

ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

FIRM CHARACTERISTICS RELATED TO CAPITAL STRUCTURE OF CG RATING COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

สุพิพัฒน์ ราชแพทยาคม¹ ศิริลักษณ์ บางโชคดี²

Supipat Ratchapaetayakom Sirilak Bangchokdee

Received October 1, 2020

Revised November 5, 2020

Accepted December 4, 2020

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนระหว่างบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่างกัน และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยปัจจัยลักษณะของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต และสภาพคล่องทางการเงิน โดยเก็บข้อมูลบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2560 ถึง พ.ศ.2562 จำนวน 885 ตัวอย่าง การศึกษานี้ทดสอบสมมติฐานด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวน และ Pooled OLS Regression ผลการทดสอบพบว่า บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีเลิศ” มีสัดส่วนหนี้สินที่แตกต่างกับบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีมาก” และ “ดี” นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สิน สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร และสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สิน อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สิน ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับดีเลิศ มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินสูงกว่าบริษัทที่อยู่ในระดับดีมากและระดับดี บริษัทที่มีขนาดใหญ่ขึ้น มีสัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากขึ้น ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น และสภาพคล่องทางการเงินที่ดีขึ้น มีสัดส่วนหนี้สินที่ลดลง

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน การกำกับดูแลกิจการที่ดี ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ ปัจจัยลักษณะของบริษัท

Abstract

The purpose of this study is to examine the differences of capital structure among different corporate governance rating levels and to examine relationship between firm characteristics and capital structure of corporate governance rating companies in the stock exchange of Thailand. These firm characteristics include firm size, tangible asset, profitability ratio, growth rate, and liquidity ratio. Data were

¹ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ ผู้เขียนหลัก อีเมล: supipat.r@gmail.com

Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University, Corresponding Author, E-mail: supipat.r@gmail.com

² คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ อีเมล: sirilak.ba@psu.ac.th

Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University, E-mail: sirilak.ba@psu.ac.th

collected from companies listed in SET which have corporate governance rating during 2017 to 2019. The total of 885 samples were used for data analysis. One-way ANOVA was used to investigate the differences in capital structure among different corporate governance rating levels. Pooled OLS Regression Analysis was used to investigate the relationship firm characteristics and capital structure. The results indicate that debt ratio of 5-star corporate governance rating companies is different from the ratio of 4-star and 3-star corporate governance rating companies. The results also indicate that firm size is positively related to the debt ratio, but tangible asset, profitability ratio and liquidity ratio are negatively related to debt ratio. However, growth rate is not related to debt ratio. The results indicate that companies with 5-star corporate governance rating have greater debt ratio than those with 4-star and 3-star corporate governance rating. The results also show that companies with larger size have higher debt ratio, while companies with higher tangible asset, higher profitability ratio, and higher liquidity ratio have lower debt ratio.

Keywords: Capital structure, Corporate governance, Corporate governance rating, Firm characteristics

บทนำ

การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Capital structure) เป็นองค์ประกอบของการจัดการทางการเงินที่มีความสำคัญต่อบริษัท (Frank, & Goyal, 2009, p. 1) โครงสร้างเงินทุนเกิดจากการผสมระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น มีแหล่งที่มาจาก 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมและแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้หรือการลงทุนเพิ่ม (Myers, 1984, p. 1) งานวิจัยในอดีตมักใช้สัดส่วนหนี้สิน (อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม) มาอธิบายโครงสร้างของเงินทุน นั่นคือ บริษัทที่มีการก่อหนี้สูง จะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนหนี้สินสูง ในขณะที่บริษัทที่มีการก่อหนี้ต่ำจะมีโครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนหนี้สินต่ำ (Banchuenvijit, 2014; Frank, & Goyal, 2009; Güner, 2016; Titman, & Wessels, 1988; Wald, 1999) การศึกษาในอดีตพบว่า ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ทำให้บริษัทที่มีลักษณะต่างกันเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนและประโยชน์ที่จะได้รับจากแหล่งเงินทุน มีความแตกต่างกัน (Frank, & Goyal, 2009; Titman, & Wessels, 1988; Wald, 1999)

การศึกษาในอดีตส่วนใหญ่พบว่า ปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm size) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) อัตราการเติบโต (Growth) และสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) (Banchuenvijit, 2014; Deesomsak, Paudyal, & Pescetto, 2004; Frank & Goyal, 2009; Güner, 2016; Ramli, Latan, & Solovida, 2019; Wald, 1999)

บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) คือ บริษัทที่มีการบริหารกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย (ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2559, น. 5) ซึ่งบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างตัวแทน (คิลปร พร ศรีจันทร์เพชร, 2551, น. 3) ส่งผลให้ปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency cost) และปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลง โดยการลดลงของปัญหาดังกล่าวย่อมทำให้ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ของบริษัทลดลงด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างการกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของหนี้สิน (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Bhojraj, & Sengupta, 2003; Byun, 2007) ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) สูงจะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ อย่างไรก็ตาม จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ยังไม่พบหลักฐานเชิงประจักษ์หรือการศึกษาเกี่ยวกับความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินระหว่างบริษัทที่มีระดับคะแนนที่ต่างกันในประเทศไทย

