

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนในอุตสาหกรรมบริการภายใต้สถานการณ์โควิด-19

Capital Structure Determination in the Service Industry under COVID-19

โชษิตา เปสตันยี*

Chosita Pestonji*

สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

School of Finance, Rajamangala University of Technology Isan, Thailand

ABSTRACT

Background and Objectives: Designing a capital structure that is appropriate to the nature of a business is an important issue for corporate financial management. Previous research has not provided conclusive evidence on the implications of capital structure decisions, as it has been studied both in favor of the trade-off theory and in studies supporting the pecking order theory. The objectives of this study were to analyze the impacts of: (1) firm characteristics on the capital structure in the service industry from the Stock Exchange of Thailand, and (2) capital structure on profitability in the service industry from Stock Exchange of Thailand.

Methodology: The sample for this study consisted of 99 companies in the service industry from the Stock Exchange of Thailand. The study collected data before and during the COVID-19 pandemic period. After collection, the data were analyzed using the following: (1) descriptive statistics including minimum values, maximum values, and averages, (2) analyses were performed to check for preliminary statistical agreement to measure the amount of multicollinearity in a set of multiple regression variables, including the variance inflation factor (VIF), and (3) data were analyzed by inferential statistics to answer the hypotheses using multiple regression analysis.

Main results: Before the COVID-19 pandemic, growth rate and firm size had a positive impact on capital structure in the service industry according to the Stock Exchange of Thailand. During the COVID-19 pandemic, it was found that tangible assets, growth rate, and firm size had a positive impact on capital structure in the service industry. In addition, the capital structure was found to have a negative impact on profitability in the service industry, both before and during the COVID-19 pandemic.

Discussion: Businesses in the service industry listed on the Stock Exchange of Thailand that had high amounts of tangible assets, high growth rates, and a large firm size, resulted in higher leverage. Both periods (before and during the COVID-19 pandemic) have shown that businesses with a high growth rate often have to rely on external sources of funding, because internal sources of funds may not be sufficient to carry out their operations. Moreover, larger firms are able to take on a large amount of debt and therefore have a higher chance of incurring debt. However, businesses with a lower amount of debt result in higher profitability by emphasizing the use of internal funding sources, such as retained earnings.

Conclusion: The results of this study concluded that before and during the COVID-19 pandemic, companies under the Stock Exchange of Thailand were cautious about leveraging debt and emphasized maintaining the ownership structure in the corporate capital structure. This is consistent with the use of the pecking order theory in determining the capital structure, which encourages businesses to have a low amount of debt and increase capital with retained earnings. Emphasis is placed on maintaining the ownership structure in the capital structure.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 19 April 2021
Received in revised form
30 September 2021
Accepted 1 October 2021
Available online
22 November 2022

Keywords:

Capital Structure
(โครงสร้างเงินทุน),
Profitability
(ความสามารถในการทำกำไร),
Service Industry
(อุตสาหกรรมบริการ),
Stock Exchange of Thailand
(ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

*ผู้เขียนที่ให้การติดต่อ

E-mail address: chosita.pe@rmuti.ac.th

บทคัดย่อ

ที่มาและวัตถุประสงค์: การออกแบบโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการเป็นประเด็นสำคัญสำหรับการจัดการการเงินขององค์กรในปัจจุบัน โดยงานวิจัยที่ผ่านมายังไม่มีหลักฐานที่สรุปชัดเจนในการตัดสินใจด้านการกำหนดโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากมีทั้งการศึกษาที่สนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและการศึกษาที่สนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น การศึกษาในครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) วิเคราะห์อิทธิพลของปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน และ 2) วิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

ระเบียบวิธีวิจัย: กลุ่มตัวอย่างคืออุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 99 ตัวอย่าง โดยศึกษาในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด วิเคราะห์ข้อมูลด้วย 1) สถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย 2) การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ ด้วยวิเคราะห์ค่า VIF (Variance Inflation Factor) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และ 3) วิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

ผลการวิจัย: ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด โอกาสในการเติบโตและขนาดของกิจการส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน สำหรับระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตน โอกาสในการเติบโต และขนาดของกิจการ ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาดและระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

อภิปรายผล: กิจการในอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูง มีโอกาสในการเติบโตสูง และขนาดของกิจการที่ใหญ่ ส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการก่อหนี้ที่สูงขึ้น โดยทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด สะท้อนให้เห็นว่ากิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักจะต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพราะแหล่งเงินทุนภายในอาจไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน อีกทั้ง กิจการขนาดใหญ่ยังสามารถรับภาระหนี้สินได้ในจำนวนมากจึงมีโอกาสมากขึ้นได้สูง อย่างไรก็ตาม กิจการที่มีหนี้สินในปริมาณต่ำส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น โดยเน้นการใช้แหล่งเงินทุนภายใน เช่น กำไรสะสม

บทสรุป: ผลการศึกษานี้ได้ข้อสรุปว่าในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และภายใต้สถานการณ์ที่มีโควิด-19 ระบาด อุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความระมัดระวังในการก่อหนี้ และเน้นการรักษาโครงสร้างการเป็นเจ้าของในโครงสร้างเงินทุนของกิจการ สอดคล้องกับการใช้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุนให้กิจการก่อหนี้ในปริมาณต่ำ และเพิ่มทุนด้วยกำไรสะสม โดยเน้นการรักษาโครงสร้างการเป็นเจ้าของในโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

บทนำ

โครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไรเป็นสิ่งสำคัญด้านการจัดการการเงินในการประเมินประสิทธิภาพของกิจการ (Ahmed & Afza, 2019) เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนสะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการจัดหาเงินทุนสำหรับดำเนินงานโดยใช้หนี้สินระยะยาวและเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้ง ความเชื่อมโยงระหว่างโครงสร้างเงินทุนและปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการยังนำไปสู่การอธิบายถึงลักษณะการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการอีกด้วย ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรสะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างผลกำไรในแต่ละช่วงเวลา (Wijaya et al., 2020)

