

## The Determinants of Capital Structure of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand Before and After the Economic Crisis

Somnuk Aujirapongpan<sup>1</sup>, Piya Parnphumeesup<sup>2</sup> and Janthima Wongcharoenwatthana<sup>3</sup>

<sup>1</sup>M.Acc.(Cost/Managerial Acct.), Associate Professor,  
E-mail: [asomnuk@wu.ac.th](mailto:asomnuk@wu.ac.th)

<sup>2</sup>M.Econ.(Business Economics), Lecturer,  
School of Management,

<sup>3</sup>M.B.A.(Business Administration), Researcher  
Graduate Program in Management,  
Walailak University

### Abstract

This research is a study of factors determining the capital structure, which include short-term liabilities, long-term liabilities, and book value of equities, of companies registered in the Stock Exchange of Thailand by using multiple regression model. The time of the study is before and after the economic crisis of 1997. The findings showed that the growth and the size of business had positive impact on the capital structure expressed in terms of the long-term debt ratio, while profitability related negatively with the capital structure. On the other hand, business growth and non-debt tax shield showed positive impact on the short-term debt ratio. But profitability and size of business had negative impact on the short-term debt ratio. It also found that business growth had positively

---

related to the capital structure in terms of the long-term debt ratio. But profitability and non-debt tax shield showed negative relation with the long-term debt ratio. In addition, the study found business growth affected positively the capital structure in terms of the short-term debt ratio. On the contrary, the profitability had negative impact on the short-term debt ratio.

**Keywords:** capital structure, debt ratio, economic crisis, The Stock Exchange of Thailand

## ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ

สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์<sup>1</sup>, ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์<sup>2</sup> และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา<sup>3</sup>

<sup>1</sup>บช.ม.(การบัญชีต้นทุน), รองศาสตราจารย์,

E-mail: [asomnuk@wu.ac.th](mailto:asomnuk@wu.ac.th)

<sup>2</sup>ศ.ม.(เศรษฐศาสตร์ธุรกิจ), อาจารย์,

สำนักวิชาการจัดการ

<sup>3</sup>บธ.ม.(บริหารธุรกิจ), นักวิจัย,

หลักสูตรบัณฑิตศึกษาทางการจัดการ,

มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์

### บทคัดย่อ

การวิจัยนี้ได้ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนซึ่งประกอบด้วย หนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาวและทุน (ตามมูลค่าทางบัญชี) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่า ปัจจัยการเติบโตของธุรกิจ และขนาดธุรกิจ มีผลด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะยาวต่อทุน แต่ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร มีผลด้านลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะยาวต่อทุน ส่วนปัจจัยการเติบโตของธุรกิจ และรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้ มีผลด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อทุน แต่ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร และขนาดธุรกิจ มีผลด้านลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อทุน สำหรับผลการศึกษาภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่า ปัจจัยการเติบโตของธุรกิจ มีผลด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะยาวต่อทุน แต่ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร และรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้ มีผลด้านลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะยาวต่อทุน นอกจากนี้ผลการศึกษา ยังพบว่า ปัจจัยการเติบโตของธุรกิจ มีผลด้านบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อทุน ในขณะที่ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร มีผลด้านลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อทุน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, วิกฤติเศรษฐกิจ, สัดส่วนหนี้สินต่อทุน

**บทนำ**

การดำเนินงานของธุรกิจนั้นจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ ที่ธุรกิจได้วางแผนไว้ ซึ่งสามารถจัดหาได้ทั้งจากแหล่งเงินทุนภายในธุรกิจ (เช่น กำไรสะสม) และแหล่งเงินทุนภายนอกธุรกิจ (เช่น หนี้สิน และออกหุ้นทุน) การเลือกใช้แหล่งเงินทุนของธุรกิจ จะทำให้เห็นถึงโครงสร้างเงินทุน ซึ่งโครงสร้างเงินทุน คือ สัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อทุน ฉะนั้น ธุรกิจจึงจำเป็นต้องมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เพราะสัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อทุนจะสะท้อนให้เห็นว่าธุรกิจจะยังคงดำเนินกิจการในอนาคตได้หรือไม่

