

**ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์**

**แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค**

**Factors Influencing Capital Structure and Firm Value in Energy and**

**Utilities Sector in The Stock Exchange of Thailand**

เจนณรงค์ อุปการแก้ว

สาขาการจัดการการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ประเทศไทย

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยรามคำแหง

ผู้รับผิดชอบบทความ

Jannarong Auppankeaw

E-mail : jannarong.aup@gmail.com

Financel and Banking, Faculty Of Business, Ramkhamhaeng University Thailand

Corresponding author

### **บทคัดย่อ**

การค้นคว้าอิสระนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาครั้งนี้ จำนวน 41 บริษัท จากจำนวน 58 บริษัท มีระยะเวลาดำเนินกิจการอยู่ระหว่าง พ.ศ. 2559-2562 โดยไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินไม่ครบถ้วนจากข้อมูลที่รวบรวมได้เก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่เป็นข้อมูลสาธารณะโดยการจัดเก็บข้อมูลจากงบการเงิน แบบแสดงข้อมูลประจำปี (แบบฟอร์ม 56-1 ) และสรุปข้อมูลสารสนเทศ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย [www.set.or.th](http://www.set.or.th) ทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression)

ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการ(SIZE)มีอิทธิพลกับ โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี(LEV1)และ โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน , ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน(NTDS) มีอิทธิพลกับ โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี(LEV1) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน , สินทรัพย์ถาวร(F.ASSET) อิทธิพลกับ โครงสร้างเงินทุนที่วัดจากระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน , อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น( ROE) มีอิทธิพลกับมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน ; มูลค่ากิจการ

### Abstract

The objective of this independent study was to study the factors influence of capital structure and firm value in the energy and utilities sector in the Stock Exchange Thailand . The sample of this study consisted of 41 companies out of 58 companies, whose business operations occurred between 2016 to 2019 by excluding companies' incomplete financial reports. The data was collected as secondary data, which was obtained from the annual financial reports (Form 56-1) and information of companies listed in the Stock Exchange Thailand from [www.set.or.th](http://www.set.or.th). The analysis was conducted as descriptive statistics and multiple linear regression methods.

The result was found that the business size (SIZE) influenced the measurement of capital by the leverage from account value (LEV1), and the measurement of capital by the leverage from market value (LEV2), both measurements mutually correlated. Non-debt tax benefits (NTDS) influenced the measurement of capital by the leverage from account value (LEV1), which it mutually correlated. Fixed asset (F.ASSET) influenced the measurement of capital by the leverage from market value (LEV2), which it mutually correlated. Return on equity (ROE) influenced the business value, which it mutually correlated.

Keywords: Capital Structure ; Firm Value

## บทนำ

เศรษฐกิจไทยในเดือนมกราคม 2564 ได้รับผลกระทบชัดเจนขึ้นจากการระบาดของ COVID-19 ระลอกใหม่ ทำให้การฟื้นตัวไม่ทั่วถึงมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อเศรษฐกิจในภาพรวมไม่รุนแรงเท่าการระบาดรอบแรก โดยเครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชนปรับตัวแยกลงในทุกหมวดการใช้จ่ายตามความเชื่อมั่นผู้บริโภค และกำลังซื้อของครัวเรือนที่ลดลง รวมทั้งเป็นผลจากมาตรการควบคุมการระบาดที่เข้มงวดในบางพื้นที่และบางกิจกรรม ขณะเดียวกันภาคการท่องเที่ยวยังหดตัวสูงจากมาตรการจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศที่ยังมีอยู่ อย่างไรก็ตาม การส่งออกสินค้าที่ไม่รวมทองคำขยายตัวดีขึ้นตามทิศทางของอุปสงค์ประเทศคู่ค้า ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐขยายตัวต่อเนื่อง แม้ชะลอลงบ้างตามรายจ่ายลงทุน เครื่องชี้การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวชะลอลงตามความเชื่อมั่นภาคธุรกิจที่ลดลง

ผลจากมาตรการ Lockdown เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลให้การดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจหดตัว ทั้งภาคการผลิตและบริการ อย่างไรก็ตาม ความต้องการใช้ไฟฟ้าในภาคครัวเรือนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหนุนโดยมาตรการปฏิบัติงานจากที่พักอาศัย (Work From Home) ทั้งนี้ จากภาวะธุรกิจที่ไม่สดใส ทำให้การลงทุนโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนของเอกชนถูกเลื่อนออกไปเป็นปี 2564