ดังนั้น ผู้บริหารด้านการเงินของกิจการจึงพยายามที่จะบรรลุการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการ เพื่อเพิ่มทุนในต้นทุนที่ต่ำที่สุด และบริหาร โครงสร้างเงินทุนเพื่อได้รับผลตอบแทนที่ดีที่สุด การออกแบบโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการจึงเป็นประเด็นสำคัญสำหรับการจัดการการเงินขององค์กรในปัจจุบัน (Rani et al., 2020)

Kraus and Litzenberger (1973) ได้พัฒนาทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนขึ้นมา คือทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ซึ่งระบุว่า กิจการที่มีการก่อหนี้จากหนี้สินระยะยาวจะสามารถประหยัดภาษีได้จากดอกเบี้ยเงินกู้ ซึ่งทำให้กิจการมีต้นทุนต่ำลงจึงมีผลทำให้เพิ่มโอกาสในการสร้างผลกำไร ดังนั้น กิจการที่มีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณสูง จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้นตามไปด้วย ในขณะที่ Myers and Majluf (1984) ได้พัฒนาทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ขึ้นมา ซึ่งระบุว่ากิจการจะเลือกเพิ่มเงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัยที่สุดก่อน คือเลือกกำไรสะสม ดังนั้น กิจการที่มีกำไรสูงจึงไม่จำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก ทำให้โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณต่ำมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของกิจการที่สูง นอกจากนี้ ทั้งทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ยังสรุปไว้ว่า การกำหนดโครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการอีกด้วย เช่น โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของกิจการ (Kahya et al., 2020)

นอกจากนี้ ยังมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุน แต่ยังไม่มีความชัดเจนสำหรับการสร้างสมการระหว่างสัดส่วนของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหมาะสมที่สุดในการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Rani et al., 2020) ซึ่งงานวิจัยที่ผ่านมาได้พบทั้งการศึกษาที่สนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยน และการศึกษาที่สนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยการศึกษาของ Wijaya et al. (2020) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น เช่นเดียวกับการศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) และการศึกษาของ Quang and Xin (2014) ที่สนับสนุนว่า การมีโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณที่ต่ำจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น ในขณะที่ การศึกษาของ Chandra et al., (2019) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร เช่นเดียวกับการศึกษาของ Tan & Hamid (2016) ที่ให้ข้อสรุปว่าโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณสูงจะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยน

อีกทั้ง ที่ผ่านมามีการศึกษาถึงปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและสะท้อนแนวคิดที่แตกต่างกัน ดังเช่นงานวิจัยของ Kahya et al., (2020) และ Yildirim et al., (2018) ที่พบว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะส่งผลให้มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณสูง ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ในขณะที่ การศึกษาของ Husaeni (2018) พบว่า กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะทำให้มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนของหนี้สินในปริมาณสูงตามไปด้วย ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น อีกทั้ง การศึกษาของ Bajaj et al., (2020) พบว่า สินทรัพย์

ที่มีตัวตนมีผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุนทั้งทฤษฎีการแลกเปลี่ยน และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้การศึกษานี้ต้องการจะศึกษาถึงปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ในบริบทของประเทศไทยว่าความเชื่อมโยงระหว่างปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการและโครงสร้างเงินทุนจะเป็นไปในทิศทางใด นอกจากนี้จะศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร เพื่อให้ได้หลักฐานเชิงประจักษ์ว่าการกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎีจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้นสำหรับบริบทของประเทศไทย

โดยในการศึกษานี้จะศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) โดยศึกษาในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เนื่องจาก แนวโน้มธุรกิจของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีความชะลอตัวลงจากผลกระทบของโรคโควิด-19 ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งในการสร้างความเสียหายให้กับเศรษฐกิจของประเทศไทย (Euwiwatsakul, 2020) ดังนั้น จึงเป็นอุตสาหกรรมที่น่าสนใจในการศึกษาว่าการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมบริการมีการปรับตัวอย่างไรภายใต้สถานการณ์การระบาดของโรคโควิด-19 ผลการศึกษานี้จะสร้างองค์ความรู้ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยภายใต้การระบาดของโรคโควิด-19 เพื่อเป็นแนวทางแก่ผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนต่อไป

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด
2. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

เงินทุนทั้งหมดที่กิจการนำมาใช้เพื่อการดำเนินงาน คือ โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) ประกอบด้วยแหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว โดยแหล่งเงินทุนระยะสั้นจะอยู่ในงบแสดงฐานะการเงินในส่วนของหนี้สินหมุนเวียน เช่น เจ้าหนี้การค้า ตัวเงินจ่าย ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนของกิจการที่ไม่มีต้นทุนทางการเงินหรือในบางครั้งอาจมีต้นทุนทางการเงินแต่มีในมูลค่าที่ต่ำเมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนระยะยาว (Pestonji & Wichitsatian, 2019) ส่วนแหล่งเงินทุนระยะยาวจะอยู่ในงบแสดงฐานะการเงินในส่วนของหนี้สินไม่หมุนเวียนและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งในส่วนนี้เรียกว่าโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) โดยโครงสร้างเงินทุนจะสะท้อนถึงสัดส่วนระหว่างเงินทุนที่มาจากหนี้ระยะยาวและเงินทุนที่มาจากส่วนของ

