ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: การเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

สุวิชาดา สร้อยทอง[1,*], พรวรรณ นันทแพศย์[2]
[1,2]คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

Received: 29 May 2026
Revised: 22 June 2026
Accepted: 24 June 2026

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจำแนกกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวสูงต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ จำนวน 89 บริษัท และ 2) กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารซึ่งเป็นกลุ่มที่อ่อนไหวต่ำต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ จำนวน 48 บริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2564 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2568 รวม 20 ไตรมาส ลักษณะข้อมูลแบบ Panel สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์เชิงพรรณนา รวมถึงมีการวิเคราะห์ทางสถิติเชิงอนุมานด้วยวิธีการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า โอกาสการเติบโต ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ และขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงการเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับอัตราส่วนสภาพคล่อง และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรมเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม อายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนเฉพาะกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมอย่างมีนัยสำคัญ ความผันผวนของรายได้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนเฉพาะกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าประเภทของอุตสาหกรรมมีความสำคัญต่อโครงสร้างทางการเงิน

คำสำคัญ : โครงสร้างเงินทุน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

[*] ผู้ประสานงานหลัก; อีเมล์: suwichada.sr@ku.ac.th

Determinants of Capital Structure in the Stock Exchange of Thailand: A Comparative Analysis between Industrial Products and AGRO Industries

Suwichada Sroythong[1,*], Pornwan Nunthaphad[2]

[1,2]Faculty of Business Administration, Kasetsart University

Received: 29 May 2026
Revised: 22 June 2026
Accepted: 24 June 2026

Abstract

This study aims to investigate factors influencing capital structure of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. The samples are classified into two groups. The first group is the industrial products industry, which is more sensitive to economic uncertainty, comprising 89 companies. The second group is the AGRO industry, which is less sensitive to economic uncertainty, comprising 48 firms. Quarterly panel data are collected from the first quarter of 2021 to the fourth quarter of 2025 with a total of 20 periods. Descriptive statistics are employed for this analysis while inferential statistics are conducted using Multiple Regression Analysis.

The findings reveal that growth opportunity, asset tangibility, non-debt tax shield, and firm size have statistically significant positive relationships with capital structure in both industries. In contrast, liquidity ratio and return on assets exhibit statistically significant negative relationships with capital structure across both industries.

However, firm age shows a statistically significant negative relationship with capital structure only in the industrial products industry. In addition, revenue volatility demonstrates a statistically significant positive relationship with capital structure only in the AGRO industry. The results indicate that industry type plays an important role in determining corporate capital structure.

Keywords: Capital Structure, Industrial Products Industry, AGRO Industry

[*] Corresponding Author; E-mail: suwichada.sr@ku.ac.th

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในสภาวการณ์ทางธุรกิจปัจจุบันที่เต็มไปด้วยความผันผวน การตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุน นับเป็นหนึ่งในการจัดการด้านการเงินที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ ภายใต้ความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบในวงกว้าง องค์กรธุรกิจจำเป็นต้องปรับตัวและบริหารโครงสร้างเงินทุนอย่างรอบคอบเพื่อรองรับปัจจัยเสี่ยงจากสภาวะเศรษฐกิจที่อาจเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของตลาดเกิดใหม่ เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมักเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่มีความอ่อนไหวสูง ทั้งนี้ ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจเหล่านี้อาจส่งผลต่อความผันผวนของรายได้ สภาพคล่อง โอกาสในการเติบโต และความมีตัวตนของสินทรัพย์ ซึ่งนำไปสู่การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

อย่างไรก็ดี ปัจจัยดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในสัดส่วนที่เท่ากัน แต่จะแปรผันตามระดับความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจของกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นๆ โดยจะส่งผลต่อกระแสเงินสด ความสม่ำเสมอของรายได้ และความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจสูง ได้แก่ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจเนื่องจากรายได้และความต้องการสินค้าขึ้นอยู่กับความเชื่อมั่นในการลงทุนและการผลิตของภาคธุรกิจ เมื่อเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอน ผู้ประกอบการมักลดหรือชะลอการลงทุน ทำให้กลุ่มอุตสาหกรรมนี้ได้รับผลกระทบค่อนข้างรวดเร็วและชัดเจนกว่าอุตสาหกรรมอื่นๆ สภาวการณ์ดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีระดับความเสี่ยงทางการเงินสูง กระแสเงินสดมีความไม่แน่นอนและแปรปรวนไปตามกลไกตลาดและเศรษฐกิจโลก ในขณะที่ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจต่ำ ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจต่ำ เพราะเป็นกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานในการดำรงชีวิต ความต้องการบริโภคจึงมีความต่อเนื่องและค่อนข้างมั่นคงแม้ในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัวก็ตาม

การจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นสอดคล้องกับ Bodie, Kane, and Marcus (2024) ซึ่ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมมีลักษณะเฉพาะต่างกันอย่างเด่นชัด โดยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีลักษณะเป็นอุตสาหกรรมตามวัฏจักร ซึ่งมีความไวต่อวัฏจักรธุรกิจสูง เนื่องจากโครงสร้างส่วนใหญ่จัดอยู่ในหมวดสินค้าทุน เครื่องจักร และวัสดุอุตสาหกรรม จึงมีความผันผวนของยอดขายสูง และมีการใช้ประโยชน์จากต้นทุนคงที่หรือการก่อภาระผูกพันดำเนินงานในสัดส่วนที่สูงตามลักษณะความมีตัวตนของสินทรัพย์ ในขณะที่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจัดอยู่ในหมวดสินค้าจำเป็นพื้นฐานหรืออุตสาหกรรมเชิงรับ ซึ่งมีความไวต่อปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคต่ำ ส่งผลให้รายได้และกำไรสะท้อนความมั่นคงสูงในทุกสภาวการณ์ เนื่องจากระดับความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อรายได้ต่ำ

แม้ว่างานวิจัยที่ผ่านมามีการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างกว้างขวาง แต่ช่องว่างการวิจัยที่ยังคงปรากฏในบริบทของตลาดทุนไทย คือ งานวิจัยส่วนใหญ่มักเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรในภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ หรือเป็นการศึกษาเฉพาะรายอุตสาหกรรม แต่ยังขาดการวิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่างกลุ่มอุตสหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจแตกต่างกัน ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งเติมเต็มช่องว่างดังกล่าว ซึ่งแนวทางการศึกษาเปรียบเทียบนี้ ได้รับการสนับสนุนจาก Fan, Titman, and Twite (2012) ที่ชี้ให้เห็นว่า ลักษณะและกลุ่มอุตสาหกรรมมีความสำคัญในการกำหนดความสามารถในการก่อหนี้ การสร้างความเข้าใจในประเด็นดังกล่าวจึงมีความจำเป็น เพื่อช่วยให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถพิจารณาโครงสร้างเงินทุนได้อย่างเหมาะสม

