



รายงานการวิจัย เรื่อง
การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมเป้าหมาย
ที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

อาจารย์กมลวรรณ รอดหรีง หัวหน้าโครงการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจาก
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว
มหาวิทยาลัยบูรพา
เมษายน ๒๕๖๔

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาบทบาทของปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และการศึกษาพฤติกรรมการตัดสินใจเลือกทางเลือกในการระดมเงินทุนเพิ่ม กิจการตัวอย่างที่ใช้ คือ กิจการในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ได้แก่ 5 อุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 1) อุตสาหกรรมยานยนต์ 2) อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ 3) อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว 4) อุตสาหกรรมการเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และ 5) อุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 85 กิจการ ช่วงระยะเวลาในการศึกษา ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2563 รวมทั้งสิ้น 170 ตัวอย่าง

วิธีการวิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลอนุกรมเวลา และข้อมูลภาคตัดขวาง ด้วยวิธีความถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด และวิเคราะห์ความถดถอยโดยวิธีโลจิส (Logit Regression) ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาคมีผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน โดยกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันตามปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค ในขณะที่กลุ่มของกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันกับปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค สำหรับการพิจารณาเลือกทางเลือกในการจัดหาเงินทุนเพิ่มนั้น จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาคมีผลต่อการตัดสินใจของทั้งสองกลุ่มตัวอย่าง และนอกจากนี้ปัจจัยความแตกต่างของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับระดับของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และ ปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ก็มีผลกระทบต่อทางเลือกในการระดมเงินทุนเพิ่มของกิจการ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ก
สารบัญ	ข
สารบัญตาราง	ค
สารบัญภาพ	ง
บทที่ 1 บทนำ	
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย	3
ขอบเขตของการวิจัย	3
สมมติฐานในการวิจัย	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
บทที่ 2 วรรณกรรมปริทัศน์	
โครงสร้างเงินทุน	5
ผลกระทบของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของกิจการ	9
อุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ	14
กรอบแนวความคิดในการวิจัย	17
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย	
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	18
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	19
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	24
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ ที่เหมาะสมของกิจการ	29
ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์เพื่อ การระดมเงินทุนเพิ่มของกิจการ	34

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	
สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล	38
ข้อจำกัดในการศึกษา	40
ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป	41
บรรณานุกรม	42
ภาคผนวก	46

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
ตารางที่ 2.1	อุตสาหกรรมเป้าหมายซึ่งเป็นกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจเพื่ออนาคต (New Engine of Growth) จำนวน 10 คลัสเตอร์	15
ตารางที่ 3.1	คำจำกัดความของตัวแปรปัจจัยภาวะเศรษฐกิจมหภาค	19
ตารางที่ 3.2	ข้อมูลเชิงสถิติของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค	20
ตารางที่ 3.3	คำจำกัดความของปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ	21
ตารางที่ 3.4	ข้อมูลสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน	22
ตารางที่ 3.5	ข้อมูลสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน	23
ตาราง 3.6	สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม	25
ตาราง 3.7	สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับสมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม	25
ตาราง 3.8	สมมติฐานของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลกระทบต่อการเบี่ยงเบนระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง ออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม	28
ตาราง 4.1	ความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลกระทบต่อระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม	30
ตารางที่ 4.2	แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) ปัจจัยปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ	35

สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
ภาพที่ 2.1	ผลกระทบของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของกิจการ	23

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

แนวทางการจัดหาเงินทุนธุรกิจ (Business Financing) ถือเป็นกลยุทธ์สำคัญในการบริหารจัดการทางการเงินในทุกช่วงระยะเวลาของการดำเนินธุรกิจ ตั้งแต่ช่วงของการเริ่มต้นธุรกิจ การขยาย การพัฒนา ตลอดจนการเพิ่มโอกาสการเติบโตในอนาคต ดังนั้นผู้บริหารจำเป็นต้องทำการตัดสินใจเลือกโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Decision) ของกิจการ โดยกำหนดโครงสร้างเป้าหมายของเงินทุน (Target Capital Structure) ที่เป็นการผสมผสานระหว่างหนี้สิน ทุนบุริมสิทธิ และหุ้นสามัญเพื่อการจัดหาเงินทุนของกิจการในอนาคต อย่างไรก็ตาม ภายใต้ปัจจัยแวดล้อมที่อาจส่งผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อม ทำให้ผู้บริหารของกิจการต้องกำหนดนโยบายทางการเงินเพื่อนำกิจการไปสู่โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) โดยเป็นโครงสร้างการเงินที่มีต้นทุนของเงินทุนเฉลี่ยที่ต่ำที่สุด ณ ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการได้

งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน เริ่มต้นในปี ค.ศ. 1958 ภายใต้ทฤษฎี MM (Modigliani and Miller, 1958) ที่ระบุถึงความเป็นอิสระของต้นทุนเงินทุนจากการจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการ จากนั้นทฤษฎีได้ถูกพัฒนาอย่างต่อเนื่องเพื่ออธิบายถึงแนวทางในการกำหนดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมขององค์กร ภายใต้สมมติฐานเพิ่มเติมถึงผลกระทบจากปัจจัยแวดล้อมเชิงเศรษฐกิจอื่นๆ ได้แก่ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (The Trade-Off Theory) ทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุน (Pecking Order theory) และ ทฤษฎีตามช่วงเวลา (Market Timing Theory) ตามลำดับ นอกจากนี้ งานวิจัยเชิงประจักษ์ ในนานาประเทศได้แสดงถึงปัจจัยแวดล้อมที่ส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุนทั้งปัจจัยเชิงเศรษฐศาสตร์มหภาค ปัจจัยหน่วยงานกำกับดูแล และปัจจัยภายในขององค์กร ตลอดจนงานวิจัยที่แสดงถึงความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ ซึ่งการศึกษาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทและความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนต่อการตัดสินใจทางการเงินเชิงกลยุทธ์ของผู้บริหาร และส่งผลต่อการวิเคราะห์ด้านการลงทุนของผู้ถือหุ้น และนักลงทุนภายนอกอย่างเด่นชัด

จากบทบาทและความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนดังกล่าวข้างต้น งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อแนวทางการกำหนดโครงสร้างเงินทุน และทางเลือกในการระดมเงินทุนเพิ่มของ

กิจการในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิม (First s-curve) ซึ่งปัจจุบันพบว่ามีภาวการณ์ศึกษาวิจัยด้านโครงสร้างทางการเงิน ตลอดจนมีข้อมูลและการวิเคราะห์ในเชิงวิชาการด้านโครงสร้างเงินทุนอยู่อย่างจำกัด อย่างไรก็ตามด้วยบทบาทในปัจจุบันของกลุ่มอุตสาหกรรมเดิม (First s-curve) ที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยสูง เนื่องจากเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมตามแผนขับเคลื่อนประเทศของรัฐบาลตาม วิสัยทัศน์ “ประเทศไทย 4.0” และ “อุตสาหกรรม 4.0” ที่เป็นเป้าหมายตามนโยบายการส่งเสริมเพื่อให้เกิดการพัฒนาการผลิตสินค้าและบริการด้วยเทคโนโลยี ความคิดสร้างสรรค์ และนวัตกรรม เพิ่มเติม ทั้งนี้เพื่อส่งต่อการเติบโตของภาคอุตสาหกรรมไปยังระบบเศรษฐกิจของประเทศได้ทั้งในระยะสั้นและระยะปานกลาง และมีส่วนในการผลักดันให้เกิดการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเศรษฐกิจของประเทศไทยไปสู่ ‘เศรษฐกิจที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม (Value-Based Economy) และนำพาประเทศไทยให้ก้าวไปสู่การเป็นประเทศที่มีรายได้สูง จึงทำให้ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาและเลือกศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุน และทางเลือกในการระดมเงินทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิม (First s-curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วย 5 อุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรมยานยนต์แห่งอนาคต (Next-Generation Automotive) อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์อัจฉริยะ (Smart Electronic) อุตสาหกรรมท่องเที่ยวระดับคุณภาพ (Affluent, Medical and Wellness Tourism) อุตสาหกรรมเกษตรเชิงประสิทธิภาพและเทคโนโลยีชีวภาพ (Agriculture and Biotechnology) และ อุตสาหกรรมอาหารแห่งอนาคต (Food for the Future)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่ออธิบายลักษณะและปัจจัยในการจัดการโครงสร้างเงินทุนในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศไทย ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิม (First s-curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2563 โดยผลของงานวิจัยนี้จะชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้พิจารณาต้นทุนทางการเงินและโครงสร้างทางการเงินของกลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมายฯ ได้อย่างความเหมาะสม ช่วยเพิ่มแนวทางการตัดสินใจทางการเงินในเชิงกลยุทธ์แก่ผู้บริหารให้ประสบความสำเร็จ และมีโครงสร้างทางการเงินที่ดีสร้างมูลค่าเพิ่มและความยั่งยืนของธุรกิจต่อไป

วัตถุประสงค์ของโครงการวิจัย

1. ศึกษาผลกระทบปัจจัยสถานะทางเศรษฐศาสตร์มหภาค และปัจจัยที่แสดงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มของกิจการ โดยพิจารณาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ปัจจัยสถานะทางเศรษฐศาสตร์มหภาค และปัจจัยที่แสดงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และการตัดสินใจระดมเงินทุนเพิ่ม โดยมีขอบเขตการศึกษาดังนี้

1. วิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ผ่านสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ประกอบด้วย หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาว ส่วนสินทรัพย์นั้นใช้มูลค่าราคาตลาดของสินทรัพย์ โดยคำนวณจากผลรวมมูลค่าทางการตลาดของส่วนทุน กับมูลค่าทางการบัญชีของหนี้สิน
2. กิจการตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ กิจการในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ได้แก่ 5 อุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 1) อุตสาหกรรมยานยนต์ 2) อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ 3) อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว 4) อุตสาหกรรมการเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และ 5) อุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 56 กิจการ
3. กำหนดระยะเวลาการศึกษาเป็นรายไตรมาส ซึ่งทำการศึกษาย้อนหลัง 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2563

สมมติฐานในการวิจัย

1. การศึกษานี้ เป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน Trade-off Theory โดยกิจการจะพิจารณาถึงต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุน และทุกกิจการมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไว้
2. การตัดสินใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม กิจการจะคำนึงถึงมูลค่าส่วนเพิ่มสูงสุดแก่กิจการเป็นสำคัญ
3. เมื่อใดก็ตามที่โครงสร้างเงินทุนที่เกิดขึ้นของกิจการเบี่ยงเบนออกจากสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม กิจการจะพยายามปรับระดับสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนเข้าสู่โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยสามารถพิจารณาได้จากการระดมทุนของกิจการ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทำให้ทราบถึงผลกระทบปัจจัยสถานะทางเศรษฐศาสตร์มหภาค และปัจจัยที่แสดงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย และทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มของกิจการในอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ เพื่อเผยแพร่แนวทางการตัดสินใจทางการเงินเพื่อจัดการโครงสร้างเงินทุน และปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ในงานประชุมเชิงวิชาการ และ/หรือวารสารวิชาการภายในประเทศ ทางด้านบริหารธุรกิจ การจัดการอุตสาหกรรม หรือการเงิน