ปี 2564-2565 ธุรกิจผลิตไฟฟ้าเอกชนมีแนวโน้มเติบโตดีขึ้นโดยลำดับ จากปัจจัยหนุนทั้งด้านอุปสงค์ที่มีตลาดรองรับแน่นอน และด้านอุปทานจากนโยบายสนับสนุนการลงทุนของภาครัฐตามแผน PDP กล่าวคือ คาดความต้องการใช้ไฟฟ้าในประเทศจะขยายตัวเฉลี่ย 3.0-4.0% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า ภาวะเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (ภาพที่ 12) ซึ่งจะหนุนความต้องการใช้ไฟฟ้าภาคธุรกิจและอุตสาหกรรม ขณะที่ความต้องการใช้ภาคครัวเรือนมีแนวโน้มเติบโตชะลอลงบ้าง หลังประชาชนส่วนใหญ่จะกลับมาทำงานในสถานที่ประกอบการได้ตามปกติ ( นรินทร์ ตันไพฑูลย์, 2563)

ทำให้ผู้ประกอบการทั่วโลกได้รับผลกระทบอย่างมาก ในแต่ละภาคส่วนของธุรกิจ จะได้รับผลกระทบแตกต่างกันออกไป ในประเทศไทย มีทั้งผู้ประกอบการที่ได้รับผลกระทบโดยตรง และโดยอ้อมแล้วแต่ประเภทธุรกิจ โดยเริ่มจากภาคการท่องเที่ยว ผลจากการล็อกดาวน์ปิดประเทศ ทำให้ประเทศไทยขาดรายได้จากการท่องเที่ยว ลุกลามลามไปในภาคส่วนอื่น ๆ เช่น โรงแรม ร้านอาหาร ส่งผลกระทบต่อทุกกลุ่มธุรกิจก็ได้รับผลกระทบกันถ้วนหน้าไม่มากก็น้อย

อุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภคมีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจในระดับต่ำ คือเมื่อเกิดภาวะทางเศรษฐกิจอันเนื่องมาจากผลของการใช้มาตรการที่เข้มงวดกับการแก้ไขปัญหาโรคระบาดไวรัสโควิด 19 ที่ส่งผลให้เศรษฐกิจชะลอตัว รายได้ภาคครัวเรือนลดลง ส่งผลกระทบต่อ GDP ในสภาวะแบบนี้อุตสาหกรรมอุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภคได้รับผลกระทบไม่มากนัก เนื่องด้วยเป็นสินค้าที่จำเป็นต่อการดำรงชีวิต ถึงแม้จะได้รับผลกระทบบ้าง แต่น้อยกว่าอุตสาหกรรมประเภทอื่น ทำให้นักลงทุนยังคงกล้าที่จะลงทุน ส่งผลให้มูลค่ากิจการไม่ได้รับผลกระทบมากนักเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่น

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค
3. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค

## สมมติฐานการวิจัย

1. ปัจจัย ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเจริญเติบโต สินทรัพย์ถาวร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และความสามารถชำระหนี้ มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค
2. ปัจจัย ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเจริญเติบโต สินทรัพย์ถาวร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และความสามารถชำระหนี้ มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค

## ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษารั้งนี้ ได้รวบรวมข้อมูล จากรายงานงบประจำปีและงบการเงินรวมปี ศึกษาเฉพาะกลุ่มหมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2559-2562 จำนวน 41 บริษัท โดยได้ทำการตัดรายชื่อบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบออกไป

## ประโยชน์ที่ได้รับ

1. เพื่อทราบถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค
2. เพื่อให้ผู้บริหารใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจในการวางแผน กำหนดนโยบายเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนได้อย่างเหมาะสมและมีประสิทธิภาพสูงสุด
3. เพื่อให้ให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลในการประกอบการตัดสินใจ ในการลงทุนเกี่ยวกับบริษัทในเรื่องการกำหนดโครงสร้างเงินทุนว่ามีความเหมาะสมหรือไม่

## การทบทวนวรรณกรรม

### ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM

เสนอโดย Modigliani & Miller (1958) ได้ศึกษาและนำเสนอทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ

1. รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ คือ มูลค่าของบริษัทและต้นทุนของเงินทุนจะเป็นอิสระจากโครงสร้างเงินทุน โดย MM ได้ตั้งสมมติฐานว่าไม่มีการเสียภาษีในโลก ตลาดมีการแข่งขันอย่างไม่สมบูรณ์และ สมมุติต้นทุนของรายการค้าขึ้น MM ยืนยันว่าบริษัทที่ไม่ต้องเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล การเพิ่มหนี้สิน เข้าไปในโครงสร้างเงินทุนจะไม่สามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ ผลประโยชน์ของ การก่อหนี้ที่มีต้นทุนต่ำจะถูกชดเชยด้วยต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น