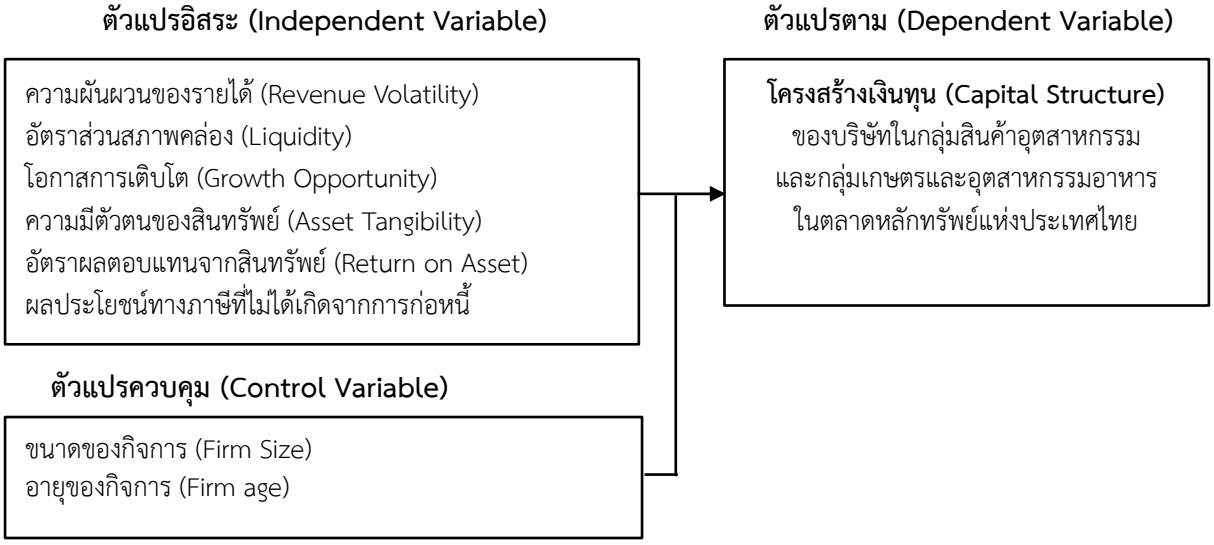
วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของความผันผวนของรายได้ อัตราส่วนสภาพคล่อง โอกาสในการเติบโต ความมีตัวตนของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ อายุ และขนาดของกิจการ ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของความผันผวนของรายได้ อัตราส่วนสภาพคล่อง โอกาสในการเติบโต ความมีตัวตนของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้อายุและขนาดของกิจการที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของอิทธิพลจากปัจจัยต่างๆ ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนระหว่างกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมและกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดการศึกษา



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1: ความผันผวนของรายได้ (VOL) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

เมื่อความผันผวนของรายได้อยู่ในระดับสูง บริษัทควรใช้หนี้สินในระดับที่ต่ำ เนื่องจากความเสี่ยงจากการดำเนินงานที่สูงขึ้น ทำให้ความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นเช่นกัน และส่งผลให้ความน่าจะเป็นในการล้มละลายเพิ่มสูงขึ้น Myers and Majluf (1984) นอกจากนี้ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ระบุว่าหากบริษัทไม่ต้องการพลาดโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนดีในอนาคต บริษัทควรใช้หนี้สินให้น้อยในปัจจุบัน จึงคาดว่าความผันผวนของรายได้จะมีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Titman and Wessels (1988)

สมมติฐานที่ 2: อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

บริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ อาจจำเป็นต้องพึ่งพาหนี้ โดยหากกิจการมีเงินสดไม่เพียงพอสำหรับการดำเนินงานหรือขยายกิจการ บริษัทอาจต้องกู้ยืมจากธนาคารหรือออกตราสารหนี้เพื่อเพิ่มสภาพคล่อง ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Kongsakul (2017) และ Deephan (2022) ที่กล่าวว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมักมีเงินทุนหมุนเวียนภายในที่เพียงพอ มักสามารถใช้เงินทุนภายในกิจการในการดำเนินงานและลงทุนได้ ทำให้ไม่มีความจำเป็นต้องก่อหนี้สินจากภายนอก

สมมติฐานที่ 3: โอกาสการเติบโต (GROWTH) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

บริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงมักมีความต้องการเงินทุน เพื่อขยายกิจการและลงทุนในสินทรัพย์ใหม่ บริษัทจะเลือกใช้เงินทุนภายในก่อน เมื่อเงินทุนภายในไม่เพียงพอ การกู้ยืมจึงเป็นทางเลือกต่อไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myers and Majluf (1984)

สมมติฐานที่ 4: ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (TANG) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

สินทรัพย์ที่มีตัวตน เช่น ที่ดิน อาคาร และเครื่องจักร ทำหน้าที่เป็นหลักประกันในการกู้ยืม ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงให้แก่ผู้ให้กู้และลดต้นทุนทางการเงิน Çekrezi (2013) ส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงมีความสามารถในการกู้ยืมที่มากกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูง Frank and Goyal (2009)

สมมติฐานที่ 5: ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

บริษัทที่มีผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) สูง จะสะสมกำไรไว้ใช้เป็นทุนสำรองภายในไว้มากขึ้น ทำให้ความจำเป็นในการพึ่งพาเงินกู้จากภายนอกลดลง Yıldırım and Karabayır (2024) ดังนั้น เมื่อบริษัทมีกำไรมากจะใช้หนี้สินน้อยลง จึงคาดการณ์ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลตอบแทนจากสินทรัพย์และโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานที่ 6: ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้ (NDTS) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

ตามทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-Off Theory) นั้น แม้ว่าค่าเสื่อมราคาจะช่วยลดหย่อนภาษีให้กับบริษัทได้ แต่บริษัทที่มีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจำนวนมากซึ่งตามมาด้วยผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้ที่สูงเช่นกัน โดยบริษัทมักจะกู้ยืมควบคู่ไปกับการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน Kongsakul (2017) และ Deephan (2022) จึงคาดการณ์ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานที่ 7: ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