ในอดีตที่ผ่านมาช่วงปี พ.ศ. 2531-2538 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการเติบโตที่สูง แต่ไม่ได้ให้ความสำคัญกับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากส่วนใหญ่จัดหาแหล่งเงินทุนโดยการกู้เงินจากต่างประเทศ และกู้จากธนาคารพาณิชย์ภายในประเทศ ดังนั้น เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยน จากตะกร้าเงิน (basket system) เป็นแบบการลอยตัวภายใต้การควบคุม (managing float), เศรษฐกิจถดถอย จนเกิดเป็นวิกฤติเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2540-2541 จึงทำให้ธุรกิจที่จัดหาแหล่งเงินทุนโดยการกู้เงินต้องขาดแหล่งเงินทุนที่จะมา

**ตาราง 1 สัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน ปี พ.ศ. 2535-2539**

กลุ่ม	2535	2536	2537	2538	2539	ค่าเฉลี่ย
1. ประเทศไทย	1.01	0.98	3.92	1.06	1.11	1.61
2. กลุ่มที่มีใช้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.94	0.90	4.37	0.97	1.01	1.64
3. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	1.39	1.41	1.39	1.54	1.67	1.48

แหล่งที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ตาราง 2 สัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน ปี พ.ศ. 2542-2546**

กลุ่ม	2542	2543	2544	2545	2546	ค่าเฉลี่ย
1. ประเทศไทย	4.09	1.33	0.68	1.07	0.93	1.62
2. กลุ่มที่มีใช้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	4.39	0.44	0.57	1.18	0.81	1.48
3. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2.42	6.38	1.27	0.44	1.65	2.43

แหล่งที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หล่อเลี้ยงกิจการ เพราะการกู้เงินจากต่างประเทศ ทำได้ยากขึ้น เนื่องจากความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเพราะลำดับความนำเชื้อถือลดลง อีกทั้ง ธนาคารพาณิชย์ในประเทศประสบปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้จึงปล่อยกู้ยากเช่นกัน รัฐบาลจึงพยายามช่วยภาคธุรกิจโดยเปิดโอกาส และส่งเสริมให้ธุรกิจใช้ตลาดเงิน (money market) และตลาดทุน (capital market) ในการจัดหาแหล่งเงินทุน จากนั้นตลาดเงิน และตลาดทุนได้กลายเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของธุรกิจต่าง ๆ

เมื่อพิจารณาสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ. 2535-2539 และปี พ.ศ. 2542-2546 จะได้ดังตาราง 1 และตาราง 2

ในช่วงปี พ.ศ. 2535-2539 ประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน 1.61 เท่า, กลุ่มที่มีใช้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน 1.64 เท่า และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน 1.48 เท่า

ในช่วงปี พ.ศ. 2542-2546 ประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน 1.62 เท่า, กลุ่มที่มีใช้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน 1.48 เท่า และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน 2.43 เท่า

จากตาราง 1 และตาราง 2 เห็นได้ว่า ประเทศไทย มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน ทั้งก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ.2535-2539) และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ.2542-2546) ใกล้เคียงกัน เมื่อพิจารณาแยกกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มที่มีใช้กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน ก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ.2535-2539) และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ.2542-2546) ใกล้เคียงกันแต่กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อทุน ภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ.2542-2546) สูงกว่าก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2535-2539) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสนใจว่าปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจเป็นเช่นไร เพื่อเป็นข้อมูลในการพิจารณาใช้ส่วนของหนี้สิน และส่วนของทุนอย่างเหมาะสมแก่ธุรกิจต่าง ๆ ต่อไป

**วัตถุประสงค์ในการวิจัย**

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จด

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ

2. เพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ

**สมมติฐานการวิจัย**

แสดงในตาราง 3

**วิธีการวิจัย**

**กลุ่มตัวอย่าง**

การศึกษาครั้งนี้มุ่งศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีใช้หมวดธนาคาร, เงินทุนและหลักทรัพย์, ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากหมวดเหล่านี้มีข้อบังคับพิเศษที่ต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของธนาคารแห่งประเทศไทย และมีวิธีการบันทึกบัญชีต่างจากหมวดอื่น โดยที่

1. บริษัทที่ทำการศึกษาดำเนินกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน ปี พ.ศ.2535 และยังคง