ผู้อื้อหุ้น (Wijaya et al., 2020) เช่น เงินกู้ระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ กำไรสะสม ทั้งนี้ จากแหล่งที่มาของเงินทุนที่หลากหลายในส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาว และการมีต้นทุนทางการเงินสูงกว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้น ทำให้การตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนเป็นสิ่งจำเป็นและสำคัญสำหรับทุกกิจการ (Tan & Hamid, 2016)

การวิจัยด้านโครงสร้างเงินทุนเริ่มได้รับความสนใจตั้งแต่ Modigliani and Miller (1958) พัฒนาทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนขึ้นมา คือทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุน (Irrelevance Propositions) ซึ่งได้เสนอว่า ในการมีตลาดทุนที่มีการแข่งขันของตลาดเป็นไปอย่างสมบูรณ์ ปราศจากภาษีเงินได้ และไม่มีต้นทุนการล้มละลาย การตัดสินใจด้านการจัดหาเงินทุนจะไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ จากแนวคิดดังกล่าวที่ไม่สอดคล้องกับการดำเนินธุรกิจ สถานการณ์จริงที่มีค่าใช้จ่ายด้านภาษีและต้นทุนการล้มละลาย ทำให้ทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนได้ถูกพัฒนาเพิ่มขึ้นมาเพื่อพยายามไขข้อสงสัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งมีงานวิจัยเกิดขึ้นเพื่อสร้างหลักฐานเชิงประจักษ์ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Kahya et al., 2020)

ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน

ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนถูกพัฒนาขึ้นโดย Kraus and Litzenberger (1973) ซึ่งเป็นการพัฒนาทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนขึ้นมาต่อจากทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (1958) โดยทฤษฎีการแลกเปลี่ยนมีจุดมุ่งหมายเพื่อสร้างสมดุลระหว่างต้นทุนการล้มละลายและผลประโยชน์ที่ได้จากการประหยัดภาษีจากการใช้หนี้สินระยะยาวเป็นแหล่งเงินทุนของกิจการ โดยการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวที่มาจาก การก่อหนี้จะทำให้ช่วยประหยัดภาษีจากการมีดอกเบี้ยเงินกู้ ทำให้กิจการมีต้นทุนต่ำลงและนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนจึงสนับสนุนว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเน้นการก่อหนี้สิน

นอกจากนี้ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนยังสรุปไว้ว่า การกำหนดโครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการอีกด้วย เช่น โอกาสในการเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของกิจการ (Kraus and Litzenberger, 1973) โดยในทฤษฎีการแลกเปลี่ยนระบุว่า กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักหลีกเลี่ยงที่จะก่อหนี้สิน เนื่องจาก กิจการที่อยู่ในช่วงการเติบโตมักจะมีความเสี่ยงในการมีต้นทุนการล้มละลายที่สูง จึงมักจะหลีกเลี่ยงหนี้ ทำให้โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุน กิจการจึงไม่ควรมีหนี้สินในปริมาณสูง (Chen et al., 2014) ในทางกลับกัน ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนสนับสนุนว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนและขนาดของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน เนื่องจาก กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูงสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้ได้ ทำให้กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้สูงตามไปด้วย (Chandra et al., 2019) ส่วนขนาดของกิจการในทฤษฎีการแลกเปลี่ยนสนับสนุนว่ากิจการขนาดใหญ่สามารถกระจายความเสี่ยงได้มากซึ่งนำไปสู่ความเสี่ยงในการล้มละลายที่ลดลง อีกทั้ง กิจการขนาดใหญ่ยังสามารถรับภาระหนี้สินได้ในจำนวนมากจึงมีโอกาสก่อหนี้ได้สูง (Jensen & Meckling, 1976)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยน

สำหรับการศึกษาด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยน การศึกษาของ Chandra (2015) พบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน และสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบเชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Yildirim et al., (2018) ที่ได้ศึกษาใน 7 ประเทศ (สหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร แคนาดา ญี่ปุ่น ไต้หวัน เกาหลีใต้ และอินเดีย) สนับสนุนว่า ขนาดของกิจการที่ใหญ่และการถือครองสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูง จะทำให้โครงสร้างเงินทุนมีสัดส่วนของหนี้สินสูงตามไปด้วย อีกทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Kahya et al., (2020) ที่ศึกษาในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศที่กำลังพัฒนา โดยผลการศึกษาของประเทศทั้งสองกลุ่มเหมือนกัน คือ ขนาดของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน และการศึกษาของ Bajaj et al., (2020) พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนส่งผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน ในประเทศจีนและอินเดีย รวมทั้งการศึกษาของ Öhman and Yazdanfar (2017) พบว่า โอกาสการเติบโตมีผลกระทบเชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยน

ในส่วนของการศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร การศึกษาของ Seetanah et al., (2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับ Basit and Hassan (2017) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถาน และ Tan and Hamid (2016) ที่ศึกษาในประเทศมาเลเซีย พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร อีกทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Chandra et al., (2019) ที่สนับสนุนว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณที่สูง จะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ที่ได้กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีการก่อหนี้จากหนี้สินระยะยาวจะสามารถประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยเงินกู้ ซึ่งทำให้กิจการมีต้นทุนต่ำลงจึงมีผลทำให้เพิ่มโอกาสในการสร้างผลกำไร (Kraus & Litzenberger, 1973)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นได้รับการพัฒนาโดย Myers and Majluf (1984) ซึ่งมีแนวคิดว่าการที่มีกำไรสูงจะเลือกการเพิ่มเงินลงทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ โดยสาเหตุไม่ใช่เพราะกิจการมีเป้าหมายที่จะก่อหนี้ในปริมาณต่ำ แต่เป็นเพราะต้องการรักษาโครงสร้างการเป็นเจ้าของ และเป็นวิธีหนึ่งในการหลีกเลี่ยงการโอนความมั่งคั่งให้แก่บุคคลภายนอก และหากเงินทุนภายในไม่เพียงพอ (กำไรสะสม) กิจการจึงจะเลือกแหล่งเงินทุนภายนอกเป็นลำดับถัดไป ซึ่งจะเลือกจากแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำที่สุด คือการก่อหนี้ระยะยาว ต่อด้วยการออกหุ้นเพิ่ม ในทางตรงกันข้าม กิจการที่มีกำไรต่ำจำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก เนื่องจาก แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอต่อการ