บริษัทขนาดใหญ่มักมีความน่าเชื่อถือสูง มีความหลากหลายทางธุรกิจ จะเผชิญกับความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ที่ต่ำ ทำให้มีความเสี่ยงในการล้มละลายที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก รวมทั้งสามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ง่ายกว่าและมีต้นทุนในการกู้ยืมที่ต่ำกว่า Kongsakul (2017) และ Deephan (2022) ทั้งนี้ บริษัทขนาดใหญ่ จะมีการใช้หนี้สินในระดับที่สูงกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก Frank and Goyal (2009) และยังสอดคล้องกับ Titman and Wessels (1988) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของกิจการและโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานที่ 8: อายุของกิจการ (AGE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน (TDTA)

บริษัทที่มีอายุยาวนานมักมีผลการดำเนินงานที่มั่นคงและเป็นที่รู้จักในตลาดทุน ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ง่ายกว่า Takhtaei (2014) และ Yıldırım and Karabayır (2024) นอกจากนี้ บริษัทที่มีประสบการณ์ใน

การทำธุรกิจที่ยาวนาน มีแนวโน้มที่จะบริหารจัดการหนี้สินได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทที่มีอายุยาวนานมักมีความเสี่ยงน้อยกว่าบริษัทที่เพิ่งเริ่มต้นทำธุรกิจอีกด้วย

ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีที่ใช้สำหรับการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myers and Majluf (1984) ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ของ Modigliani and Miller (1963) ที่พิจารณาถึงจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีจากหนี้สินและต้นทุนการล้มละลายทางการเงิน และ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory) ที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายในการอธิบายพฤติกรรมการก่อหนี้ของกิจการ ซึ่งอธิบายว่า กิจการจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อนการกู้ยืม ซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ทำการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน ดังนี้

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related Research)

Frank and Goyal (2009) และ Talberg et al. (2008) พบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันมักมีโครงสร้างเงินทุนที่คล้ายกัน จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน มีดังต่อไปนี้ ความผันผวนของรายได้ (Revenue Volatility) พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุน (Titman and Wessels (1988) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน Cekrezi (2013), Yildirim and Karabayir (2024) และ Deephan (2022) โอกาสการเติบโต (Growth Opportunity) พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน Jaengraksakul et al. (2021) ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (Asset Tangibility) มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกัน Cekrezi (2013) และ Frank and Goyal (2009) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน Çekrezi (2013), Yıldırım and Karabayır (2024), Singsuphan (2019) และ Jaengraksakul et al. (2021) นอกจากนี้ ปัจจัยด้านภาษีและลักษณะเฉพาะของกิจการอย่างผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-Debt Tax Shield) พบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน Kongsakul (2017), Singsuphan (2019), และ Jaengraksakul et al.(2021) ขนาดของกิจการ (Size) พบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุน กิจการที่มีขนาดใหญ่และดำเนินงานมานานมีความมั่นคงและมีชื่อเสียงในตลาดทุน ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ง่ายกว่ากิจการขนาดเล็ก Takhtaei (2014) และ Yıldırım and Karabayır (2024) อายุของกิจการ (Age) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน บริษัทที่มีอายุยาวนานมักมีผลการดำเนินงานที่มั่นคงและเป็นที่รู้จักในตลาดทุน ทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ง่ายกว่า Takhtaei (2014) และ Yıldırım and Karabayır (2024)

จากทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยจึงกำหนดกรอบแนวคิด ปัจจัยที่อาจมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาเปรียบเทียบระหว่าง กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจสูง และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจต่ำ แบบจำลองสำหรับการศึกษาในครั้งนี้ มีตัวแปรอิสระประกอบด้วย ความผันผวนของรายได้ อัตราส่วนสภาพคล่อง โอกาสในการเติบโต ความมีตัวตน

ของสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ และมีอายุและขนาดกิจการเป็นตัวแปรควบคุม โดยมีตัวแปรตาม คือ โครงสร้างเงินทุนของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวมาข้างต้น

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงปริมาณ โดยศึกษาบริษัทที่อยู่ใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (ARGO) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม INDUS เป็นตัวแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจสูง และกลุ่ม AGRO เป็นตัวแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจต่ำ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประเภทข้อมูล Panel เก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2564 ถึงไตรมาส 4 ปี พ.ศ. 2568 รวมระยะเวลา 20 ไตรมาส แบ่งเป็นบริษัทในกลุ่ม INDUS จำนวน 89 บริษัท รวมทั้งสิ้น 1,780 ข้อมูล และกลุ่ม AGRO จำนวน 48 บริษัท รวมทั้งสิ้น 960 ข้อมูล จาก www.setmart.or.th ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้ได้แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยใช้การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานด้วยโปรแกรม EViews และมีแบบจำลองจำนวน 2 แบบจำลอง ดังนี้

แบบจำลองที่ 1 โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (TDTA : INDUS)

$$TDTA\ (INDUS)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VOL_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 NDTS_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 TDTA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

แบบจำลองที่ 2 โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (TDTA : ARGO)

$$TDTA\ (ARGO)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VOL_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 NDTS_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 TDTA_{i,t-1} + \varepsilon_i$$

โดยตัวแปรในการศึกษามีดังนี้

β_0	คือ ค่าคงที่
$\beta_1 - \beta_9$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ
$TDTA\ (INDUS)_{i,t}$	คือ โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม
$TDTA\ (ARGO)_{i,t}$	คือ โครงสร้างเงินทุนของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม
$VOL_{i,t}$	คือ ความผันผวนของรายได้ของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก (รายได้รวมปัจจุบัน – รายได้รวมปีก่อน) / ยอดขายเฉลี่ยของปีปัจจุบันและปีก่อน

$LIQ_{i,t}$	คือ อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจากสินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน
$GROWTH_{i,t}$	คือ โอกาสการเติบโตของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก ราคาตลาดต่อหุ้น / มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น
$TANG_{i,t}$	คือ ความมีตัวตนของสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก ที่ดินอาคารและอุปกรณ์ / สินทรัพย์รวม
$ROA_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก กำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษี / สินทรัพย์รวมเฉลี่ยของปีปัจจุบันและปีก่อน
$NDTS_{i,t}$	คือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ที่ไม่เกิดจากการก่อหนี้ของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย / สินทรัพย์รวม
$TDTA_{i,t-1}$	คือ โครงสร้างเงินทุนของบริษัท i ณ เวลาที่ t-1 คำนวณจาก หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม
$AGE_{i,t}$	คือ อายุของกิจการของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจาก จำนวนปีตั้งแต่เริ่มจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
$SIZE_{i,t}$	คือ ขนาดของกิจการของบริษัท i ณ เวลาที่ t คำนวณจากสินทรัพย์รวม โดยแปลงค่าเป็นลอการิทึมของสินทรัพย์รวม หรือ LOG(SIZE)
$\varepsilon_{i,t}$	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลอง

การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วย Hausman Test เมื่อพิจารณาผลการทดสอบ Hausman Test หลังเพิ่มตัวแปรหน่วงเวลา พบว่าค่า Probability = 0.0009 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติน้อยกว่า 0.05 ($p < 0.05$) ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ยืนยันว่าแบบจำลอง Fixed Effects มีความเหมาะสมในการประมาณค่ามากกว่าแบบจำลอง Random Effects การยืนยันผลลัพธ์ความทนทาน (Robustness Results) จากผลการประมาณค่าด้วยวิธี Fixed Effects โดยการทดสอบ Wald Test ยืนยันว่าแบบจำลอง Fixed Effects Model มีความเหมาะสมในการประมาณค่ามากกว่า Pool Regression ดังนั้น การประมาณค่าด้วยแบบจำลอง Fixed Effects Model พร้อมควบคุมปัญหา Autocorrelation ด้วยตัวแปรหน่วงเวลา ทำให้ผลการศึกษามีความน่าเชื่อถือ

ผลการตรวจสอบความทนทานของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

เพื่อให้ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณมีความถูกต้อง แม่นยำ และน่าเชื่อถือตามหลักสถิติเศรษฐมิติ การวิจัยครั้งนี้ได้ดำเนินการตรวจสอบข้อสมมติฐานเบื้องต้นของแบบจำลอง โดยมีผลการทดสอบ ดังนี้

ข้อสมมติฐานด้านความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

จากการทดสอบการแจกแจงของค่าความคลาดเคลื่อน ด้วยสถิติ Jarque-Bera ของแบบจำลองกลุ่ม INDUS พบว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีลักษณะเข้าสู่การแจกแจงแบบปกติอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากกลุ่ม INDUS มีขนาดใหญ่มาก ($n = 1,750$) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีขีดจำกัดส่วนกลาง จึงช่วยยืนยันได้ว่าพารามิเตอร์ที่ประมาณค่าได้นั้นปราศจากความเอนเอียง สำหรับแบบจำลองของกลุ่ม AGRO มีขนาดกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่เช่นกัน ($n = 960$) ส่งผล

ให้ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงที่เข้าสู่สภาวะปกติตามข้อสมมติของทฤษฎีขีดจำกัดส่วนกลางเช่นเดียวกัน ทำให้ประสิทธิภาพของสถิติทดสอบ t-test และ F-test มีความถูกต้อง แม่นยำ และสามารถนำไปอ้างอิงได้อย่างน่าเชื่อถือ

ข้อสมมติฐานด้านค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนมีค่าเท่ากับศูนย์

ในแบบจำลองกลุ่ม INDUS มีการกำหนดให้คำนวณค่าคงที่ร่วมด้วยในสมการถดถอย ส่งผลให้โปรแกรมสำเร็จรูปคำนวณค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน (Mean of Residuals) ออกมามีค่าเท่ากับศูนย์พอดี E (ε) = 0 ซึ่งบ่งชี้ว่าแบบจำลองไม่มีความลำเอียง สอดคล้องตามเงื่อนไข เช่นเดียวกับแบบจำลองของกลุ่ม AGRO ที่มีการรวมค่าคงที่ เท่ากับ 0.1619 ไว้ในสมการ ส่งผลให้ทางคณิตศาสตร์สถิติกำหนดให้ค่าเฉลี่ยผลรวมของค่าความคลาดเคลื่อนมีค่าเท่ากับศูนย์โดยอัตโนมัติ สอดคล้องตามข้อสมมติฐานอย่างครบถ้วนสมบูรณ์

ข้อสมมติฐานด้านความคลาดเคลื่อนมีค่าความแปรปรวนคงที่

กลุ่ม INDUS งานวิจัยนี้ได้ใช้สถิติเพื่อควบคุมความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) โดยทำการประมาณค่าด้วยวิธี Panel EGLS (Cross-section weights) ส่งผลให้ค่าความคลาดเคลื่อนได้รับการปรับแต่งให้มีความคงที่ตลอดช่วงข้อมูล ซึ่งช่วยให้ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน รวมถึงค่าระดับนัยสำคัญที่ได้มีความแม่นยำสูง ขณะที่กลุ่ม AGRO งานวิจัยนี้ได้เลือกใช้วิธีคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ทนทานต่อปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (White Cross-section Standard Errors & Covariance) ในกระบวนการประมาณค่า ส่งผลให้ได้ค่าสถิติทดสอบที่ถูกต้อง เหมาะสม

ข้อสมมติฐานด้านค่าความคลาดเคลื่อนในแบบจำลองเป็นอิสระต่อกัน

จากการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์กันเองของค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) ของกลุ่ม INDUS พบว่าแบบจำลองเริ่มต้นมีปัญหาค่าความคลาดเคลื่อนสัมพันธ์กัน โดยมีค่าสถิติ Durbin-Watson (D.W.) เท่ากับ 2.2246 จึงได้แก้ไขปัญหาโดยการเพิ่มตัวแปร Autoregressive ระดับที่ 1 หรือ AR(1) เข้าไปในสมการ ส่งผลให้แบบจำลองที่ปรับปรุงแล้วมีค่าสถิติ D.W. เท่ากับ 2.0081 ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับเกณฑ์วิกฤต ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (k = 8, n = 1,750) พบว่าค่าสถิติดังกล่าวตกอยู่ในช่วงที่ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักคือ $d_u \leq d \leq 4 - d_u$ จากผลดังกล่าว แสดงว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Autocorrelation ส่วนแบบจำลองของกลุ่ม AGRO มีค่าสถิติ D.W. ภายหลังการแก้ไขด้วย AR(1) เท่ากับ 1.8715 ซึ่งเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับค่าวิกฤต ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (k = 8, n = 960) ค่าดังกล่าวอยู่ในเกณฑ์มาตรฐานที่ยอมรับได้ และไม่พบปัญหาความสัมพันธ์กันเองของค่าความคลาดเคลื่อน

ข้อสมมติฐานด้านตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองสูงผิดปกติ

ผลการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์พหุคูณระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ของกลุ่ม INDUS และ AGRO มีค่า Variance Inflation Factor (VIF) ไม่เกิน 10 ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่กำหนด จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวในแบบจำลองไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างกัน

ผลการทดสอบความนิ่งของข้อมูล

เนื่องจากในการศึกษาครั้งนี้มีช่วงเวลายาวถึง 20 ไตรมาส และมีตัวแปรที่มีแนวโน้มเติบโตตามเวลา ซึ่งโอกาสเกิดปัญหาสมการถดถอยลวง (Spurious Regression) จึงทำการทดสอบความนิ่งของข้อมูลด้วยวิธี Fisher-ADF ผลการทดสอบเชิงประจักษ์ พบว่า ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทั้งหมดของทั้งสองแบบจำลอง สามารถ

ปฏิเสธสมมติฐานหลักได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (p-value = 0.0000) ตั้งแต่ระดับ Level หรือ I(0) สรุปได้ว่า ชุดข้อมูลทั้งหมดมีลักษณะนิ่ง (Stationary) สามารถนำไปวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณได้

ผลการวิจัย

การศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนเปรียบเทียบระหว่างกลุ่ม INDUS และกลุ่ม AGRO ด้วยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะของข้อมูล และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) เพื่อให้ได้การประมาณค่าที่ไม่มีความลำเอียงที่ดีที่สุด (Best Linear Unbiased Estimator: BLUE) ตามรายละเอียดในตารางที่ 1 ถึง 5

ตารางที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ตัวแปร	หน่วย	Minimum	Maximum	Mean	S.D.
VOL	ร้อยละ	-98.57	364.08	2.07	26.06
LIQ	เท่า	0.17	443.89	6.64	29.21
GROWTH	เท่า	0.14	11.37	1.09	0.90
TANG	ร้อยละ	0.14	25.74	3.60	3.66
ROA	ร้อยละ	-31.65	43.66	5.35	7.32
NDTS	เท่า	0.00	0.03	0.01	0.00
AGE	จำนวนปี	5.00	50.00	22.64	10.82
SIZE	ล้านบาท	461.40	792,655.86	21,525.84	95,803.40
TDTA	เท่า	0.01	0.93	0.35	0.21

กลุ่ม INDUS มีโครงสร้างเงินทุน (TDTA) เฉลี่ย 0.35 เท่า และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) เท่ากับ 0.21% สะท้อนการพึ่งพาหนี้สินที่หลากหลายของกลุ่ม INDUS นอกจากนี้ ความผันผวนของรายได้ (VOL) แม้มีค่าเฉลี่ยเพียงร้อยละ 2.07 แต่มี S.D. สูงถึง 26.06% ชี้ให้เห็นถึงความไม่แน่นอนของรายได้ที่อยู่ในระดับสูง ในขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ) มีค่าเฉลี่ยสูงถึง 6.64 เท่า เพื่อรองรับความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยมีขนาดของกิจการ (SIZE) ที่วัดจากสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ย 21,525.84 ล้านบาท สะท้อนความหลากหลายของขนาดธุรกิจภายในกลุ่ม INDUS

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆของกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ตัวแปร	หน่วย	Minimum	Maximum	Mean	S.D.
VOL	ร้อยละ	-61.64	242.36	3.49	29.12
LIQ	เท่า	0.17	14.30	2.45	2.30
GROWTH	เท่า	0.14	13.60	2.00	1.76
TANG	ร้อยละ	0.38	19.49	3.24	2.67
ROA	ร้อยละ	-19.97	42.02	9.52	8.38
NDTS	เท่า	0.00	0.04	0.01	0.01
AGE	จำนวนปี	6.00	38.00	23.70	11.43
SIZE	ล้านบาท	1316.92	932,852.04	34,363.33	127,450.68
TDTA	เท่า	0.06	0.83	0.39	0.19

กลุ่ม AGRO มีโครงสร้างเงินทุน (TDTA) เฉลี่ย 0.39 เท่า ซึ่งสูงกว่ากลุ่ม INDUS อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 9.52 ซึ่งสูงกว่ากลุ่ม INDUS แสดงถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานและความต้านทานต่อวัฏจักรเศรษฐกิจที่ดีกว่า ขณะที่โอกาสในการเติบโต (GROWTH) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 2.00 สะท้อนการขยายตัวที่ต่อเนื่องกว่า โดยทั้งสองกลุ่มมีอายุของกิจการ (AGE) เฉลี่ยใกล้เคียงกัน โดยกลุ่ม INDUS มีค่าเฉลี่ย 22.64 ปี และกลุ่ม AGRO มีค่าเฉลี่ย 23.70 ปี บ่งบอกถึงประสบการณ์ในการทำธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ก่อตั้งมาอย่างยาวนาน

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน Std. Error	สถิติทดสอบที t-Statistic	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)	
Constant	0.1619	0.0379	4.2736	0.0000	***
VOL	0.0000	0.0002	-0.0118	0.9906	
LIQ	-0.0016	0.0002	-10.5609	0.0000	***
GROWTH	0.0271	0.0057	4.7483	0.0000	***
TANG	0.0098	0.0014	6.9077	0.0000	***
ROA	-0.0079	0.0007	-11.9046	0.0000	***
NDTS	6.8876	1.0069	6.8407	0.0000	***
AGE	-0.0044	0.0004	-10.0749	0.0000	***
LOG(SIZE)	0.0312	0.0037	8.4153	0.0000	***
TDTA(-1)	-0.1231	0.0220	-5.5954	0.0000	***
R-squared	0.2984	Adjusted R-squared		0.2555	
Prob (F-statistic)	0.0000	Durbin-Watson		2.0081	

หมายเหตุ ***หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยวิธีการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น ในตารางที่ 3 พบว่า แบบจำลองโดยรวมมีความเหมาะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($F = 6.9868$, $p < 0.01$) โดยตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายความแปรปรวนของโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 29.84 ($R^2 = 0.2984$) และเมื่อปรับปรุงความสามารถในการพยากรณ์ตามจำนวนตัวแปรอิสระพบว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความแปรปรวนของโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 25.55 (Adjusted $R^2 = 0.2555$) ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกัน ผลการวิเคราะห์พบว่า โอกาสการเติบโต ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ ขนาดของกิจการ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ในขณะที่อัตราส่วนสภาพคล่อง และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อายุของกิจการ มีอิทธิพลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้งนี้ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนเชิงบวกมากที่สุด ส่วนอัตราส่วนสภาพคล่องมีอิทธิพลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนน้อยที่สุด

