

ความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้นแบ่ง  
ตามอุตสาหกรรม



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น  
แบ่งตามอุตสาหกรรม

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 15 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2559



นางสาวศุทธหทัย อินทวิเศษ  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

เทียนทิพ สุพานิช

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์อรรณพ ต้นละม้าย, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์



## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุนสำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณา และการสนับสนุนที่ดีจากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช อาจารย์ที่ปรึกษาในการศึกษาอิสระครั้งนี้ ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการ และให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหาตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ยังมีรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร โคลิกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งคณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของคณะผู้วิจัย

คณะผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจคณะผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ จะทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

นางสาวศุทธหทัย อินทวิเศษ

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม	5
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	7
บทที่ 3 บทข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	12
บทที่ 4 บทตัวแปร	14
4.1 ตัวแปรตาม	14
4.2 ตัวแปรอธิบาย	15
4.3 ตัวแปรควบคุม	16
บทที่ 5 บทวิธีการทางสถิติ	21
บทที่ 6 ผลการวิจัย	23
บทที่ 7 บทอภิปรายและบทสรุป	32
บรรณานุกรม	35
ภาคผนวก	38
ประวัติผู้วิจัย	42

## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	ตารางแสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา	13
4.1	ตารางแสดงตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและเครื่องหมายที่คาดหวัง	19
6.1	ตารางแสดงอัตราภาษีที่แท้จริงแบ่งตามอุตสาหกรรม	23
6.2	ตารางแสดงผลการทดสอบ Fixed / Random effects model ของตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น	25
6.3	ตารางแสดงผลการทดสอบเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม Hausman test	26
6.4	ตารางแสดงผลการทดสอบ Fixed effects model ของตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม	29



ความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุนแบ่งตามอุตสาหกรรม

TAXATION AND CAPITAL STRUCTURE BY SECTOR

ศุทธหทัย อินทวิเศษ 5750042

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะภัทร ธาระวานิช, Ph.D., เทียนทิพ สุพานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

### บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) เนื่องจากประเทศไทยมีการปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล โดยปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจากอัตรา 30% เป็น 23% ในปีพ.ศ. 2555 และ 20% ในปีพ.ศ. 2556 ถึงปัจจุบัน โดยงานวิจัยให้ความสำคัญเป็นพิเศษกับปัจจัยคือ อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Tax Rate) และยังศึกษาเพิ่มเติมในปัจจัย ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) คือค่าเสื่อมราคา และขาดทุนสะสม การศึกษาใช้เทคนิค Panel-data specific with firm fixed effects method (Unbalanced Panel Data)

ผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่านั้น บริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มนี้มักเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความมั่นคงสูง สามารถที่จะปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้สูง กระจายความเสี่ยงได้มาก และมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ จากคุณสมบัติเหล่านี้ทำให้บริษัทสามารถกู้ยืมได้สูงเพื่อประหยัดภาษี ซึ่งเป็นผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ ทั้งนี้เมื่ออัตราภาษีลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ลดลง บริษัทจึงปรับตัวโดยการลดส่วนของหนี้ลง เพิ่มในส่วนของผู้ถือหุ้นมาก ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุน

คำสำคัญ : ภาษีเงินได้นิติบุคคล/ โครงสร้างเงินทุน/ กลุ่มอุตสาหกรรม



## บทที่ 1

### บทนำ

ประเทศไทยมีการกำหนดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2495 โดยเป็นอัตราภาษีแบบก้าวหน้า มีลักษณะเป็นขั้นบันได และตั้งแต่ปีพ.ศ. 2520 ได้กำหนดเป็นอัตรากึ่งสำหรับบริษัทจดทะเบียน ในอัตรา 30% จนกระทั่งปีพ.ศ. 2555 จึงมีการเปลี่ยนแปลงในเรื่องของอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอีกครั้ง<sup>1</sup> หากเปรียบเทียบอัตราภาษีของกลุ่มประเทศอาเซียนที่จะเข้าร่วมกลุ่มกันเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) ในปีพ.ศ. 2558 นั้น จะพบว่าอัตราภาษีของประเทศไทยมีอัตราที่สูง โดยเท่ากับอัตราของประเทศพม่าและฟิลิปปินส์ คืออยู่ที่อัตรา 30% และหากเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศที่มีศักยภาพในการแข่งขันระดับเดียวกับประเทศไทย เช่น เวียดนาม มาเลเซีย อินโดนีเซีย ที่มีอัตราภาษีอยู่ที่ 25% รวมทั้งของประเทศสิงคโปร์มีอัตราภาษี อยู่ที่ 17%<sup>2</sup> จะพบว่าประเทศเหล่านี้ต่างมีอัตราภาษีต่ำกว่าของประเทศไทยทั้งสิ้น เพื่อเป็นการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศในการที่จะเข้าร่วมกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) รัฐบาลไทยจึงปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจากอัตรา 30% เป็น 23% ในปีพ.ศ. 2555 และปรับลดเป็น 20% ในปีพ.ศ. 2556 ถึง 2558 โดยเป็นการประกาศใช้แบบปีต่อปี ต่อมาคณะรัฐมนตรีมีการประกาศแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร สำหรับการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอย่างถาวรจาก 30% เป็น 20% ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป ซึ่งการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล นั้นจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off theory) ที่กล่าวว่าบริษัทจะต้องเลือกระหว่างประโยชน์ของการก่อหนี้ที่ดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ กับต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) ที่เพิ่มขึ้นจากการมีหนี้สินที่มากขึ้น ฉะนั้นบริษัทจะจัดสรรสัดส่วนระหว่างหนี้สินกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นให้เหมาะสมเพื่อผลประโยชน์สูงสุด

โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นมีทฤษฎีที่กล่าวถึงอยู่หลากหลาย แต่ทฤษฎีที่ได้รับการยอมรับเป็นการทั่วไป มี 2 ทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้าง

<sup>1</sup> อ้างอิงจาก <http://www.fpo.go.th/FPO/index2.php?mod=Content&file=contentview&contentID=CNT0003129&categoryID=CAT0000146>

<sup>2</sup> อ้างอิงจาก <http://www.rd.go.th/publish/48009.0.html>



เงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) และ ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) มีการพิจารณาระหว่างผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนของหนี้ที่เพิ่มขึ้น โดยอธิบายผลของภาษี ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) และต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) ที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน ส่วนทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) กล่าวว่าบริษัทมักจัดหาเงินทุนจากภายในก่อนคือกำไรสะสม เพราะมีต้นทุนในการจัดหาถูกที่สุด รองลงมาคือการกู้หนี้ และทางเลือกสุดท้ายคือการออกหุ้นใหม่

ตามทฤษฎีแล้วการเลือกแหล่งเงินทุนแต่ละแบบก็มีข้อดีข้อเสียแตกต่างกัน โดยข้อดีของการเลือกแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน ประการแรกดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายทำให้บริษัทเสียภาษีลดลง ประการที่สองเป็นการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เพราะผู้ให้กู้ยืมจะคอยตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารเพื่อประโยชน์ของผู้ให้กู้ยืมอยู่เสมอ ประการสุดท้ายคือการป้องกันการลงทุนในโครงการที่ไม่มีผลกำไรเนื่องจากบริษัทมีภาระต้องจ่ายชำระหนี้ให้กับผู้ให้กู้ยืม ทั้งนี้ในการเลือกแหล่งเงินทุนจากหนี้สินก็มีสิ่งที่พึงระวัง ได้แก่ ต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Cost) โดยต้นทุนทางตรง คือ ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าใช้จ่ายในการขึ้นศาล ต้นทุนของการที่ธุรกิจต้องหยุดดำเนินงาน (Business Stoppage) และการที่จำเป็นต้องขายสินทรัพย์ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Fire Sales) ต้นทุนทางอ้อม คือ การสูญเสียลูกค้า คู่ค้า และความเชื่อมั่นของพนักงาน ในกรณีที่บริษัทต้องเผชิญภาวะกดดันทางการเงิน นอกจากนี้ยังมีผลในเรื่องของการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับเพื่อนำไปชำระหนี้แก่ผู้ให้กู้ยืม การสูญเสียโอกาสในการขยายกิจการเนื่องจากข้อกำหนดในการกู้ยืม และประการสุดท้าย คือ ขาดความยืดหยุ่นในกรณีเกิดเหตุการณ์ฉุกเฉินถ้าบริษัทมีการกู้ยืมจนเต็มวงเงินแล้ว