ดำเนินงาน ดังนั้น ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นจึงสนับสนุนว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร

นอกจากนี้ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นยังให้ข้อสรุปว่า กิจกรรมขนาดใหญ่จะต้องการเงินทุนปริมาณต่ำเพื่อขยายกิจการเพราะอยู่ในช่วงที่เติบโตเต็มที่แล้ว อีกทั้ง อาจเกิดข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้นทำให้ยากต่อการเพิ่มทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ดังนั้น ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นจึงสนับสนุนว่าขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน (Lazăr, 2016) ในขณะที่ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นสนับสนุนว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนและโอกาสในการเติบโตมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน เนื่องจาก สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถเป็นหลักประกันในการก่อหนี้ระยะยาวได้ และกิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักจะต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก เพราะแหล่งเงินทุนภายในอาจไม่เพียงพอต่อการดำเนินงานในช่วงที่มีอัตราการเติบโตสูง (Fauzi et al., 2013; Sawitri & Lestari, 2015)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

สำหรับการศึกษาตัวแปรด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น การศึกษาของ Haron (2016) และ Gómez et al., (2016) พบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในประเทศอินโดนีเซีย และการศึกษาของ Chadha and Sharma (2015) และ Yildirim et al., (2018) พบว่า โอกาสในการเติบโตและสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ในส่วนของการศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร การศึกษาของ Ahmed and Afza (2019) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถาน ได้สนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Wijaya et al., (2020) ที่ศึกษาในอินโดนีเซีย การศึกษาของ Vätavua (2015) ที่ศึกษาในโรมาเนีย และการศึกษาของ Quang and Xin (2014) ที่ศึกษาในเวียดนาม ซึ่งสนับสนุนว่า โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณต่ำจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูง ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีกำไรสูง มักจะเลือกใช้กำไรสะสมเป็นแหล่งเงินทุนของกิจการเป็นลำดับแรก ทำให้โครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินในปริมาณต่ำมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของกิจการที่สูง (Myers & Majluf, 1984)

ทั้งนี้ ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนไม่จำเป็นต้องใช้ทฤษฎีใดทฤษฎีหนึ่งเป็นพื้นฐานในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ซึ่งกิจการอาจจะพิจารณาคุณลักษณะเฉพาะของกิจการในด้านต่าง ๆ เพื่อกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยผสมผสานทั้งทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น หรืออาจใช้เพียงทฤษฎีใดทฤษฎีหนึ่งที่เหมาะสมตามคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ซึ่งการศึกษารุ่นนี้ต้องการสร้างหลักฐานเชิงประจักษ์ว่าในอุตสาหกรรมบริการ ของบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่าใช้ทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนทฤษฎีใดเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาจากคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ และทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนทฤษฎีใดที่จะจัดการสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ นอกจากนี้จะศึกษาภายใต้บริบทในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาดในประเทศไทย เพื่อให้ได้องค์ความรู้ว่าในช่วงที่ประเทศไทยเผชิญปัญหาการระบาดของโรคโควิด-19 กิจการจะมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างไปจากช่วงสถานการณ์ปกติหรือไม่ โดยมีสมมติฐานดังนี้

H1: สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด

H2: สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

H3: โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด

H4: โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

H5: ขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด

H6: ขนาดของกิจการมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

H7: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด

H8: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

H9: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด

H10: โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

วิธีการศึกษา

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัย คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 119 บริษัท ข้อมูล ณ วันที่ 15 เมษายน 2564 (Stock Exchange of Thailand, 2021) โดยการศึกษาครั้งนี้จะวิเคราะห์ข้อมูลจากบริษัทที่เข้าตลาดหลักทรัพย์ก่อน 1 มกราคม พ.ศ. 2562 เนื่องจากใช้ข้อมูลงบการเงินใน พ.ศ. 2562 สำหรับช่วงก่อนระบาดของโรคโควิด-19 และใช้ข้อมูลใน พ.ศ. 2563 สำหรับช่วงการระบาดของโรคโควิด-19 และไม่นำบริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เข้ามาวิเคราะห์ในการศึกษา (Quang & Xin, 2014) ทำให้สุดท้ายแล้วเหลือขนาดของกลุ่มตัวอย่าง 99 ตัวอย่าง

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเฉลี่ย

2. การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ ด้วยวิเคราะห์ค่า VIF (Variance Inflation Factor) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity)
3. วิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองสมมติฐาน ด้วยการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย 1) ตัวแปรด้านคุณลักษณะของกิจการ (Firm Characteristics) เป็นตัวแปรอิสระ 2) ตัวแปรโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เป็นตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม และ 3) ตัวแปรความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เป็นตัวแปรตามในการศึกษาครั้งนี้ โดยวิธีการคำนวณแสดงดังตารางที่ 1 (Table 1)