2. รูปแบบที่มีภาษีเงินได้ คือ เมื่อหนี้สินถูกเพิ่มเข้าไปในโครงสร้างเงินทุน มูลค่าของบริษัทจะเพิ่มขึ้น และ ต้นทุนของเงินทุนจะลดลง การเปลี่ยนแปลงรูปแบบนี้มีสาเหตุมาจากดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่าย เมื่อคำนวณภาษี (อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์)

ทฤษฎีแรกอธิบายโครงสร้างเงินทุน คือ ทฤษฎีของ Modigliani & Miller (1958) ทฤษฎี ของ MM กล่าวว่า บริษัท 2 บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน โดยบริษัทแรก คือบริษัทที่ไม่มี การก่อหนี้เลยใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด บริษัทที่สอง คือบริษัทที่ก่อหนี้ในระดับหนึ่ง ยกเว้นเรื่องภาษี ไม่ว่าจะมีการก่อหนี้หรือไม่ก่อหนี้มูลค่าของบริษัทก็เท่ากันในทุกๆ ปี เพราะการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงมากขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการผลตอบแทนมากขึ้น โดยทฤษฎีนี้จะพิสูจน์ว่าการจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการในตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ต่อมาในปี 1963 MM ได้นำปัจจัยภาษีเงินได้นิติบุคคลมาพิจารณาด้วย พบว่าการก่อหนี้ จะทำให้ช่วยประหยัด ภาษีได้ เมื่อนำภาษีเข้าคิด มูลค่าของกิจการย่อมทำให้ยิ่งก่อหนี้มากก็ยิ่งจะทำให้บริษัทมีมูลค่ามากขึ้น ตามทฤษฎีนี้ไม่มีความเป็นไปได้ในโลกแห่งความเป็นจริง การกู้ยืมในแต่ละครั้งควรนำต้นทุนของการกู้ยืมมาคิดด้วย เป็นที่มาของทฤษฎี Trade-off Theory (วรกันต์ ทองสว่าง, 2554)

### แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Theory)

การก่อหนี้เพิ่มย่อมส่งผลให้ต้นทุนการล้มละลายสูงขึ้นเช่นกัน เนื่องจากการก่อหนี้เพิ่มจะต้องมีการจ่ายดอกเบี้ยที่มากจนทำให้ไม่มีเงินเพียงพอที่จะมาใช้ในการดำเนินงาน ทำให้เกิดการขาดสภาพคล่องของบริษัท ส่งผลถึงการผลิตสินค้า การจ่ายเงินเดือนพนักงาน สุดท้ายไม่มีเงินเพียงพอที่จะชำระหนี้ต่อไป จึงทำให้เจ้าหนี้จำเป็นต้องฟ้องร้องบริษัท เพื่อกิจการนำมาจ่ายชำระหนี้ที่ค้าง จึงเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทล้มละลายและด้วยเหตุผลอื่นๆ อีกจากการก่อหนี้ที่มากขึ้นนั้น จะเป็นสาเหตุและแรงกดดันทำให้บริษัทต้องล้มละลาย (จิราวัฒน์ แสงเป้า, 2559)

### ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

ทฤษฎี Pecking Order Theory ได้ถูกนำเสนอในปีค.ศ. 1984 โดย Myers and Majluf โดยมีแนวคิดสำคัญคือปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นและคณะผู้บริหาร ของบริษัท โดยบริษัทจะมีการระดมทุนตามลำดับขั้นเพื่อเป็นการขจัดปัญหาดังกล่าว และในการจัดหาแหล่งเงินทุนตามทฤษฎีนี้บริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนเป็นลำดับแรกและภายหลัง หากเงินที่ระดมทุนได้มาไม่เพียงพอจึงจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการออกตราสารหนี้โดย ให้พิจารณาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำสุดก่อน ได้แก่การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งเป็น การส่งสัญญาณจากผู้บริหารว่าการลงทุนนั้นจะสามารถสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ และราคาหุ้น ในขณะนั้นมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) และหากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนก็จะเป็นการส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นในขณะนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงอยู่ (Overvalued) (จิราภรณ์ ชูฟู, 2562)

### ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade-off Theory)

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Modigliani and Miller (M&M) (1985) ที่มีข้อสมมติฐานว่าไม่มีภาษีและไม่มีต้นทุนการล้มละลายนั้น ในความเป็นจริงที่เกิดขึ้นนั้น จะมีเรื่องการเสียภาษีเข้ามาเกี่ยวข้องทำให้เกิดประเด็นในการก่อกำหนดของกิจการ 2 ประการ(จิราวัฒน์ แสงเป้า, 2559) คือ