นอกจากนี้ งานวิจัยในอดีตในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนมีการศึกษาและเก็บข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามดัชนี SET, SET50, SET100 และ SET CLMV รวมถึงกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (จิราวัฒน์ แสงเป่า, 2559; เนาวรัตน์ ศรีพนากุล, 2556; วิราภานต์ รัชสมบุรณ์, 2559) อย่างไรก็ตาม การศึกษาในกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดียังมีค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้ผู้มีส่วนได้เสีย ได้แก่ นักลงทุน ผู้จัดการกองทุน ได้ให้ความสำคัญกับระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น เนื่องจากการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถลดความเสี่ยงที่เกิดจากปัญหาตัวแทน และยังสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ผู้จัดการกองทุน รวมถึงมีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัท นอกจากนี้บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีสามารถระดมทุนได้ด้วยต้นทุนที่เหมาะสมส่งผลให้บริษัทสามารถลดต้นทุนการผลิตและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันได้ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560a) ด้วยเหตุนี้จึงทำให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการยื่นขอประเมินระดับการกำกับดูแลกิจการของบริษัทมากขึ้นทุกปี ซึ่งปี 2562 มีบริษัทยื่นขอรับการประเมิน จำนวน 677 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 82 ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า 20 บริษัท และบริษัทจดทะเบียนยังให้ความสำคัญกับการพัฒนาระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น โดยปี 2562 มีบริษัทที่มีระดับคะแนน อยู่ในเกณฑ์ “ดีเลิศ” คิดเป็นร้อยละ 29 ซึ่งเพิ่มขึ้นจากปี 2561 ร้อยละ 7 (Thai Institute of Directors Association, 2019, p. 5)

จากที่กล่าวมาข้างต้น ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนในบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกันและศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัท (ได้แก่ ปัจจัยขนาดบริษัท ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร ปัจจัยอัตราการเติบโตของธุรกิจ และปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน) กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนในบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี

ทบทวนวรรณกรรม

1. ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency cost)

เป็นผลมาจากความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของกับตัวแทนที่เกิดความขัดแย้งกัน อันเนื่องมาจากการแสวงหาประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง และมีเป้าหมายหรือผลประโยชน์ไม่ตรงกัน (Conflict of Interest) โดย Jensen & Meckling (1976) แบ่งความขัดแย้งระหว่างตัวแทนเป็น 2 แบบ ได้แก่ ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร ที่อาจเป็นเหตุจูงใจให้การดำเนินงานของผู้บริหารมีประสิทธิภาพลดลง ดำเนินธุรกิจเพื่อผลประโยชน์ของตัวเองเป็นหลัก เกิดการใช้จ่ายหรือลงทุนในทางที่ไม่เหมาะสม ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น เพื่อเป็นการควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหารให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น การก่อกวนเพิ่มจึงเป็นวิธีการหนึ่งที่ลดความ

* ในการศึกษาครั้งนี้ บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ในระดับ “ดี” ถึง “ดีเลิศ” ซึ่งบริษัทที่มีระดับคะแนนในช่วงดังกล่าวจะได้รับการเผยแพร่รายชื่อในรายงานการกำกับดูแลกิจการหรือ CGR โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

ขัดแย้งดังกล่าวได้ เนื่องจากมีภาวะผูกพันในการจ่ายชำระหนี้คืนตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา และความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ เนื่องจากการก่อกำหนดเพื่อใช้ในการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง ทำให้เจ้าหนี้ต้องรับความเสี่ยงที่มากขึ้นในอัตราผลตอบแทนที่เท่าเดิม ดังนั้น ในสัญญาที่ยืมจึงมีการกำหนดข้อจำกัดหรือข้อตกลงต่าง ๆ เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงดังกล่าว รวมถึงการมีหลักทรัพย์ค้ำประกันและการที่บริษัทให้ข้อมูลที่โปร่งใสกับเจ้าหนี้ จะส่งผลให้ความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกับเจ้าหนี้ลดลง อย่างไรก็ตามการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good corporate governance) สามารถบรรเทาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนดังกล่าวลงได้ (ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์, 2559, น. 5)

2. แนวคิดเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate governance) หมายถึง การบริหารบริษัทให้มีประสิทธิภาพ โปร่งใส ตรวจสอบได้ และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย การกำกับดูแลกิจการมีความสำคัญต่อบริษัทจดทะเบียนและนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้น เนื่องจากการดำเนินธุรกิจนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นไม่สามารถเข้าไปบริหารจัดการด้วยตนเองได้ จึงมีการตั้งตัวแทนเพื่อทำหน้าที่ในการบริหารธุรกิจ นั่นคือ ผู้บริหาร และเพื่อควบคุมผู้บริหารให้ดำเนินธุรกิจตามหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย ผู้ถือหุ้นจึงแต่งตั้งคณะกรรมการเพื่อควบคุมดูแลการบริหารกิจการของผู้บริหารให้ดำรงไว้ซึ่งการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาวหรือสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น ภายใต้กรอบการมีจริยธรรมที่ดี (ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์, 2559, น. 5) ซึ่งสิ่งที่กล่าวมาข้างต้นจะช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ทำให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ส่งผลให้การลงทุนของผู้ถือหุ้น นักลงทุน และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่เกี่ยวข้องกับบริษัทมีความเสี่ยงลดลง และส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของบริษัทลดลงตามไปด้วย (ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์, 2559, น. 11) สำหรับประเทศไทยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ได้ออกหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Code) เพื่อให้คณะกรรมการบริษัท นำไปปรับใช้ในการควบคุมดูแลการบริหารกิจการให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดและสร้างความน่าเชื่อถือให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ประกอบด้วย 5 หมวด ได้แก่ สิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้น บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูล และความโปร่งใส และความรับผิดชอบของคณะกรรมการ (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2560b) โดยภายใต้หลักการในแต่ละหมวดจะมีแนวหรือหลักปฏิบัติที่แนะนำการดำเนินธุรกิจให้เป็นไปตามหลักธรรมาภิบาล และหลักปฏิบัติดังกล่าวถือเป็นเกณฑ์การให้คะแนนในการตรวจวัดและประเมินธรรมาภิบาลของบริษัทด้วย ซึ่งผลการประเมินจะถูกเผยแพร่ต่อสาธารณชนผ่านรายงานการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Report หรือ CRG) ด้วยวิธีการจัดกลุ่มระดับจากการเทียบเคียงคะแนนเป็นดาว แสดงดังตารางที่ 1

จากแนวคิดและหลักการข้างต้น การกำกับดูแลกิจการที่ดีเป็นการควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหารให้ดำเนินธุรกิจไปในทางที่เหมาะสม มีเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่สอดคล้องกันกับผู้มีส่วนได้เสีย จึงเป็นการลดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of interest) และลดต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทลดลงเช่นกัน