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

โครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) ยุคแรกถูกนำเสนอโดย David Durand ในปี ค.ศ. 1952 โดยอธิบายถึงแนวคิดที่คำนึงถึงผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงิน (Financial Leverage) ต่อมูลค่าของกิจการ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (Weighted-Average Cost of Capital) และนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของกิจการ ซึ่งเป็นไปตามหลักกำไรสุทธิ (Net Income Approach) กำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Income Approach) และวิธีปฏิบัติแบบดั้งเดิม (Traditional Approach) ต่อมาในปี ค.ศ. 1958 Franco Modigliani และ Merton H. Miller ซึ่งเป็นที่รู้จักในชื่อ “MM” นำเสนอทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากทฤษฎีแรก โดยอธิบายถึงต้นทุนของเงินทุนที่เป็นอิสระจากการจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เนื่องจากการเพิ่มหนี้สินที่มีต้นทุนเงินทุนต่ำเข้าไปในโครงสร้างเงินทุนจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการจึงเป็นผลมาจากประสิทธิภาพจากการลงทุนในสินทรัพย์เพียงอย่างเดียว แต่อย่างไรก็ตามทฤษฎีของ MM ดังกล่าว มิได้นำหลักเกณฑ์ด้านภาษีเงินได้นิติบุคคลและสถานะตลาดที่มีการแข่งขันเข้ามาพิจารณาด้วย ดังนั้นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนในลำดับถัดมาในปี ค.ศ. 1963 Modigliani and Miller จึงได้ยอมรับว่าการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายทางการเงินที่สามารถนำไปหักในการคำนวณภาษีเงินได้ ส่งผลกระทบให้ต้นทุนของเงินทุนถ่วงเฉลี่ยลดลงและสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ โดยทฤษฎีทั้งสองของ MM นี้ ได้ถูกนักวิชาการด้านการเงินและเศรษฐศาสตร์หลายคนนำมาพัฒนาเพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่สามารถอธิบายถึงแนวทางการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทางเลือกในการระดมเงินทุนของกิจการที่ใกล้เคียงกับความเป็นจริง อาทิเช่น สิทธิทางภาษี การแข่งขันในตลาดอย่างไม่สมบูรณ์ ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Informational Asymmetry) แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน ปัจจัยทางด้านสถานะเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ทั้งนี้สามารถนำเสนอแนวทางการตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนทฤษฎีใหม่ ได้ดังนี้

1. ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (The Trade-Off Theory) กล่าวถึง การจัดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมด้วยการวิเคราะห์จุดสมดุลระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากก่อนนี้ ดังนี้

1.1 การจัดหาเงินทุนจากหนี้สินมีต้นทุนของเงินทุนหรือดอกเบี้ยเกิดเป็นภาระผูกพันขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยดังกล่าวสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งถือเป็นประโยชน์ที่ได้ทางภาษีที่จ่ายน้อยลงจากรายจ่าย (Tax Shield) ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนจากหนี้สินต่ำกว่าแหล่งทุนจากส่วนของเจ้าของ ทำให้กำไรจากการดำเนินงาน (Earnings before Interest and Taxes: EBIT) เพิ่มขึ้น และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ อย่างไรก็ตาม

1.2 การจัดหาเงินทุนจากหนี้สินอาจเกิดภาวะที่อาจเกิดการล้มละลาย (The Probability of Bankruptcy) และต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ขึ้น ประกอบด้วย ค่าใช้จ่ายทางตรง เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าจ้างบริษัทรับประมวลทรัพย์สิน และค่าใช้จ่ายในการชำระบัญชีในกรณีปิดกิจการ และค่าใช้จ่ายทางอ้อม เช่น ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเนื่องจากบุคคลทั่วไปรับรู้ว่ามีปัญหาด้านการเงิน ซึ่งนำไปสู่การลดลงของมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ โดยการศึกษาของ Myers (Myers, 2001) ได้แสดงให้เห็นถึงผลกระทบของปัจจัยด้านความเสี่ยงภายใน ขนาดของกิจการ และมูลค่าของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ต่อระดับของต้นทุนการล้มละลาย ที่ส่งผลต่อไปยังศักยภาพในการจัดหาเงินทุนของกิจการ

ภายใต้ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน Fama and French (Fama and French, 2002) ได้นำเสนอประเด็นเกี่ยวกับทฤษฎีตัวแทน (Agent Theory) ที่เป็นสาเหตุของการขัดกันผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร (ตัวแทน) และผู้ถือหุ้น (ตัวการ) โดยในกรณีที่กิจการมีโอกาสการเติบโตสูง ผู้บริหารมักจะจัดหาเงินจากหนี้สินในสัดส่วนที่ต่ำ เนื่องจากการระมัดระวังเกี่ยวกับการจ่ายชำระหนี้ และเพื่อสำรองกระแสเงินสดอิสระ (free cash flow) สำหรับการลงทุนที่คาดว่าจะเกิดขึ้น ส่งผลให้การพิจารณาจุดสมดุลระหว่างต้นทุนและผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับจากการเพิ่มขึ้นของหนี้สินถูกลดความสำคัญลง

นอกจากนี้การปรับโครงสร้างเงินทุนอย่างต่อเนื่องภายใต้ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ตาม dynamic trade-off model ได้อธิบายการปรับโครงสร้างเงินทุนตามต้นทุนเงินทุนอย่างต่อเนื่องให้เหมาะสมกับระดับเป้าหมาย เมื่อกิจการได้รับประโยชน์มากเพียงพอจากการปรับเปลี่ยนดังกล่าว (Strebulaev, 2007; Hovakimian and Li, 2011)

2. ทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุน (Pecking Order theory) Myers and Majluf (Myers and Majluf, 1984) เสนอแนวความคิดเกี่ยวกับลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน โดยชี้ให้เห็นว่ากิจการนิยมจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน หรือผ่านทรัพยากรที่สร้างขึ้นภายในก่อน จากนั้นจึงทำการจัดหาเงินจากแหล่งภายนอกเป็นลำดับถัดไป อย่างไรก็ตามในกรณีเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Informational Asymmetry) ขึ้น อาจส่งผลให้กิจการอาจเลือกแหล่งเงินทุนที่น่าเสนอต้นทุนที่ต่ำด้วยการก่อหนี้ก่อน แล้วการออกหุ้นจะเป็นทางเลือกสุดท้าย ความแนวคิดนี้ชี้ให้เห็นว่ากิจการที่จัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้จะส่งสัญญาณในทางบวกต่อศักยภาพในการจัดหาเงินของกิจการและโครงการลงทุน เนื่องจากเจ้าหนี้มีความสามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้มากเพียงพอ อย่างไรก็ตาม การจัดหาเงินโดยออกหุ้นในสถานการณ์ที่กิจการและนักลงทุนมีความแตกต่างในข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจ อาจส่งผลให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่า ทำให้กิจการจึงอาจเลือกการจัดหาเงินนี้เป็นทางเลือกสุดท้าย นอกจากนี้ ภายใต้ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ยังอธิบายถึงการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่ผู้บริหารหรือบุคคลภายในบริษัท (Insider) จะมีข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนจากภายนอก ดังนั้นบริษัทอาจมีการส่งสัญญาณจากผู้บริหารถึงนักลงทุนซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นเกิดการเปลี่ยนแปลง และกระทบต่อสัดส่วนของการจัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการอีกด้วย

จากการทบทวนงานวิจัยต่างประเทศเพื่ออธิบายพฤติกรรมของการจัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ (Nakamura et al., 2007; Medeiros and Daher, 2005) และการเปรียบเทียบระหว่างประเทศ (Shyam-Sunder and Myers, 1999; Fama and French, 2002; Frank and Goyal, 2003; Kayhan and Titman, 2007; Hovakimian and Li, 2011) ด้วยทฤษฎีการแลกเปลี่ยน และทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุน พบหลักฐานเชิงประจักษ์ที่สามารถอธิบายได้จากทั้งในสองทฤษฎีหลักข้างต้น ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับสภาพปัจจัยต่างๆ ที่มาส่งผลกระทบต่อ

3. ทฤษฎีตามช่วงเวลา (Market Timing Theory) จากงานวิจัยของ Baker and Wurgler (Baker and Wurgler, 2002) อธิบายการจัดโครงสร้างเงินทุนในกรณีที่ศักยภาพในการจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้เท่ากับการจัดหาเงินทุนด้วยการออกหุ้น ในงานวิจัยนี้กำหนดให้ดัชนีราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีถัวเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในอดีตเป็นตัวแปรอิสระ เพื่อใช้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ตามช่วงเวลาและโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ผลการศึกษาพบผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญของดัชนีราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหลักทรัพย์ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยภายหลังมีงานวิจัยเพื่อแสดงหลักฐานเชิงประจักษ์ของแนวทางในการจัดโครงสร้างเงินทุนที่สอดคล้องกับ Market Timing Theory (Rossi Jr. and Marotta, 2010; Albanez and Lima, 2014; and Albanez, 2015)

นอกจากนี้ทฤษฎีดังกล่าวข้างต้นยังถูกใช้เพื่อการอธิบายถึงแนวทางการตัดสินใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนภายใต้สภาพแวดล้อมของเศรษฐศาสตร์มหภาค และหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องในหลายประเทศที่กิจการดำเนินงานอยู่ โดยปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์มหภาค ประกอบด้วย GDP รายได้ เงินเพื่อ อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน การพัฒนาของตลาดทุน เป็นต้น และ ปัจจัยของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้อง ประกอบด้วย ความเสี่ยงตามกฎหมาย การป้องกันของเจ้าหน้าที่และผู้ถือหุ้น การป้องกันของลิขสิทธิ์ ระดับของการคอร์ปชั่น เป็นต้น ทั้งนี้ผลจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ (Kayo and Kimura , 2011; and Valle and Albanez, 2012) แสดงให้เห็นอิทธิพลของปัจจัยเศรษฐศาสตร์มหภาค และปัจจัยของหน่วยงานกำกับดูแลที่เกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจทางการเงินและกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

จากการทบทวนงานวิจัยในปัจจุบันของประเทศไทย พบการวิจัยถึงโครงสร้างเงินทุนขององค์กรที่มีมาอย่างต่อเนื่อง โดยมีการประยุกต์ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนดังกล่าวข้างต้น ได้แก่ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (The Trade-Off Theory) ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (Pecking Order theory) และ ทฤษฎีตามช่วงเวลา (Market Timing Theory) เพื่อระบุถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการจัดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมของกิจการ

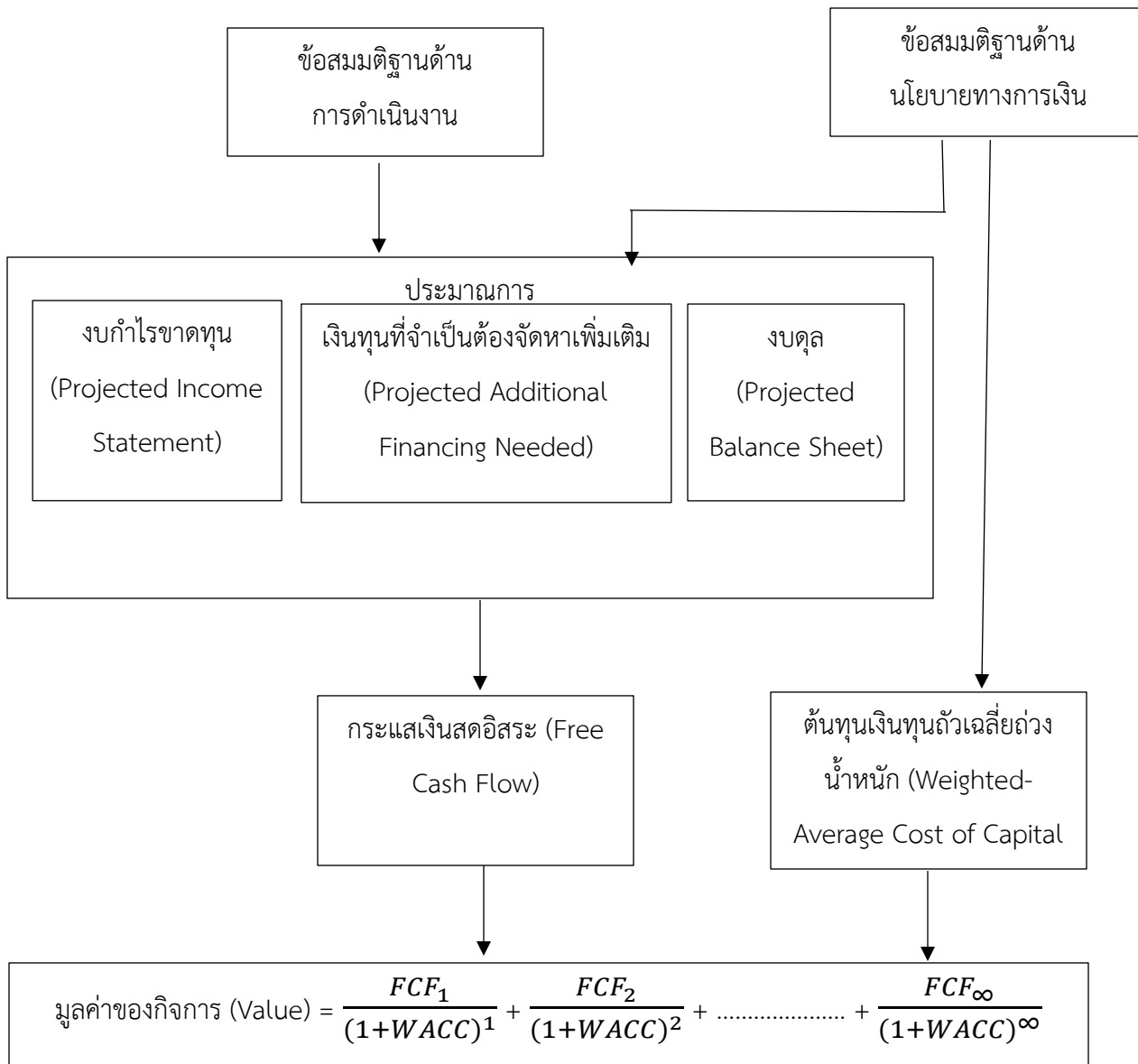
จากการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจโลก ในระหว่างปี พ.ศ. 2547 ถึง 2551 ของ 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมการผลิต กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่า ความสามารถในการทำกำไร มูลค่าของสินทรัพย์ที่มีตัวตน และขนาดของกิจการ ส่งผลต่อการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ มีมูลค่าของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนต่ำ และเป็นองค์กรขนาดใหญ่ จะมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมเป็นจำนวนมากมาก นอกจากนี้ งานวิจัยดังกล่าว พบว่า กิจการที่อยู่ในธุรกิจค้าปลีก กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จะมีการจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมระยะสั้นที่สูง เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน (วรรณพินันต์วิจิตร, 2557)

งานวิจัยต่อเนื่องถึงการจัดโครงสร้างเงินทุนในปี พ.ศ. 2548 ถึง 2552 ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ภายใต้บริบทของการเติบโตของตลาดทุน และมาตรการสนับสนุนด้านภาษีอากรแก่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ แสดงผลการศึกษาที่คล้ายคลึงกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ โดยระบุปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ ตลอดจนโอกาสในการเจริญเติบโต และความเสี่ยงทางธุรกิจ ส่งผลกระทบต่อสัดส่วนของการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ (วิจิตร

จำลองราษฎร์, 2554) ในลำดับถัดไป งานวิจัยการจัดโครงสร้างเงินทุน ในปี พ.ศ. 2552-2556 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 50 พบว่า ปัจจัยขนาดของกิจการที่ถูกวัดค่าโดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้งานวิจัยนี้ได้แสดงผลกระทบของปัจจัยอื่นเพิ่มเติม ได้แก่ สภาพคล่องของกิจการและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เนาวรัตน์ ศรีพนากุล, 2558) เช่นเดียวกันกับงานวิจัยโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในบริษัทหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 - 2557 แสดงให้เห็นผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างปัจจัยสภาพคล่อง และอัตราการเจริญเติบโตต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการผ่านอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ (อุบลวรรณ ขุนทอง, 2559) และการวิจัยต่อเนื่องล่าสุดในปี พ.ศ.2556-2558 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และตลาดเอ็ม เอ ไอ ระบุว่า ขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร ตลอดจนผลประโยชน์ทางภาษี และความสามารถในการชำระหนี้ เป็นปัจจัยสำคัญต่อส่วนของการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ขององค์กร (จิราวัฒน์ แสงเป่า, 2559)

ผลกระทบของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของกิจการ

การจัดหาเงินทุนธุรกิจ (Business Financing) ภายใต้ข้อสมมติฐานถึงขอบเขตในการดำเนินการเรื่องโครงสร้างเงินทุนและนโยบายทางการเงินเกี่ยวกับต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) กิจการจะพยากรณ์ผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงินผ่านงบการเงิน (Financial Statement) และจำนวนเงินทุนที่จำเป็นต้องจัดหาเพิ่มเติม ตลอดจนความสามารถในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เพื่อสะท้อนไปยัง มูลค่าที่เหมาะสม (intrinsic value) ตลอดจนการสร้างมูลค่าเพิ่มของกิจการ ดังแสดงความสัมพันธ์ได้ดังภาพ



ภาพที่ 2.1 ผลกระทบของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของกิจการ (Annie Ko., et.al, 2014)

ทั้งนี้โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) จากแผนภาพข้างต้น คือ องค์ประกอบของแหล่งเงินทุนระยะยาวที่ธุรกิจจัดหามาเพื่อใช้ในกิจการ ทั้งจากแหล่งเงินทุนภายนอก ได้แก่ การกู้ยืมระยะยาว (Long-term Loan) การออก ตราสารหนี้ (Debt Securities) การออกหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) และการออกหุ้นสามัญ (Equity Stock) และจากแหล่งเงินทุนภายใน ได้แก่ กำไรสะสมของกิจการ เป็นต้น โดยการจัดหาเงินทุนดังกล่าวนี้จะส่งผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้นระยะยาวและส่วนของผู้ถือ

หุ้นในรายงานแสดงฐานะทางการเงิน และทำให้เกิดค่าใช้จ่ายจากการจัดหาเงินทุน หรือ เรียกว่าต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ที่ส่งผลกระทบต่อรายงานแสดงผลการดำเนินงานของกิจการขึ้น

การกู้ยืมระยะยาวและการออกตราสารหนี้ จัดเป็นแหล่งเงินทุนภายนอกจากเจ้าหนี้ โดยมีต้นทุนของหนี้ (Cost of Debt) ที่อยู่ในรูปของค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย (Interest Expense) คำนวณได้ดังนี้

$$k = \frac{I}{P}$$

โดยที่

$$k = \text{ต้นทุนของหนี้สินก่อนภาษี}$$

$$I = \text{ดอกเบี้ยจ่ายต่องวด}$$

$$P = \text{จำนวนเงินสุทธิที่ได้รับจากการกู้}$$

ทั้งนี้ ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย ถือเป็นรายจ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล ดังนั้น ต้นทุนของหนี้หลังภาษี คำนวณได้ดังนี้

$$k_d = k(1 - t)$$

โดยที่

$$t = \text{อัตรากาซี}$$

การออกหุ้นบุริมสิทธิ จัดเป็นแหล่งเงินทุนภายนอกจากนักลงทุน โดยหุ้นบุริมสิทธิเป็นตราสารทุนที่มีลักษณะกึ่งหนี้สินและกึ่งเจ้าของ คือ เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิเป็นค่าใช้จ่ายแน่นอนคงที่ และมีสิทธิได้รับคืนก่อนหุ้นสามัญ ทั้งนี้เงินปันผลของผู้ถือหุ้นบุริมสิทธินี้ไม่สามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในการคิดภาษีได้ จึงไม่ต้องคำนวณต้นทุนหลังภาษี ต้นทุนของเงินทุนจากการออกหุ้นบุริมสิทธิคำนวณได้ ดังนี้

$$k_p = \frac{dps}{mps}$$

โดยที่

$$k_p = \text{ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ}$$

$$dps = \text{เงินปันผลต่อหุ้น}$$

$$mps = \text{จำนวนเงินสุทธิที่ได้รับจากการออกหุ้นบุริมสิทธิ}$$

ต้นทุนเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญ ซึ่งจัดเป็นแหล่งเงินทุนภายนอกจากนักลงทุน โดยหุ้นสามัญมีอัตราผลตอบแทนอยู่ในรูปเงินปันผล และกำไรจากการขายหุ้น (Capital Gain) ต้นทุนเงินทุนของหุ้นสามัญคำนวณได้ดังนี้

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

โดยที่

$$k_s = \text{ต้นทุนของหุ้นสามัญ}$$

$$D_1 = \text{เงินปันผลต่อปี}$$

$$P_0 = \text{ราคาตลาดหุ้นสามัญ}$$

$$g = \text{อัตราการเติบโตของเงินปันผล}$$

ต้นทุนเงินทุนของการจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสม ซึ่งจัดเป็นแหล่งเงินทุนภายในจากส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น เรียกว่า ต้นทุนของกำไรสะสม (Cost of Retained Earning) คำนวณได้จาก อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดว่าจะได้รับจากกิจการในรูปของเงินปันผล โดยมีลักษณะเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) เนื่องจากการนำไปใช้เพื่อการลงทุนหรือขยายกิจการในอนาคต ดังนั้น ต้นทุนกำไรสะสม จึงมีค่าเท่ากับต้นทุนหุ้นสามัญ คือ

$$\text{ต้นทุนกำไรสะสม } (k_r) = \text{ต้นทุนหุ้นสามัญ } (k_s)$$

เมื่อกิจการจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง ทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนที่มีจำนวนแตกต่างกัน กิจการจึงจำเป็นต้องนำต้นทุนของเงินทุนเหล่านั้นมาทำการถ่วงเฉลี่ย ด้วยวิธีการถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ทำให้กิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนที่จากหลากหลาย เกิดต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital : WACC) ที่กิจการต้องจ่ายออกไปให้แก่แหล่งเงินทุนที่จัดหามา มีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$WACC = \sum_{i=1}^n k_i (w_i)$$