- 1) การระงับการจ่ายดอกเบี้ยจากการก่อกำหนดสามารถนำไปหักลดหย่อนภาษีของธุรกิจได้
- 2) ธุรกิจที่ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยจ่ายหรือเงินต้นตามกำหนดได้นั้น อาจส่งผลทำให้กิจการเกิดภาวะล้มละลาย

จากประเด็นที่กิจการมีภาระต้องเสียภาษี นำไปสู่เกิดการพัฒนาแนวคิดที่เรียกว่า The trade-off theory ขึ้นมา ซึ่งกิจการจะต้องเลือก (trade-off) ระหว่างประโยชน์ของหนี้ สิน (ภาษี) กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและต้นทุนของการล้มละลาย แต่ข้อเสียคือแนวคิดนี้ ไม่สามารถระบุได้ว่า โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจที่เหมาะสมจะเป็นอย่างไร แต่สามารถบอกให้ทราบถึงแนวทางและปฏิบัติเกี่ยวกับการใช้เงินทุนที่มาจากการก่อกำหนดด้วยกัน 3 ประการ ได้แก่

- 1) กิจการที่มีความเสี่ยงสูง จะใช้ความแปรปรวนของผลตอบแทนของสินทรัพย์ของกิจการเป็นตัวกำหนด ดังนั้นธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงจึงควรใช้เงินทุนจากการก่อกำหนดน้อยกว่าธุรกิจที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า เพราะว่าความแปรปรวนของผลตอบแทนยิ่งมากเท่าใด ความน่าจะเป็นของความยุ่งยากทางการเงินและระดับของหนี้สินก็จะเพิ่มมากขึ้นเช่นกัน ส่งผลทำให้กิจการมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

- 2) กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนและสินทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด อาทิ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์เป็นจำนวนมากนั้น ควรจะใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากการก่อกำหนด มากกว่ากิจการที่มีสินทรัพย์ดังกล่าวน้อย

3) กิจกรรมที่เสียภาษีในระดับอัตราสูงสุดแล้วนั้นและยังคงต้องดำเนินการเสียภาษีในอัตรานี้ ต่อไป สามารถใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สินที่มาจากการกู้ยืมได้จำนวนมากกว่าธุรกิจที่เสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่า เพราะจะได้รับผลประโยชน์จากภาษีมาจากการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ผลของการศึกษาที่ผ่านมา พบว่า มีการคัดเลือกตัวแปรที่นำมาอธิบายแตกต่างกันและใช้ทฤษฎีในการอธิบายแต่ละปัจจัยที่แตกต่าง ดังนั้นการตัดสินใจเลือกระหว่างประโยชน์ของหนี้สิน (ภาษี) กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและต้นทุนของการล้มละลาย จะต้องพิจารณาจากปัจจัยต่อไปนี้

#### 2.1.4.1 สิทธิทางภาษีและการลดภาระทางภาษี

จากทฤษฎี Trade-off Theory กล่าวว่า ถ้ากิจกรรมมีผลประโยชน์ทางภาษีสูงกว่าค่าเสื่อมราคา กิจกรรมจะมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นเป้าหมายต่ำ เนื่องจากถ้าการดำเนินธุรกิจที่มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับค่าเสื่อมราคามากขึ้นย่อมส่งผลทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง ทำให้สัดส่วนของภาระภาษีที่ต้องจ่ายมีน้อยลง ด้วยเหตุนี้ การที่กิจกรรมมีภาระของค่าเสื่อมราคาที่สูงก็ไม่ได้มีความจำเป็นที่จะต้องก่อหนี้ มากเพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ในการลดหย่อนภาษี (Tax Shield) การพิจารณาผลกระทบทางภาษีที่มีความสัมพันธ์กับความแตกต่างจากผลประโยชน์ทางภาษีแล้วนั้น ทำให้เกิดความแตกต่างของการใช้โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันนั้น

#### 2.1.4.2 การล้มละลายทางการเงิน

กิจกรรมส่วนใหญ่จะนิยมทำการหลีกเลี่ยงการคิดต้นทุนจากความเสียหายทางการเงินที่เกิดขึ้น แต่สภาพเศรษฐกิจที่ตกต่ำโดยทั่วไปแล้วไม่อาจคาดการณ์ได้ ด้วยเหตุนี้ ต้นทุนการล้มละลาย จึงมีแนวโน้มไปทิศทางเดียวกับสภาพคล่องของกิจการ ความน่าจะเป็นของการล้มละลายขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงของธุรกิจและความเสียหายทางการเงิน หากแนวโน้มของการก่อหนี้และภาระดอกเบี้ยยิ่งเพิ่มขึ้น ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังยิ่งสูงขึ้นตามไปด้วย ส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญจะยิ่งลดต่ำลง ต้นทุนของการล้มละลายจึงเป็นตัวจำกัดสัดส่วนจำนวนหนี้ ที่บริษัทนำมาใช้ในโครงสร้างเงินทุนและมีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจในการดำเนินงานของกิจการรวมทั้งการตัดสินใจเรื่องเกี่ยวกับการเงินของกิจการ

**แนวคิดความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน**

##### 1) ขนาดของบริษัท (Firm Size)

บริษัทที่มีขนาดใหญ่แล้วนั้นย่อมสามารถที่จะมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและแหล่งระดมทุนได้หลากหลายมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า เนื่องจากความเสี่ยงที่จะผิดชำระหนี้ของบริษัทขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงต่ำกว่า ซึ่งจะสอดคล้องกับทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ และแนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนการล้มละลาย

### 1) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

สิ่งที่สะท้อนว่าบริษัทนั้นจะสามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ของบริษัทให้เกิดประโยชน์มากน้อยเพียงใด ถ้าหากบริษัทมีความสามารถทำกำไรที่สูงแล้วนั้น ย่อมสามารถที่จะดึงดูดนักลงทุนจากภายนอกให้มาลงทุนได้ เพราะโดยพื้นฐานแล้วนั้นนักลงทุนที่ต้องการมาลงทุนที่ต้องการมาลงทุนย่อมต้องการกำไรในระดับที่สูง จากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ จะแสดงให้เห็นว่าบริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในเป็นอันดับแรกก่อนที่จะจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอก เนื่องจากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกจะมีต้นทุนในการดำเนินงานที่สูงกว่าจากแหล่งภายใน และการออกหุ้นทุนแสดงถึงสัญญาณลบต่อนักลงทุน ดังนั้นบริษัทที่มีผลกำไรสูงควรที่จะมีระดับหนี้สินที่ต่ำ จะสะท้อนถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับการก่อหนี้สิน

ในขณะที่ทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับการก่อหนี้สินเนื่องจากต้นทุนตัวแทน ภาษี และต้นทุนการล้มละลาย เป็นปัจจัยที่กระตุ้นให้บริษัทสามารถนำมรดกการจ่ายภาษีได้ โดยจะเลือกจากแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ เมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่มากขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนการล้มละลายมีลดลง และการที่บริษัทสามารถนำดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายที่ได้รับประโยชน์ทางภาษีแล้วนั้น ย่อมทำให้กำไรของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น

### 3) อัตราการเจริญเติบโต ( Growth )

การเติบโตของบริษัทมีความสำคัญทั้งต่อเจ้าหนี้และเจ้าของกิจการ เพราะมูลค่ากิจการในส่วน เพราะมูลค่ากิจการในส่วนของเจ้าของนั้นขึ้นอยู่กับกำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรที่ได้รับเป็นสำคัญและในส่วนของเจ้าหนี้ก็จะให้ความสำคัญต่อความสำเร็จของกิจการในอนาคตซึ่งเกี่ยวข้องกับการเติบโตโดยตรง เพราะการที่บริษัทมีกำไรจะแสดงถึงสามารถนำเงินจากการกู้ยืมไปมาชำระคืนได้

### 4) สินทรัพย์ถาวร ( Fixed Asset )

สินทรัพย์ถาวร เป็นสิ่งที่บริษัทมีอยู่ในครอบครอง ยิ่งบริษัทมีสินทรัพย์ถาวรมากบริษัทย่อมมีความสามารถจัดหาเงินทุนได้จากหลายแหล่งมากขึ้น เพราะทำให้ผู้ให้กู้จะเชื่อมั่นว่าสินทรัพย์เหล่านั้นจะสามารถขายและนำมาชำระหนี้ได้ ได้แก่ ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ เครื่องจักร กิจการครอบครองอยู่ ดังนั้นตามทฤษฎีพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ จะแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างระดับการก่อหนี้สินและสินทรัพย์ถาวร

### 5) ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช้หนี้สิน ( Non-Debt Tax Shield )

จากทฤษฎีในการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ กล่าวว่า ฐานการลดภาษี (Tax Shield) ส่งผลต่อการใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สิน เพราะค่าใช้จ่ายดังกล่าวช่วยลดภาษีลงได้ ดังนั้นรายการค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย เป็นรายการที่มีได้ชำระเป็นเงินสด จึงเป็นค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่ปรากฏในงบการเงิน ถ้า