**ตาราง 3 ทฤษฎีและความสัมพันธ์ที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ระหว่างปัจจัยต่าง ๆ กับโครงสร้างเงินทุน**

ลักษณะตัวแปร	ความสัมพันธ์	งานวิจัยที่สนับสนุน
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (tangibility)	+	Rajan and Zingales (1995), Chen (2004), Rataporn Deesomsak et al. (2004), Huang and Song (2006)
ความสามารถทำกำไร (profitability)	-	Pecking Order Theory, Rajan and Zingales (1995), Yupana Wiwattanakantang (1999), Namtip Hongpan (2000), Chen (2004), Rataporn Deesomsak et al. (2004), วรากร ยี่งยศกำจร ชัย (2546)
ขนาดกิจการ (size)	+	Trade-off Theory, Rajan and Zingales (1995), Yupana Wiwattanakantang (1999), Rataporn Deesomsak et al. (2004), Huang and Song (2006)
การเติบโตของธุรกิจ (growth)	+	Pecking Order Theory, Asymmetric Information, Chen (2004)
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ (non-debt tax shield)	-	Trade-off Theory, Deesomsak et al. (2004), Huang and Song (2006)
ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (default risk)	-	Agency Cost, Trade-off Theory

ดำเนินกิจการอย่างต่อเนื่องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงปี พ.ศ.2546

2. บริษัทที่ทำการศึกษาดังไม่เคยถูกพักการซื้อขายในปี พ.ศ.2535-2539 และในปี พ.ศ.2542-2546

3. วันสิ้นปีบัญชีตรงกับวันที่ 31 ธันวาคม ดังนั้นบริษัทที่ทำการศึกษามีทั้งสิ้น 134 บริษัท

### แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษานี้ได้แบ่งแบบจำลองเป็น 4 สมการตามช่วงเวลาทำการศึกษาคือ ช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจและภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยศึกษาตัวแปร 6 ตัว แบบจำลองมี ดังนี้

$$\text{LDRATIO (Pre-crisis)} = \beta_0 + \beta_1 \text{TANG} - \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{GROWTH} - \beta_5 \text{NDTS} - \beta_6 \text{RISK} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{LDRATIO (Post-crisis)} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{TANG} - \gamma_2 \text{ROA} + \gamma_3 \text{SIZE} + \gamma_4 \text{GROWTH} - \gamma_5 \text{NDTS} - \gamma_6 \text{RISK} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{SDRATIO (Pre-crisis)} = \chi_0 + \chi_1 \text{TANG} - \chi_2 \text{ROA} + \chi_3 \text{SIZE} + \chi_4 \text{GROWTH} - \chi_5 \text{NDTS} - \chi_6 \text{RISK} + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{SDRATIO (Post-crisis)} = \eta_0 + \eta_1 \text{TANG} - \eta_2 \text{ROA} + \eta_3 \text{SIZE} + \eta_4 \text{GROWTH} - \eta_5 \text{NDTS} - \eta_6 \text{RISK} + \varepsilon \quad (4)$$

โดยที่

LDRATIO (Pre-crisis)	คือ สัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ
LDRATIO (Post-crisis)	คือ สัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน หลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ
SDRATIO (Pre-crisis)	คือ สัดส่วนหนี้สินระยะสั้น ต่อทุนก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ
SDRATIO (Post-crisis)	คือ สัดส่วนหนี้สินระยะสั้น ต่อทุนหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ
TANG	คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตน
ROA	คือ ความสามารถทำกำไร
SIZE	คือ ขนาดของกิจการ

GROWTH

คือ การเติบโตของธุรกิจ

NDTS

คือ รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้

RISK

คือ ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้

$\varepsilon$

คือ ค่าความคลาดเคลื่อน (error term of the regression)

การศึกษาใช้ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

### ตัวแปรที่ทำการศึกษา

#### 1. สินทรัพย์ที่มีตัวตน

การศึกษานี้ใช้สัดส่วนสินทรัพย์คงที่ต่อสินทรัพย์รวม (total fixed asset/total asset) เป็นตัววัดสินทรัพย์ที่มีตัวตน

