอาจเกิดขึ้นเมื่อค่าคลาดเคลื่อนในช่วงเวลาหนึ่งมีความสัมพันธ์กับค่าคลาดเคลื่อนในช่วงเวลาก่อนหน้า ปัญหานี้สามารถทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Errors) ที่คำนวณได้ต่ำกว่าค่าที่ควรจะเป็น ส่งผลต่อความน่าเชื่อถือของผลการวิจัย (Wooldridge, 2010) ดังนั้นเพื่อแสดงถึงความแตกต่างของผลการวิเคราะห์จากวิธีการทางสถิติที่ต่างกัน งานวิจัยนี้จึงใช้วิธีการประมาณค่าพารามิเตอร์ด้วยกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ซึ่งเป็นวิธีการทางเศรษฐมิติที่แพร่หลาย (Gujarati, 2009) และเปรียบเทียบกับวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel ตามแนวทางของ Hausman and Taylor (1981) โดยพิจารณาการใช้แบบจำลองที่เหมาะสมซึ่งเสนอไว้ว่า หากตัวแปรภายนอก (Time Invariant Variable) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในสมการและไม่ผันแปรตามเวลา ให้ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ Fixed-Effect แต่หากตัวแปรภายนอกไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระในสมการ ให้ใช้วิธีการวิเคราะห์แบบ Random-Effect โดยเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมด้วยการทดสอบ Hausman Test ในการวิจัยครั้งนี้จึงได้กำหนดแบบจำลอง (Model) ไว้ดังนี้

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 OC + \beta_3 LI + \beta_4 NCA + \beta_5 MB + \varepsilon$$

การเลือกใช้ตัวแปรอิสระในแบบจำลองนี้สอดคล้องกับวัตถุประสงค์หลักที่มุ่งศึกษาผลกระทบโดยตรงของคุณลักษณะบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุน การจำกัดจำนวนตัวแปรช่วยให้แบบจำลองมีความกระชับและสามารถตีความผลลัพธ์เชิงทฤษฎีได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น อีกทั้งยังหลีกเลี่ยงการเบี่ยงเบนความสนใจจากการวิเคราะห์ปัจจัยหลัก นอกจากนี้ การไม่รวมตัวแปรควบคุมอื่น ๆ มีเหตุผลหลายประการ ประการแรก ช่วยลดความเสี่ยงของการเกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความแม่นยำและความน่าเชื่อถือของการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลองได้ (Hair et al., 2010) ประการที่สอง ข้อจำกัดด้านข้อมูล โดยเฉพาะในตลาด mai อาจทำให้ข้อมูลไม่ครบถ้วนและลดขนาดกลุ่มตัวอย่างอย่างมีนัยสำคัญ ประการสุดท้าย แบบจำลอง Panel Data โดยเฉพาะ Fixed Effects สามารถควบคุมผลกระทบของลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา (Time-Invariant Unobserved Heterogeneity) ได้อยู่แล้ว (Wooldridge, 2010) ซึ่งช่วยลดปัญหาตัวแปรที่ถูกละเว้นจากปัจจัยคงที่ของบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพ ด้วยเหตุผลเหล่านี้ การตัดสินใจจึงมุ่งเน้นการวิเคราะห์ไปที่คุณลักษณะบริษัทหลักที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่กระชับ ชัดเจน และตรงตามวัตถุประสงค์หลักของการวิจัย

ผลการวิจัย

ผลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4 สถิติเชิงพรรณนาของคุณลักษณะบริษัท

ตัวแปร	ตลาด	จำนวน	ค่าเฉลี่ย ($\bar{x}$)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)
SIZE	SET100	358	7.4944	0.69271	4.7857	9.5304
	mai	510	5.9097	0.40351	3.5585	7.3362
OC	SET100	358	57.3559	15.01266	15.5200	86.5900
	mai	510	57.3001	14.96052	18.0400	85.6000
LI	SET100	358	1.7632	1.18714	0.1500	8.8600
	mai	510	2.5468	3.72036	0.1700	70.2100
NCA	SET100	358	0.3521	0.21154	0.0028	0.9053
	mai	510	0.3102	0.21677	0.0029	0.9214
MB	SET100	358	3.7343	3.40627	0.3400	22.4200
	mai	510	2.4103	3.32439	0.2600	36.0300

จากตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของคุณลักษณะบริษัทในแต่ละด้านที่ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2561–2565 รวมเป็นข้อมูลทั้งสิ้น 868 ข้อมูล แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 จำนวน 358 ข้อมูล และตลาดหลักทรัพย์ mai จำนวน 510 ข้อมูล โดยแสดงรายละเอียดในแต่ละด้านดังนี้