ตารางที่ 1 แสดงการจัดอันดับระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG rating)

ช่วงคะแนน	ตราสัญลักษณ์	ความหมาย
90 ขึ้นไป		ดีเลิศ
80 - 90		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	ไม่มี

ที่มา: Thai Institute of Directors Association (2019)

3. ทฤษฎีแลกเปลี่ยน

เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงอัตราส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital structure) โดยเป็นการสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีจากการก่อกำกับต้นทุนจากการล้มละลาย (Myers, 1984, p. 4) กล่าวคือ หากบริษัทมีการก่อกำกับจะช่วยให้เกิดการประหยัดภาษีได้ (Tax benefit) เนื่องจากบริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งดอกเบี้ยจ่ายดังกล่าวเป็นค่าใช้จ่ายก่อนเสียภาษีนิติบุคคล ทำให้กำไรก่อนภาษีลดลงบริษัทจึงเสียภาษีน้อยลง ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าสูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกันสัดส่วนหนี้สินที่เพิ่มของบริษัทย่อมเกิดต้นทุนต่าง ๆ ตามมา ได้แก่ ต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy costs) เกิดจากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีอยู่จำนวนมาก ทำให้เกิดโอกาสในการผิดนัดชำระหนี้รวมถึงการแบกรับภาระหนี้ที่สูงขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีมูลค่าลดลง (Warner, 1977, p. 338)

4. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัท ทั้งจากแหล่งเงินทุนภายในนั่นคือ กำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอกนั่นคือ หนี้สินและหุ้น ตราสารทุนมีต้นทุนของเงินทุนสูงกว่าตราสารหนี้ เนื่องจากแหล่งเงินทุนทั้งสองมีผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่ม เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น (Risk Premium) เหมือนกัน แต่นักลงทุนภายนอกต้องการอัตราผลตอบแทนจากตราสารทุนที่สูงกว่าตราสารหนี้ (Frank & Goyal, 2003, p. 220) ประกอบกับการรับรู้ข้อมูลที่แตกต่างกันหรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ส่งผลให้ตราสารทุนมีต้นทุนของเงินทุนสูงกว่าตราสารหนี้ ดังนั้นจากมุมมองดังกล่าวทำให้แหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมเป็นแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด เนื่องจากไม่มีผลตอบแทนที่ต้องการเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นและไม่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงที่เท่าเทียมกันของข้อมูล บริษัทจึงใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก หากกำไรสะสมไม่เพียงพอบริษัทจะเลือกการจัดหาเงินทุนจากการก่อกำกับเป็นลำดับถัดมา และใช้การจัดหาเงินทุนจากการออกตราสารทุนเป็นลำดับสุดท้าย (Myers, 1984, p. 11)

5. การพัฒนาสมมติฐานการวิจัยและกรอบแนวคิด

5.1 ระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating)

บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับที่สูง มักเป็นบริษัทที่มีการปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน มีความน่าเชื่อถือทางการเงินและมีความโปร่งใสในการเปิดเผยข้อมูล เป็นการลดปัญหา

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Byun, 2007, p. 770) รวมถึงลดความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทน (Agency cost) ของบริษัทลดลง (Bhojraj, & Sengupta, 2003, p. 455) การศึกษาของ Bhojraj, & Sengupta (2003) ในประเทศสหรัฐอเมริกา การศึกษาของ Byun (2007) ในประเทศเกาหลีใต้ และการศึกษาของ ฌรัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) ในประเทศไทย พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการสูง จะมีต้นทุนในการก่อหนี้หรือมีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่ำ

เมื่อบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับที่สูง มีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำ จึงมีโอกาสดำเนินเงินลงทุนจากการก่อหนี้ระดับที่สูง ในขณะที่บริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ต่ำกว่า มีต้นทุนในการก่อหนี้ที่สูง อาจทำให้เกิดสัดส่วนหนี้สินในอัตราที่ต่ำ ดังนั้นบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกันจึงมีสัดส่วนหนี้สินที่แตกต่างกัน

H₀₁: บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน มีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่ไม่แตกต่างกัน

H₁₁: บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน มีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่แตกต่างกัน

5.2 ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัท (Firm Size) กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

บริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายกว่าและมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนที่หลากหลายกว่า โดยบริษัทขนาดใหญ่จะมีต้นทุนล้มละลายต่ำ ทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากขึ้น (วิราภานต์ รักษ์สมบูรณ์, 2559, p. 30) นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนในการทำธุรกรรมที่ประหยัดต่อขนาดมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Wald, 1999, p. 173) บริษัทขนาดใหญ่จึงมีแนวโน้มก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

การศึกษาของ Deesomsak, et al. (2004) ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก การศึกษาของ Frank, & Goyal (2009) ในประเทศสหรัฐอเมริกา การศึกษาของ Bilgin & Dinc (2019) ในประเทศตุรกี และการศึกษาของ ฌรัฐชาติดา คงสกุล (2560) ในประเทศไทย พบว่าขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ และบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

H₀₂: ขนาดของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

H₁₂: ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

5.3 ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

เพื่อเป็นลดความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ในกรณีที่บริษัทล้มละลาย เจ้าหนี้จึงมีการกำหนดเงื่อนไขในการกู้เงิน ได้แก่ การกำหนดข้อจำกัดหรือข้อตกลงในการลงทุน รวมถึงกำหนดสินทรัพย์มีตัวตนให้เป็นหลักค้ำประกัน ดังนั้นการมีสินทรัพย์ที่มีตัวตนจะสามารถลดต้นทุนตัวแทนที่เกิดขึ้นกับเจ้าหนี้ได้ (Frank, & Goyal, 2009, p. 9) บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากสามารถลดต้นทุนล้มละลายได้มากกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย ส่งผลให้บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่า ดังนั้นบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากจึงมีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่า (Banchuenvijit, 2014, p. 20) การทบทวนวรรณกรรมในอดีต เช่น การศึกษาของ Frank & Goyal (2009) ในประเทศสหรัฐอเมริกา การศึกษาของ Neves, Serrasqueiro, Dias, & Hermano (2020) ในประเทศโปรตุเกส และการศึกษาของ กอบกุล จันทรโคไลกา และวัฒนา ศักยชิวกิจ (2559) ในประเทศสิงคโปร์ พบว่า ปัจจัยสินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ

จากข้างต้น สามารถสรุปได้ว่า บริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากมีแนวโน้มในการก่อหนี้สูงกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย

H₀₃: สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่ความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

H₁₃: สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

5.4 ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร (Profitability) กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมักมีกำไรสะสมจำนวนมาก จึงส่งผลให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก เนื่องจากมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก (Banchuenvijit, 2014, p. 20; Deesomsak, et al., 2004, p. 8) ตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัทที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจึงใช้แหล่งเงินทุนภายในจากกำไรสะสมก่อน เนื่องจากมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด ทำให้มีแนวโน้มก่อหนี้อยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Deesomsak et al. (2004) ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก การศึกษาของ Gaud, Jani, Hoesli, & Bender (2005) ในประเทศสวิสเซอร์แลนด์ การศึกษาของ Güner (2016) ในประเทศตุรกี และการศึกษาของ Saif-Alyousfi, Md-Rus, Taufil-Mohd, Mohd Taib, & Shahar (2020) ในประเทศมาเลเซีย นอกจากนี้การศึกษาของ ฌัญญาดา คงสกุล (2560) ในประเทศไทยยังพบว่า ปัจจัยความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

H₀₄: ความสามารถในการทำกำไรไม่ความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

H₁₄: ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

5.5 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโต (Growth) กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

เมื่อบริษัทมีการเติบโตสูงขึ้น การใช้เงินทุนจากกำไรสะสมเพื่อการลงทุนในโครงการใหม่ๆ ให้ตอบรับกับการเติบโตของบริษัทอาจไม่เพียงพอ ทำให้บริษัทมีแนวโน้มมองหาเงินทุนภายนอกเพื่อตอบสนองการเติบโตที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Banchuenvijit, 2014, p. 21) นอกจากนี้การเติบโตของบริษัทเป็นการเพิ่มความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารให้สูงขึ้น ส่งผลทำให้ต้นทุนในการระดมทุนจากผู้ถือหุ้นสูงขึ้น บริษัทจึงจัดหาทุนจากการก่อหนี้ซึ่งมีต้นทุนที่ต่ำกว่า แทนการออกตราสารทุนใหม่ (Ramli, et al., 2019, p. 2)

การศึกษาในอดีตของ Ramli et al. (2019) ในประเทศมาเลเซียและอินโดนีเซีย การศึกษาของ วิจารณ์ รักษ์สมบุรณ์ (2559) ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) พบว่าปัจจัยอัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สิน ส่งผลให้บริษัทที่มีอัตราการเติบโตสูงมีแนวโน้มก่อหนี้สูงกว่าบริษัทที่มีอัตราการเติบโตต่ำ

H₀₅: อัตราการเติบโตไม่ความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

H₁₅: อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

5.6 ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

บริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินที่ดีสามารถเปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นเงินสดได้โดยง่าย หรือบริษัทอาจมีกำไรสะสมสูง เมื่อเกิดการลงทุนในโครงการต่าง ๆ บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายในเป็นลำดับแรก (กอบกุล จันทรโคลิกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559, น. 53) เนื่องจากแหล่งเงินทุนภายในมีต้นทุนของเงินทุนต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่กล่าวถึงการพิจารณาแหล่งเงินทุนของบริษัทที่มีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด

การศึกษาของ Bilgin, & Dinc (2019) ในประเทศตุรกี การศึกษาของ กอบกุล จันทรโคลิกา และ วัฒนา ศักยชีวกิจ (2559) ในภูมิภาคอาเซียน และ ฌัญญาดา คงสกุล (2560) ในประเทศไทย พบว่าปัจจัย

สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สิน ทำให้บริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูง มีแนวโน้มในการก่อหนี้ต่ำ

H₀₆: สภาพคล่องทางการเงินไม่ความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

H₁₆: สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท

6. ตัวแปรควบคุม

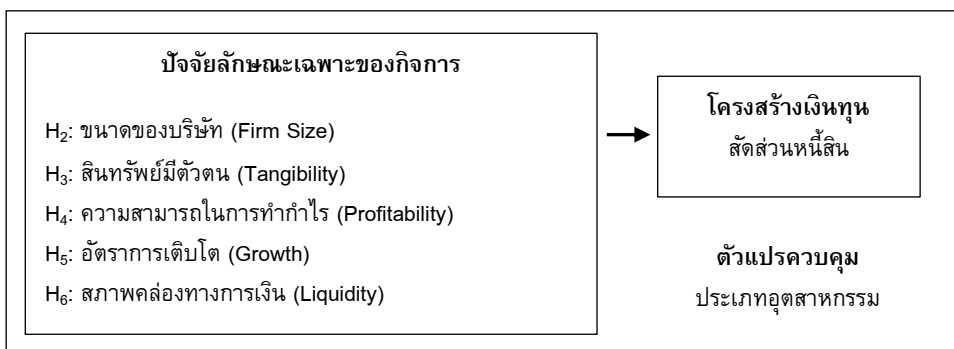
ตัวแปรควบคุมสำหรับการศึกษาในครั้งนี้ คือ ประเภทอุตสาหกรรม จากการศึกษาในอดีต พบความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับสัดส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (Boateng, 2004; Chen & Chen, 2011; Tongkong, 2012)

จากสมมติฐานข้างต้นสามารถสรุปเป็นสมการ Pooled OLS Regression Model และกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ดังต่อไปนี้

$$DA_{ij} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{ij} + \beta_2 TANG_{ij} + \beta_3 PROF_{ij} + \beta_4 GROW_{ij} + \beta_5 LIQD_{ij} + \beta_6 AGRO_{ij} + \beta_7 INDUS_{ij} + \beta_8 PROP_{ij} + \beta_9 RESOU_{ij} + \beta_{10} SERV_{ij} + \beta_{11} TECH_{ij} + e$$