Tzioumis and Klapper (2012) พบว่าตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนคือ อัตราภาษีที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate) ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) กล่าวว่าดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายคืนเจ้าหนี้สามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคล ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง งานศึกษาฉบับนี้ผู้วิจัยเพิ่มตัวแปร ผลประโยชน์ทางภาษีไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) จำนวน 2 ตัวแปร ได้แก่ (1) อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อโครงสร้างเงินทุน (Depreciation to capital ratio) และ (2) ผลขาดทุนสะสมต่อโครงสร้างเงินทุน (Loss carryforward to capital ratio) เนื่องจากตัวแปรเหล่านี้ทำให้บริษัทเสียภาษีลดลงโดยไม่

จำเป็นต้องก่อนนี้เพิ่ม เพราะเป็นค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช้ตัวเงินแต่สามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีทำให้บริษัทเสียภาษีลดลง ได้เช่นกัน

อัตราภาษีในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาแบ่งเป็นช่วงเวลาก่อนการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล และช่วงหลังเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล โดยช่วงก่อนเปลี่ยนแปลงครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 ถึง 2554 มีอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล อยู่ที่ 30% และช่วงหลังเปลี่ยนแปลงครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอยู่ที่ 23% ในปี พ.ศ. 2555 และ 20% ในปี พ.ศ. 2556 ถึง 2557

งานศึกษานี้ใช้เทคนิค Panel-data specification with firm fixed-effects Method (Unbalanced Panel Data) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนปีพ.ศ. 2552 โดยเป็นข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ปีพ.ศ. 2552 ถึง 2557 ยกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, บริษัทโฮลดิ้ง, บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปีพ.ศ. 2552 บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน, บริษัทมีปัญหาในการส่งงบการเงิน ปีพ.ศ. 2552 ถึง 2557, บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชี และบริษัทที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ ทั้งนี้บริษัทจะต้องมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปีทั้งในช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษี

ผลการศึกษาพบว่าอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ เมื่ออัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงลดลง จะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นให้เพิ่มขึ้น สำหรับปัจจัยอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนได้แก่ ค่าเสื่อมราคา, ขนาดของบริษัท, มูลค่าหลักทรัพย์ในการค้าประกันและความสามารถในการทำกำไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอุตสาหกรรมบริการและอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนสำหรับความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับปัจจัยขาดทุนสะสม, อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อและค่าความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันจากอัตราแลกเปลี่ยน

งานวิจัยนี้ยังศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนที่เปลี่ยนไปเมื่อจำแนกบริษัทเป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ จากเกณฑ์รายได้รวม ซึ่งเป็นสิ่งที่แสดงถึงศักยภาพกระแสเงินสดของบริษัท และเป็นปัจจัยสำหรับการพิจารณาความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนนั้นมีผลในบริษัทขนาดเล็ก แต่ทั้งนี้ผลการศึกษาก็ไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนสำหรับบริษัทขนาดใหญ่

ผลการศึกษายังพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เท่านั้น บริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มนี้มักเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความมั่นคงสูง สามารถที่จะปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้สูง กระจายความเสี่ยงได้มาก และมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ จากคุณสมบัติเหล่านี้ทำให้บริษัทสามารถกู้ยืมได้สูงเพื่อประหยัดภาษี ซึ่งเป็นผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อก่อนนี้ ทั้งนี้เมื่ออัตราภาษีลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อก่อนนี้ลดลง บริษัทจึงปรับตัวโดยการลดส่วนของหนี้ลง เพิ่มในส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้น โดยลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้เน้นการใช้แหล่งเงินทุนในส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤตราคาน้ำมัน และความไม่สงบภายในประเทศ เริ่มมีการลดในส่วนของหนี้สินลงจากการที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และประกอบกับอัตราภาษีที่ลดลงส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อก่อนนี้ลดลง จึงทำให้บริษัทในกลุ่มนี้มีการเพิ่มขึ้นของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุน

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็น 7 ส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), ข้อมูล (Data), ตัวแปร (Variable), วิธีการทางสถิติ (Methodology), ผลการวิจัย (Result) และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

## บทที่ 2

### ทบทวนวรรณกรรม

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุน (Taxation and Capital Structure) มีทฤษฎีที่เป็นที่นิยมในการอ้างอิงอยู่ 2 ทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) และ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) โดยทั้งสองทฤษฎีมีจุดเริ่มมาจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ของ Modigliani and Miller (1958) โดยมีรายละเอียด ดังนี้