ขนาดของบริษัท (Firm Size: SIZE) หรือรายได้ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่าเฉลี่ย 7.4944 หรือ 119,073,808,000 บาท ค่าต่ำสุดคือ 4.7857 หรือ 61,047,000 บาท ค่าสูงสุดคือ 9.5304 หรือ 3,391,622,866,000 บาท และขนาดของบริษัทของกลุ่ม mai มีค่าเฉลี่ย 5.9097 หรือ 1,183,488,000 บาท ค่าต่ำสุดคือ 3.5585 หรือ 3,617,000 บาท ค่าสูงสุดคือ 7.3362 หรือ 21,685,622,000 บาท ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยรายได้ระหว่างกลุ่ม SET100 และ mai ที่สูงถึงประมาณ 100 เท่า (119,073.808 ล้านบาท เทียบกับ 1,183.488 ล้านบาท) เป็นข้อบ่งชี้ที่สำคัญถึงความแตกต่างพื้นฐานของโครงสร้างธุรกิจและศักยภาพทางการเงินของบริษัทในแต่ละกลุ่ม สำหรับบริษัทในกลุ่ม SET100 รายได้ที่สูงและมีเสถียรภาพบ่งชี้ถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและสม่ำเสมอ สำหรับบริษัทในกลุ่ม mai มีรายได้เฉลี่ยที่ต่ำกว่ามาก บ่งชี้ว่าบริษัทเหล่านี้มีข้อจำกัดในการสร้างกระแสเงินสดภายในที่เพียงพอต่อการลงทุนและการเติบโต

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (Ownership Concentration: OC) หรือสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่าเฉลี่ย ร้อยละ 57.3559 ค่าต่ำสุดคือ ร้อยละ 15.52 ค่าสูงสุดคือ ร้อยละ 86.59 และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นของกลุ่ม mai มีค่าเฉลี่ย ร้อยละ 57.3001 ค่าต่ำสุดคือ ร้อยละ 18.04 ค่าสูงสุดคือ ร้อยละ 85.60 ค่าเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกันนี้บ่งชี้ว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยไม่ว่าขนาดใดก็มักมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอิทธิพลสูง สะท้อนถึงการมีอำนาจในการกำกับดูแลและควบคุมการบริหารงานของบริษัท ซึ่งอาจช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นได้ (Jensen & Meckling, 1976)

สภาพคล่อง (Liquidity: LI) หรืออัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่าเฉลี่ย 1.7632 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.15 เท่า ค่าสูงสุดคือ 8.86 เท่า และสภาพคล่องของกลุ่ม mai มีค่าเฉลี่ย 2.5468 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.17 เท่า ค่าสูงสุดคือ 70.21 เท่า ค่าเฉลี่ยที่สูงกว่าของบริษัทในกลุ่ม mai บ่งชี้ว่า บริษัทขนาดเล็กเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะรักษาสภาพคล่องไว้ในระดับสูงเพื่อวัตถุประสงค์ในการป้องกันความเสี่ยงเนื่องจากบริษัทอาจต้องเผชิญข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกที่รวดเร็วและมีต้นทุนต่ำ ในทางกลับกัน ค่าเฉลี่ยที่ต่ำกว่าของบริษัทในกลุ่ม SET100 อาจสะท้อนถึงการบริหารเงินสดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยมีการนำเงินสดไปลงทุนหรือใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่ เนื่องจากมีความมั่นใจในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนอกเมื่อจำเป็น

สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน (Non-Current Assets: NCA) หรืออัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่าเฉลี่ย 0.3521 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.0028 เท่า ค่าสูงสุดคือ 0.9053 เท่า และสภาพคล่องของกลุ่ม mai มีค่าเฉลี่ย 0.3102 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.0029 เท่า ค่าสูงสุดคือ 0.9214 เท่า ค่าเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกันและช่วงของข้อมูลที่กว้างในตลาดทั้งสองกลุ่ม แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนไม่ว่าจะมีขนาดใดก็มีสัดส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนที่หลากหลาย ซึ่งสะท้อนถึงความแตกต่างอย่างมากในลักษณะธุรกิจและโครงสร้างสินทรัพย์ของแต่ละบริษัท

ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Market-to-Book Ratio: MB) หรืออัตราส่วนของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่าเฉลี่ย 3.7343 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.34 เท่า ค่าสูงสุดคือ 22.42 เท่า และสภาพคล่องของกลุ่ม mai มีค่าเฉลี่ย 2.4103 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.26 เท่า ค่าสูงสุดคือ 36.03 เท่า แม้ว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่ม SET100 จะสูงกว่าบริษัทใน mai เล็กน้อย อาจสะท้อนได้ว่าตลาดให้มูลค่าโอกาสการเติบโตของบริษัทขนาดใหญ่มากกว่า อย่างไรก็ตาม ค่าสูงสุดของกลุ่ม mai ชี้ให้เห็นว่ามีบริษัทบางแห่งที่ตลาดประเมินมูลค่าโอกาสการเติบโตในอนาคตสูงมาก ซึ่งมักเป็นบริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง

ตารางที่ 5 สถิติเชิงพรรณนาของโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปร	ตลาด	จำนวน	ค่าเฉลี่ย ($\bar{x}$)	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.)	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)
LEV	SET100	358	0.5090	0.17351	0.1249	0.8770
	mai	510	0.4168	0.19934	0.0269	0.9882

จากตารางที่ 5 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของโครงสร้างเงินทุนที่ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2561–2565 รวมเป็นข้อมูลทั้งสิ้น 868 ข้อมูล แบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 จำนวน 358 ข้อมูล และตลาดหลักทรัพย์ mai จำนวน 510 ข้อมูล โดยแสดงรายละเอียดดังนี้

ระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี (Financial Leverage: LEV) หรืออัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่าเฉลี่ย 0.5090 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.1249 เท่า ค่าสูงสุดคือ 0.8770 เท่า และระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชีของกลุ่ม mai มีค่าเฉลี่ย 0.4168 เท่า ค่าต่ำสุดคือ 0.0269 เท่า ค่าสูงสุดคือ 0.9882 เท่า ค่าเฉลี่ยที่สูงกว่าของบริษัทในกลุ่ม SET100 เกิดได้จากหลายปัจจัยตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน และลักษณะเฉพาะของกิจการในแต่ละตลาด โดยบริษัทขนาดใหญ่มีข้อได้เปรียบในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ต้นทุนหนี้ที่ต่ำกว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่สูงกว่า และต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินที่ต่ำกว่า ซึ่งแตกต่างจากบริษัทในกลุ่ม mai ที่ต้องเผชิญข้อจำกัดและความเสี่ยงที่สูงกว่า ทำให้ต้องพึ่งพาเงินทุนภายในหรือส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงกว่า

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson's Correlation Coefficient)

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของกลุ่ม SET100

ตัวแปร	LEV	SIZE	OC	LI	NCA	MB
LEV	1					
SIZE	0.331***	1				
OC	-0.117**	0.037	1			
LI	-0.590***	-0.161***	0.101	1		
NCA	-0.009	0.075	0.123**	-0.258***	1	
MB	-0.059	-0.208***	0.182***	-0.110**	0.055	1

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$

จากตารางที่ 6 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ของคุณลักษณะทั้ง 5 ตัวแปรได้แก่ ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สภาพคล่อง สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี มีค่าอยู่ระหว่าง 0.037 ถึง 0.258 โดยพบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมากที่สุด โดยมีค่า $r = 0.258$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดนี้ไม่เกิน 0.8 (Hair et al., 2010) จึงสรุปได้ว่า ไม่พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตลาดหลักทรัพย์ mai

ตัวแปร	LEV	SIZE	OC	LI	NCA	MB
LEV	1					
SIZE	0.269***	1				
OC	-0.170***	0.034	1			
LI	-0.453***	-0.317***	0.027	1		
NCA	0.042	0.112**	-0.016	-0.194***	1	
MB	0.046	-0.086	0.037	-0.053	-0.037	1

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$

จากตารางที่ 7 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai โดยการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) ของคุณลักษณะทั้ง 5 ตัวแปรได้แก่ ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สภาพคล่อง สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี มีค่าอยู่ระหว่าง 0.016 ถึง 0.317 โดยพบว่า สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทมากที่สุด โดยมีค่า $r=0.317$ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดไม่เกิน 0.8 (Hair et al., 2010) จึงสรุปได้ว่า ไม่พบปัญหา Multicollinearity ระหว่างตัวแปรอิสระของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 8 การเลือกแบบจำลองทางสถิติ

แบบจำลอง	Fixed Effect (F-test)	Hausman Test (χ^2 - test)	การเลือก แบบจำลอง
Model 1 SET100	18.02***	12.87**	Fixed Effect
Model 2 mai	18.61***	63.01***	Fixed Effect

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$

จากตารางที่ 8 ผลการทดสอบ Hausman test พบว่า ค่า χ^2 (Chi-Squared) ของโมเดลที่ 1 เท่ากับ 12.87 ($p < 0.05$) และโมเดลที่ 2 เท่ากับ 63.01 ($p < 0.01$) การปฏิเสธสมมติฐานหลักอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ บ่งชี้ว่าแบบจำลอง Fixed Effect (FE) มีความเหมาะสมมากกว่าแบบจำลอง Random Effect (RE) ดังนั้นการวิเคราะห์

ทั้งหมดในงานวิจัยนี้จึงใช้แบบจำลอง Fixed Effect โดยมีการรวมตัวแปรประเภทอุตสาหกรรม (Industry) เพื่อควบคุมผลกระทบที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลาและอาจส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

นอกจากนี้ การศึกษายังตรวจพบปัญหา Heteroskedasticity (ความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่) และ Autocorrelation (ความสัมพันธ์ในตัวเองของค่าคลาดเคลื่อน) ซึ่งอาจส่งผลให้ความแปรปรวนของค่าประมาณในแบบจำลอง Fixed Effect ไม่ถูกต้อง (Wooldridge, 2010) เพื่อแก้ไขปัญหาลำนี้และให้ได้ผลสรุปที่น่าเชื่อถือ การศึกษาจึงได้ประยุกต์ใช้ Robust Standard Errors (Cameron & Trivedi, 2005; White, 1980) ซึ่งเป็นวิธีการปรับค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานให้มีความแข็งแกร่งในการประมาณค่าของแบบจำลอง Fixed Effect เพื่อจัดการกับปัญหาดังกล่าว โดยไม่จำเป็นต้องระบุรูปแบบที่เฉพาะเจาะจงของปัญหาเหล่านั้น (Arellano, 1987) การปรับค่านี้ช่วยให้การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของสัมประสิทธิ์ตัวแปรอิสระมีความถูกต้องและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ

ตัวแปร	SET100 (n = 358)			mai (n = 510)		
	Coef.	t-test	p-value	Coef.	t-test	p-value
Intercept	0.7439***	2.62	0.010	0.7579***	4.24	0.000
SIZE	-0.0080	-0.21	0.835	-0.0776***	-2.88	0.005
OC	-0.0011	-0.87	0.385	0.0012*	1.69	0.095
LI	-0.0514***	-4.62	0.000	-0.0078**	-2.44	0.016
NCA	-0.0646	-1.01	0.314	0.1348*	1.75	0.083
MB	0.0002	0.07	0.943	0.0109**	2.52	0.013
Industry FE	Include			Include		
R ²	0.2773			0.2036		
F-Value	18.02			18.61		
p-value	0.000***			0.000***		
Hausman test	12.87			63.01		
p-value	0.025**			0.000***		
Maximum VIF	1.151			1.156		