ตารางที่ 1. การคำนวณตัวแปรในการศึกษา

Table 1. Calculation of variables in the study

ตัวแปร (Variable)	การวัด (Measurement)	การอ้างอิง (Reference)
คุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm Characteristics: FC)		
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility: Tang)	สินทรัพย์ถาวร / สินทรัพย์รวม (Fixed assets / Total assets)	Wijayaa et al. (2020) Chandra et al. (2019) Öhman and Yazdanfar (2017) Haron (2016)
โอกาสในการเติบโต (Growth rate)	% การเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์รวม (% Change in total assets)	Chandra et al. (2019) Pacheco and Tavares (2017) Chandra (2015) Rezaei and Habashi (2012)
ขนาดของกิจการ (Firm size)	ลอการิทึมของยอดขายรวม (Logarithm of total sales)	Kahya et al. (2020) Wijayaa et al. (2020) Yildirim et al. (2018) Öhman and Yazdanfar (2017)
โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure: CS)		
อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ ถือหุ้น (Debt to equity: D/E)	หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้น (Total debt / Shareholder's equity)	Bajaj et al. (2020) Huseini (2018) Basit and Hassan (2017) Tan and Hamid (2016) Huseini (2018)
Profitability (PF)		
อัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม (Return on assets: ROA)	กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม (Net income / Total assets)	Kahya et al., (2020) Wijayaa et al., (2020) Ahmed and Afza (2019) Huseini (2018) Basit and Hassan (2017)
อัตราผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้น (Return on equity: ROE)	กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้น (Net income / Shareholder's equity)	Ahmed and Afza (2019) Basit and Hassan (2017) Pacheco and Tavares (2017) Tan and Hamid (2016)

ผลการศึกษา

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา แสดงดังตารางที่ 2 (Table 2) และการวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติในการศึกษานี้ด้วยวิเคราะห์การหาค่า VIF (Variance Inflation Factor) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) แสดงดังตารางที่ 3 (Table 3)

ตารางที่ 2. ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

Table 2. Descriptive statistical analysis results

ตัวแปร (Variable)	ก่อนโรคโควิด-19 ระบาด (Before the COVID-19 pandemic)			ระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด (During the COVID-19 pandemic)		
	ต่ำสุด	สูงสุด	เฉลี่ย	ต่ำสุด	สูงสุด	เฉลี่ย
	(Min)	(Max)	(Mean)	(Min)	(Max)	(Mean)
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility)	0.12	0.98	0.65	0.16	0.97	0.69
โอกาสในการเติบโต (Growth rate)	-0.64	1.36	0.06	-0.43	1.11	0.11
ขนาดของกิจการ (Firm size)	2.03	5.76	3.53	1.83	5.74	3.42
โครงสร้างเงินทุน (Capital structure)	0.04	11.14	0.99	0.03	11.58	1.27
อัตราผลตอบแทนต่อ สินทรัพย์รวม (Return on assets)	-17.54	28.60	7.20	-31.38	59.98	3.17
อัตราผลตอบแทนต่อส่วน ของผู้ถือหุ้น (Return on equity)	-70.54	39.59	7.70	-85.29	107.70	1.60

จากตารางที่ 2 (Table 2) ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา พบว่า กิจการในอุตสาหกรรมบริการ จากบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) เฉลี่ยในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด 0.65 เท่า และ 0.69 เท่า ตามลำดับ มีโอกาสในการเติบโต (Growth Rate) เฉลี่ยในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ร้อยละ 0.06 และ 0.11 ตามลำดับ อีกทั้ง มีขนาดของกิจการ (Firm Size) เฉลี่ยในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด อยู่ที่ 3.53 และ 3.42 ตามลำดับ

สำหรับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด มีอัตราส่วนหนี้สิน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย 0.99 เท่า ซึ่งต่ำกว่าช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน

ของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย 1.27 เท่า สะท้อนให้เห็นว่าช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด กิจกรรมมีสัดส่วนของหนี้สินต่ำกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ ระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด กิจกรรมมีสัดส่วนของหนี้สินสูงกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด มีค่าเฉลี่ยสูงกว่า ช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด โดยมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets) เฉลี่ยในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ร้อยละ 7.20 และ 3.17 ตามลำดับ อีกทั้งมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity) เฉลี่ยในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ร้อยละ 7.70 และ 1.60 ตามลำดับ

ตารางที่ 3. การวิเคราะห์ค่า VIF

Table 3. Analysis of VIF values

	ก่อนโรคโควิด-19 ระบาด			ระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด		
	(Before the COVID-19 pandemic)			(During the COVID-19 pandemic)		
	<i>S. D.</i>	Tolerance	VIF	<i>S. D.</i>	Tolerance	VIF
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility)	0.595	0.982	1.018	0.737	0.992	1.008
โอกาสในการเติบโต (Growth rate)	0.576	0.993	1.007	0.567	0.987	1.013
ขนาดของกิจการ (Firm size)	0.183	0.978	1.022	0.208	0.986	1.014

จากตารางที่ 3 (Table 3) เมื่อนำตัวอิสระทั้ง 3 ตัว มาวิเคราะห์ค่า VIF (Variance Inflation Factor) พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรอิสระ 3 ตัว ทั้งช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด มีค่าไม่เกิน 5.00 ซึ่งหมายความว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันเองสูง (Multicollinearity) (Hair et al., 2010)

สำหรับวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสนองสมมติฐานในการศึกษาครั้งนี้ได้วิเคราะห์ด้วยการวิเคราะห์ถดถอย ซึ่งแสดงดังตารางที่ 4-5 (Table 4-5)

ผลการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแปรด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการและโครงสร้างเงินทุน พบว่า โอกาสในการเติบโตและขนาดของกิจการ (Growth Rate and Firm Size) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ในขณะที่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) ส่งผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด สำหรับระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนและขนาดของกิจการ (Tangibility and Firm Size) ส่งผล

กระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 อีกทั้งโอกาสในการเติบโต (Growth Rate) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แสดงดังตารางที่ 4 (Table 4)