สินทรัพย์คงที่ จะประกอบด้วยที่ดิน, โรงงาน, เครื่องจักร และอุปกรณ์ต่าง ๆ โดยที่สัดส่วนสินทรัพย์คงที่ต่อสินทรัพย์รวม จะแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีสินทรัพย์ที่นำไปเป็นหลักทรัพยค้ำประกันในการก่อหนี้ หรือออกหุ้นกู้ ซึ่งผู้บริหารจะมีความมั่นใจในการดำเนินงานระดับหนึ่ง ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับสินทรัพย์ที่มีตัวตนควรเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

#### 2. ความสามารถทำกำไร

การศึกษานี้ใช้ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งคิดจาก กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) หารด้วยสินทรัพย์รวม (total asset) เป็นตัววัดความสามารถทำกำไร

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าการใช้สินทรัพย์มีประสิทธิภาพหรือไม่ ถ้ามีค่าสูงจะทำให้บริษัทมีกำไรสะสมมาก ทำให้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทมีมากขึ้น จากทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนบริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน ถ้าไม่เพียงพอ จึงจะจัดหาจากแหล่งภายนอกที่มีความปลอดภัยจากมากไปน้อย เช่น การก่อหนี้และออกหุ้นกู้ ตามลำดับ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับความสามารถทำกำไรควรเป็นไปในทิศทางตรงข้าม

#### 3. ขนาดของธุรกิจ

การศึกษานี้ใช้มูลค่าของยอดขาย ซึ่งมีหน่วยพันล้านบาท เป็นตัววัดขนาดของธุรกิจ

เนื่องจากธุรกิจที่มีขนาดใหญ่สามารถจัดหาเงินทุนได้หลายทาง เช่น กู้จากสถาบันการเงิน หรือออกหุ้นกู้โดยมีสถาบันจัดลำดับความน่าเชื่อถือจัดลำดับชั้นของหุ้นกู้ให้ ในขณะที่ธุรกิจที่มีขนาดเล็กมีทางเลือกน้อยกว่า เช่น กู้จากสถาบันการเงิน โดยใช้อัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ เนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะไม่ชำระหนี้สูงกว่า ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับขนาดของธุรกิจควรเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

#### 4. การเติบโตของธุรกิจ

การศึกษาที่ใช้มูลค่ารวมของตลาดต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (market capitalization/equity) โดยที่ market capitalization คิดจากราคาปิด ณ วันสิ้นปีบัญชีคูณจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่บริษัทออกเรียกชำระค่าหุ้นแล้ว เป็นตัววัดการเติบโตของธุรกิจ

เนื่องจากธุรกิจที่มีการเติบโตจะวางแผนโครงการใหม่ ๆ ที่มีกำไรอย่างมากในอนาคต และจากทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ถ้าแหล่งเงินทุนภายในมีไม่พอที่จะดำเนินโครงการที่ได้วางแผนไว้ ธุรกิจจะก่อหนี้เพิ่มขึ้นแทนการออกหุ้นกู้ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับการเติบโตของธุรกิจ ควรเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

#### 5. รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้

การศึกษานี้ใช้สัดส่วนค่าเสื่อมราคา และรายการตัดบัญชีต่อสินทรัพย์รวม (depreciation and amortization /total asset) เป็นตัววัดรายการช่วยลดภาษีมีใช้หนี้

เนื่องจากรายการค่าเสื่อมราคา และรายการตัดบัญชีสามารถนำมาคิดเป็นค่าใช้จ่ายทำให้กำไรก่อนหักภาษีลดลง จึงมีผลให้จ่ายภาษีน้อยลงเป็นผลให้ธุรกิจใช้รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้ แทนดอกเบี้ยเพื่อช่วยลดภาษีได้ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้ควรเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน

#### 6. ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้

การศึกษานี้ใช้สัดส่วนผลตอบแทนก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT/total debt) เป็นตัววัด ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ จึงอธิบายได้ว่า ถ้าสัดส่วนผลตอบแทน

ก่อนดอกเบี้ย และภาษีมีค่ามาก แสดงว่าความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ต่ำ ถ้าสัดส่วนผลตอบแทนก่อนดอกเบี้ย และภาษีมีค่าต่ำ แสดงว่าความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้สูง เนื่องจากบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้สูง เจ้าหนี้จะไม่อยากปล่อยกู้ ดังนั้น บริษัทที่มีความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้สูงต้องหาทางออกโดยการออกหุ้นกู้ ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อทุนกับความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ควรเป็นไปในทิศทางตรงข้าม