ระดับนัยสำคัญทางสถิติ *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.10

จากตารางที่ 9 พบว่า สมการโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 มีค่า R-Square (R^2) เท่ากับ 0.2773 ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 27.73 นอกจากนี้ ค่า F-value เท่ากับ 18.02 ($p < 0.01$) บ่งชี้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวในแบบจำลองมีอิทธิพลร่วมกันต่อการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาผลกระทบของคุณลักษณะบริษัทแต่ละด้านพบว่า สภาพคล่องมีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -0.0514 ($p < 0.01$) ซึ่งหมายความว่า หากกำหนดปัจจัยอื่นคงที่ การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่อง 1 หน่วย จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทลดลง 0.0514 เท่า และคุณลักษณะบริษัทด้านอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน และราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี มีค่าสัมประสิทธิ์ เท่ากับ -0.0080 -0.0011 -0.0646 และ 0.0002 ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ผลการวิเคราะห์เหล่านี้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับสมการโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai มีค่า R-Square (R^2) เท่ากับ 0.2036 ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดในแบบจำลองสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 20.36 นอกจากนี้ ค่า F-value เท่ากับ 18.61 ($p < 0.01$) บ่งชี้ว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวในแบบจำลองมีอิทธิพลร่วมกันต่อการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

เมื่อพิจารณาผลกระทบของคุณลักษณะบริษัทแต่ละด้านพบว่า ขนาดของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0776 ($p < 0.01$) ซึ่งหมายความว่า หากปัจจัยอื่นคงที่ การเพิ่มขึ้นของขนาดบริษัท 1 หน่วย จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทลดลง 0.0776 เท่า สภาพคล่องมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0078 ($p < 0.05$) ซึ่งหมายความว่า หากปัจจัยอื่นคงที่ การเพิ่มขึ้นของสภาพคล่อง 1 หน่วย จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทลดลง 0.0078 เท่า ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0109 ($p < 0.05$) ซึ่งหมายความว่า หากปัจจัยอื่นคงที่ การเพิ่มขึ้นของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี 1 หน่วย จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น 0.0109 เท่า สำหรับคุณลักษณะบริษัทด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น และสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0012 และ 0.1348 ($p < 0.10$) ซึ่งหมายความว่า หากปัจจัยอื่นคงที่ การเพิ่มขึ้นของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นหรือสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน 1 หน่วย จะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น 0.0012 เท่า และ 0.1348 เท่า ตามลำดับ

สรุปผลและอภิปรายผล

ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดค่าโดยรายได้ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 ไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน อาจเนื่องมาจากบริษัทขนาดใหญ่เหล่านี้มีรายได้สูงและสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่หลากหลาย รวมถึงได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า และมีต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินที่ต่ำกว่า (Chatterjee & Eyigungor, 2023; Fama & French, 2002) เมื่อบริษัทในกลุ่ม SET100 มีคุณสมบัติเหล่านี้ใกล้เคียงกัน ความแตกต่างของขนาดที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจึงไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนอีกต่อไป (Chancharat, 2015) นอกจากนี้ ไม่ว่าบริษัทจะมีขนาดใหญ่เพียงใด หากมีเงินทุนภายในที่แข็งแกร่งเพียงพอ ก็จะลดความจำเป็นในการก่อหนี้จากภายนอก (Deesomsak et al., 2004) ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 สำหรับบริษัทในกลุ่ม SET100 ในทางกลับกัน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai แสดงให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) อย่างชัดเจน

บริษัทในกลุ่ม mai โดยทั่วไปเป็น SMEs ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง แต่ยังคงเผชิญข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ หรือการออกตราสารหนี้ (Hadlock & Pierce, 2010; Songjarean, 2022) บริษัทกลุ่มนี้มักถูกมองว่ามีความเสี่ยงสูงกว่าเนื่องจากขาดหลักประกันที่เพียงพอ ดังนั้น เงินทุนภายในจึงกลายเป็นแหล่งเงินทุนที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง การที่ขนาดของบริษัทใหญ่ขึ้น (และมีรายได้สูงขึ้น) สะท้อนถึงความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดและกำไรสะสมได้มากขึ้น ซึ่งช่วยลดความจำเป็นในการก่อหนี้จากภายนอกที่อาจมีต้นทุนสูงหรือเข้าถึงยาก (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ บริษัทกลุ่มนี้ยังมีแนวโน้มที่จะเผชิญกับต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินที่สูงกว่า หากใช้หนี้มากเกินไป (Frank & Goyal, 2009) เนื่องจากมีความสามารถในการรับมือกับความผันผวนทางเศรษฐกิจที่จำกัดกว่า จึงอาจเลือกที่จะรักษาระดับหนี้สินให้ต่ำลงเพื่อลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ และต้องการรักษาความน่าเชื่อถือทางการเงินไว้ ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 สำหรับบริษัทในกลุ่ม mai