โดยที่ WACC = ต้นทุนเงินทุนถ่วงเฉลี่ย

$$k_i = \text{ต้นทุนของเงินทุนแต่ละประเภท}$$

$$w_i = \text{สัดส่วนของเงินลงทุนแต่ละประเภท}$$

$$\Sigma = \text{ผลรวมของการจัดหาเงินประเภทที่ 1 ถึง n}$$

จากการรวบรวมผลการศึกษาถึงผลกระทบของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของกิจการ แสดงได้ดังนี้

การศึกษาของ พุทธิมน เพชรคง และ ภาวัต ยุพาภรณ์ (2563) แสดงความสัมพันธ์ของโครงสร้างทุนต่อมูลค่ากิจการและความสามารถในการทำกำไร โดยวิเคราะห์ข้อมูล 491 ตัวอย่างจาก 125 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างทุนซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ และมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ การก่อหนี้จะทำให้กิจการได้รับประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง (Tax shield) ทำให้ภาระทางการเงินลดลง ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อกิจการสามารถสร้างผลตอบแทนได้ต่ำกว่าภาระต้นทุนทางการเงินและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจึงทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง

การศึกษาของ สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ เนตรดาว ชัยเขต และ ดวงมล นีรพัฒน์กุล (2560) แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2554 - พ.ศ. 2558 จำนวน 362 บริษัท จำนวนข้อมูล 1,810 ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่า หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท กล่าวคือ หากบริษัทที่มีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูงจะมีมูลค่าบริษัทต่ำ เมื่อทดสอบโดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าวใน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ แสดงว่า หากบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มทรัพยากรและกลุ่มบริการมีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่สูงจะส่งผลให้มูลค่าบริษัทลดลง และยังพบว่าตัวแปรควบคุม คือ ขนาดบริษัท โอกาสในการเติบโต มีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่าบริษัท ในส่วนของความสามารถในการทำกำไร และสินทรัพย์ที่มีตัวตน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท

การศึกษาของ อภิศักดิ์ เจียรสุคนธ์ และคณะ (2559) แสดงผลกระทบของการบริหารหนี้สินที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 379 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลได้แก่การวิเคราะห์สหสัมพันธ์พหุคูณ และการวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณ ซึ่งการบริหารหนี้สิน ได้ถูกกำหนดให้เป็นตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์และผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัย พบว่า 1) การบริหารหนี้สิน ด้านหนี้สินอื่น ๆ มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ 2) การบริหารหนี้สิน ด้านเงินสำรอง มีความสัมพันธ์และผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ

อุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

วิสัยทัศน์ “ประเทศไทย 4.0” เป็นนโยบายของภาครัฐ ที่มุ่งขับเคลื่อนประเทศด้วยเทคโนโลยี ความคิดสร้างสรรค์ และนวัตกรรม โดยในภาคอุตสาหกรรมของประเทศ กระทรวงอุตสาหกรรมได้รับนโยบายมาปฏิบัติ และกำหนดนโยบาย “อุตสาหกรรม 4.0” ขึ้น โดยมีเป้าหมายในการปรับเปลี่ยนโครงสร้างอุตสาหกรรมของประเทศไทยจากอุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้นและเทคโนโลยีอย่างง่ายเพื่อการผลิตสินค้าและบริการที่ไม่ซับซ้อนและมีมูลค่าเพิ่มต่ำ ไปสู่อุตสาหกรรมที่ขับเคลื่อนด้วยความรู้และเทคโนโลยีขั้นสูง ความคิดสร้างสรรค์ การพัฒนาและนวัตกรรม เพื่อผลิตสินค้าและบริการที่ซับซ้อนและมีมูลค่าเพิ่ม ตลอดจนการปรับเปลี่ยนโครงสร้างการผลิตของอุตสาหกรรมในประเทศ จากการผลิตสินค้าปฐมภูมิ (Primary Product) และสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มต่ำ (low-Value Added Product) ซึ่งโดยส่วนมากเป็นสินค้าเกษตรที่ต้องพึ่งพิงการส่งออกสูง มาเป็นการผลิตสินค้าที่มีมูลค่าสูง (High-Value Added Product) และเป็นสินค้าที่มีคุณลักษณะโดดเด่น หรือเป็นสินค้าที่มีกระบวนการผลิตที่ซับซ้อน (Sophisticated Product) (พาดูวงศ์ คัมภีร์รักษ์ และ แก้วตา โรหิตรัตน์, 2561, น. 53-54) เพื่อผลักดันให้ประเทศไทยมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระดับสูงขึ้น และเพียงพอที่จะก้าวข้ามกับดักประเทศรายได้ปานกลาง (Middle Income Trap) ไปสู่ประเทศที่พัฒนาแล้ว

ตามมติคณะรัฐมนตรี เมื่อวันที่ 17 พฤศจิกายน พ.ศ. 2558 ได้เห็นชอบในหลักการข้อเสนอของกระทรวงอุตสาหกรรม เรื่อง 10 อุตสาหกรรมเป้าหมาย : กลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจเพื่ออนาคต (New Engine of Growth) ประกอบด้วยการต่อยอด 5 อุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-curve) เพื่อต่อยอดการเจริญเติบโต

และการเติม 5 อุตสาหกรรมอนาคต (New-S-curve) เพื่อยกระดับเศรษฐกิจไทยแบบก้าวกระโดด โดยกำหนดกลไกเพื่อผลักดันการลงทุน การให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติม การจัดตั้งกองทุนส่งเสริมการลงทุนและแหล่งที่มาของเงินลงทุน เพื่อให้อุตสาหกรรมเป้าหมายเกิดขึ้นได้โดยเร็ว

10 อุตสาหกรรมเป้าหมายซึ่งเป็นกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจเพื่ออนาคต (New Engine of Growth) จำนวน 10 คลัสเตอร์ นำเสนอดังตารางที่ 1

ตารางที่ 2.1 อุตสาหกรรมเป้าหมายซึ่งเป็นกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจเพื่ออนาคต (New Engine of Growth) จำนวน 10 คลัสเตอร์

5 อุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve)	เติม 5 อุตสาหกรรมอนาคต (New S-Curve)
อุตสาหกรรมยานยนต์สมัยใหม่ (New Generation Automotive)	อุตสาหกรรมหุ่นยนต์เพื่อการอุตสาหกรรม (Robotics)
อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์อัจฉริยะ (Smart Electronics)	อุตสาหกรรมการบินและโลจิสติกส์ (Aviation)
อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวกลุ่มรายได้ดีและการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ (Affluent, Medical and Wellness Tourism)	อุตสาหกรรมเชื้อเพลิงชีวภาพและเคมีชีวภาพ (Biofuels and Biochemical)
การเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ (Agriculture and Biotechnology)	อุตสาหกรรมดิจิทัล (Digital)
อุตสาหกรรมอาหารสำหรับอนาคต (Food for the future)	อุตสาหกรรมการแพทย์ครบวงจร (Medical Hub)

หมายเหตุ ที่มาเว็บไซต์ <http://eec.vec.go.th/th-th>

จากการรวบรวมผลการศึกษาวิจัยถึงอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุน และโครงสร้างทางการเงิน พบว่ามีอยู่อย่างจำกัด ทั้งนี้การศึกษาวิจัยโดยส่วนใหญ่แสดงถึงศักยภาพในการบริหารจัดการและด้านกำลังคน แสดงได้ดังนี้

ชโลธร เจาปัดชา. (2562) ทำการศึกษาความพร้อมของผู้ประกอบไทยกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve ในการเข้าสู่ยุค Thailand 4.0 โดยจำแนกตามปัจจัยส่วนบุคคลของเจ้าของธุรกิจ ตลอดจนการศึกษาความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับ Thailand 4.0 ที่มีผลต่อความพร้อมของ ผู้ประกอบการไทยกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve ในการเข้าสู่ยุค Thailand 4.0 โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ ผู้ประกอบการไทยในกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve จำนวน 400 คน โดยใช้แบบสอบถามอิเล็กทรอนิกส์เป็นเครื่องมือในการเก็บรวบรวมข้อมูล สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ ข้อมูลได้แก่ ค่าความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ทดสอบสมมติฐานด้วยสถิติการทดสอบแบบ t-test สถิติความแปรปรวนทางเดียว (One Way ANOVA) Least Significant Difference (LSD) และสถิติถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย (Simple Linear Regression) จากผลการศึกษา พบว่า ผู้ประกอบการไทยกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve ที่

มีปัจจัยส่วนบุคคล ด้านเพศ อายุ ระดับการศึกษา แตกต่างกัน ทำให้มีความพร้อมในการเข้าสู่ยุค Thailand 4.0 ไม่แตกต่างกัน ส่วนผู้ประกอบการไทยกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve ที่มีปัจจัยส่วนบุคคล ด้านอาชีพกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve แตกต่างกันจำทำให้มีความพร้อมในการเข้าสู่ยุค Thailand 4.0 แตกต่างกัน รวมทั้งความรู้และความเข้าใจเกี่ยวกับ Thailand 4.0 ของผู้ประกอบการไทยกลุ่ม อุตสาหกรรม S-Curve มีผลต่อความพร้อมของผู้ประกอบการไทย กลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve ในการเข้า สู่ยุค Thailand 4.0

ปิยะพล อีระแนว และ ศุภรัชชัย วรรัตน์. (2562) ทำการคัดเลือกวิธีการพยากรณ์เหมาะสมที่สุด ในการพยากรณ์จำนวนการตั้งโรงงานใหม่ในกลุ่มอุตสาหกรรม S-curve และกลุ่มอุตสาหกรรม SMEs ด้วยเทคนิคการวิเคราะห์อนุกรมเวลา (Time Series Analysis) ทั้ง 5 แบบ ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่ารูปแบบของข้อมูลมีรูปแบบของฤดูกาลหรือ Seasonal ซึ่งจากทฤษฎีการพยากรณ์เทคนิคที่ เหมาะสมคือ เทคนิค Decomposition, Winters และ นอกจากนี้ ผลการศึกษาพบว่าการตัดสินใจตั้ง โรงงานของกลุ่มอุตสาหกรรม SMEs ในรัศมี 100 กิโลเมตรจากกรุงเทพมหานครของผู้ประกอบการ อุตสาหกรรมและผู้เชี่ยวชาญ โดยใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณด้วยการจัดลำดับความสำคัญของปัจจัย (Location Factor Rating) ได้คะแนนดังนี้ นิคมฯ บางปะอิน 57.74 คะแนน นิคมฯ บางปู 58.97 คะแนน นิคมฯ นวนคร 60.37 คะแนน และนิคมฯ ไฮเทค 41.44 คะแนน ดังนั้นวิจัยจึงเลือกนิคมฯ นวนครซึ่ง คะแนนสูงสุด