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิที่รวบรวมจากรายงานสรุปรูปการเงินที่จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2535-2539 และปี พ.ศ. 2542-2546 โดยใช้งบการเงินแบบรายบริษัท และทำการศึกษาแบบรายปี จากนั้น นำข้อมูลที่ได้ออกมาวิเคราะห์ในแต่ละช่วงที่ทำ การศึกษาเพื่อเป็นตัวแทนข้อมูลที่จะนำไปวิเคราะห์ต่อไป นอกจากนี้ มีแหล่งข้อมูลจากหนังสือ, เอกสาร, วารสาร, รายงานเศรษฐกิจและการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย และรายงานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ สำนักนายกรัฐมนตรี

#### การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ ต้องการหารูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม 1 ตัวกับตัวแปรอิสระหลายตัว เพื่ออธิบายว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวสัมพันธ์กับตัวแปรตามมากน้อยเพียงใด และมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกหรือเชิงลบ ดังนั้น ในการวิเคราะห์จึงใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (multiple regression analysis) โดยใช้เทคนิค Stepwise

#### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากผลการวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจสามารถสรุปผลจากการศึกษาได้ดังแสดงในตาราง 4 ตาราง 5 และตาราง 6





ตาราง 6 ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปร (หลังวิกฤติเศรษฐกิจ)

	LDRATIO	SDRATIO	TANG	ROA	SIZE	GROWTH	NDTS	RISK
<b>THAILAND</b>								
Mean	0.43	1.19	0.34	0.07	2.88	1.14	0.04	0.60
S.D.	3.14	4.76	0.21	0.09	5.01	1.59	0.03	0.83
Minimum	-22.56	-12.51	0.00	-0.52	-0.14	-9.03	0.00	-1.39
Maximum	23.62	46.10	0.91	0.34	40.45	9.69	0.14	5.81
N	134	134	134	134	134	134	134	134

ตาราง 7 การวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน (LDRATIO) ของประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง 134 บริษัท

Variable	Pre-Crisis		Post-Crisis	
	B	t -statistic	B	t -statistic
(Constant)	0.258	3.523***	-0.440	-1.331
TANG				
ROA	-1.975	-3.215***	-4.280	-2.236**
SIZE	0.031	4.414***		
GROWTH	0.068	9.779***	1.527	14.063***
NDTS			-15.140	-2.406**
RISK				
Adj. R <sup>2</sup>	0.499		0.600	

\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05      \*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

and Zingales (1995), Wiwattanakantang (1999), Desomsak et al. (2004), Huang and Song (2006)

3. การเติบโตของธุรกิจ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย 0.068 ค่า t-statistic 9.779 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน กับการเติบโตของธุรกิจ เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Asymmetric Information และงานวิจัยของ Chen (2004)

Adjusted R<sup>2</sup> มีค่า 0.499 ตัวแปรความสามารถทำกำไร, ขนาดธุรกิจ และการเติบโต ของธุรกิจ สามารถอธิบายความผันแปรของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนได้ร้อยละ 49.9

จากตาราง 7 ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนช่วง

ภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มี 3 ปัจจัย คือ

1. ความสามารถทำกำไร มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย -4.280 ค่า t - statistic -2.236 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน กับการความสามารถทำกำไร เป็นไปในทิศทางตรงข้าม ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Pecking Order Theory และงานวิจัย ของ Rajan and Zingales (1995), Yupanee Wiwattanakantang (1999), Namtip Hongpan (2000), Chen (2004), Deesomsak et al. (2004), วรากร ยิงยศ กำจรชัย (2546)

2. การเติบโตของธุรกิจ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย 1.527 ค่า t-statistic 14.063 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน กับการเติบโตของธุรกิจ

เป็นไปได้ในทิศทางเดียวกัน ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Asymmetric Information และงานวิจัยของ Chen (2004)

3. รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย -15.140 ค่า t-statistic -2.406 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้ระยะยาวต่อทุน กับรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้เป็นไปได้ในทิศทางตรงข้าม ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Trade-off Theory และงานวิจัยของ Deesomsak et al. (2004), Huang and Song (2006)

Adjusted R<sup>2</sup> มีค่า 0.600 ตัวแปรความสามารถทำกำไร, การเติบโตของธุรกิจ และรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้ สามารถอธิบายความผันแปรของสัดส่วนหนี้ระยะยาวต่อทุนได้ ร้อยละ 60

จากการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทย สรุปแบบจำลองได้ ดังนี้

$$\text{LDRATIO (Pre-crisis)} = 0.258 - 1.975\text{ROA} + 0.031\text{SIZE} + 0.068\text{GROWTH} \quad (5)$$

ตาราง 8 การวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน (SDRATIO) ของประเทศไทย กลุ่มตัวอย่าง 134 บริษัท

Variable	Pre-Crisis		Post-Crisis	
	B	t-statistic	B	t-statistic
(Constant)	-0.650	-1.286	-0.883	-2.236**
TANG				
ROA	-19.867	-5.064***	-6.58	-2.122**
SIZE	-0.181	-4.154***		
GROWTH	1.406	32.303***	2.22	12.600***
NDTS	23.924	2.280**		
RISK				
Adj. R <sup>2</sup>	0.888		0.542	

\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

\*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

$$\text{LDRATIO (Post-crisis)} = -4.28\text{ROA} + 1.527\text{GROWTH} - 15.14\text{NDTS} \quad (6)$$

จากตาราง 8 พบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มี 4 ปัจจัย คือ

1. ความสามารถทำกำไร มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย -19.867 ค่า t-statistic -5.064 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน กับความสามารถในการทำกำไรเป็นไปได้ในทิศทางตรงข้าม ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Pecking Order Theory และงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995), Yupanee Wiwattanakantang (1999), Namtip Hongpan (2000), Chen (2004), Deesomsak et al. (2004), วรากร ยิ่งยศกัจจรัชย์ (2546)

2. ขนาดของธุรกิจ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย -0.181 ค่า t-statistic -4.154 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน กับขนาดของธุรกิจเป็นไปได้ในทิศทางตรงข้าม ผลที่ได้ไม่เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้

3. การเติบโตของธุรกิจ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย 1.406 ค่า t-statistic 32.303 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน กับการเติบโตของธุรกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Asymmetric Information และงานวิจัยของ Chen (2004)

4. รายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย 23.924 ค่า t-statistic 2.280 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อทุน กับการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ผลที่ได้ไม่เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้

Adjusted R<sup>2</sup> มีค่า 0.888 ตัวแปรความสามารถทำกำไร, ขนาดธุรกิจ, การเติบโตของธุรกิจและรายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้ สามารถอธิบายความผันแปรของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนได้ ร้อยละ 88.8

จากตาราง 8 พบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนช่วงภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทยที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 มี 2 ปัจจัย คือ

1. ความสามารถทำกำไร มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย -6.58 ค่า t-statistic -2.122 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน กับการความสามารถในการทำกำไรเป็นไปในทิศทางตรงข้าม ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Pecking Order Theory และงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995), Yupanee Wiwattanakantang (1999), Namtip Hongpan (2000), Chen (2004), Deesomsak et al. (2004), วรากร ยิ่งยศกำจรชัย (2546)

2. การเติบโตของธุรกิจ มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย 2.22 ค่า t-statistic 12.600 ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน กับการเติบโตของธุรกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ผลที่ได้เป็นตามสมมติฐานที่เขียนไว้และสอดคล้องกับ Asymmetric Information และงานวิจัยของ Chen (2004)

Adjusted R<sup>2</sup> มีค่า 0.542 ตัวแปรความสามารถทำกำไร และการเติบโตของธุรกิจ สามารถอธิบายความผันแปรของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนได้ 54.2%

จากการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนช่วงก่อนและภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของประเทศไทย สรุปแบบจำลองได้ดังนี้

$$\text{SDRATIO (Pre-crisis)} = -19.867\text{ROA} - 0.181\text{SIZE} + 1.406\text{GROWTH} + 23.924\text{NDTS} \quad (7)$$

$$\text{SDRATIO (Post-crisis)} = -0.883 - 6.58\text{ROA} + 2.22\text{GROWTH} \quad (8)$$