##### 2.1.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนรูปแบบที่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล (MM Model with Corporate Tax)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนรูปแบบที่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล (MM Model with Corporate Tax) ของ Modigliani and Miller (1963) เป็นทฤษฎีที่ทำการศึกษาเพิ่มเติมจาก Modigliani and Miller (1958) ที่กล่าวว่าไม่ว่าจะเป็นบริษัทที่มีหนี้หรือไม่มีหนี้ มูลค่าของบริษัทก็จะเท่ากันในทุกๆ กรณี โดยได้ขยายผลพิจารณาถึงภาษีเงินได้นิติบุคคล เมื่อหนี้สินถูกเพิ่มเข้ามาในโครงสร้างเงินทุน จะส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นและต้นทุนของเงินทุน (Weight Average Cost of Capital: WACC) ลดลงจากการที่ดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ โดยทฤษฎีนี้นักลงทุนสามารถที่จะเลือกลงทุนได้ทั้งในส่วนของผู้อถือหุ้นซึ่งจะได้ผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล หรือการเป็นผู้ให้กู้ยืมซึ่งจะได้ผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ยรับ เมื่อพิจารณาผลตอบแทนของนักลงทุนจากกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (Earnings before interest and tax: EBIT) ในกรณี นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนในส่วนของผู้อถือหุ้นเพียงอย่างเดียวจะได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเลือกลงทุนทั้งในส่วนของผู้อถือหุ้นและส่วนของการกู้ยืม ภายใต้สมมติฐานที่ว่าหนี้สินเป็นหนี้สินที่ปราศจากความเสี่ยงและสามารถกู้ยืมได้อย่างไม่จำกัดที่อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-free Rate) ไม่มีการเติบโตของบริษัทและมีผลกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้เฉลี่ยคงที่ และมีระดับของหนี้สินคงที่ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนของบริษัทควรมีหนี้สินเข้าใกล้ 100% เนื่องจากการช่วยประหยัดภาษีและทำให้สร้างผลตอบแทนให้นักลงทุนเพิ่มขึ้น



### 2.1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory)

ทฤษฎีนำเสนอครั้งแรกจาก Kraus and Litzenberger (1973) และภายหลัง Myers (1984) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเนื่องจากทฤษฎี MM ของ Modigliani and Miller (1963) ที่ไม่ได้มีการคำนึงถึงต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) โดยกล่าวว่าบริษัทควรจัดหาโครงสร้างเงินลงทุนที่เหมาะสมโดยชั่งน้ำหนักระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับและผลเสียจากการก่อหนี้ หากการก่อหนี้เพิ่มทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าผลเสียที่เกิด บริษัทก็ควรก่อหนี้เพิ่ม แต่ทั้งนี้สำหรับบริษัทที่มีความผันผวนของรายได้ มีโอกาสที่จะเผชิญภาวะล้มละลาย (Bankruptcy) สูง ก็ควรที่จะจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้น้อยกว่าบริษัทที่มีรายได้คงที่ บริษัทที่มีต้นทุนภาวะกดดันทางการเงินที่สูงอยู่แล้ว ไม่ควรที่จะก่อหนี้เพิ่ม นอกจากนี้บริษัทที่มีสินทรัพย์มาก แสดงถึงการมีหลักทรัพย์ค้ำประกันที่สูงก็จะสามารถลดต้นทุนการล้มละลายได้และสามารถก่อหนี้ในระดับที่สูงขึ้นได้ ซึ่งผลประโยชน์จากการก่อหนี้มีหลายประการ ดังนี้ ประการแรกคอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายทำให้บริษัทเสียภาษีลดลง ประการที่สองเป็นการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เพราะผู้ให้กู้ยืมจะคอยตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารเพื่อประโยชน์ของผู้ให้กู้ยืมอยู่เสมอ ประการสุดท้ายคือการป้องกันการลงทุนในโครงการที่ไม่มีผลกำไรเนื่องจากบริษัทมีภาระต้องจ่ายชำระหนี้ให้กับผู้ให้กู้ยืม ทั้งนี้ในการเลือกแหล่งเงินทุนจากหนี้สินก็มีสิ่งที่พึงระวัง ได้แก่ ต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) โดยต้นทุนทางตรง คือ ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าใช้จ่ายในการขึ้นศาล ต้นทุนของการที่ธุรกิจต้องหยุดดำเนินงาน (Business Stoppage) และการที่จำเป็นต้องขายสินทรัพย์ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Fire Sales) เพื่อชำระหนี้ที่ถึงกำหนด ต้นทุนทางอ้อม คือ การสูญเสียลูกค้า คู่ค้า และความเชื่อมั่นของพนักงาน ในกรณีที่บริษัทต้องเผชิญภาวะกดดันทางการเงิน นอกจากนี้ยังมีผลในเรื่องของการตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่จะได้รับเพื่อนำไปชำระหนี้แก่ผู้ให้กู้ยืม การสูญเสียโอกาสในการขยายกิจการเนื่องจากข้อกำหนดในการกู้ยืม และประการสุดท้าย คือ ขาดความยืดหยุ่นในกรณีเกิดเหตุการณ์ฉุกเฉินถ้าบริษัทมีการกู้ยืมเงินเต็มวงเงินแล้ว