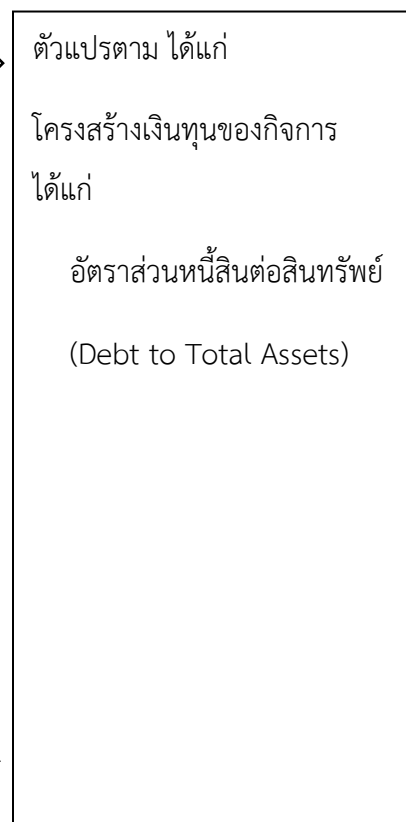
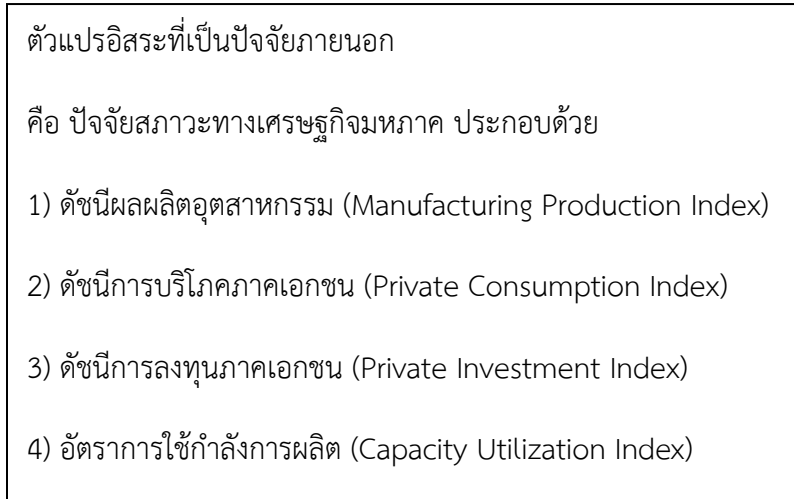
จากข้อจำกัดของการศึกษาวิจัยถึงอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อน เศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุน และโครงสร้างทางการเงิน ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงเลือกเลือก ศึกษาถึงแนวทางการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการใน 5 อุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ.2563 ประกอบด้วย

- 1) อุตสาหกรรมยานยนต์
- 2) อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์
- 3) อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว
- 4) อุตสาหกรรมเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และ
- 5) อุตสาหกรรมอาหาร

กรอบแนวความคิดในการวิจัย

ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรตาม



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

การวิจัยเรื่องการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนอุตสาหกรรมเป้าหมายที่มีศักยภาพเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นการศึกษาเชิงปริมาณโดยมีระเบียบวิธีวิจัยดังรายละเอียด ต่อไปนี้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ รวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใน 5 กลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจำนวน 20 ไตรมาส ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2563

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง ที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ ได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ใน 5 กลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ อุตสาหกรรมยานยนต์ อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว อุตสาหกรรมการเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และอุตสาหกรรมอาหาร โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART ข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งบการเงิน และแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) จำนวนรวม 85 บริษัท โดยเก็บข้อมูลจำนวน 20 ไตรมาส ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2563 รวมเป็นทั้งสิ้น 170 ตัวอย่าง

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ข้อมูลปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และข้อมูลที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ โดยข้อมูลที่ทำการศึกษาเป็นรายไตรมาสครอบคลุมระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2559 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2563

3.2.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ ปัจจัยที่คาดว่าจะมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท ได้แก่

ตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยภายนอก ได้แก่ ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series) ประกอบด้วย ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ประกอบด้วย 1) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) 2) ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) 3) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index) และ 4) อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index) โดยที่มาของข้อมูลมาจากฐานข้อมูลธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งแต่ละตัวแปรจะมีจำนวนข้อมูลตัวอย่างทั้งสิ้น 20 ข้อมูลตัวอย่าง

ตารางที่ 3.1 คำจำกัดความของตัวแปรปัจจัยภาวะเศรษฐกิจมหภาค

ตัวแปร	คำจำกัดความ
1) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index: MPI)	ดัชนีระดับการผลิตในอุตสาหกรรมของช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งเปรียบเทียบกับระดับการผลิตภาคอุตสาหกรรมในปีฐาน (ปีฐาน: 2559)
2) ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index: PCI)	ดัชนีแสดงการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายอุปโภคบริโภคของภาคเอกชน สามารถใช้เป็นดัชนีชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ
3) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index: PII)	ดัชนีแสดงการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายลงทุนของภาคเอกชน ประกอบด้วย รายจ่ายในการสะสมทุนถาวรเบื้องต้นภาคเอกชน และส่วนเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง
4) อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index: CUI)	ดัชนีชี้วัดการผลิตภาคอุตสาหกรรม ซึ่งมีความสำคัญในเชิงนโยบาย สามารถสะท้อนความเพียงพอที่รองรับการขยายตัวของการผลิต การส่งออก และแรงกดดันต่อราคาสินค้าภายในประเทศ

ข้อมูลเชิงสถิติของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค แสดงดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 ข้อมูลเชิงสถิติของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค

รายการ	จำนวนชุดข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
1) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	20	100.22	100.80	110.33	77.81	6.773307
2) ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน	20	127.38	127.62	137.80	117.10	5.203826
3) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	20	133.65	131.52	154.91	115.60	10.05096
4) อัตรากาไรใช้กำลังการผลิต	20	66.20	66.30	72.41	52.81	4.17633

ตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยภายใน ได้แก่ ข้อมูลที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ โดยเป็นข้อมูลที่ผสมระหว่างข้อมูลอนุกรมเวลา (Time Series) และข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Sectional) โดยกลุ่มกิจการตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็น 5 กลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 85 บริษัท ประกอบด้วย อุตสาหกรรมยานยนต์ อุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว อุตสาหกรรมเกษตรและเทคโนโลยีชีวภาพ และอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งในการศึกษานี้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่กลุ่มที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กับกลุ่มที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน โดยแหล่งที่มาของข้อมูลมาจากฐานข้อมูล SET SMART ข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งบการเงิน และแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)

ตารางที่ 3.3 คำจำกัดความของปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

ตัวแปร	คำจำกัดความ
1) ขนาดของกิจการ (Firm Size)	ขนาดของกิจการ คำนวณจาก ล็อกการิทึมธรรมชาติของ ยอดขายของกิจการ
2) สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (Tangible Asset Ratio)	สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม คำนวณจาก สินทรัพย์ที่มีตัวตน/สินทรัพย์รวม
3) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense/ Sales)	ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย คำนวณจาก ค่าใช้จ่ายในการขาย/ยอดขาย
4) อัตราผลตอบแทนของหุ้น (Stock Return)	อัตราผลตอบแทนของหุ้น คำนวณจาก $(\text{ราคาหลักทรัพย์}_{t+1} - \text{ราคาหลักทรัพย์}_t) / \text{ราคาหลักทรัพย์}_t$
5) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (P/BV Ratio)	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี คำนวณจาก ราคาตลาด/มูลค่าตามบัญชี
6) กำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit)	กำไรจากการดำเนินงาน คำนวณจาก รายรับรวม - ต้นทุนขาย - ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร
7) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset)	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ คำนวณจาก กำไรก่อนดอกเบี้ย/สินทรัพย์รวม
8) อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด (Equity Market Return)	อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด คำนวณจาก $(\text{ราคาหลักทรัพย์ของตลาด}_{t+1} - \text{ราคาหลักทรัพย์ของตลาด}_t) / \text{ราคาหลักทรัพย์ของตลาด}_t$

สำหรับข้อมูลเชิงสถิติของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ จำแนกออกเป็น 2 กลุ่ม ตามลักษณะของจำกัดทางการเงินของกิจการ ดังตารางที่ 3.4 และ 3.5

ตารางที่ 3.4 ข้อมูลสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน

ตัวแปร	จำนวนชุดข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ขนาดของกิจการ	51	13.2690	13.1322	17.3048	8.537	1.3312
สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม	51	2901.8960	0.6484	1687592.0000	0.000	63950.9900
ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย	51	0.3075	0.1767	53.2708	-2.431	1.5062
อัตราผลตอบแทนของหุ้น	51	-3.3115	0.0029	0.9633	-22.020	1.4713
อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	51	3.7411	2.0200	300.0000	0.000	14.6414
กำไรจากการดำเนินงาน	51	283684.3000	65748.8800	11190647.0000	-760881.000	761558.7000

ตารางที่ 3.5 ข้อมูลสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน

ตัวแปร	จำนวน ชุด ข้อมูล	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ขนาดของกิจการ	119	12.7331	12.6897	17.4023	7.2772	1.3002
สัดส่วนสินทรัพย์ที่มี ตัวตนต่อสินทรัพย์ รวม	119	8365.9810	0.6469	2475261.0000	-0.0100	114676.7000
ค่าใช้จ่ายในการขาย ต่อยอดขาย	119	0.2410	0.1550	8.6909	-1.2508	0.5419
อัตราผลตอบแทน ของหุ้น	119	-0.0507	0.0111	23.5380	-18.6086	0.6622
อัตราส่วนราคา ตลาดต่อมูลค่าตาม บัญชี	119	0.6821	0.5200	83.9400	0.0300	1.7946
กำไรจากการ ดำเนินงาน	119	135530.6000	32961.3800	11625026.0000	-5864113.0000	593709.0000
อัตราผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์	119	0.2066	0.0904	14.5104	-0.4656	0.7290
อัตราผลตอบแทน ส่วนทุนของตลาด	119	-0.1834	-0.1591	5.7143	-1.0000	0.6679

สำหรับเกณฑ์การพิจารณาจำแนกกลุ่มกิจการที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย

1. เป็นกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล และ
2. กิจการนั้นมีค่า Tobin Q มากกว่า 1 ในแต่ละไตรมาส

3.2.2 ตัวแปรตาม (dependent Variable) คือ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของกิจการ ข้อมูลเป็นรายไตรมาส โดยแหล่งที่มาของข้อมูลมาจากฐานข้อมูล SET SMART