### สรุปผลการวิจัย

การศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยช่วงก่อนและภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในครั้งนี้ สามารถสรุปผลการวิจัยในภาพรวมดังแสดงในตาราง 9 ซึ่งอธิบายได้ ดังนี้

#### ความสามารถทำกำไร

ในแบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน ความสามารถทำกำไร มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางตรงข้ามกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

แบบจำลองหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน ความสามารถทำกำไร มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางตรงข้ามกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

แบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน ความสามารถทำกำไร มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนในทิศทางตรงข้ามกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

ในแบบจำลองหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนความสามารถทำกำไร มีความสัมพันธ์

กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนในทิศทางตรงข้ามกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

ผลที่ได้จากแบบจำลองทั้ง 4 แบบ สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ เมื่อธุรกิจมีกำไรมากทำให้กำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในมีมากขึ้น จึงพิจารณาก่อหนี้น้อย แต่ธุรกิจที่มีกำไรน้อยจะก่อหนี้มากเพราะแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกโดยการกู้เงิน และการออกหุ้นตามลำดับ ดังที่กล่าวไว้ในทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

#### การเติบโตของธุรกิจ

ในแบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน การเติบโตของธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางเดียวกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

แบบจำลองหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน การเติบโตของธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางเดียวกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

แบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน การเติบโตของธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนในทิศทางเดียวกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

แบบจำลองหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน การเติบโตของธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนในทิศทางเดียวกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐาน

ผลที่ได้จากแบบจำลองทั้ง 4 แบบ สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ เมื่อธุรกิจมีโอกาสเติบโตมากขึ้นจะใช้ส่วนของหนี้มากขึ้น เนื่องจากธุรกิจที่มีการเติบโตสูงต้องการการเงินทุนเพื่อใช้ลงทุนมาก แต่กำไรสะสมที่มีอยู่นั้นไม่เพียงพอและผู้บริหารทราบข้อมูลภายใน จึงไม่ต้องการให้บุคคลภายนอกเข้ามามีส่วนในผลกำไรซึ่งมันใจว่าจะเพิ่มขึ้น จึงตัดสินใจจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการสร้างหนี้

#### ขนาดของธุรกิจ

ในแบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน ขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางเดียวกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ โดยธุรกิจขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงล้มละลายต่ำ และมีนาเชื่อถือมากจึงสามารถก่อหนี้ได้มาก แต่ธุรกิจขนาดเล็กจะมีความเสี่ยงล้มละลายสูง และมีความน่าเชื่อถือน้อยจึงสามารถก่อหนี้ได้น้อย อีกทั้งมองได้อีกด้านว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีกระแสเงินสดมาก แต่ยังมีการก่อหนี้สูงอาจจะเป็นผลจากผู้ถือหุ้นต้องการใช้โครงสร้างเงินทุนเพื่อควบคุมการบริหารงานของผู้บริหาร โดยให้มีการก่อหนี้ในระดับหนึ่งและเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่จะบริหารหนี้สินของธุรกิจ โดยไม่เอาเงินที่มีไปใช้ลงทุนอย่างไม่เหมาะสม

แบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน ขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนในทิศทางตรงข้าม โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ นั่นคือ Trade-off Theory ไม่สามารถใช้อธิบายโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2535-2539 รายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้

แบบจำลองหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุน รายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางตรงข้าม โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ เนื่องจากรายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้ไม่ใช่รายจ่ายจริง แต่เป็นเพียงการบันทึกงบบัญชีจึงเปรียบเสมือนแหล่งเงินทุนภายในบริษัท ดังนั้น เมื่อรายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้มีมากจึงเปรียบเสมือนแหล่งเงินทุนภายในบริษัทมีมากขึ้น ทำให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก (เช่น การกู้เงิน ออกหุ้น) ลดลง

แบบจำลองก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจของสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน รายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้

มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนในทิศทางเดียวกัน โดยมีระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ นั่นคือ Trade-off Theory ไม่สามารถใช้อธิบายโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2535-2539