บริษัทที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ค่อนข้างสูงอยู่แล้วจะก่อกำหนดจากภายนอกลดลง จึงกล่าวได้ว่าผลประโยชน์ทางภาษีมีความสัมพันธ์ที่ตรงข้ามกับระดับการก่อกำหนดสิน

#### 6) ความสามารถในการชำระหนี้ ( Debt Service Coverage Ratio)

สิ่งที่แสดงถึงบริษัทที่มีความมั่นคงทางการเงินที่จะชำระหนี้สินคืนจากรายได้ที่ได้รับมาจำนวนมายน้อยเพียงใด เพราะภาระหนี้สินที่มีอยู่เป็นความเสี่ยงทางการเงิน ถ้าบริษัทไม่สามารถที่จะชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ อาจนำไปสู่การฟ้องร้องกลายเป็นกิจการที่มีสถานะล้มละลายได้(จิราวัฒน์ แสงเป้า,2559)

#### แนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ Tobin Q

##### การวัดมูลค่ากิจการด้วย Tobin's q

Tobin(1969) ได้นิยามอัตราส่วนตัวหนึ่งขึ้นมาเรียกว่า q ในภายหลังต่อมาเรียกว่า Tobin' q อัตราส่วนนี้ คือ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้น (Market Value) กับต้นทุนทดแทน (Replacement Cost ) ของสินทรัพย์ของบริษัทนั้น เมื่อใดก็ตามที่อัตราส่วนนี้มีค่ามากกว่าหนึ่ง (ราคาหุ้นแพงกว่าต้นทุนในการสร้างสินทรัพย์ของบริษัทคันมาใหม่ทั้งหมด ) บริษัทย่อมหากำไรได้ด้วยการขายหุ้นเพิ่มทุน แล้วนำเอาเงินที่ได้มาซื้อสินทรัพย์อย่างเดียวกันของบริษัทเพราะฉะนั้นเมื่อราคาหุ้นในตลาดมีราคาแพงจะดึงดูดให้มีการลงทุนในภาคธุรกิจเพิ่มมากขึ้นในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าน้อยกว่าหนึ่ง บริษัทย่อมอยู่เฉยๆ ดีกว่า เพราะเอาเงินไปซื้อหุ้นในตลาดยังดีกว่าลงทุนใหม่ แนวคิดนี้ช่วยให้เราเข้าใจบทบาทของตลาดหุ้นต่อภาคธุรกิจที่แท้จริงมากยิ่งขึ้น(ณัฐนันท์ สุรวัฒนา,2556)

ในการวิจัยครั้งนี้มูลค่ากิจการ(Firm Value) นั้นทำการวัดค่าโดยอัตราส่วนระหว่างมูลค่าตลาดของกิจการและมูลค่าทางบัญชี (Tobin's q ) สามารถคำนวณจาก

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{มูลค่าตลาดของกิจการ} + \text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

#### แนวคิดความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่าของบริษัทที่ผ่านมา พบว่า การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าบริษัททั้งในเชิงบวกและเชิงลบ หรือไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท ดังเช่นงานวิจัยของ Anup and Cowdhury (2010) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลเชิงบวกต่อมูลค่าของบริษัทโดยโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต้องมีการผสมผสานระหว่างสัดส่วนของหนี้สินและทุน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนจะมีผลต่อมูลค่าบริษัท ดังนั้น นโยบายทางการเงินของบริษัทผู้บริหารจึงมักใช้สัดส่วนหนี้สินมากกว่าทุนในรูปแบบโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ Simona (2014) พบว่าโครงสร้าง

เงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท ทั้งบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำและโอกาสในการเติบโตสูง กล่าวคือ บริษัทที่จัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้จะเป็นการส่งสัญญาณทางบวกให้กับนักลงทุนเห็นว่าบริษัทมีผลประกอบการที่ดี และมีโอกาสในการเติบโตในอนาคต จึงสามารถกู้ยืมเงินเพื่อลงทุนในสินทรัพย์ของบริษัทได้ ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Zahra, Farhad and Babak (2013) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่าบริษัท

## วิธีดำเนินการวิจัย

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทำการรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีและงบการเงินรวมประจำปี (แบบฟอร์ม 56-1) ในช่วง พ.ศ.2559 - พ.ศ.2562 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค จำนวน 41 บริษัท และสรุปข้อมูลสารสนเทศ ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) ของบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2529-2562

### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

#### 1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

เป็นสถิติที่ใช้อธิบายคุณลักษณะที่ต้องการศึกษา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Average or Arithmetic Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum)