เมื่อ

DA	คือ สัดส่วนหนี้สิน
SIZE	คือ ขนาดของบริษัท
TANG	คือ สินทรัพย์มีตัวตน
PROF	คือ ความสามารถในการทำกำไร
GROW	คือ อัตราการเติบโต
LIQD	คือ สภาพคล่องทางการเงิน
AGRO	คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
INDUS	คือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
PROP	คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
RESOU	คือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร
SERV	คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ
TECH	คือ กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
i	คือ บริษัทที่ i
j	คือ ข้อมูล ณ ปีที่ j
β	คือ สัมประสิทธิ์ความถดถอยมาตรฐาน
e	คือ ค่าความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดขึ้นจากสมการ



ภาพ 1 แสดงกรอบแนวคิดงานวิจัย

ตารางที่ 2 แสดงวิธีการคำนวณและบันทึกค่าตัวแปร

ตัวแปร	ความหมาย	วิธีการคำนวณและบันทึกค่า
CG Rating	คะแนนการกำกับดูแลกิจการ	บริษัทที่มีเกณฑ์อยู่ในระดับ "ดีเลิศ" บันทึกค่าเท่ากับ 3 บริษัทที่มีเกณฑ์อยู่ในระดับ "ดีมาก" บันทึกค่าเท่ากับ 2 บริษัทที่มีเกณฑ์อยู่ในระดับ "ดี" บันทึกค่าเท่ากับ 1
SIZE	ขนาดของบริษัท	ลอการิทึมของสินทรัพย์
TANG	สินทรัพย์มีตัวตน	สินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม
PROF	ความสามารถในการทำกำไร	กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย หารด้วยสินทรัพย์รวม
GROW	อัตราการเติบโต	รายได้จากยอดขายและบริการในปี t ลบรายได้จากยอดขายและบริการในปี t-1 หารด้วยรายได้จากยอดขายและบริการในปี t-1
LIQD	สภาพคล่องทางการเงิน	สินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน
DA	สัดส่วนหนี้สิน	หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม
AGRO	กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 0
INDUS	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 0
PROP	กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 0
RESOU	กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 0
SERV	กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 0
TECH	กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม บันทึกค่าเท่ากับ 0

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 และรายงาน Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในกลุ่มบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดี กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินและกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ และเป็นบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับการกำกับดูแลกิจการอยู่ในเกณฑ์ "ดี" ขึ้นไป (การเผยแพร่รายชื่อบริษัทในรายงานการกำกับดูแลกิจการหรือ CGR สมภาคส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยจะเผยแพร่เฉพาะบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ "ดี" ถึง "ดีเลิศ" เท่านั้น) ระหว่างปี พ.ศ.2560 จนถึงปี พ.ศ.2562 มีจำนวน 402 บริษัท และมีจำนวนตัวอย่าง 1,060 ตัวอย่าง นอกจากนี้ผู้วิจัยยังพบข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ

(Outlier) ไม่สามารถใช้ในการศึกษาได้ จำนวน 175 ตัวอย่าง** จึงทำให้ข้อมูลสำหรับการศึกษาในครั้งนี้คงเหลือทั้งสิ้น 366 บริษัท จำนวน 885 ตัวอย่าง

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์ความแปรปรวน ด้วยวิธี One-Way ANOVA เพื่อทดสอบความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนในบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ต่างกัน และใช้การวิเคราะห์ Pooled OLS Regression ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ทั้งนี้ งานวิจัยในอดีตมีการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยใช้ Pooled OLS Regression เพราะการวิเคราะห์ด้วยวิธีนี้สามารถหลีกเลี่ยงผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของบริษัท นอกจากนี้ผลการวิจัยในอดีตไม่พบผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของข้อมูลตามเวลา (Ahmed Sheikh, & Wang, 2013; Bevan, & Danbolt, 2004; Guizani, 2020)

ผลการวิจัย

1. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้การวิเคราะห์ ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง

ตัวแปรต้นและตัวแปรตาม	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
SIZE	6.1417	13.4142	9.1257	1.5069
TANG	0.0028	0.9501	0.3561	0.2355
PROF	-0.0985	0.2930	0.1018	0.0661
GROW	-0.5500	0.6045	0.0373	0.1754
LIQD	0.2061	6.0911	1.8864	1.2818
DA	0.0224	0.95542	0.4426	0.1858

2. การวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ย ด้วยวิธี One-Way ANOVA

จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยสัดส่วนหนี้สิน พบว่า มีค่าสถิติ $F = 6.391$ และ $Sig = 0.002$ ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_0 บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน มีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่ต่างกัน และเมื่อเปรียบเทียบสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน จากการพิจารณาค่า Sig ในตารางที่ 5 และ 6 พบว่า บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ "ดีเลิศ" (5-Star) มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินที่สูงกว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ "ดีมาก" (4-Star) และ "ดี" (3-Star) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระดับที่ 0.05

** ข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) พิจารณาจากการวิเคราะห์ค่า Standardize score ที่ข้อมูลผิดปกติจะมีค่า $|z| > 3.29$ (Seo, 2006) และการวิเคราะห์ค่า Mahalanobis distance ที่ข้อมูลผิดปกติจะมีค่ามากกว่า 26.13 ที่ $k = 8$ (Sheridan J., 2013)

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยสัดส่วนหนี้สิน

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	0.436	2	0.218	6.391	0.002
Within Groups	30.075	882	0.034		
Total	30.511	884			

หมายเหตุ: *. นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ < 0.05

ตารางที่ 5 แสดงค่าเฉลี่ยสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการในแต่ละระดับคะแนน

CG Rating	จำนวนบริษัท	จำนวนตัวอย่าง	Mean	S.D.
ดี	125	233	0.426	0.194
ดีมาก	186	363	0.428	0.182
ดีเลิศ	131	289	0.474	0.179