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณของบริษัทในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ตัวแปร (Variable)	ค่าสัมประสิทธิ์ Coefficient	ความคลาดเคลื่อน Std. Error	สถิติทดสอบที t-Statistic	ระดับนัยสำคัญ (Prob.)	
Constant	0.2651	0.0368	7.1948	0.0000	***
VOL	0.0003	0.0001	2.0165	0.0441	**
LIQ	-0.0507	0.0021	-23.7461	0.0000	***
GROWTH	0.0005	0.0002	2.6995	0.0071	***
TANG	0.0109	0.0017	6.3525	0.0000	***
ROA	-0.0060	0.0005	-11.0304	0.0000	***
NDTS	1.6792	0.6841	2.4547	0.0143	**
AGE	-0.0005	0.0004	-1.2328	0.2180	
LOG(SIZE)	0.0288	0.0035	8.2093	0.0000	***
TDTA(-1)	0.0033	0.0258	0.1263	0.8995	
R-squared	0.6137	Adjusted R-squared		0.5884	
Prob (F-statistic)	0.0000	Durbin-Watson		1.8715	

หมายเหตุ *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ผลการวิเคราะห์พบว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมโดยรวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($F = 24.2562$, $p < 0.01$) โดยตัวแปรอิสระสามารถร่วมกันอธิบายความแปรปรวนของโครงสร้างเงินทุนได้ร้อยละ 61.37 ($R^2 = 0.6137$) และเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจที่ปรับปรุงแล้วพบว่า แบบจำลองยังคงมีความสามารถในการพยากรณ์ได้สูงถึงร้อยละ 58.84 (Adjusted $R^2 = 0.5884$) ซึ่งเป็นค่าที่ใกล้เคียงกัน แสดงถึงความสามารถของตัวแปรอิสระในการอธิบายตัวแปรตามในแบบจำลองได้ดี ผลการวิเคราะห์พบว่า โอกาสการเติบโต ความมีตัวตนของสินทรัพย์ และขนาดของกิจการ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ส่วนความผันผวนของรายได้และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญที่

ระดับ 0.05 ในขณะที่ อัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ทั้งนี้ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนสูงที่สุด อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนน้อยที่สุด

ตารางที่ 5 ผลสรุปการทดสอบสมมติฐานของปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

ตัวแปรอิสระ	สมมติฐาน ทิศทางความสัมพันธ์	ค่าสัมประสิทธิ์ TDTA : INDUS		ค่าสัมประสิทธิ์ TDTA : ARGO	
ความผันผวนของรายได้ (VOL)	ทิศทางตรงกันข้าม	0.0000		0.0003	**
อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ)	ทิศทางตรงกันข้าม	-0.0016	***	-0.0507	***
โอกาสการเติบโต (GROWTH)	ทิศทางเดียวกัน	0.0271	***	0.0005	***
ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (TANG)	ทิศทางเดียวกัน	0.0098	***	0.0109	***
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	ทิศทางตรงกันข้าม	-0.0079	***	-0.0060	***
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (NDTS)	ทิศทางเดียวกัน	6.8876	***	1.6792	**
อายุของกิจการ (AGE)	ทิศทางเดียวกัน	-0.0044	***	-0.0005	
ขนาดของกิจการ (LOG(SIZE))	ทิศทางเดียวกัน	0.0312	***	0.0288	***
โครงสร้างเงินทุน (TDTA(-1))	ทิศทางเดียวกัน	-0.1231	***	0.0033	

หมายเหตุ *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

การอภิปรายผล

อัตราส่วนสภาพคล่อง และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ในทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยเฉพาะกลุ่ม AGRO ที่มีค่าสัมประสิทธิ์ของ LIQ ในทิศทางลบที่สูงกว่ากลุ่ม INDUS สะท้อนว่า กิจการที่มีสภาพคล่องสูงจะเลือกใช้เงินทุนภายในเป็นลำดับแรกก่อนการกู้ยืมจากภายนอก ซึ่งสอดคล้องกับ Çekrezi (2013) และ Yıldırım and Karabayır (2024)

ความมีตัวตนของสินทรัพย์ และ ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ในทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งสนับสนุนโดยทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) เนื่องจากสินทรัพย์ถาวรทำหน้าที่เป็นหลักประกันที่ช่วยลดความเสี่ยงจากการให้กู้ยืมของเจ้าหนี้ ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่มักมีความหลากหลายในการทำธุรกิจและมีโอกาสในการล้มละลายต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่ายกว่าและมีต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่าเช่นกัน

โอกาสในการเติบโต มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ซึ่งสะท้อนการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myers and Majluf (1984) กล่าวคือ เมื่อบริษัทในกลุ่ม INDUS มีโอกาสในการเติบโต

และมีกำไรสะสมที่ไม่เพียงพอ การก่อหนี้สินจึงถูกนำมาใช้เป็นการระดมทุนเป็นลำดับถัดไป เพื่อสนับสนุนโครงการลงทุนและการสร้างขีดความสามารถในการแข่งขัน

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญในทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรมที่ระดับ 0.01 (INDUS) และ 0.05 (AGRO) ทั้งนี้ บริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาสูงมักจะมีการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรขนาดใหญ่ ทำให้จำเป็นต้องใช้เงินกู้ยืมเพิ่มขึ้น ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Kongsakul (2017)

อายุของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนเฉพาะกลุ่ม INDUS อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ซึ่งผลการศึกษาไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน อย่างไรก็ตาม บริษัทที่ดำเนินกิจการมาอย่างยาวนานจะสามารถสะสมกำไรส่วนเกินไว้มากพอ จึงลดการพึ่งพาหนี้สินเมื่อเทียบกับบริษัทเพิ่งก่อตั้ง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ของ Myers and Majluf (1984)

จากตารางที่ 5 ชี้ให้เห็นถึงขนาดของอิทธิพลและนัยสำคัญเชิงโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

1. อัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ)

กลุ่ม INDUS: มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0016 ($p < 0.01$) หมายความว่า เมื่อกลุ่ม INDUS มีอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1 เท่า กิจการจะลดสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมลงร้อยละ 0.16 กลุ่ม AGRO: มีค่าสัมประสิทธิ์ -0.0507 ($p < 0.01$) หมายความว่า เมื่อกลุ่ม AGRO มีอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1 เท่า กิจการจะลดสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมลงร้อยละ 5.07 ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่า ขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่ม AGRO มีความรุนแรงและสูงกว่ากลุ่ม INDUS สะท้อนว่า เนื่องจากเป็นธุรกิจเชิงรับที่มีกระแสเงินสดรับสม่ำเสมอ เมื่อกลุ่ม AGRO มีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น จะลดการก่อหนี้ลงในอัตราที่มากกว่ากลุ่ม INDUS