#### 2 สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ใช้วิเคราะห์ตัวแปรอิสระหรือปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม โดยตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัว ต่อตัวแปรตาม 1 ตัว และตัวแปรจะต้องอยู่ในรูปแบบอันตรภาคชั้น (Interval) หรืออัตราส่วน (Ratio)

### ผลการศึกษาวิจัย

การศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค ปีช่วง พ.ศ.2559 - พ.ศ.2562 พบว่า

ขนาดของกิจการ(SIZE) มีอิทธิพลกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี(LEV1) และ ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน แสดงว่า ขนาดของกิจการ(SIZE) เพิ่มขึ้นเพิ่มขึ้นระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี(LEV1) และ ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2)

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน(NTDS) มีอิทธิพลกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี(LEV1) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน แสดงว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน(NTDS)เพิ่มขึ้น ถ้าระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าบัญชี(LEV1) จะเพิ่มขึ้น

สินทรัพย์ถาวร(F.ASSET) มีอิทธิพลกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน แสดงว่า ถ้าสินทรัพย์ถาวร(F.ASSET) เพิ่มขึ้น ระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2) จะเพิ่มขึ้น

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น( ROE) มีอิทธิพลกับมูลค่ากิจการ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน แสดงว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น( ROE) เพิ่มขึ้น มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

## การอภิปรายผลการศึกษาวิจัย

### ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

ปัจจัยด้านขนาดของบริษัท (SIZE) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี และระดับการก่อหนี้ทางมูลค่าตลาด ด้วยเหตุที่ว่า ธนาคารหรือสถาบันการเงิน จะพิจารณาการปล่อยกู้จาก ขนาดของกิจการ ทำให้บริษัทใหญ่มีความสามารถในการกู้เงินมากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เนื่องจากสามารถกระจายความเสี่ยงได้ดีกว่า ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade-off Theory)แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนการล้มละลาย(Bankruptcy Theory)สอดคล้องกับ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล(2556)ที่ว่า ขนาดของบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้ บริษัทขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ มีความน่าเชื่อถือ มีสินทรัพย์ในการครองครองมาก จึงสามารถสร้างระดับการก่อหนี้ได้สูง

ปัจจัยด้านผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน(NTDS) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี ด้วยเหตุที่ว่า ดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้เงินระยะยาวสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่าย ก่อนกำไรสุทธิได้ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินจึงเพิ่มขึ้นเมื่อ ระดับการก่อหนี้เพิ่มขึ้นสอดคล้องกับรทวรรณ อภิชาติ ธนกุล(2557) ที่ว่า ผลประโยชน์ทางด้านภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในทิศทางเดียวกัน ถ้าหากบริษัทจะสามารถประหยัดภาษีได้จากการก่อหนี้สิน บริษัทจะเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สินมากกว่าจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุน หรือการออกหุ้นสามัญ จึงเป็นการสนับสนุนการใช้หนี้สินมากกว่าทุน เนื่องจากการออกหุ้นเพิ่มทุนจะส่งสัญญาณที่ไม่ดีนักต่อผู้ถือหุ้นทำให้สิทธิของผู้ถือหุ้นกระจาย

สินทรัพย์ถาวร(F.ASSET) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้ตามมูลค่าตลาด(LEV2) ด้วยเหตุที่ว่า สินทรัพย์ถาวร สามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินจากธนาคาร หากไม่สามารถชำระหนี้ได้ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย(Trade-off Theory) และแนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Theory) ซึ่งสอดคล้องกับ รทวรรณ อภิโชติธนกุล(2558) จิราวัฒน์ แสงเป้า (2559) ที่พบว่า สินทรัพย์ถาวรเป็นหลักประกันในการก่อหนี้ที่จะทำให้เจ้าหนี้หรือสถาบันการเงิน ผู้ให้กู้ได้พิจารณา โดยบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวร อยู่ในครอบครองจำนวนมาก บริษัทย่อมมีความสามารถจัดหาเงินทุนได้จากหลายแหล่งมากขึ้น เพราะสามารถนำสินทรัพย์เหล่านั้นมาเป็นหลักประกันเพื่อลดความเสี่ยง

### ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น( ROE) มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันมูลค่ากิจการ ที่วัดโดย Tobin's q ในทิศทางเดียวกัน ด้วยเหตุผลที่ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น( ROE) เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยหากบริษัทมีค่า ROE ที่สูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่สูง ซึ่งส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นเช่นกัน สอดคล้องกับ พรรณทิพย์ อย่างกลิ่น. (2559) ผลการดำเนินงานด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตรา ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ และ สินี ภาคย์อุพาร (2558) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์เพื่อวัดผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สะท้อนถึงความสามารถในการบริหารงานเพื่อให้เกิดผลตอบแทน แก่ผู้ถือหุ้น