### 2.1.3 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

ทฤษฎีนี้ถูกนำเสนอโดย Myers and Majuf (1984) ว่าการระดมทุนสำหรับโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกนั้น ควรจะมีลำดับในการจัดหาเงินทุน โดยเริ่มจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัทก่อน ได้แก่ เงินทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้ว ส่วนเกินมูลค่าหุ้น และกำไรสะสม ถ้าไม่พอก็จะต้องเลือกแหล่งเงินทุนจากภายนอก อย่างการกู้จากสถาบันการเงิน หรือ การออกหุ้นกู้ โดยถือเป็น

การส่งสัญญาณในแง่ดีให้แก่นักลงทุนว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีกำไรเพื่อมาเป็นเงินทุนในบริษัท โดยไม่ต้องออกหุ้นเพิ่มทุน ทั้งนี้หากบริษัทไหนที่ต้องออกหุ้นเพิ่มทุนก็แสดงว่าหุ้นของบริษัทนั้น มีราคาซื้อขายสูงเกินกว่ามูลค่าที่เหมาะสม (Overvalued) ถือเป็นการส่งสัญญาณในแง่ลบสำหรับนักลงทุน บริษัทจึงมักเลือกเป็นทางเลือกสุดท้ายในการระดมทุน

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน เป็นหนึ่งในงานวิจัยที่ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายและมีการศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่นำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นมาศึกษา ทั้งนี้สามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมา ดังนี้

### 2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ

Givoly, Hayn, Ofer, and Sarig (1992) ศึกษาถึงผลกระทบของภาษีกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการปฏิรูปภาษีในปี ค.ศ. 1986 ประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วงปี ค.ศ.1983 ถึง 1986 โดยตัดข้อมูลบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม ทรัพยากร (Utilities), การเงิน (Financial), ประกันภัย (Insurance) และ อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) งานวิจัยกำหนดตัวแปรตามเป็น มูลค่าตามตลาดของผู้ถือหุ้นและมูลค่าหนี้สินตามบัญชี ตัวแปรอธิบายที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง, ค่าเสื่อม และขาดทุนสะสม ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท, มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน, ความเสี่ยงของธุรกิจ และอัตราเงินปันผล ผลการศึกษาพบว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา, ขาดทุนสะสม เป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดย อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง และอัตราเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น และสำหรับผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากค่าเสื่อมราคาและผลขาดทุนสะสมถือเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้เสียภาษีลดลง โดยที่ไม่จำเป็นต้องก่อหนี้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ที่ว่าหากการก่อหนี้เพิ่มทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าผลเสียที่เกิด บริษัทก็ควรก่อหนี้เพิ่ม แต่ในการปรับลดของอัตราภาษีนิติบุคคลลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ลดลง บริษัทจึงมีการลดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนในส่วนนี้ลง