#### ข้อเสนอแนะ

1. ภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่า คำสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรความสามารถทำกำไร และตัวแปรการเติบโตของธุรกิจส่วนใหญ่ มีค่าเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ แสดงว่าภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ธุรกิจต่าง ๆ ให้ความสำคัญกับตัวแปรทั้งสองมากขึ้น
2. ภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ธุรกิจต่าง ๆ ระมัดระวังในการก่อหนี้มากกว่าก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมากขึ้น เห็นได้จากคำสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรความสามารถทำกำไร ซึ่งวัดจากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่ามากขึ้นแสดงว่า Pecking Order Hypothesis สามารถใช้อธิบายโครงสร้างเงินทุนของประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2535-2539 และในช่วงปี พ.ศ. 2542-2546 ได้

#### ตาราง 9 สรุปปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปร	LDRATIO		SDRATIO	
	Pre-Crisis	Post-Crisis	Pre-Crisis	Post-Crisis
สินทรัพย์คงที่	+	+	+	+
ความสามารถทำกำไร	-.***	-.**	-.***	-.**
ขนาดของธุรกิจ	+.***	-	-.***	-
การเติบโตของธุรกิจ	+.***	+.***	+.***	+.***
รายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้	-	-.**	+.**	-
ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้	-	-	+	-

\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

\*\*\* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

#### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การขยายขอบเขตการศึกษาถึงปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนอื่น ๆ เพิ่มเติม
2. การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้ครอบคลุมถึงกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ดังนั้น จึงสามารถที่จะทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน โดยเฉพาะ
3. ควรมีการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากงานวิจัยนี้ กับสถานการณ์ที่เป็นอยู่ในปัจจุบันของกลุ่มธุรกิจต่าง ๆ เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงและอิทธิพลของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในแต่ละตัว

#### เอกสารอ้างอิง

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2546ก). การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- \_\_\_\_\_. (2546ข). การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- นภาพร นิลารัตน์กุล. (2548). การบริหารการเงิน. กรุงเทพฯ: ทริปเพิ้ล เอ็ดดูเคชั่น.

- บริกแฮม, ยูจีน เอฟ. (2543). การจัดการการเงิน. แปลจาก **Fundamentals of Financial Management**. โดย เริงรัก จำปาเงิน. กรุงเทพฯ: บริษัท บุ๊คเน็ต จำกัด.
- พันธุ์นิวัต เหนียมนเฉลย. (2543). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- เพชร ชุมทรัพย์. (2546). วิเคราะห์งบการเงิน. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เพชร ชุมทรัพย์. (2546). หลักการบริหารการเงิน. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วรการ ยิ่งยศกำจรชัย. (2546). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Chen J.J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-Listed companies. **Journal of Business Research**, 57, 1341-1351. Retrieved December 10, 2006, from ScienceDirect database.
- DeAngelo H. and Masulis W.R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, 8, 3-29.
- Delcours N. (2006). Determinants of capital structure in transitional economies. **International Review of Economics & Finance**. Retrieved December 10, 2006, from ScienceDirect database.
- Huang G. and Song F.M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. **China Economic Review**, 17, 14-36. Retrieved December 10, 2006, from ScienceDirect database.
- Jensen M.C. and Meckling W.H. (1976). Theory of the firm managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360.
- Jensen M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**. 76, 323-329.
- Leland H. and Pyle D. (1977). Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. **Journal of Finance**, 32, 371-387.
- Myers S. (1984). The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, 39, 575-592.
- Myers S. and Majluf N. (1984). Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, (June), 187-221.
- Namtip Hongpan. (2000). **An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms**. Master of Science Thesis, Chulalongkorn University.
- Rajan R. and Zingale L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, 50, 1421-1460.
- Rataporn Deesomsak., Paudyal K. and Pescetto G. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. **Journal of Multinational Financial Management**, 14, 387-405. Retrieved December 10, 2006, from ScienceDirect database.
- Ross S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach. **Bell J Econ**, 8, 23-40.
- Smith C.W. and Watts K.L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Financial Economics**, 32, 263-292.

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

Yupana Wiwattanakantang. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, 7, 371-403. Retrieved December 10, 2006, from ScienceDirect database.