3.3 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้อาศัยแบบจำลองทางเศรษฐมิติของ Hovakimian, Opler, and Titman (2001) และ Robert A. Korajczyk and Amnom Levy (2002) โดย แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ และการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุน โดยผลการศึกษาแต่ละส่วนจำแนกกลุ่มตัวอย่างออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญด้วย

ส่วนที่ 1 การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อประมาณค่า ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ จากสมการถดถอยด้วยวิธี OLS Regression ดังนี้

$$Lev_{it} = \alpha_1 MPI_{i,t-1} + \alpha_2 PCI_{i,t-1} + \alpha_3 PII_{i,t-1} + \alpha_4 CUI_{i,t-1} + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 TA_{i,t-1} + \beta_3 SELLEXP_{i,t-1} + \beta_4 STOCKRET_{i,t-1} + \beta_5 PBV_{i,t-1} + \beta_6 OP_{i,t-1} + u$$

โดยที่

Lev_{it} หมายถึง สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ t

$MPI_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PCI_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PII_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$CUI_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราการใช้กำลังการผลิต ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$SIZE_{i,t-1}$ หมายถึง ขนาดของกิจการ ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$TA_{i,t-1}$ หมายถึง สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$SELLEXP_{i,t-1}$ หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$STOCKRET_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหุ้น ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PBV_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$OP_{i,t-1}$ หมายถึง กำไรจากการดำเนินงาน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

โดยมีสมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม แสดงดังตารางที่ 3.6

ตาราง 3.6 สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค	สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม	
	กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน	กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน
1) ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	+	-
2) ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน	+	-
3) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	+	-
4) อัตราการใช้กำลังการผลิต	+	-

สำหรับสมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม แสดงดังตารางที่ 3.7

ตาราง 3.7 สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับสมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

ปัจจัยลักษณะเฉพาะของกิจการ	สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม
1) ขนาดของกิจการ	-
2) สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม	+
3) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย	-
4) อัตราผลตอบแทนของหุ้น	-
5) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี	-
6) กำไรจากการดำเนินงาน	-

ทั้งนี้หลังจากทราบปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการแล้ว จะนำค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละปัจจัยมาวิเคราะห์ต่อในส่วนที่ 2 เพื่อประมาณค่าของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ และคำนวณหาค่าความแตกต่างระหว่างระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับระดับของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง (Leverage Deficit) ซึ่งในการศึกษานี้ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อการศึกษาการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการ ด้วยวิธี Logit Regression ดังสมการ

สมการที่ 2

$$Pr(y_{it} = 1) = \delta (Lev_{it} - Lev_{i,t-1}) + \eta_1 MPI_{i,t-1} + \eta_2 PCI_{i,t-1} + \eta_3 PII_{i,t-1} + \eta_4 CUI_{i,t-1} + \gamma_1 EMR_{i,t-1} + \gamma_2 ROA_{i,t-1} + \gamma_3 OP_{i,t-1} + \gamma_4 STOCKRET_{i,t-1} + U$$

กำหนดให้ $y_{it} = 1$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ ณ ระยะเวลาที่ t

กำหนดให้ $y_{it} = 0$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุน ณ ระยะเวลาที่ t

โดยที่

$(Lev_{it} - Lev_{i,t-1})$ หมายถึง ค่าความแตกต่างระหว่างระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับระดับของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง (Leverage Deficit) ของ i ณ ไตรมาสที่ t และ ไตรมาสที่ $t-1$

$MPI_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PCI_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PII_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$CUI_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราการใช้กำลังการผลิต ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$EMR_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$ROA_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

$OP_{i,t-1}$ หมายถึง กำไรจากการดำเนินงาน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$STOCKRET_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหุ้น ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

และกำหนดให้ ระดับของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง สามารถคำนวณได้จากสมการ

$$Lev_{it} = \alpha_1 MPI_{i,t-1} + \alpha_2 PCI_{i,t-1} + \alpha_3 PII_{i,t-1} + \alpha_4 CUI_{i,t-1} + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 TA_{i,t-1} + \beta_3 SELLEXP_{i,t-1} + \beta_4 STOCKRET_{i,t-1} + \beta_5 PBV_{i,t-1} + \beta_6 OP_{i,t-1} + U$$

โดยที่

Lev_{it} หมายถึง ระดับของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง i ณ ไตรมาสที่ t

$MPI_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PCI_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PII_{i,t-1}$ หมายถึง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$CUI_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราการใช้กำลังการผลิต ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$SIZE_{i,t-1}$ หมายถึง ขนาดของกิจการ ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$TA_{i,t-1}$ หมายถึง สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$SELLEXP_{i,t-1}$ หมายถึง ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$STOCKRET_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหุ้น ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$PBV_{i,t-1}$ หมายถึง อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

$OP_{i,t-1}$ หมายถึง กำไรจากการดำเนินงาน ของกิจการ i ณ ไตรมาสที่ $t-1$

โดยมีสมมติฐานของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลกระทบต่อการเบี่ยงเบนระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม สามารถแสดงได้ดังตาราง 3.8

ตาราง 3.8 สมมติฐานของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลกระทบต่อการเบี่ยงเบนระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

ปัจจัย	การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	-
2) กำไรจากการดำเนินงาน	+
3) อัตราผลตอบแทนต่อหุ้น	-

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ผลการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ และการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุน โดยผลการศึกษาแต่ละส่วนจำแนกกลุ่ม ตัวอย่างออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญด้วย

4.1 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ การกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่คาดว่าจะมีผลกระทบต่อประมาณค่าสัดส่วน หนี้สินต่อสินทรัพย์ โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญ

จากสมการถดถอยที่ 1 เพื่อประมาณค่าระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ โดยพิจารณาถึงปัจจัยปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของ กิจการ โดยวิธีการ OLS regression และแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการ ต้องเผชิญ ออกเป็น 2 กลุ่ม ตามสมมติฐานว่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เผชิญกับระดับข้อจำกัดทางการเงินที่แตกต่างกัน จะ ส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารทางการเงินในการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่แตกต่างกัน

สมการที่ 1

$$\text{Lev} *_{it} = \alpha_1 \text{MPI}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{PCI}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{PII}_{i,t-1} + \alpha_4 \text{CUI}_{i,t-1} + \beta_1 \text{SIZE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{TA}_{i,t-1} + \beta_3 \text{SELLEXP}_{i,t-1} + \beta_4 \text{STOCKRET}_{i,t-1} + \beta_5 \text{PBV}_{i,t-1} + \beta_6 \text{OP}_{i,t-1} + U$$

ผลจากการศึกษาแสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึง คุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลกระทบต่อ การกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม ดังตาราง ที่ 4.1

ตาราง 4.1 ความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	สัดส่วนหนี้เป้าหมาย (Target Debt Ratio)	
	กลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน (N = 51)	กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (N = 119)
MPI_{t-1}	-0.0023** (-2.2089)	-0.0021*** (-4.8655)
PCI_{t-1}	0.0032*** (3.3098)	0.0002 (0.5596)
PII_{t-1}	-0.0017 (-2.4619)	0.0009*** (3.4086)
CUI_{t-1}	0.0037** (2.0330)	-0.0002 (-0.2409)
$SIZE_{t-1}$	0.01051** (2.0240)	0.0358*** (14.5095)
TA_{t-1}	-0.0000 (-0.5622)	0.0000* (1.9175)
$SELLEXP_{t-1}$	-0.0013 (-0.2806)	0.0331*** (5.1090)
$STOCKRET_{t-1}$	-0.1313*** (-8.7974)	-0.0441*** (-7.5700)
PBV_{t-1}	0.0015*** (3.0748)	-0.0003 (-0.1478)
OP_{t-1}	0.0220 (1.3009)	-0.0006 (-0.0598)

หมายเหตุ

*** หมายถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** หมายถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* หมายถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค

สำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม ได้แก่ ดัชนีบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index :PCI) และอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index :CUI) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานเบื้องต้น คือ ระดับดัชนีบริโภคภาคเอกชน และอัตราการใช้กำลังการผลิตมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ในสถานะที่เศรษฐกิจขยายตัว กล่าวคือ เมื่อระดับการใช้จ่ายเพื่ออุปโภคและบริโภคของภาคเอกชนเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กิจการคาดการณ์ถึงสถานะเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และเพิ่มปริมาณการผลิตให้สูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม การที่กิจการจะเพิ่มการลงทุนหรือไม่นั้น ขึ้นอยู่กับส่วนคงเหลือของการกำลังการผลิตส่วนเกิน โดยหากกิจการมีกำลังการผลิตส่วนเกินคงเหลืออยู่มาก ก็อาจยังไม่ต้องเพิ่มความจำเป็นต้องเพิ่มกำลังการผลิต แต่หากกิจการใกล้เต็มกำลังการผลิต กิจการก็อาจมีความจำเป็นที่ต้องลงทุนเพิ่ม และนำไปสู่การจัดหาเงินทุนจากแหล่งต่างๆ เพิ่มเติม

ส่วนในกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index :MPI) เป็นเพียงปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคเพียงตัวแปรเดียวที่ส่งผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานเบื้องต้น คือ ในกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินจะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายในทิศทางที่แปรผกผันกับสถานะทางเศรษฐกิจ กล่าวคือ ถ้าดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมที่แนวโน้มที่ลดลง จะสะท้อนให้เห็นถึงสถานะทางเศรษฐกิจในช่วงนั้นมีการถดถอย และเมื่อพิจารณาในตลาดทุนจะพบว่า มีอัตราผลตอบแทนของตลาดต่ำ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่ต้องการเงินทุนต้องระดมเงินทุนจากการก่อหนี้แทน ส่งผลให้ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการมีค่าสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันหากพิจารณาทฤษฎีตัวแทน (Agent Theory) จะพบว่า ในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจถดถอย ผู้บริหารทางการเงินจะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ลดลงเพื่อลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและเพิ่มการจัดหาเงินทุนจากนักลงทุนภายนอก ทั้งนี้เพื่อโอนย้ายความมั่งคั่งของบริษัทเข้าสู่ประโยชน์ส่วนตนมากขึ้น ซึ่งในกรณีเช่นนี้อาจนำไปสู่ปัญหาจากตัวแทน (Agency Problem) ภายในกิจการ ดังนั้นในกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ผู้ถือหุ้นควรมีบทบาทในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยมีการกำหนดระดับหนี้สินเป้าหมาย เพื่อเป็นการตรวจสอบการบริหารงานและลดความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลง

ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการสำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ขนาดของกิจการ (Firm Size) อัตราผลตอบแทนของหุ้น (Stock Return) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยปัจจัยขนาดของกิจการแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเบื้องต้นที่กำหนดไว้ ทั้งนี้สามารถอธิบายตามหลักการระดมเงินทุนของกิจการที่มีขนาดเล็กมักต้องเผชิญกับต้นทุนเงินทุนที่สูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ และนิยมจัดหาเงินทุนจากแหล่งหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยก่อนหน้านี้แสดงผลการศึกษาว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถในการกู้ยืมหรือกำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายได้สูงกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ส่วนตัวแปรอัตราผลตอบแทนของหุ้นซึ่งแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยหากระดับอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น จะสะท้อนมูลค่าของหุ้นที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalue) เมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) ของกิจการ ผู้บริหารทางการเงินจึงมักจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน เนื่องจากกิจการสามารถได้รับผลกำไรจากส่วนต่างของมูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการให้มีระดับต่ำลง ส่วนตัวแปรอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value) พบว่า มีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ตัวแปรอื่นๆ ได้แก่ สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Asset Ratio) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense / Sales) และกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการสำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ปัจจัยที่แสดงถึงขนาดของกิจการ (Firm Size) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense/ Sales) และ อัตราผลตอบแทนต่อหุ้น (Stock Return) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยปัจจัยที่แสดงถึงขนาดของกิจการให้ผลลัพธ์ที่เหมือนกับกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อจำกัดทางการเงิน แสดงว่า ไม่ว่าจะกิจการจะเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินหรือไม่ ผู้บริหาร

ทางการเงินของกิจการที่มีขนาดใหญ่ จะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมสูงกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก เมื่อเทียบกับกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งผลในการศึกษานี้ พบว่า ปัจจัยทางด้านขนาดของกิจการส่งผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสม ที่ระดับนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ส่วนปัจจัยด้านสินทรัพย์ที่มีตัวตน พบว่า มีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานเบื้องต้นที่กำหนดไว้ เนื่องจากกิจการสามารถนำสินทรัพย์ที่มีตัวตนมาก จะสามารถนำไปเป็นหลักประกันค้ำประกันในการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ได้มากขึ้นตามไปด้วย ในขณะที่ปัจจัยค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขายมีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมในทิศทางเดียวกัน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเบื้องต้นที่กำหนดไว้ เนื่องจาก มีตัวแปรค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม อาทิเช่น ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นต้น ส่วนตัวแปรอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมในทิศทางตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่า ถ้ากิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน เมื่อระดับอัตราผลตอบแทนต่อหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ผู้บริหารทางการเงินของกิจการจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน ซึ่งส่งผลให้การกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการมีระดับต่ำลง ในขณะที่ปัจจัยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และ กำไรจากการดำเนินงานของกิจการ พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด

กล่าวโดยสรุป การศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ พบว่า มีความแตกต่างระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่ระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญในความสัมพันธ์ของตัวแปรปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค โดยกลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงิน จะพิจารณากำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในทิศทางที่แปรผันตามปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินจะพิจารณากำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในทิศทางที่แปรผกผันกับปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค

4.2 ปัจจัยต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์เพื่อการระดมเงินทุนเพิ่มของกิจการ

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาถึงพฤติกรรมเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญ

จากสมการที่ 2 ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) ปัจจัยปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ โดยวิธีการ Logit regression

สมการที่ 2

$$Pr(y_{it} = 1) = \delta (Lev_{it} - Lev_{i,t-1}) + \eta_1 MPI_{i,t-1} + \eta_2 PCI_{i,t-1} + \eta_3 PII_{i,t-1} + \eta_4 CUI_{i,t-1} + \gamma_1 EMR_{i,t-1} + \gamma_2 ROA_{i,t-1} + \gamma_3 OP_{i,t-1} + \gamma_4 STOCKRET_{i,t-1} + U$$

กำหนดให้ $y_{it} = 1$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ ณ ระยะเวลาที่ t

กำหนดให้ $y_{it} = 0$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุน ณ ระยะเวลาที่ t

ผลจากการศึกษาแสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) ปัจจัยปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ ดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 แสดงความสัมพันธ์ของปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับ สัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) ปัจจัยปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	ทางเลือกในการระดมทุนจากส่วนหนี้ และส่วนทุน	
	กลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน (N = 51)	กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (N = 119)
$Lev DEF_{t-1}$	-2.3608** (-2.0199)	-0.1322 (-0.0871)
MPI_{t-1}	0.1689 (1.7695)	0.0889* (1.9012)
PCI_{t-1}	-0.2905*** (-2.5486)	-0.1017* (-2.0051)
PII_{t-1}	-0.0642 (-1.4344)	-0.0372* (-1.7513)
CU_{t-1}	0.1883 (1.4739)	0.0346 (0.4812)
EMR_{t-1}	-1.5201 (-1.5624)	-0.1156 (-0.2806)
ROA_{t-1}	2.1472 (0.8722)	-2.5948 (-1.4369)
OP_{t-1}	-0.6492 (-0.6906)	1.1336 (1.2232)
$STOCKRET_{t-1 t-1}$	11.3748** (2.0478)	1.9776 (1.2432)
Observation = 1	43	71
Observation = 0	8	48
Total Observation	51	119

หมายเหตุ

*** หมายถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** หมายถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* หมายถึง ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับสัดส่วนที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit)

ความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับสัดส่วนที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) สำหรับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า มีอิทธิพลอย่างมากต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมเงินทุนเพิ่ม ณ ระดับนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% โดยแสดงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม คือ หากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงต่ำกว่าระดับสัดส่วนต่อหนี้สินที่เหมาะสม จะส่งผลให้ผู้บริหารทางการเงินตัดสินใจระดมเงินทุนจากการก่อหนี้ลดลง และไปพิจารณา ระดมเงินทุนจากส่วนทุนเพิ่มเติม อย่างไรก็ตาม ในบางกรณีหากกิจการต้องเผชิญกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุน (Transaction Cost) และต้นทุนที่เกิดจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (Transaction Cost) อาจเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ เบี่ยงเบนออกจากระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมได้ตลอดเวลา

ส่วนความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับสัดส่วนที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) สำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับสัดส่วนที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage Deficit) นั้น ไม่มีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมเงินทุนเพิ่ม

ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค

สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคมีผลกระทบต่อ การตัดสินใจเลือกสินทรัพย์ในการระดมทุนเพิ่ม โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index :PCI) มีความสัมพันธ์กับทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจขยายตัว โอกาสที่กิจการจะระดมเงินทุนจากส่วนของหนี้มีน้อยลง และมีการพิจารณา ระดมเงินทุนส่วนเพิ่มจากส่วนทุนมากขึ้นทดแทน

ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคมีผลกระทบต่อ

ตัดสินใจเลือกสินทรัพย์ในการระดมทุนเพิ่ม โดยดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index :PCI) มีความสัมพันธ์กับทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มในทิศทางตรงกันข้าม เช่นเดียวกับกลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงิน

ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้น (Stock Return) มีผลต่อการตัดสินใจระดมเงินทุนส่วนเพิ่ม โดยถ้าระดับอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ผู้บริหารทางการเงินจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของหุ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อให้ระดับสัดส่วนหนี้สินลดลงกว่าระดับหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการ ดังนั้นในกรณีนี้ ผู้บริหารทางการเงินควรเลือกระดมเงินทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้มากขึ้น เพื่อให้เข้าสู่ระดับของสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสม ในขณะที่ปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อทรัพย์สิน (Return on Asset) และกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit) ไม่มีผลกระทบต่อตัดสินใจระดมเงินทุนส่วนเพิ่มของกิจการ

ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ไม่มีปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการใดที่มีผลกระทบต่อตัดสินใจระดมเงินทุนส่วนเพิ่มของกิจการ

โดยสรุป การศึกษาถึงพฤติกรรมเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญ พบว่าพฤติกรรมของทั้งสองกลุ่มกิจการมีความแตกต่างกัน โดยกลุ่มกิจการที่มีความข้อจำกัดทางการเงินจะพิจารณาถึงปัจจัยระดับความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการเป็นหลัก ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินจะพิจารณาถึงปัจจัยทางสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ส่วนปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ พบว่า มีความสัมพันธ์น้อยมากในทั้งสองกลุ่มกิจการ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล

บทบาทหน้าที่ของผู้บริหารทางการเงินในการจัดการทางการเงินเกี่ยวข้องอย่างมากกับการตัดสินใจจัดหาเงินทุน (Financing Decision) ของกิจการ การวางแผนกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) โดยพิจารณาเปรียบเทียบถึงผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับและระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ เพื่อหาสัดส่วนของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมทั้งจากหนี้สินและจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการในระดับสูงสุด โดยงานวิจัยนี้มุ่งศึกษาถึง 2 ประเด็นสำคัญ ได้แก่ ประเด็นแรก คือ การศึกษาถึงปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยสะท้อนผ่านอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม ประเด็นที่สอง คือ การศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมเงินทุนเพิ่มของกิจการในอุตสาหกรรมเป้าหมายซึ่งเป็นกลไกขับเคลื่อนเศรษฐกิจเพื่ออนาคต (New Engine of Growth) กลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาได้เพิ่มเติมประเด็นของการพิจารณาทางเลือกในการจัดหาเงินทุนหากกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) หากต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินขึ้น จะส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการหรือไม่ โดยช่วยระยะเวลาที่ศึกษาอยู่ในช่วงตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง พ.ศ. 2563

ผลจากการศึกษาประเด็นแรกสำหรับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินขึ้น พบว่า ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยผู้บริหารทางการเงินของกิจการตัดสินใจจัดหาเงินทุน และพยายามรักษาสัดส่วนของแหล่งเงินทุนให้สอดคล้องกับลักษณะทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumer Index) ที่แสดงถึง การใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน และอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capability Utilization Index) ที่แสดงถึงขีดความสามารถในการผลิต สะท้อนให้ถึงการเติบโตและอุปสงค์โดยรวมในระบบเศรษฐกิจ โดยผลกระทบดังกล่าวนี้ ชี้ให้เห็นว่า การตัดสินใจจัดหาเงินทุนด้วยการก่อ

นี้จะเกิดขึ้นมากในช่วงสภาวะเศรษฐกิจอยู่ในช่วงที่รุ่งเรือง ส่วนผลกระทบของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น พบว่า ขนาดของกิจการ (Firm Size) อัตราผลตอบแทนต่อหุ้น (Stock Return) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price to Book Value) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

สำหรับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินพบว่า ผู้บริหารทางการเงินของกิจการตัดสินใจจัดหาเงินทุน และพยายามรักษาสัดส่วนของแหล่งเงินทุน โดยมีลักษณะแปรผกผันกับกับปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) กล่าวคือ หากดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมที่แนวโน้มที่ลดลง จะส่งผลให้กิจการที่ต้องการเงินทุนต้องระดมเงินทุนจากการก่อหนี้สูงขึ้น และส่งผลให้ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการมีค่าสูงขึ้น อย่างไรก็ตามหากพิจารณาแนวคิดตามทฤษฎีตัวแทน (Agent Theory) จะพบว่า ในช่วงที่สภาวะทางเศรษฐกิจถดถอย ผู้บริหารทางการเงินจะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ลดลงเพื่อลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและเพิ่มการจัดหาเงินทุนจากนักลงทุนภายนอก ทั้งนี้เพื่อโอนย้ายความมั่งคั่งของบริษัทเข้าสู่ประโยชน์ส่วนตนมากขึ้น ซึ่งในกรณีเช่นนี้อาจนำไปสู่ปัญหาจากตัวแทน (Agency Problem) ภายในกิจการ ดังนั้นในกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ผู้ถือหุ้นควรมีบทบาทในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยมีการกำหนดระดับหนี้สินเป้าหมาย เพื่อเป็นการตรวจสอบการบริหารงานและลดความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลง ส่วนผลกระทบของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น พบว่า ปัจจัยที่แสดงถึงขนาดของกิจการ (Firm Size) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense/ Sales) และ อัตราผลตอบแทนต่อหุ้น (Stock Return) เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

นอกจากนี้ หากพิจารณาเรื่องต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) พบว่า มีความสัมพันธ์สูงกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ซึ่งประกอบด้วยแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน หนี้บุริมสิทธิ หนี้สามัญ ที่กิจการจะจัดหามาในอนาคต ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ผู้บริหารทางการเงินจำเป็นต้องยอมรับโครงสร้างเงินทุนการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุน หากกิจการต้องเผชิญกับต้นทุนของเงินทุนที่ปรับเพิ่มสูงขึ้น และอาจเป็นอุปสรรคสำคัญในการการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่อาจเบี่ยงเบนออกจากโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

อย่างไรก็ตาม กรณีที่กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) มีความต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่ม และผู้บริหารทางการเงินจำเป็นต้องตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ในการระดมเงินทุนเพิ่มขึ้น นอกเหนือจากการพิจารณาเรื่องต้นทุนของเงินทุนแล้ว ผลจากการศึกษาพบว่า ผู้บริหารทางการเงินควรพิจารณาถึงระดับความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงว่าเบี่ยงเบนจากสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมมากน้อยเพียงใด เนื่องจากส่งผลต่อมูลค่า (Firm Value) ของกิจการ ทั้งนี้หากระดับของสัดส่วนหนี้สินต่ำกว่าระดับเป้าหมาย ผู้บริหารทางการเงินก็ควรพิจารณาจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมจากการกู้ยืม แต่หากระดับของหนี้สินสูงกว่าระดับเป้าหมาย ผู้บริหารทางการเงินก็ควรจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมจากการออกหุ้นสามัญ ซึ่งกลไกดังกล่าวนี้จะทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเข้าสู่ระดับเงินทุนที่เหมาะสมที่สร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้กับกิจการได้ สำหรับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินนั้น พบว่า ผู้บริหารทางการเงินผู้บริหารทางการเงินต้องพิจารณาถึงระดับความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงว่าเบี่ยงเบนจากสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมเป็นปัจจัยหลักต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ในการระดมเงินทุน เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน นอกจากนี้ปัจจัยด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุน (Transaction Cost) และ ต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (Adjustment Cost) อาจเป็นอุปสรรคที่ส่งผลทำให้ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ผันผวนออกจากสัดส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมได้ตลอดเวลา

ข้อจำกัดในการศึกษา

จากผลการศึกษาในงานวิจัยนี้ พบว่า มีข้อจำกัดหลายประการที่อาจส่งผลกระทบต่อการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

1. ด้วยขอบเขตของระยะเวลาการศึกษาเป็นระยะสั้น ครอบคลุมเพียง 20 ไตรมาส และข้อมูลรายไตรมาสที่ใช้ในการวิเคราะห์อาจมีความถูกต้องครบถ้วนน้อยกว่าข้อมูลรายปี ที่ได้ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีที่ได้รับอนุญาต ดังนั้นอาจทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้เกิดผลคลาดเคลื่อนไปจากความจริงได้
2. กิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ผู้วิจัยทำการศึกษานั้น เป็นเพียงส่วนหนึ่งของกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มี

ศักยภาพ (First S-Curve) ทั้งหมด เนื่องจากมีบางกิจการเป็นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบางกิจการเป็นบริษัทต่างชาติ จึงทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้เป็นการอธิบายถึงเพียงเฉพาะกลุ่มเท่านั้น

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. การศึกษาถึงปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการอื่นที่สามารถอธิบายการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการได้ดียิ่งขึ้น อาทิ เช่น ดัชนีแยกตามหมวดอุตสาหกรรม เป็นต้น
2. การศึกษาถึงปัจจัยด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุน (Transaction Cost) และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (Adjustment Cost) ที่อาจเป็นอุปสรรคที่ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการผันผวนจากระดับหนี้เป้าหมายได้
3. การศึกษาขยายไปถึงกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) เป็นที่ ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกิจการเป็นบริษัทต่างชาติ เพื่อศึกษาถึงแนวทางการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่อาจมีความแตกต่างออกไป รวมทั้งการศึกษาถึงกิจการในกลุ่ม 5 อุตสาหกรรมอนาคต (New S-Curve) อีกด้วย
4. การศึกษาถึงพฤติกรรมในการระดมเงินทุนของกิจการ ในรูปแบบเชิงคุณภาพ เพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหารทางการเงินจากแหล่งข้อมูลปฐมภูมิ ที่จะสามารถสะท้อนถึงแนวทางการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในอีกมุมมองหนึ่ง

บรรณานุกรม

- A. Kayhan and S. Titman. (2007). Firms Histories and Their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, No. 1, 2007, pp. 1-32. doi:10.1016/j.jfineco.2005.10.007
- Albarez, T., Valle, M. R., & Corrar, L. J. (2012). Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(2), 76-105.
- Annie Koh, Ser-Keng Ang, Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt. (2014). *Financial Management: Theory and Practice, An Asia Edition (P)*, Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Tatiana Albarez , Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima , (2014), Effects of Market Timing on the Capital Structure of Brazilian Firms, in (ed.) *Emerging Market Firms in the Global Economy (International Finance Review, Volume 15)* Emerald Group Publishing Limited, pp.307 – 351.
- Baker, Malcolm, and Wurgler, Jeffrey. (2002) "Market Timing and Capital Structure" *The Journal of Finance* 1: 1-30.
- Bastos, D. D.; Nakamura, W. T.; Basso, L. F. C. (2009) Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie - RAM*, v. 10, n. 6, Nov. /Dec.
- Brito, R. D.; Silva, J. C. G. (2005) Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida para o Brasil. *Estudos Econômicos (IPE/USP)*, v. 35, n. 1, p. 37-79, Jan. /Mar.
- Eduardo K. Kayo and Herbert Kimura. (2011) "Hierarchical determinants of capital structure" *Journal of Banking & Finance*, 2011, vol. 35, issue 2, 358-371.

- Eugene F. Fama Kenneth R. French. (2002) "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt" *The Review of Financial Studies*, Volume 15, Issue 1, 1 January 2002, Pages 1–33.
- Frank, Murray Z. and Goyal, Vidhan K., *Capital Structure Decisions* (April 2003). AFA 2004 San Diego Meetings. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=396020>. Or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.396020>
- Hovakimian, A., Opler, T., and Titman, s, (2001), *The Debt – Equity Choice*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 36(2001): 1-29
- Hovakimian, A., & Li, G. (2011) "Large Sample Evidence on Capital Structure and Employee Wages" Unpublished Working paper, Baruch College.
- Korajczyk. R.A., and Levy, A, (2002), *A Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints*. *Journal of Financial Economics*. Forthcoming working paper#279
- Ilya Strebulaev, (2007), *Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say ?*, *Journal of Finance*, 62, (4), 1747-1787
- De Medeiros, O. R. and Daher, C. E. (2005). *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure in Brazilian Firms*. Retrieved 11.11.2012 from <http://papers.ssrn.com>.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myer, S.C. and Majluf, N.S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Myers, Stewart, C. 2001. "Capital Structure." *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 81-102.

Nakamura, W.T., Martin, D.M.L., Forte, D., Carvalho Filho, A.F., Costa, A.C.F. and Amaral, A.C. (2007), "Determinant factors of capital structure in the Brazilian market - an analysis of the regression with data covering the period from 1999 to 2003", *Revista Contabilidade & Finanças*, Vol. 18 No. 44, pp. 72-85.

Rossi JR., J. L.; Marotta, M. (2010) Equity market timing: testando através de IPO no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 8, n. 1, p. 85-101.

Shyam-sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

Tatiana Albanez, (2015) "Impact of the cost of capital on the financing decisions of Brazilian companies", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11 Issue: 3, pp.285-307, <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2014-0026>.

จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และตลาดเอ็ม เอ ไอ. วิทยานิพนธ์วิชาเอกการเงิน มหาวิทยาลัยราชภัฏธนบุรี, คณะบริหารธุรกิจ.

ชโลธร เงามัดชา. (2562). ความพร้อมของผู้ประกอบการไทยกลุ่มอุตสาหกรรม S-Curve ในการเข้าสู่ยุค Thailand 4.0. คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2556). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50. การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยกรุงเทพ. คณะบริหารธุรกิจ.

วรรณรพี บานชื่นวิจิตร. (2557). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*. 9(2), 18-26.

- วิจิตรา จำลองราษฎร์, (2554). แบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์สาขาวิชาบริหารธุรกิจดุสิตบัณฑิต มหาวิทยาลัยนเรศวร, คณะวิทยาการจัดการ และสารสนเทศศาสตร์.
- พุทธิมน เพชรคง และ ภาวัต ยุพาภรณ์ (2563). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. วารสารสภาวิชาชีพบัญชี. 1 (3), 63-80.
- ปิยะพล ธีระแนว และ ศุภรัชชัย วรรัตน์. (2562). การพยากรณ์จำนวนการขออนุญาตตั้งโรงงานใหม่และปัจจัยที่มีผลต่อการตั้งโรงงานใหม่ของกลุ่มอุตสาหกรรม S-curve และกลุ่มอุตสาหกรรม SMEs. คณะวิศวกรรมศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา. 711-719.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ เนตรดาว ชัยเขต และ ดวงกมล นีรพัฒน์กุล (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น. 1 (3), 1-17.
- อุบลวรรณ ขุนทอง. (2559). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล และกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ. วารสารบัณฑิตศึกษา มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา, 9(1), 263-317.
- อภิศักดิ์เจียรสุคนธ์, ธิปติสกุลวิชญธาตา, กันยารัตน์ดาษจันทิก, เบญจวรรณ ศุภัทพร, และ พิษชานันท์ ภาโสภะ, ผลกระทบของการบริหารหนี้สินที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม. 35 (8)

ภาคผนวก

ในระหว่างปี พ.ศ.2559 ถึง พ.ศ. 2563 พบว่า การกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดิมที่มีศักยภาพ (First S-Curve) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และพบว่าปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคมีบทบาทสำคัญต่อพฤติกรรมกรรมการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ ดังแสดงตามภาพที่ 4.1 ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ระหว่างปี พ.ศ.2559 – 2563

แผนภาพแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ระหว่างปี พ.ศ.2559 ถึง พ.ศ. 2563