Tzioumis and Klapper (2012) ศึกษาเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุน โดยใช้ข้อมูลบริษัทในประเทศโครเอเชีย ยกเว้นบริษัทในกลุ่มการเงิน (Financial) ตั้งแต่ปี ค.ศ.1998 ถึง 2003 ตัวแปรอธิบายที่ใช้เป็นตัวกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท, สินทรัพย์ค้ำประกัน, อัตราความสามารถในการทำกำไร และอัตราสภาพคล่องของบริษัท รวมถึงตัวแปรเศรษฐศาสตร์มหภาค ซึ่งได้แก่ อัตราเงินกู้ยืมและความผันผวนของผลตอบแทนของเงินตราต่างประเทศ ซึ่งผลการวิจัยพบว่าตัวแปรอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ที่ว่าหากภาษีเงินได้ที่ต้องจ่ายน้อยลงจะเป็นการเพิ่มแรงจูงใจในการมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีจากการมีหนี้ของบริษัทลดลง บริษัทก็ไม่จำเป็นต้องมีการก่อหนี้สำหรับตัวแปร อัตราความสามารถในการทำกำไร และอัตราสภาพคล่องของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยตัวแปรเหล่านี้แสดงถึงความมั่งคั่งของบริษัทที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่ว่าลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของบริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนในบริษัทก่อน ถ้าไม่พอก็ต้องเลือกแหล่งเงินทุนจากภายนอก และทำการระดมทุนเพิ่มเป็นลำดับสุดท้าย นอกจากนี้ผลการวิจัยพบว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรสินทรัพย์ค้ำประกันนั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเช่นเดียวกัน ทั้งนี้หากพิจารณาว่าหากสินทรัพย์ค้ำประกันของบริษัทสูง ก็จะส่งผลให้ต้นทุนทางการเงินต่ำ บริษัทที่น่าจะเพิ่มสัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้น แต่ในทางตรงกันข้าม การมีสินทรัพย์ค้ำประกันสูงก็สะท้อนถึงต้นทุนคงที่ของบริษัทที่สูงขึ้น และมีโอกาสในการล้มละลายที่สูงขึ้นและเมื่อเทียบกับผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ ส่งผลให้บริษัทมีการก่อหนี้ที่ลดลงได้เช่นกัน

Nyang'oro (2012) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในไนโรบี (NSE) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 2003 ถึง 2012 ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม ขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัท, ความสามารถในการทำกำไร, สินทรัพย์ถาวรที่มีตัวตน และ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ ซึ่งบริษัทที่มีธุรกิจขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนจากการใช้หนี้ระยะยาวไปเป็นหนี้ระยะสั้น ส่วนบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะลดการใช้สัดส่วนของหนี้ และเพิ่มการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้น การมีสินทรัพย์ถาวรที่มีตัวตนเพิ่มขึ้นจะทำให้โครงสร้างเปลี่ยนจากหนี้ระยะสั้นเป็นหนี้ระยะยาว สุดท้ายผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) จะนำไปสู่การลดลงในส่วนของหนี้ระยะยาว แต่เพิ่มในส่วนของหนี้สินรวม เป็นไปตาม

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ที่ว่าหากการก่อหนี้เพิ่มทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าผลเสียที่เกิด บริษัทก็ควรก่อหนี้เพิ่ม แต่ในการปรับลดของอัตราภาษีนิติบุคคล ลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ลดลง บริษัทจึงมีการลดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนในส่วนนี้ลง

Faccio and Xu (2013) ศึกษาผลกระทบของภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างเงินทุน ในกลุ่มประเทศ OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) จำนวน 29 ประเทศ โดยเป็นข้อมูลระหว่างปี ค.ศ. 1981 ถึง 2009 แบ่งตัวแปรตามออกเป็น 3 ตัวแปร ได้แก่ ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับรายได้เงินปันผล ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับรายได้ดอกเบี้ย และภาษีเงินได้นิติบุคคล งานวิจัยพบว่าทั้งภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับรายได้เงินปันผลและภาษีเงินได้นิติบุคคลมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวมในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือเมื่อมีการเพิ่มขึ้นของภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับรายได้เงินปันผลหรือภาษีเงินได้นิติบุคคล บริษัทก็จะเพิ่มสัดส่วนหนี้ ในทางกลับกันบริษัทจะมีแนวโน้มที่จะลดสัดส่วนของหนี้สินลง เมื่อภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับรายได้ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนรูปแบบที่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล (MM Model with Corporate Tax) ที่ว่านักลงทุนสามารถที่จะเลือกลงทุนได้ทั้งในส่วนของผู้ถือหุ้นและในส่วนของความเป็นผู้ในกู้ยืม ทั้งนี้เมื่อนักลงทุนได้รับดอกเบี้ยจากเงินให้บริษัทกู้ยืมก็ต้องพิจารณาเพิ่มเติมกับในส่วนของผลประโยชน์ของนักลงทุนที่ได้รับจากการมีหนี้ของบริษัท ถ้าภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับรายได้ดอกเบี้ยเพิ่มก็จะส่งผลให้ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในส่วนของหนี้ลดลง นักลงทุนก็จะลดการลงทุนในส่วนของหนี้ลง ในทางกลับกันหากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในส่วนของรายได้เงินปันผลเพิ่มขึ้น นักลงทุนก็จะหันไปลงทุนในส่วนของหนี้เพิ่มแทน