### ข้อจำกัดในงานวิจัยและงานวิจัยในอนาคต (Limitations and Future Research)

1. ในการวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ.2559-2562 เป็นระยะเวลา 4 ปี เพื่อต้องการลดผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจ จึงควรทำการศึกษาช่วงปีให้กว้างขึ้น
2. เพื่อนจะศึกษาและอธิบายโครงสร้างเงินทุนที่ชัดเจนขึ้น ควรศึกษาเปรียบเทียบในช่วงที่มีช่วงวิกฤติการณ์ทางการเงิน และหลังช่วงวิกฤติการณ์ทางการเงิน
3. ในการวิจัยครั้งนี้ทำการศึกษาเพียงแค่อุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค เพียงอย่างเดียว จึงควรศึกษาภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อที่จะได้ข้อมูลโครงสร้างทางการเงินและมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น
4. ควรมีการศึกษาปัจจัยอื่นๆ เช่น อัตราดอกเบี้ยธนาคาร (Interest Rate: MLR) สภาพคล่อง (Liquidity: Current Ratio) ปัจจัยทางการเงิน ความเสี่ยง

## เอกสารอ้างอิง

- วรกันต์ ทองสว่าง. (2554). การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เนาวรัตน์ ศรีพนากุล.(2556) .ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50 .การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- รทวรรณ อภิโชติชนกุล(2558) .ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย.วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต,มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- พุทธิมน เพชรคง(2559).ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนของกิจการต่อมูลค่ากิจการ และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ .การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นันทกร ลิ้มสมังคกุล(2559).ความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนต่อผลประกอบการทางการเงินของผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศไทย.การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต ,มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร(2559).การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต , มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- วิราภานต์ รัชสมบุญ(2560).ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อ โครงสร้าง เงินทุนของบริษัท  
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) .การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต ,  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

จิราวัฒน์ แสงเป้า(2560).ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ.วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจบัณฑิต ,มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

ธนวันต์ มุสิกกุล(2561).ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในประเทศไทย.การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต , มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

วรนิษฐ์ พรพัฒนะวัฒน์(2561).ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจบริการ หมวดธุรกิจพาณิชย์.การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต , มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

นิตาชาล คำสิงห์(2561).ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต , มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

นิธิต ติรวินบูลสิน(2562).โครงสร้างเงินทุนที่มีความสัมพันธ์ต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม.การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต , มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

อัญชลี เมืองเจริญ(2562). ปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อุตสาหกรรมพลังงานและสาธารณูปโภค.วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

ชัยพฤกษ์ ฐิตินันทพันธ์(2562).ปัจจัยเฉพาะของบริษัทและปัจจัยจากอุตสาหกรรมที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ธารีรัตน์ พลรักษ์(2561).ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.การค้นคว้าอิสระปริญญาโทบริหารธุรกิจบัณฑิต,มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

ชนิศา มณีรัตน์รุ่งโรจน์(2559).โครงสร้างเงินทุนที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ.วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจดุขุฎบัณฑิต,

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี.

ณัฐนันท์ สุรวัดณา. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ,  
วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา.

จิราภรณ์ ชูพูล(2562).ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ไทย กลุ่ม SET 100.การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต,มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.

สินี ภาคย์อุพาร(2558).ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีมูลค่า

หลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงสุดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต , มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

พรรณทิพย์ อย่างกลิ่น. (2559). ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการผ่านการจัดการกำไรของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. งานวิจัยนี้ ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจากมหาวิทยาลัยศรี

ปทุม.

ธนาคารแห่งประเทศไทย.(2564).แถลงข่าวเศรษฐกิจและการเงินเดือนมกราคม.ค้นเมื่อ 25 มีนาคม พ.ศ.2564

จาก <https://www.bot.or.th/Thai/PressandSpeeches/Press/2021/Pages/n1264.aspx>

นรินทร์ ต้นไพบูลย์.(2563).แนวโน้มธุรกิจ/อุตสาหกรรม ปี 2563-2565: ธุรกิจผลิตไฟฟ้า. ค้นเมื่อ30 เมษายน 2564

จาก <https://www.krungsri.com/th/research/industry/industry-outlook/Energy-Utilities/Power-Generation/IO/io-power-generation-20>

อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2550). การเงินธุรกิจ. (พิมพ์ครั้งที่ 8). กรุงเทพฯ: บริษัทไฟเอนิ่ง จำกัด