ตารางที่ 4. การวิเคราะห์อิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อโครงสร้างเงินทุน

Table 4. An analysis of the influence of the firm characteristics on capital structure

	ก่อนโรคโควิด-19 ระบาด			ระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด		
	(Before the COVID-19 pandemic)			(During the COVID-19 pandemic)		
	β	t	p -value	β	t	p -value
สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้าง เงินทุน (Tangibility on capital structure)	0.155	1.596	0.114	0.193	2.149	0.034*
โอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้าง เงินทุน (Growth rate on capital structure)	0.201	2.075	0.041*	0.347	3.851	0.000**
ขนาดของกิจการต่อโครงสร้าง เงินทุน (Firm size on capital structure)	0.197	2.025	0.046*	0.228	2.527	0.013*
	$R^2 = 0.120$ Adj $R^2 = 0.092$			$R^2 = 0.239$ Adj $R^2 = 0.215$		

ตารางที่ 5. การวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างเงินทุนต่อความสามารถในการทำกำไร

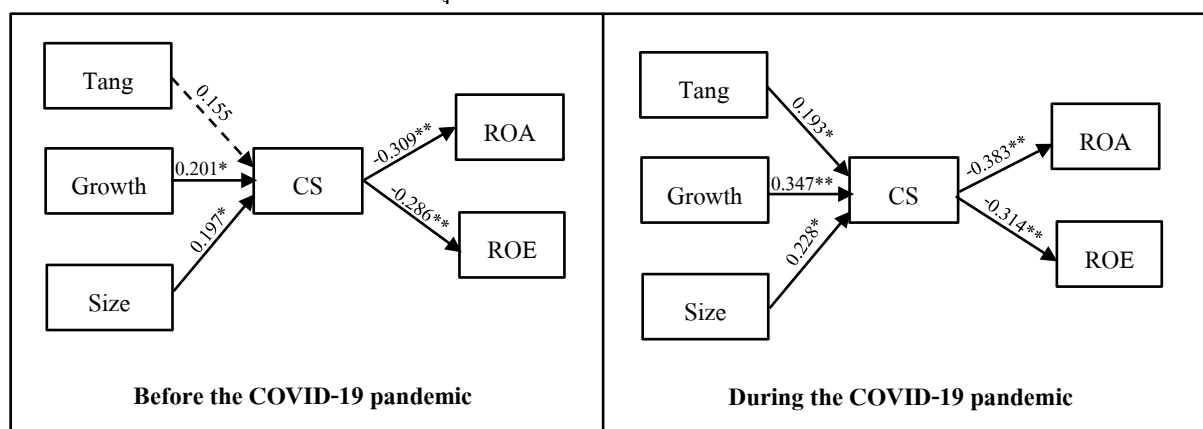
Table 5. An analysis of the influence of capital structure on profitability

	ก่อนโรคโควิด-19 ระบาด			ระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด		
	(Before the COVID-19 pandemic)			(During the COVID-19 pandemic)		
	β	t	p -value	β	t	p -value
โครงสร้างเงินทุนต่อ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ รวม (Capital structure on return on assets)	-0.309	-3.205	0.002**	-0.383	-4.082	0.000**
	$R^2 = 0.096$ Adj $R^2 = 0.086$			$R^2 = 0.147$ Adj $R^2 = 0.138$		
โครงสร้างเงินทุนต่อ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ ถือหุ้น (Capital Structure on return on equity)	-0.286	-2.936	0.004**	-0.314	-3.262	0.002**
	$R^2 = 0.082$ Adj $R^2 = 0.072$			$R^2 = 0.099$ Adj $R^2 = 0.090$		

จากตารางที่ 5 (Table 5) ผลการวิเคราะห์การถดถอยของตัวแปรด้านโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการทำกำไร พบว่า โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) มีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ทั้งผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาดและระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด

อภิปรายผล

ผลการศึกษาครั้งนี้แสดงเป็นภาพของกรอบแนวคิดการวิจัยดังภาพที่ 1 (Figure 1) โดยเริ่มจากการวิเคราะห์ผลการวิจัยของปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน ตามด้วยการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร



Note1: ** Significant at $P < 0.01$, * Significant at $P < 0.05$

--- ➔ Reject hypothesis, — ➔ Accept hypothesis

Figure 1 Summary of the hypothesis testing results

จากการทดสอบสมมติฐานในส่วนของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ พบว่า สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ในขณะที่สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 2 และแสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูงจะมีโอกาสในการก่อหนี้ที่สูงขึ้นตามไปด้วย ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูงสามารถใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักประกันในการก่อหนี้ได้ จึงทำให้กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้สูงตามไปด้วย (Chandra et al., 2019) และสอดคล้องกับการศึกษาของ Bajaj et al., (2020), Chandra (2015) และ Yildirim et al., (2018) ที่สนับสนุนว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน จากผลการศึกษาครั้งนี้ได้ให้ข้อสรุปว่า ในช่วงโรคโควิด-19 ระบาด กิจการที่มี

สินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงส่งผลให้มีการก่อหนี้ในปริมาณสูงตามไปด้วย ในขณะที่ ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