### 2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย

ศศิธร เนื่องจางค์ (2556) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร โดยใช้ข้อมูลงบการเงินจาก SETSMART ใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง 2554 จำนวน 28 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีอยู่ 3 ปัจจัย คือ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม ขนาดของบริษัทและสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความมั่งคั่งของบริษัท สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ที่ว่าลำดับขั้นใน

การจัดการเงินทุนของบริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนในบริษัทก่อน ถ้าไม่พอก็จะต้องเลือกแหล่งเงินทุนจากภายนอก และทำการระดมทุนเพิ่มเป็นลำดับสุดท้าย สำหรับปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ ผลประโยชน์ที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ซึ่งวัดโดยค่าเสื่อมราคา, โอกาสในการเติบโตของบริษัท, การเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานและการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

งานศึกษาของ บุศรินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ในการจัดการเงินทุนของโครงการเงินทุนของประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ถึง 2544 พบว่าในประเทศไทยมีการจัดการเงินทุนตามทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น โดยสำรวจผ่านแบบสอบถามและทัศนคติผู้บริหาร ผลการศึกษาที่พบนั้นสอดคล้องกับทฤษฎี คือ มีประเทศไทยมีการจัดการเงินทุนเรียงลำดับแหล่งเงินทุนดังนี้ เงินทุนภายใน หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น

งานศึกษาของ บวรวิช สายชลพิทักษ์ (2553) ทำการทดสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิดของทฤษฎี Pecking order ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรและสภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม ส่วนความมีตัวตนของสินทรัพย์ และขนาดบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม เป็นไปตามทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ที่ว่าลำดับชั้นในการจัดการเงินทุนของบริษัทจะเริ่มจากแหล่งเงินทุนในบริษัทก่อน ถ้าไม่พอก็จะต้องเลือกแหล่งเงินทุนจากภายนอก กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีกำไรสูงก็ไม่จำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เช่นเดียวกันกับบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงจะใช้เงินทุนภายในบริษัทเองก่อน และสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์มากก็จะสามารถนำไปค้ำประกันในการกู้ยืมเงินหากเงินทุนภายในบริษัทไม่เพียงพอ เช่นเดียวกันกับขนาดของบริษัทซึ่งสะท้อนถึงความผันผวนของกระแสเงินสด

สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์, ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์ และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา (2552) ศึกษาปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อนและภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยปัจจัยที่ทำการศึกษา ได้แก่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน, ความสามารถในการทำกำไร, ขนาดธุรกิจ, การเติบโตของธุรกิจ, ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้วัดค่าจากค่าเสื่อมราคา และ ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ผลการศึกษาพบว่าช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ.2535 ถึง 2539 ปัจจัยการเติบโตของธุรกิจและขนาดธุรกิจ มีผลในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนส่วนหนี้สิน แต่ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร มีผลในทิศทางตรงกันข้ามต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สิน ส่วนตัวแปรอื่นไม่พบความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน สำหรับผลการศึกษาภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ.2542 ถึง 2546 พบว่าปัจจัย

การเติบโตของธุรกิจ มีผลในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้างเงินทุนส่วนของหนี้ แต่ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร และผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ซึ่งวัดผลจากค่าเสื่อมราคา มีผลในทิศทางตรงกันข้ามต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

รุจิรา ชินสุข (2553) ศึกษาลักษณะและวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนรวมทั้งปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปีพ.ศ. 2539 ถึง 2552 ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีแนวโน้มในการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้นในปี พ.ศ. 2540 ถึง 2544 และลดลงในปี พ.ศ. 2545 ถึง 2548 และปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ และขนาดของกิจการ ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สิน เนื่องจากเมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มทำให้ผลประโยชน์ในการก่อหนี้เพิ่ม เช่นเดียวกับขนาดของกิจการ เมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้นทำให้โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้เพิ่มขึ้นความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุนก็จะสูงขึ้น สอดคล้องตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory)