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น ซึ่งวัดค่าโดยสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงสุด 5 อันดับแรกของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 ไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน อาจเป็นผลมาจากบริษัทขนาดใหญ่มีระบบธรรมาภิบาลองค์กรที่แข็งแกร่งกว่าบริษัทขนาดเล็ก (La Porta et al., 1999) ซึ่งรวมถึงคณะกรรมการอิสระ หน่วยงานกำกับดูแลที่เข้มงวด และการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใส กลไกเหล่านี้ล้วนทำหน้าที่เป็นส่วนเสริมหรือเข้ามาทดแทนบทบาทการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการลดปัญหาตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) แม้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจ แต่เมื่อมีกลไกธรรมาภิบาลอื่นที่ทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพอยู่แล้ว บทบาทของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการผลักดันให้เกิดการใช้หนี้ที่เหมาะสมจึงอาจไม่ปรากฏให้เห็นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 สำหรับบริษัทในกลุ่ม SET100 ในทางกลับกัน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai แสดงให้เห็นว่า การกระจุกตัวส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอธิบายได้จากหลายสาเหตุ ประการแรก บริษัทเหล่านี้มักเผชิญปัญหาตัวแทนที่รุนแรงกว่า เนื่องจากโครงสร้างธรรมาภิบาลที่ยังไม่แข็งแกร่งเท่าบริษัทขนาดใหญ่ และข้อมูลที่เปิดเผยอาจไม่สมบูรณ์ (Hadlock & Pierce, 2010) ดังนั้นการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจึงเป็นกลไกหลักในการกำกับดูแลผู้บริหารอย่างมีประสิทธิภาพ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจและอำนาจในการตรวจสอบและควบคุมผู้บริหาร ซึ่งช่วยลดต้นทุนจากปัญหาตัวแทนได้อย่างมีนัยสำคัญ (Barclay & Holderness, 1992) สิ่งเหล่านี้ทำให้เจ้าหนี้นี้มีความมั่นใจมากขึ้นว่าบริษัทจะบริหารจัดการเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพและชำระหนี้ได้ ซึ่งนำไปสู่การได้รับการพิจารณาให้กู้ยืมเงินได้ง่ายขึ้นและอาจได้รับเงื่อนไขที่ดีขึ้น ส่งผลให้มีการใช้หนี้สูงขึ้น (Pacheco, 2022) ประการที่สอง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในบริษัทขนาดเล็กมักต้องการที่จะรักษาอำนาจควบคุมกิจการ การระดมทุนผ่านการออกหุ้นใหม่จำนวนมากอาจทำให้สัดส่วนการถือหุ้นและอำนาจควบคุมของผู้ถือหุ้นเหล่านั้นลดลง ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจเลือกที่จะใช้หนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนหลักมากกว่าการออกหุ้นใหม่ (Jensen, 1986) แม้จะต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยก็ตาม ประการสุดท้าย ตลาดตราสารทุนสำหรับบริษัทใน mai อาจยังไม่พัฒนาเท่าตลาดสำหรับบริษัทใน SET ทำให้การระดมทุนผ่านการออกหุ้นใหม่มีข้อจำกัดและต้นทุนสูงกว่า ดังนั้นการพึ่งพาหนี้สินจึงเป็นทางเลือกที่เข้าถึงได้ง่ายกว่า โดยเฉพาะเมื่อมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สามารถสร้างความน่าเชื่อถือให้กับเจ้าหนี้ได้ ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 สำหรับบริษัทในกลุ่ม mai

สภาพคล่อง ซึ่งวัดค่าโดยอัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ ทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory)

ของ Myers and Majluf (1984) ซึ่งระบุว่า บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนตามลำดับความชอบ โดยจะพึ่งพาเงินทุนภายในก่อนเป็นอันดับแรก หากไม่เพียงพอจึงจะใช้หนี้สิน และสุดท้ายคือการออกหุ้นใหม่ ดังนั้นการมีสภาพคล่องสูงสะท้อนถึงกระแสเงินสดภายในที่แข็งแกร่งและความสามารถในการสร้างกำไรที่ดี ทำให้บริษัทสามารถนำเงินทุนภายในเหล่านี้ไปใช้ในการลงทุน การดำเนินงาน หรือขยายกิจการได้ โดยไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกมากนัก (Deesomsak et al., 2004) เมื่อความต้องการเงินทุนภายนอกลดลง สัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจึงลดลงตามไปด้วย นอกจากนี้ บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงยังมีความยืดหยุ่นทางการเงินมากกว่า ผู้บริหารสามารถตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีกำไรได้อย่างรวดเร็วเมื่อโอกาสมาถึง โดยไม่ต้องกังวลกับการแสวงหาเงินทุนจากภายนอก ซึ่งอาจใช้เวลานานและมีต้นทุนสูง การมีหนี้สินน้อยลงยังช่วยให้บริษัทสามารถปรับตัวและรับมือกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจหรือคว่ำโอกาสใหม่ ๆ ได้ดียิ่งขึ้น (Myers, 1977) ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 ทั้งบริษัทในกลุ่ม SET100 และบริษัทในกลุ่ม mai

สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ซึ่งวัดค่าโดยอัตราส่วนของสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 ไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน อาจเนื่องมาจากบริษัทขนาดใหญ่เหล่านี้มีความน่าเชื่อถือสูงและมีชื่อเสียงในตลาดทุนอยู่แล้ว ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้หลากหลาย ไม่ว่าจะเป็นสินเชื่อจากสถาบันการเงินขนาดใหญ่ การออกหุ้นกู้ หรือการระดมทุนในตลาดทุนระหว่างประเทศ (Chatterjee & Eyigungor, 2023) ในบริบทนี้ การมีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนจำนวนมากจึงอาจไม่ใช่ปัจจัยหลักในการพิจารณาให้กู้ยืมอีกต่อไป เพราะความน่าเชื่อถือของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกันเพียงอย่างเดียว แต่ยังรวมถึงประวัติผลการดำเนินงานที่มั่นคง กระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง และกลไกธรรมาภิบาลที่ดี (Fama & French, 2002) ดังนั้นแม้ว่าสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนจะใช้เป็นหลักประกันได้ แต่เมื่อบริษัทสามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายอยู่แล้วด้วยเหตุผลอื่น ๆ ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนกับการใช้หนี้จึงไม่ปรากฏอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 4 สำหรับบริษัทในกลุ่ม SET100 ในทางกลับกัน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai พบว่า สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) บริษัทในกลุ่ม mai ซึ่งโดยทั่วไปเป็น SMEs มักเผชิญข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก โดยเฉพาะสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ (Hadlock & Pierce, 2010; Songjarean, 2022) เนื่องจากสถาบันการเงินมักมองว่า SMEs มีความเสี่ยงสูงกว่าในบริบทนี้ สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน เช่น ที่ดิน อาคาร เครื่องจักร จึงมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งในการใช้เป็นหลักประกันเพื่อขอสินเชื่อ (Frank & Goyal, 2009) การมีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนสูงช่วยลดความเสี่ยงที่เจ้าหนี้ต้องแบกรับ ทำให้เจ้าหนี้เต็มใจที่จะปล่อยสินเชื่อมากขึ้น และอาจเสนอเงื่อนไขที่ดีขึ้น ดังนั้นบริษัท mai ที่มีสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนสูงจึงมีความสามารถในการกู้ยืมได้มากกว่า และมักจะใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านี้เพื่อระดมทุนด้วยหนี้สิน ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 สำหรับบริษัทในกลุ่ม mai

ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ซึ่งวัดค่าโดยอัตราส่วนของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม SET100 ไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน อาจเนื่องมาจากบริษัทในกลุ่มนี้มีกำไรและเปิดเผยข้อมูลอย่างสม่ำเสมอและครอบคลุม ทำให้นักลงทุนมีข้อมูลเพียงพอในการประเมินมูลค่าของบริษัท (La Porta et al., 1999) ในสถานการณ์เช่นนี้ ปัญหาข้อมูลข่าวสารที่ไม่สมมาตรระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนจะลดลงอย่างมาก ซึ่งตามทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) (Myers & Majluf, 1984) ปัญหานี้เป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจเลือกใช้แหล่งเงินทุน แต่เมื่อปัญหานี้หมดไป อิทธิพลของราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีจึงไม่เป็นปัจจัยหลัก

ในการเลือกใช้น้ำเงินหรือออกหุ้นใหม่ นอกจากนี้ แม้บริษัทจะมีราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูงและมีโอกาสการเติบโตมาก แต่ก็อาจมีกระแสเงินสดภายในที่เพียงพออยู่แล้ว (Deesomsak et al., 2004) หรือเลือกที่จะรักษาระดับหนี้สินให้ต่ำเพื่อความยืดหยุ่นทางการเงิน (Myers, 1977) ทำให้ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีไม่ได้เป็นตัวขับเคลื่อนในการตัดสินใจใช้น้ำเงิน ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 5 สำหรับบริษัทในกลุ่ม SET100 ในทางกลับกัน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่ม mai แสดงให้เห็นว่า ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) และลักษณะเฉพาะของ SMEs ประการแรก บริษัทในกลุ่ม mai มีศักยภาพในการเติบโตสูง แต่ก็มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก (Hadlock & Pierce, 2010; Songjarean, 2022) เมื่อราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูงขึ้น ย่อมสะท้อนได้ว่าตลาดมองเห็นโอกาสในการเติบโตและการลงทุนที่มีมูลค่าเพิ่ม (Myers, 1977) เพื่อที่จะคว้าโอกาสเหล่านั้น บริษัทจำเป็นต้องใช้เงินทุน และเมื่อมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนอื่น การใช้น้ำเงินจึงกลายเป็นทางเลือกสำคัญในการจัดหาเงินทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตดังกล่าว ทำให้บริษัทที่มีราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูงมีแนวโน้มที่จะกู้ยืมมากขึ้น ประการที่สอง บริษัทที่มีโอกาสการเติบโตสูง การใช้น้ำเงินสามารถทำหน้าที่เป็นกลไกสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารต้องบริหารทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อสร้างกระแสเงินสดมาชำระหนี้ ประการสุดท้าย ผู้บริหารบริษัทในกลุ่ม mai ที่มีราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูงอาจมองว่าการออกหุ้นใหม่เป็นการ “Underprice” หุ้นของตน จึงเลือกใช้น้ำเงินเพื่อไม่ให้อำนาจความเป็นเจ้าของถูกเจือจาง และเพื่อรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิมไว้ (Myers & Majluf, 1984) ด้วยเหตุผลดังกล่าว จึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 สำหรับบริษัทในกลุ่ม mai