ตารางที่ 6 แสดงผลการเปรียบเทียบเชิงซ้อน (Multiple Comparisons) สัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน

(I) CG Rating		Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
ดี	ดีมาก	- 0.001	0.016	0.995
	ดีเลิศ	- 0.048	0.016	0.009*
ดีมาก	ดี	0.001	0.016	0.995
	ดีเลิศ	- 0.047	0.015	0.004*
ดีเลิศ	ดี	0.049	0.016	0.009*
	ดีมาก	0.048	0.015	0.004*

หมายเหตุ: *. นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ < 0.05

ตารางที่ 7 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน

	DA	SIZE	TANG	PROF	GROW	LIQD	AGRO	INDUS	PROP	RESOU	SERV	TECH
DA	1.000	0.388**	0.008	0.287**	0.044	0.620**	0.044	0.162**	0.207**	0.099**	0.079*	0.131**
SIZE		1.000	0.041	0.027	0.085*	0.172**	0.003	0.226**	0.164**	0.208**	0.024	0.027
TANG			1.000	0.160**	0.137**	0.332**	0.123**	0.052	0.277**	0.171**	0.147**	0.111**
PROF				1.000	0.169**	0.171**	0.092**	0.011	0.142**	0.014	0.131**	0.000
GROW					1.000	0.081*	0.035	0.003	0.040	0.031	0.084*	0.003
LIQD						1.000	0.091**	0.137**	0.063	0.129**	0.093**	0.031
AGRO							1.000	0.172**	0.202**	0.140**	0.205**	0.116**
INDUS								1.000	0.234**	0.163**	0.238**	0.135**
PROP									1.000	0.191**	0.280**	0.158**
RESOU										1.000	0.195**	0.110**
SERV											1.000	- 0.161**
TECH												1.000

หมายเหตุ: **. นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ < 0.01, *. นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ < 0.05

3. การวิเคราะห์สมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

จากตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน พบว่าตัวแปรที่มีค่าสมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันอยู่ในช่วงระหว่าง -0.620 ถึง 0.388 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติน้อยกว่า 0.05 ซึ่งทำให้ไม่พบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้ (Multicollinearity) เนื่องจากค่าสมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรมีค่าน้อยกว่า 0.70 (Dormann, C. F., et al., 2013)

4. การวิเคราะห์ Pooled OLS Regression

การทดสอบข้อสมมติฐานของการวิเคราะห์ดังกล่าว ได้แก่ อัตราของตัวอย่างต่อตัวแปรอิสระ การตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล ตัวแปรอิสระแต่ละตัวต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน การแจกแจงแบบปกติ (Normality) การถดถอยเป็นแบบเชิงเส้น (Linearity) ค่าแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่ (Homoscedasticity) และความเป็นอิสระของตัวแปรตาม (Independence of residuals) พบว่าเป็นไปตามสมมติฐานในการวิเคราะห์

ตารางที่ 8 แสดงผลการวิเคราะห์ Pooled OLS Regression

	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	VIF
	B	Std. Error			
(Constant)	0.364	0.033	11.134	0.000	
SIZE	0.031**	0.003	10.154	0.000	1.200
TANG	- 0.094**	0.020	-4.594	0.000	1.355
PROF	- 0.416**	0.068	-6.123	0.000	1.173
GROW	0.023	0.024	0.939	0.348	1.062
LIQD	- 0.087**	0.004	-23.354	0.000	1.315
AGRO	0.003	0.021	0.159	0.874	2.795
INDUS	0.029	0.019	1.507	0.132	2.990
PROP	0.090**	0.019	4.753	0.000	3.573
RESOU	0.031	0.022	1.436	0.151	2.808
SERV	0.005	0.019	0.242	0.809	3.696
TECH	0.094**	0.022	4.261	0.000	2.176

หมายเหตุ: **. นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ < 0.01, ตัวแปรตาม คือ Debt Ratio, ค่า $R^2 = 0.556$, ค่า Adjusted $R^2 = 0.560$, ค่า $F(11,884) = 103.300$ ($p < 0.01$), ค่า Durbin - Watson = 1.069

จากตารางที่ 8 พบว่า มีค่า Adjust R^2 เท่ากับ 0.560 หมายความว่าตัวแปรอิสระทั้ง 11 ตัวสามารถอธิบายสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ร้อยละ 56 และมีค่า Durbin - Watson มีค่าเท่ากับ 1.069 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.0 ถึง 3.0 แสดงว่าค่าความคลาดเคลื่อนมีอิสระต่อกัน (Field, 2009) นอกจากนี้เมื่อพิจารณา ค่า VIF ในตารางที่ 8 พบว่ามีค่าอยู่ระหว่าง 1.062 - 3.696 ซึ่งค่าน้อยกว่า 4 จึงเป็นการสนับสนุนผลการวิเคราะห์สมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันว่า ตัวแปรอิสระไม่พบปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) (Mile & Shevlin, 2001)

จากตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ พบว่า ปัจจัยขนาดของบริษัท ($B_2 = 0.031$) สินทรัพย์มีตัวตน ($B_3 = -0.094$) ความสามารถในการทำกำไร ($B_4 = -0.416$) และสภาพคล่องทางการเงิน ($B_5 = -0.087$) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$) ดังนั้นปฏิเสธสมมติฐานที่ H_{02}, H_{03}, H_{04} และ H_{06} นอกจากนี้ ตารางที่ 8 แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรควบคุม อุตสาหกรรม ได้แก่ อุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$)

จากตารางที่ 6 แสดงผลการเปรียบเทียบเชิงซ้อนสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน และตารางที่ 8 แสดงผลการวิเคราะห์ Pooled OLS Regression เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท ซึ่งสามารถอธิบายตามสมมติฐานได้ดังนี้

บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน มีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่แตกต่างกัน (ปฏิเสธสมมติฐาน H_{01}) ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีเลิศ” (5-Star) มีสัดส่วนหนี้สินที่แตกต่างจากบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีมาก” (4-Star) และ “ดี” (3-Star) ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปตามแนวความคิดการกำกับดูแลกิจการ บริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีเลิศ” แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารกิจการ การให้ความสำคัญกับความโปร่งใส และคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายอย่างชัดเจน จึงส่งผลให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือมากขึ้น ลดความเสี่ยงจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) และลดความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทน (Agency cost) ซึ่งความเสี่ยงต่าง ๆ ที่ลดลงย่อมทำให้ต้นทุนการก่อหนี้ลดลงเช่นกัน (ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์, 2559, น. 14) ดังนั้นเมื่อบริษัทแก้ไขความเสี่ยงจากปัญหาต่าง ๆ ได้ไม่เหมือนกัน ต้นทุนการก่อหนี้จึงไม่เท่ากัน ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินของบริษัทแตกต่างกัน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นที่พิจารณาแหล่งเงินทุนจากต้นทุนของเงินทุน และสอดคล้องกับ การศึกษาของ Bhojraj & Sengupta (2003) ในประเทศสหรัฐอเมริกา การศึกษาของ Byun (2007) ในประเทศเกาหลีใต้ และการศึกษาของ ณัฐชา อรรถพลพิทักษ์ (2559) ในประเทศไทย พบว่าระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนของหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการแตกต่างกัน จะมีต้นทุนการก่อหนี้หรือมีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ไม่เท่ากัน ซึ่งจะส่งผลให้มีสัดส่วนหนี้สินที่แตกต่างกัน

สำหรับระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีมาก” (4-Star) และ “ดี” (3-Star) ที่มีสัดส่วนหนี้สินที่ไม่แตกต่างกัน มีเหตุผลมาจากการให้ความสำคัญกับความโปร่งใส หรือการคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่ายของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีมาก” และ “ดี” อาจยังไม่มี ความแตกต่างกันอย่างชัดเจนเพียงพอ ที่ทำให้เจ้าหนี้รับรู้ได้ถึง การลดลงของความเสี่ยงจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และการลดลงความเสี่ยงจากปัญหาตัวแทน อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งส่งผลต่อการพิจารณา กำหนดอัตราดอกเบี้ยที่เป็นต้นทุนของหนี้สินที่ไม่แตกต่างกัน (Juniarti & Natatalia, 2012) สัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ “ดีมาก” และ “ดี” จึงไม่มีความแตกต่างกัน

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท (ปฏิเสธสมมติฐาน H_{02}) หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก สอดคล้องกับ Banchuenvijit (2014) และ ณัฐญาดา คงสกุล (2560) ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือ มีการเปิดเผยข้อมูลให้กับธนาคารมากกว่า สามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายกว่า และมีความประหยัดต่อขนาดมากกว่าขนาดบริษัทเล็ก ส่งผลให้ความเสี่ยงจากต้นทุนล้มละลายต่ำกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับผลประโยชน์ทางภาษี (Wald, 1999, p. 173) ซึ่งมีความสอดคล้องกับทฤษฎีแลกเปลี่ยน

สินทรัพย์มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินของ (ปฏิเสขสมมติฐาน H₀₃) หมายความว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนมากมีแนวโน้มในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย อาจมีสาเหตุมาจากบริษัทที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูงจะสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารลงได้ ทำให้ต้นทุนในการออกตราสารทุนหรือต้นทุนในการระดมทุนลดลงต่ำกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ จึงเป็นผลให้บริษัทเลือกจัดหาเงินทุนจากการออกตราสารทุนก่อนการก่อหนี้ (Banchuenvijit, 2014, p. 23) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท (ปฏิเสขสมมติฐาน H₀₄) หมายความว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมีแนวโน้มในการก่อหนี้ลดลง โดยผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Banchuenvijit (2014) และ ฌรัฐญาดา คงสกุล (2560) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะส่งผลให้บริษัทมีกำไรสะสมจำนวนมาก บริษัทจึงเลือกให้เงินทุนจากกำไรสะสมเป็นลำดับแรก เพราะมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกและไม่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงของข้อมูล (Deesomsak et al., 2004) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

อัตราการเติบโตไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท (ยอมรับสมมติฐาน H₀₅) ซึ่งมีสาเหตุจากอัตราการเติบโตเป็นสิ่งที่ไม่สามารถจับต้องได้ แม้ว่าอัตราการเติบโตอาจเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทได้แต่ไม่สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ดังนั้นในการพิจารณาสินเชื่อ เจ้าหนี้จึงไม่นำอัตราการเติบโตมาเป็นองค์ประกอบในการพิจารณาปล่อยกู้สินเชื่อ (Schoubben & Van Hulle, 2004) ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาของ Banchuenvijit (2014) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และพบว่าอัตราการเจริญเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จากกลุ่มตัวอย่าง 232 บริษัท แล้วพบว่าอัตราการเจริญเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินของ (ปฏิเสขสมมติฐาน H₀₆) หมายความว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงมีแนวโน้มในการก่อหนี้ลดลง ผลการศึกษาดังนี้สอดคล้องกับ ฌรัฐญาดา คงสกุล (2560) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าปัจจัยสภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง จะส่งผลให้บริษัทมีกำไรสะสมสูงเช่นกัน ดังนั้นเมื่อเกิดการลงทุนในโครงการต่าง ๆ บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายในบริษัทก่อน ไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม เนื่องจากการใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก (กอบกุล จันทรโคสิกา และ วัฒนา ศักยชีวกิจ, 2559, น. 53) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

สรุปและอภิปรายผล

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนในบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างกัน และเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยลักษณะของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวน ด้วยวิธี One-Way ANOVA และ Pooled OLS Regression ในการทดสอบความสัมพันธ์ตามลำดับ ผลการศึกษา พบว่า บริษัทที่มีระดับ