สำหรับโอกาสในการเติบโต ผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 3-4 สะท้อนให้เห็นว่ากิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะทำให้กิจการมีการก่อหนี้สูงขึ้นตามไปด้วย โดยทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักจะต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก เพราะแหล่งเงินทุนภายในอาจไม่เพียงพอต่อการดำเนินงานในช่วงที่มีอัตราการเติบโตสูง (Fauzi et al., 2013; Sawitri & Lestari, 2015) จึงทำให้กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีการก่อหนี้ที่สูงตามไปด้วย ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chadha and Sharma (2015) และ Yildirim et al., (2018) ที่พบว่า โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการ จากผลการศึกษาครั้งนี้ ได้ให้ข้อสรุปว่า ทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด โอกาสในการเติบโตมีผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ในส่วนของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการด้านขนาดของกิจการ พบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ซึ่งยอมรับสมมติฐานที่ 5-6 สะท้อนให้เห็นว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่จะส่งผลให้มีการก่อหนี้ในปริมาณที่สูง ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ที่กล่าวไว้ว่า กิจการขนาดใหญ่สามารถกระจายความเสี่ยงได้มากซึ่งนำไปสู่ความเสี่ยงในการล้มละลายที่ลดลง อีกทั้ง กิจการขนาดใหญ่ยังสามารถรับภาระหนี้สินได้ในจำนวนมากจึงมีโอกาสก่อหนี้ได้สูง (Jensen & Meckling, 1976) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Kahya et al., (2020) และ Yildirim et al., (2018) ที่ให้หลักฐานเชิงประจักษ์ว่ากิจการขนาดใหญ่จะทำให้มีโครงสร้างเงินทุนที่มีการก่อหนี้ในปริมาณสูง

ถัดมาในส่วนของการทดสอบสมมติฐานของผลกระทบในโครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร พบว่า ในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด มีผลการศึกษาที่เหมือนกัน คือ โครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนให้เห็นว่ากิจการที่มีการก่อหนี้ในปริมาณที่ต่ำจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ที่กล่าวไว้ว่า กิจการมักจะเลือกเพิ่มเงินทุนของกิจการจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก แล้วจึงเลือกการก่อหนี้ระยะยาวเป็นลำดับถัดไป เพื่อหลีกเลี่ยงการโอนความมั่งคั่งให้แก่บุคคลภายนอก โดยผลการศึกษาครั้งนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ahmed and Afza (2019), Quang and Xin (2014), Vătavua (2015) และ Wijaya et al., (2020) ที่สนับสนุนว่า กิจการที่มีการก่อหนี้ในปริมาณต่ำส่งผลให้มีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ทั้งนี้ ภายใต้อิทธิพลของความผันผวนและความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจทำให้ผู้ประกอบการมีความระมัดระวังการก่อหนี้ โดยผลการศึกษาครั้งนี้สะท้อนให้เห็นว่า กิจการในอุตสาหกรรมบริการของ

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิดของ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยมีสัดส่วนของหนี้สินในปริมาณต่ำเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับกิจการ

สรุปผลการศึกษา

การสรุปผลการนำทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนมาใช้ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในอุตสาหกรรมบริการในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แสดงดังตารางที่ 6 (Table 6)

ตารางที่ 6. สรุปผลการประยุกต์ใช้ทฤษฎีโครงสร้างทุนเพื่อกำหนดโครงสร้างเงินทุน

Table 6. Summarization of the results of applying the theory of capital structure to determine the capital structure

	ก่อนโรคโควิด-19 ระบาด		ระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด	
	(Before the COVID-19 pandemic)		(During the COVID-19 pandemic)	
	Trade-off	Pecking Order	Trade-off	Pecking Order
สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อโครงสร้าง เงินทุน (Tangibility on capital structure)	-	-	/	/
โอกาสในการเติบโตต่อโครงสร้าง เงินทุน (Growth rate on capital structure)		/		/
ขนาดของกิจการต่อโครงสร้าง เงินทุน (Firm size on capital structure)	/		/	
โครงสร้างเงินทุนต่อผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์รวม (Capital structure on return on assets)		/		/
โครงสร้างเงินทุนต่อผลตอบแทน ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Capital Structure on return on equity)		/		/

การศึกษาถึงการกำหนดโครงสร้างเงินทุนภายใต้สถานการณ์โควิด-19 ได้ศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่ามีการใช้ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นร่วมกันสำหรับตัวแปรด้านคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ซึ่งพบว่า กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูงจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการก่อ

หนี้ที่สูงขึ้น ในช่วงระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด อีกทั้ง การมีโอกาสนในการเติบโตสูง และขนาดของกิจการใหญ่ จะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการก่อหนี้ที่สูงขึ้น ทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด เนื่องจาก กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนในปริมาณสูงจะมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน เพื่อเปิดโอกาสในการสร้างหนี้ได้สูง อีกทั้ง ขนาดของกิจการที่ใหญ่มีโอกาสนในการล้มละลายที่ลดลงจึงสามารถก่อหนี้ได้ในปริมาณที่สูง นอกจากนี้ โอกาสนในการเติบโตสูงมักมีแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน จึงมีโอกาสนในการก่อหนี้เพื่อมาใช้ในการกิจกรรมดำเนินงาน

ในส่วนของการสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไรทั้งในช่วงก่อนโรคโควิด-19 ระบาด และระหว่างโรคโควิด-19 ระบาด ซึ่งสอดคล้องกับการใช้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีหนี้สินในปริมาณที่ต่ำจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ซึ่งทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นสนับสนุนให้กิจการก่อหนี้ในปริมาณต่ำ และเพิ่มทุนด้วยกำไรสะสม โดยเน้นการรักษาโครงสร้างการเป็นเจ้าของในโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

ข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์และการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. ข้อเสนอแนะการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

ผลการศึกษาครั้งนี้ ผู้บริหารของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนในกิจการ โดยกิจการสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้โดยการกำหนดสัดส่วนของหนี้สินให้มีปริมาณต่ำ และเพิ่มทุนด้วยการใช้แหล่งเงินทุนภายใน เช่น กำไรสะสมของกิจการ