ประโยชน์ของการวิจัย

1. ผลการวิจัยนี้เผยให้เห็นว่า คุณลักษณะบริษัท (ขนาดของบริษัท การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น สภาพคล่อง สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี) มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างบริษัทขนาดใหญ่ (กลุ่ม SET100) และบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก (กลุ่ม mai) โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาด mai ที่มีหลายปัจจัยส่งผลการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุน ซึ่งต่างจาก SET100 ที่มีเพียงสภาพคล่องเท่านั้นที่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ การค้นพบนี้เติมเต็มช่องว่างงานวิจัยที่มักไม่ได้เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่มบริษัทอย่างละเอียด และเน้นย้ำถึงความซับซ้อนของการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนในบริบทของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก (SMEs)

2. ผลการวิจัยนี้ช่วยยืนยันทฤษฎีทางการเงินในบริบทตลาดทุนไทย ดังนี้

2.1 ทฤษฎีลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) จากผลการศึกษาที่แสดงว่า สภาพคล่องส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนในตลาดทั้งสองกลุ่ม เป็นการสนับสนุนทฤษฎีนี้อย่างแข็งแกร่งในบริบทของตลาดทุนไทย โดยชี้ให้เห็นว่า บริษัทไทยให้ความสำคัญกับการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในก่อนแหล่งเงินทุนภายนอก เมื่อมีสภาพคล่องสูง (เงินทุนภายในเพียงพอ) ความจำเป็นในการก่อหนี้สินจึงลดลง

2.2 ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) จากการค้นพบว่า สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่ม mai เป็นการยืนยันบทบาทสำคัญของสินทรัพย์ค้ำประกันในการเพิ่มความสามารถในการกู้ยืมและลดต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินสำหรับ SMEs นอกจากนี้ ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่ม mai อาจบ่งชี้ว่า โอกาสการเติบโตที่สูงขึ้นช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือและลดความเสี่ยงที่ผู้ให้กู้รับรู้

ทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดการสร้างสมดุลระหว่างประโยชน์และต้นทุนของหนี้สินในทฤษฎีแลกเปลี่ยน

2.3 ปัญหาตัวแทน จากผลการศึกษาที่แสดงว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่ม mai บ่งชี้ว่า การมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ช่วยลดปัญหาตัวแทนระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น และอาจทำให้ SMEs เข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น ในขณะที่บทบาทของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นอาจลดลงในกลุ่ม SET100 เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ก็มีกลไกธรรมาภิบาลอื่นๆ ที่แข็งแกร่งกว่า เช่น คณะกรรมการอิสระ หรือการตรวจสอบจากนักลงทุนสถาบัน ซึ่งช่วยลดปัญหาตัวแทนได้เช่นกัน

3. ผลการวิจัยนี้ช่วยเป็นแนวทางสำหรับการตัดสินใจทางธุรกิจ

3.1 สำหรับผู้บริหาร สามารถใช้ผลการศึกษาในการประเมินและปรับโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับขนาดและบริบทของบริษัทตนเอง โดยเข้าใจถึงปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนในตลาด SET100 และ mai ซึ่งจะช่วยให้การวางแผนกลยุทธ์ทางการเงินมีประสิทธิภาพสูงสุด โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับกลุ่ม mai ที่ต้องพิจารณาปัจจัยหลากหลายมิติมากกว่า

3.2 สำหรับนักลงทุน ผลการวิจัยช่วยให้เข้าใจปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและความเสี่ยงของบริษัทในแต่ละกลุ่มตลาดได้ลึกซึ้งยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญในการวิเคราะห์ความเสี่ยงและโอกาสในการลงทุนอย่างรอบด้าน และนำไปสู่การตัดสินใจลงทุนที่แม่นยำ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการประเมินบริษัทในกลุ่ม mai ที่มีปัจจัยขับเคลื่อนโครงสร้างเงินทุนที่ซับซ้อนกว่า

3.3 สำหรับหน่วยงานกำกับดูแลและผู้กำหนดนโยบาย ผลการวิจัยชี้ให้เห็นถึงความต้องการที่แตกต่างกันในการเข้าถึงเงินทุนของ SMEs (กลุ่ม mai) ซึ่งเป็นข้อมูลพื้นฐานที่สำคัญในการพิจารณาโยบายส่งเสริมการเข้าถึงแหล่งเงินทุน เช่น มาตรการที่สนับสนุนการใช้สินทรัพย์ค้ำประกัน หรือการพัฒนาตลาดตราสารทุนทางเลือกที่เหมาะสมเพื่อช่วยให้ SMEs สามารถเข้าถึงเงินทุนที่จำเป็นสำหรับการเติบโต และส่งเสริมการออกแบบนโยบายที่สร้างสภาพแวดล้อมการระดมทุนที่เป็นธรรมและมีประสิทธิภาพสำหรับบริษัททุกขนาดในตลาดทุนไทย