2. โอกาสการเติบโต (GROWTH)

กลุ่ม INDUS: มีค่าสัมประสิทธิ์ +0.0271 ($p < 0.01$) หมายความว่า เมื่อโอกาสในการเติบโต เพิ่มขึ้น 1 หน่วย สัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.71 กลุ่ม AGRO: มีค่าสัมประสิทธิ์ +0.0005 ($p < 0.01$) ซึ่งส่งผลในทิศทางเดียวกันแต่ในขนาดที่น้อยกว่า เมื่อวิเคราะห์เปรียบเทียบพบว่า ความแตกต่างของขนาดอิทธิพลสะท้อนถึงลักษณะเฉพาะในการลงทุนของแต่ละอุตสาหกรรม เนื่องจากกลุ่ม INDUS เป็นอุตสาหกรรมหนักที่พึ่งพาเงินทุนสูง เมื่อมีโอกาสเติบโตหรือต้องการขยายกำลังการผลิต กิจการจำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์ถาวรขนาดใหญ่ เช่น โรงงาน เครื่องจักร หรือลงทุนในห่วงโซ่อุปทานขนาดใหญ่ ซึ่งมูลค่าการลงทุนมักมากกว่ากระแสเงินสดและกำไรสะสมภายใน กิจการจึงต้องพึ่งพาการก่อหนี้สินจากภายนอกในสัดส่วนที่สูง ในทางตรงกันข้ามกลุ่ม ARGO มีการลงทุนเพื่อการขยายตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป และโครงสร้างธุรกิจสามารถรองรับการเติบโตระยะสั้นได้ด้วยกระแสเงินสดหมุนเวียนปกติจากการดำเนินงาน การพึ่งพาเงินทุนจากการก่อหนี้สินเพิ่มเพื่อรองรับโอกาสการเติบโตจึงอาจมีขนาดที่ต่ำกว่า

3. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

กลุ่ม INDUS: มีค่าสัมประสิทธิ์ - 0.0079 ($p < 0.01$) กลุ่ม AGRO: มีค่าสัมประสิทธิ์ - 0.0060 ($p < 0.01$) ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่า ความสามารถในการทำกำไรของทั้งสองกลุ่มมี

อิทธิพลในการลดหนี้สินในขนาดที่ใกล้เคียงกัน (ลดลงประมาณร้อยละ 0.60 - 0.79) แสดงให้เห็นว่าความ สามารถในการสร้างกำไรจากสินทรัพย์ซึ่งเป็นเกณฑ์ที่อุตสาหกรรมต่างๆใช้เพื่อลดภาระผูกพันและต้นทุนทางการเงินภายนอก

4. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (NDTS)

กลุ่ม INDUS: มีค่าสัมประสิทธิ์ + 6.8876 ($p < 0.01$) ชี้ว่าการเพิ่มขึ้นของ NDTS 1 หน่วย ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นถึง 6.8876 หน่วย ขณะที่กลุ่ม AGRO: มีค่าสัมประสิทธิ์ +1.6792 ($p < 0.05$) ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้น 1.6792 หน่วย ผลการวิเคราะห์เปรียบเทียบทั้งสองกลุ่มอุตสาหกรรม แสดงให้เห็นว่า แม้ทั้งสองกลุ่มจะมีทิศทางเป็นบวกเหมือนกัน แต่ค่าสัมประสิทธิ์ของกลุ่ม INDUS สูงกว่ากลุ่ม AGRO อย่างมาก แสดงให้เห็นว่า เกราะป้องกันภาษีที่ไม่ใช่หนี้ เช่น ค่าเสื่อมราคาของเครื่องจักรและโรงงานของกลุ่มอุตสาหกรรมหนักเหล่านี้ เป็นตัวบ่งชี้การสะสมสินทรัพย์ถาวร ยิ่งค่าเสื่อมราคาสูง สะท้อนว่าบริษัทกำลังลงทุนใหญ่ ซึ่งสถาบันการเงินจะใช้สินทรัพย์เหล่านี้เป็นหลักประกันในการพิจารณาอนุมัติวงเงินกู้ในการให้สินเชื่อที่สูงขึ้นตามไปด้วย

5. อายุ (AGE) และ ขนาด (LOG(SIZE)) ของกิจการ

AGE มีนัยสำคัญเชิงลบเฉพาะกลุ่ม INDUS (-0.0044, $p < 0.01$) สะท้อนว่าในกลุ่ม INDUS บริษัทที่ทำธุรกิจมานาน สามารถสะสมเงินทุนที่มากพอจนลดการพึ่งพาการกู้ยืมได้ ในขณะที่บริษัทเกิดใหม่ต้องพึ่งพาการกู้ยืมสูง ในส่วนของ SIZE นั้น มีขนาดสัมประสิทธิ์ใกล้เคียงกันทั้งสองกลุ่ม (+0.0312 และ +0.0288, $p < 0.01$) ยืนยันว่าขนาดของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือทางเครดิต ทำให้กิจการสามารถกู้ยืมได้เพิ่มขึ้นเช่นกัน

เมื่อเปรียบเทียบกับงานวิจัยในต่างประเทศ เช่น Çekrezi (2013) มีตัวแปรที่ให้ผลลัพธ์แตกต่างออกไป คือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (NDTS) ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงลบเนื่องจากเป็นปัจจัยทดแทนภาษี แต่ในบริบทประเทศไทยกลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกทั้งในกลุ่ม INDUS และ AGRO จากผลดังกล่าว อาจวิเคราะห์ได้ว่า ระบบการเงินของประเทศไทยขับเคลื่อนด้วยธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก ซึ่งมีพฤติกรรมการปล่อยสินเชื่อแบบระมัดระวัง ธนาคารไทยไม่ได้มองว่า ค่าเสื่อมราคาเป็นตัวลดความต้องการเกราะป้องกันภาษีจากดอกเบี้ย แต่มองว่าบริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาสูงซึ่งเป็นบริษัทที่มีการลงทุนในเครื่องจักรและสินทรัพย์ถาวรขนาดใหญ่ซึ่งทำหน้าที่เป็นหลักประกันชั้นดีในการขอสินเชื่อ ดังนั้น NDTS จึงกลายสภาพจากปัจจัยทดแทนภาษีไปเป็นเครื่องมือสร้างความน่าเชื่อถือทางสินทรัพย์ที่ให้บริษัทสามารถกู้ยืมเงินจากภายนอกได้