2. ข้อเสนอแนะการทำวิจัยครั้งต่อไป

สำหรับการทำวิจัยครั้งต่อไป ผู้วิจัยสามารถใช้กรอบแนวคิดการวิจัยในครั้งนี้ไปวิเคราะห์ในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ซึ่งอาจจะได้ข้อสรุปที่แตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ รวมทั้งสามารถใช้ตัวแปรอื่น ๆ ในการพยากรณ์การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร ซึ่งการกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนอาจเป็นเพียงส่วนหนึ่งในปัจจัยด้านการเงินที่สามารถพยากรณ์การเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

เอกสารอ้างอิง

- Ahmed, N. & Afza, T. (2019). Capital Structure, Competitive Intensity and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *Journal of Advances in Management Research*, 16(5), 796-813. <https://doi.org/10.1108/JAMR-02-2019-0018>
- Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2020). Capital Structure Dynamics: China and India (Chindia) Perspective. *European Business Review*, 32(5), 845-868. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2019-0203>
- Basit, A. & Hassan, Z. (2017). Impact of Capital Structure on Firms Performance: A Study on Karachi Stock Exchange (KSE) Listed Firms in Pakistan. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 4(2), 118-135.

- Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Martha Ng. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns: Empirical Analysis of Firms Listed in Kompas 100. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 12(2), 74-89. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-11-2018-0042>
- Chandra, T. (2015). Analysis of Factors Affecting Capital Structure on Listed Company in Kompas 100 Index. *Indian Journal of Applied Business and Economic Research*, 13(9), 7049-7066.
- Chadha, S., & Sharma, A. K. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Evaluation from India. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 3-14. <https://doi.org/10.1108/JAMR-08-2014-0051>
- Chen, J., Jiang, C., & Lin, Y. (2014). What Determine Firms' Capital Structure in China?. *Managerial Finance*, 40(10), 1024-1039. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2013-0163>
- Euwiwatsakul, S. (2020). *The Impact and Direction of the Industry After the Diffusion Situation COVID-19 Outbreak*. (In Thai). http://www.oie.go.th/assets/portals/1/fileups/2/files/ArticlesAnalysis/Direction_industry_after_COVID-19.pdf
- Fauzi, F., Basyith, A., & Idris, M. (2013). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand Listed Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 1-21. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v5i2.3740>
- Gómez, A. P., Castro, G. Á., & Ortega, M. F. (2016). Determinants of Leverage in Mining Companies, Empirical Evidence for Latin American Countries. *Contaduría y Administración*, 61(1), 26-40. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.09.010>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis*. Pearson. <https://doi.org/10.1016/j.jmva.2009.12.014>
- Haron, R. (2016). Do Indonesian Firms Practice Target Capital Structure? A Dynamic Approach. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 318-334. <https://doi.org/10.1108/JABS-07-2015-0100>
- Husaeni, U. A. (2018). Determinants of Capital Structure in Companies Listed in the Jakarta Islamic index. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 26(2), 443-456.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kahya, E. H., Ersen, H. Y., Ekinci, C., Tas, O., & Simsek, K. D. (2020). Determinants of Capital Structure for Firms in An Islamic Equity Index: Comparing Developed and Developing Countries. *Journal of Capital Markets Studies*, 4(2), 167-191. <https://doi.org/10.1108/JCMS-07-2020-0023>
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Lazăr, S. (2016). Determinants of Firm Performance: Evidence from Romanian Listed Companies. *Review of Economic and Business Studies*, 9(1), 53-69. <https://doi.org/10.1515/rebs-2016-0025>
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 157-187. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Öhman, P. & Yazdanfar, D. (2017). Short- and Long-Term Debt Determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124. <https://doi.org/10.1108/RAF-08-2015-0118>
- Pacheco, L. & Tavares, F. (2017). Capital Structure Determinants of Hospitality Sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113-132. <https://doi.org/10.5367/te.2015.0501>
- Pestonji, C. & Wichitsatian, S. (2019). Determinants of Working Capital Management Impacting on Profitability: Evidence from Agro and Food Industry in Stock Exchange of Thailand. (In Thai). *Suranaree J. Soc. Sci*, 13(1), 89-104.
- Quang, D. X. & Xin, W. Z. (2014). The Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms. *International Business Research*, 7(2), 64-71. <https://doi.org/10.5539/ibr.v7n2p64>
- Rani, N., Yadav, S. S., & Tripathy, N. (2020). Capital Structure Dynamics of Indian Corporates. *Journal of Advances in Management Research*, 17(2), 212-225. <https://doi.org/10.1108/JAMR-12-2017-0125>

- Rezaei, F. & Habashi, S. S. (2012). Co-Determination of Capital Structure and Stock Return through Simultaneous Structural Equations Model. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(12), 12939-12948.
- Stock Exchange of Thailand. (2021). *Sector Quotation*. (In Thai).
<https://www.set.or.th/th/market/product/stock/search>
- Sawitri, N. P. Y. R. & Lestari, P. V. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(5), 1238-1251.
- Seetanah, B., Seetah, K., Appadu, K., & Padachi, K. (2014). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from An Emerging Economy. *The Business & Management Review*, 4(4), 185-196.
- Tan, S. L. & Hamid, N. I. N. A. (2016). Capital Structure and Performance of Malaysia Plantation Sector. *Journal of Advanced Research in Social and Behavioural Sciences*, 3(1), 34-45.
- Vătavua, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1314-1322. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01508-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01508-7)
- Wijaya, E., Asyik, N. F., and Fadrul. (2020). Capital Structure and Profitability of LQ45 Index in Indonesia: Pecking Order Theory Approach. *Journal of Applied Business and Technology*, 1(2), 69-75.
<https://doi.org/10.35145/jabt.v1i2.32>
- Yildirim, R., Masih, M., and Bacha, O.I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shariah compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198-219.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.008>