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การวิจัยในอนาคตควรขยายขอบเขตจากการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยพิจารณาปัจจัยเชิงคุณภาพที่สำคัญ ซึ่งอาจส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและยังไม่ได้ถูกนำมาวิเคราะห์ในครั้ง นี้ ได้แก่ 1) คุณภาพของธรรมาภิบาลองค์กรที่นอกเหนือจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น เช่น ความเป็นอิสระและประสิทธิภาพของคณะกรรมการบริษัท 2) วัฒนธรรมองค์กรที่ส่งผลต่อการบริหารความเสี่ยงและการตัดสินใจทางการเงิน และ 3) วิสัยทัศน์ของผู้บริหารที่เป็นหัวใจสำคัญในการกำหนดกลยุทธ์ของบริษัท การพิจารณาปัจจัยเชิงคุณภาพเหล่านี้สำหรับการศึกษาในอนาคตจะช่วยเสริมความเข้าใจเกี่ยวกับผลกระทบของคุณลักษณะบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น นอกจากนี้ การขยายช่วงเวลาศึกษา การวิเคราะห์ปัจจัยมหภาค การเจาะลึกรายอุตสาหกรรม และการใช้ตัวแปรแทนอื่น ๆ จะช่วยเพิ่มความครอบคลุมและความลึกซึ้งของผลการวิจัยในอนาคตได้

REFERENCES

- Abu Mouamer, F. M. (2011). The determinants of capital structure of Palestine-listed companies. *The Journal of Risk Finance*, 12(3), 226–241.
- Arellano, M. (1987). Computing robust standard errors for within-groups estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49(4), 431–434.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1992). The law and large-block trades. *Journal of Law and Economics*, 35(2), 265–294. <https://doi.org/10.1086/467223>
- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87–130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: Methods and Applications*. Cambridge University Press.
- Chancharat, S. (2015). Firm characteristics and capital structure: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(2), 528–537.
- Chatterjee, S., & Eyigungor, B. (2023). The firm size-leverage relationship and its implications for entry and business concentration. *Review of Economic Dynamics*, 48, 132–157.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructuring*, 38(1), 11–35. <https://doi.org/10.1007/s10644-005-4521-7>
- Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2022). Capital structure and its determinants in companies originating from two opposite sides of the European Union: Poland and Portugal. *Economics and Business Review*, 8(1), 24–49. <https://doi.org/10.18559/ebr.2022.1.3>
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4–5), 387–405.
- Demiraj, R., Labadze, L., Dsouza, S., Demiraj, E., & Grigolia, M. (2024). The quest for an optimal capital structure: An empirical analysis of European firms using GMM regression analysis. *EuroMed Journal of Business*. <https://doi.org/10.1108/emjb-07-2023-0206>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709.
- Deviyanti, D. R., Ramadhani, H., Ginting, Y. L., Fitria, Y., Yudaruddin, Y. A., & Yudaruddin, R. (2023). A global analysis of the COVID-19 pandemic and capital structure in the consumer goods sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(11), 472.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: An empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331.

- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- Faris, M. A. M. (2011). The determinants of capital structure of Palestine-listed companies. *The Journal of Risk Finance*, 12(3), 226–241.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–32.
- Gill, A., Biger, N., Pai, C., & Bhutani, S. (2009). The determinants of capital structure in the service industry: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 2(1), 48–53.
- Gujarati, D. N. (2002). Basic Econometrics 4th ed.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on the financial constraints of firms from a direct measure of outside equity. *Journal of Financial Economics*, 97(1), 162–178.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson Prentice Hall.
- Hausman, J. A., & Taylor, W. E. (1981). Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 49(6), 1377–1398.
- Jarutruangutai, N., & Nimtrakoon, S. (2024). Relationship between capital structure and firm performance and firm value of listed companies on the stock exchange of Thailand. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 6(17), 54–71.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- La Rocca, M., La Rocca, T., Gerace, D., & Smark, C. (2009). Effect of diversification on capital structure. *Accounting & Finance*, 49(4), 799–826.
- Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: Evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495–514.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.

- Moradi, A., & Paulet, E. (2018). The firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 150–161. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.007>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Ngo, M. N., & Nguyen, T. N. (2022). Financial development and business growth: A case of the Southern Key Economic Region. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2099501.
- Pacheco, L. (2022). Ownership concentration, control, and capital structure in family and non-family firms. *Journal of Small Business Strategy*, 32(3). <https://doi.org/10.53703/001c.36283>
- Poyoy, P., Petchchedchoo, P., & Kumsuprom, S. (2020). Determinants of capital structure of listed companies in the stock exchange of Thailand in SET100 index. *Suthiparithat Journal*, 34(112), 140–161. Retrieved from https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPU_Suthiparithat_Journal/article/view/248383
- Rahman, M. A., Hossain, T., & Sen, K. K. (2023). Revisiting the puzzle of capital structure determinants: An empirical study based on UK firms. *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, 42(4), 1359–1378. <https://doi.org/10.1108/agjsr-04-2023-0162>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Santatiwongchai, T. (2017). Ownership concentration and audit fees of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accounting Profession*, 13(40), 1–28. <https://doi.org/10.14456/jap.2017.29>
- Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, 18(4), 1063–1107. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9272-7>
- Sbeti, W. M., & Moosa, I. (2012). Firm-specific factors as determinants of capital structure in the absence of taxes. *Applied Financial Economics*, 22(3), 209–213.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Songjarean, P. (2022). The relationship between capital structure and profitability of listed companies in the stock exchange of Thailand. *Rajapark Journal*, 16(47), 177–188.

- Thakolwiroj, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board characteristics and capital structure: Evidence from Thai listed companies. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 861–872.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105–113.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 48(4), 817–838.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.