ข้อจำกัดการศึกษา

1. ด้านขอบเขตของกลุ่มตัวอย่าง งานวิจัยนี้มุ่งเน้นศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีโครงสร้างการบริหารงานเป็นระบบและมีช่องทางการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่หลากหลาย ดังนั้น ผลการศึกษาจึงอาจไม่สามารถสะท้อนพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งอาจมีขีดความสามารถในการก่อหนี้สินที่แตกต่างกัน

2. ด้านมิติเวลาของข้อมูล งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลรายไตรมาส ซึ่งอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยหรือเหตุการณ์ความผันผวนในระยะสั้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อตัวเลขทางบัญชีบางไตรมาสของสองอุตสาหกรรมที่เลือกศึกษา ซึ่งอาจไม่สามารถอ้างอิงผลไปยังทุกอุตสาหกรรมได้

3. ช่วงเวลาที่ศึกษาครอบคลุมช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย การศึกษาในครั้งต่อไปอาจเพิ่มตัวแปรหุ่นรายเวลา หรือเพิ่มตัวแปรควบคุมทางเศรษฐกิจมหภาคอื่น เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย เป็นต้น ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้เน้นเฉพาะปัจจัยภายในบริษัท

ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้บริหารทางการเงิน จากผลการศึกษาผู้บริหารในกลุ่มบริษัท INDUS ต้องตระหนักว่าโอกาสการเติบโต และขนาดของกิจการผูกโยงกับการก่อหนี้สินในช่วงเศรษฐกิจผันผวนขาขึ้น จึงควรก่อหนี้ระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่เพื่อป้องกันต้นทุนเงินทุนในการขยายตัว แต่ในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว ต้องเร่งบริหารโครงสร้างเงินทุนเพื่อลดสัดส่วนหนี้สินลงและลดความเสี่ยงทางการเงิน ผู้บริหารในกลุ่มบริษัท AGRO ควรให้ความสำคัญกับการบริหารอัตราส่วนสภาพคล่อง เนื่องจากสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจะสามารถลดสัดส่วนหนี้สินลง การรักษาเงินสดหมุนเวียนภายในให้มีประสิทธิภาพจะช่วยให้กิจการเติบโตได้อย่างมั่นคงโดยไม่ต้องพึ่งพิงการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์

สำหรับนักลงทุน จากผลการศึกษา นักลงทุนควรใช้ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนสภาพคล่องเป็นตัวชี้วัดความปลอดภัย หากต้องการลงทุนในสภาวะเศรษฐกิจผันผวน ควรพิจารณาการลงทุนในหุ้นกลุ่ม AGRO ที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนสภาพคล่องสูง เนื่องจากบริษัทจะมีภาระหนี้สินต่ำ

สำหรับสถาบันการเงิน จากผลการศึกษา สถาบันการเงิน อาจมีการพิจารณาการประเมินสินเชื่อนอกจากขนาดกิจการ หรือหลักประกันแล้ว ควรพิจารณาการประเมินจากโอกาสการเติบโต ร่วมกับความเสี่ยงจากวัฏจักรเศรษฐกิจของแต่ละอุตสาหกรรมเพื่อป้องกันการเกิดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในอนาคต

เอกสารอ้างอิง

ณัฐญาดา คงสกุล. (2560). *ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. ภาคนิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). *สถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์.* สืบค้นจาก ฐานข้อมูล SETSMART. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย https://www.setsmart.com/ssm/marketSummary.

ภัทราวดี สิงห์สุพรรณ. (2562). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความเสี่ยงด้านโครงสร้างทางการเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100.* ภาคนิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์.

วัลลภา ดีพันธุ์. (2565). *ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยโดยวิธี Panel GMM Arellano-Bond of the dynamic panel data model.* สารนิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยมหิดล.

ศิรัตน์ แจ้งรักษ์สกุล, วิลาส วิถีไพร, เกรียงจิตติ วิรัตน์, ขัตติยา ฉายาพันธุ์, ไตรรงค์ ทองหัตถา, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู. (2564). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ SET 100. *วารสารสุทธิปริทัศน์, 35*(1), 175-193.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2024). *Investments* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

Çekrezi, A. (2013). Factors Affecting Capital Structure: A Case of Albanian Companies. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies, 2*(9), 370–376.

Deephan, W. (2022). *Determinants of Optimal Capital Structure of Thai Listed Companies using the Panel GMM Arellano-Bond of the dynamic panel data model*. Independent Study of the Master of Public Administration Program: Mahidol University. (in Thai).

Fan, J. P., Titman, S., and Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47*(1), 23–56.

Frank, M.Z., and Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial Management*, *38*, 1-37.

Jangruxsakul, S., Witheeprai, W., Kriangchitti, W., Chayapan, K., Thonghattha, T., and Petchchedchoo, P. (2021). Factors Affecting Capital Structure of Listed Companies in SET 100. *Suthiparithat Journal*, *35*(1), 175–193. (in Thai).

Kongsakul, N. (2017). *The Determinations of Capital Structure of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand*. Independent Study of the Degree of Master of Accountancy. Faculty of Management and Tourism Burapha University. (in Thai).

Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

Singsuphan, P. (2019). *Factors Affecting Risk on Financial Structure: Thai Listed Companies in SET100*. A Thematic Paper for the Degree of Master of Accountancy Program. College of Innovative Business and Accountancy. Dhurakij Pundit University. (in Thai).

Takhtaei, N. (2014). Firm age and capital structure: Evidence from Tehran Stock Exchange. International *Journal of Accounting and Financial Reporting, 4*(2), 115–126.

Talberg, M., Winge, S., Frydenberg, S., and Westgaard, S. (2008). Capital structure of Norwegian firms. *International Business & Economics Research Journal*, *7*(12), 105–118.

The Stock Exchange of Thailand. (2025*). Key Market Statistics*. Retrieved from SETSMART Database: https://www.setsmart.com/ssm/marketSummary (in Thai).

Titman, S., and Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance, 43,* 1-19.

Yıldırım, H., and Karabayır, M. E. (2024). Firm-specific and Macroeconomic Factors Affecting Capital Structure. *Journal of Business and Financial Analysis*, *12*(1), 45–58.