คะแนนการกำกับดูแลกิจการต่างกัน มีสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่แตกต่างกัน และเมื่อศึกษาปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท พบว่า ปัจจัยลักษณะของบริษัท ที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท และปัจจัยลักษณะของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท ได้แก่ สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร และสภาพคล่อง ส่วนปัจจัยที่ลักษณะของบริษัทที่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินของบริษัท ได้แก่ อัตราการเติบโต นอกจากนี้ยังพบอีกว่าอุตสาหกรรมที่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมอาหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัทมีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากผลการศึกษาดังกล่าวผู้บริหารสามารถนำมาเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเลือกแหล่งที่มาของเงินทุน เพื่อให้ผู้บริหารสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้สอดคล้องกับลักษณะของบริษัท นอกจากนี้ นักลงทุนหรือกองทุนสามารถนำหลักฐานเชิงประจักษ์ข้างต้นมาเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาความเสี่ยงในการลงทุนในบริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาเฉพาะปัจจัยลักษณะของบริษัทที่เป็นปัจจัยภายในเท่านั้น ไม่ได้ทำการศึกษาปัจจัยภายนอก เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ หรือสถานะเศรษฐกิจ ซึ่งการศึกษาครั้งต่อไปควรเพิ่มศึกษาปัจจัยภายนอก เพื่อให้เห็นถึงผลกระทบของปัจจัยภายนอกต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสามารถนำปัจจัยดังกล่าวมาประยุกต์ใช้ในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมมากยิ่งขึ้น การเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ถูกจำกัดด้วยการปรับเกณฑ์การพิจารณาการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนใหม่ที่เกิดขึ้นในปี 2560 จึงทำให้เก็บรวบรวมได้เพียง 3 ปี สำหรับการศึกษารายต่อไปควรเพิ่มระยะเวลาการเก็บข้อมูลเป็น 5 - 10 ปี เพื่อให้การศึกษามีความชัดเจน ครบคลุมสภาพเศรษฐกิจและสามารถเห็นแนวโน้มได้มากยิ่งขึ้น นอกจากนี้การศึกษานี้อาจนำข้อมูลบริษัทที่ไม่มีระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการมาใช้ในการวิเคราะห์ เพื่อให้เห็นโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีความชัดเจนมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- กอบกุล จันทรโคติกา และวัฒนา ศักยชีวกิจ. (2559). ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดอาเซียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 12 (33), 50-63.
- จิราวัฒน์ แสงเป่า. (2559). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. ปทุมธานี: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์. (2559). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน กรณีศึกษา: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ณัฐญาดา คงสกุล. (2560). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานนิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. ชลบุรี: มหาวิทยาลัยบูรพา.
- เนาวรัตน์ ศรีพานกุล. (2556). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50. การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

- วิรากานต์ รัชสมบูรณ์. (2559). ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai). การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศิลาพร ศรีจันเพชร. (2551). ทฤษฎีบรรษัทภิบาล. *วารสารบริหารธุรกิจ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*, 31(120), 1–4.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560a). การกำกับดูแลกิจการที่ดีและการพัฒนากิจการเพื่อความยั่งยืน. ค้นเมื่อ 6 มีนาคม 2563, จาก <https://www.sec.or.th/cgthailand/TH/Pages/Overview/CGAndSustainableBusinessDevelopment.aspx>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2560b). *หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียน ปี 2560*.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Ahmed Sheikh, N., & Wang,Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, 23(4), 354–368.
- Anderson, R. C.,Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board Characteristics,Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342.
- Banchuenvijit, W. (2014). Determinants of Capital Structure of Listed Companies in Thailand. *Journal of Business,Economics and Communications*, 9(2), 18–26.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2004). Testing for Inconsistencies in the Estimation of UK Capital Structure Determinants. *Applied Financial Economics*, 14(1), 55–66.
- Bhojraj, S., & Sengupta, p. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455–475.
- Bilgin, R., & Dinc, Y. (2019). Factoring as a Determinant of Capital Structure for Large Firms: Theoretical and Empirical Analysis. *Borsa Istanbul Review*, 19(3), 273-281.
- Boateng, A. (2004). Determinants of Capital Structure: Evidence from international joint ventures in Ghana. *International Journal of Social Economics*, 31(1/2), 56–66.
- Byun,H. Y. (2007). The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(1), 139–184.
- Chen, S. Y., & Chen, L. J. (2011). Capital Structure Determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974–10983.
- Deesomsak, R.,Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4–5), 387–405.

- Dormann, C. F., Elith, J., Bacher, S., Buchmann, C., Carl, G., Carré, G., ... Lautenbach, S. (2013). Collinearity: A review of methods to deal with it and a simulation study evaluating their performance. *Ecography*, 36(1), 27–46.
- Field, A. P. (2009). *Discovering statistics using SPSS*. London: SAGE Publications.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 32.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: An empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, 11(1), 51–69.
- Guizani, M. (2020). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure: The case of Islamic financing modes. *Future Business Journal*, 6(1), 38.
- Güner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, 84–89.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Juniarti, & Natatalia, T. L. (2012). Corporate Governance Perception Index (CGPI) and Cost of Debt. *International Journal of Business and Social Science*, 3(18), 1–295.
- Mile, J., & Shevlin, M. (2001). *Applying regression and correlation: A guide for students and researchers*. London: SAGE Publications.
- Myers, S. (1984). Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermanto, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 465–495.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of Capital Structure and Firm Financial Performance-A PLS-SEM Approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160.
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Mohd Taib, H., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12 (3/4), 283–326.
- Schoubben, F., & Van Hulle, C. (2004). The determinants of Leverage; Differences between quoted and non quoted firms. *DTEW Research Report 0450*, 1–32.
- Seo, S. (2006). *A Review and Comparison of Methods for Detecting Outliers in Univariate Data Sets*. Master's thesis, University of Pittsburgh, Pittsburgh, PA.
- Sheridan J., C. (2013). *SPSS: Analysis without Anguish: Version 20.0 for Windows*. Australia: John Wiley and Sons.

- Thai Institute of Directors Association. (2019). Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2019.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Tongkong, S. (2012). Key Factors Influencing Capital Structure Decision and its Speed of Adjustment of Thai Listed Real Estate Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 716–720.
- Wald, J. K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure an International Comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161–187.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance*, 32(2), 337–347.