### บทที่ 3

## บทข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนปีพ.ศ. 2552 ทั้งนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ช่วงปีพ.ศ. 2552 ถึง 2557 เพื่อนำมาใช้ศึกษา โดยจะครอบคลุมช่วงเวลาก่อนการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ 3 ปี และหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ 3 ปี ตามพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากร ว่าด้วยการลดอัตรารัษฎากร (ฉบับที่ 530) พ.ศ. 2554 ที่กำหนดให้ลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล จากอัตราร้อยละสามสิบเหลืออัตราร้อยละยี่สิบสามและร้อยละยี่สิบ ตามลำดับตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 ข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่นำมาศึกษามีลักษณะเป็น Unbalanced Panel โดยจะต้องมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปี ในช่วงก่อนเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (ปี พ.ศ. 2552 ถึง 2554) และมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปี ในช่วงหลังเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (ปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557) ยกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, บริษัทโฮลดิ้ง, บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปีพ.ศ. 2552 บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน, บริษัทที่มีปัญหาในการส่งงบการเงิน ปีพ.ศ. 2552 ถึง 2557, บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชี และบริษัทที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ ทั้งนี้บริษัทจะต้องมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปีทั้งในช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษี เนื่องจากบริษัทในกลุ่มเหล่านี้มีโครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากบริษัททั่วไป เพราะหากบริษัทไม่มีกำไรก็จะต้องเสียภาษี การเปลี่ยนแปลงของภาษีเงินได้นิติบุคคลจะไม่ส่งผลกระทบต่อบริษัทในกลุ่มนี้

จากตารางที่ 3.1 มีบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 706 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 584 บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 122 บริษัท โดยตัดข้อมูลกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จำนวน 125 บริษัท, บริษัทโฮลดิ้งจำนวน 9 บริษัท, บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปีพ.ศ. 2552 บริษัทจำนวน 132 บริษัท บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการ

ดำเนินงานจำนวน 12 บริษัท, บริษัทมีปัญหาในการส่งงบการเงิน ปีพ.ศ. 2552 ถึง 2557 และบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชีจำนวน 11 บริษัท , บริษัทที่ไม่มีกำไรในช่วงก่อนหรือหลังเปลี่ยนภาษีจำนวน 44 บริษัท และบริษัทที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบจำนวน 10 บริษัท

บริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาในครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 363 บริษัท โดยมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม คือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมจำนวน 80 บริษัท กลุ่มทรัพยากรจำนวน 26 บริษัท กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคจำนวน 37 บริษัท กลุ่มบริการจำนวน 77 บริษัท กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 74 บริษัท กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจำนวน 35 บริษัท และกลุ่มเทคโนโลยีจำนวน 34 บริษัท

ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลบริษัท	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	706
ตราสารทุน (SET)	584
ตราสารทุน (MAI)	122
ยกเว้น บริษัทในกลุ่ม	343
บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	12
บริษัทที่มีส่วนผู้ถือหุ้นติดลบ	10
กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	125
บริษัทโฮลดิ้ง	9
บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปี 2552	132
บริษัทมีปัญหาในการส่งงบการเงิน (ไม่ส่งงบการเงินในปี)2552-2557) และ มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชี	11
บริษัทที่ไม่มีกำไรในช่วงก่อนหรือหลังเปลี่ยนภาษี	44
รวม	363



## บทที่ 4

### บทตัวแปร

#### 4.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ตัวแปรที่ใช้เพื่อทำการวัดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน (Capital structure) โดยงานศึกษานี้ใช้ อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity to capital ratio : EQ) แสดงว่า บริษัทมีการจัดหาเงินทุนมาจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นสัดส่วนเท่าไร โดยคำนวณจาก ส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้นตามงบการเงิน

$$\text{Equity to capital ratio} = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Interest bearing debt} + \text{Total Equity}}$$

เนื่องจากการศึกษาต้องการมุ่งเน้นถึงผลกระทบของภาวะภาษีเงินได้ที่บริษัทได้จ่ายให้กับรัฐบาลจริงในแต่ละปี แต่จากมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 12 (TAS 12) เรื่องภาษีเงินได้ที่ทำให้เกิดรายการสินทรัพย์/หนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี ทำให้มีผลต่างระหว่างภาษีเงินได้ที่จ่ายให้รัฐจริงกับรายการภาษีเงินได้ที่แสดงในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ซึ่งสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีหมายถึง จำนวนเงินภาษีเงินได้ที่บริษัทสามารถขอคืนได้ในอนาคต เกิดจาก ผลแตกต่างชั่วคราวที่ใช้หักภาษี ขาดทุนทางภาษีที่ไม่ได้ใช้ยกไป และเครดิตทางภาษีที่ไม่ได้ใช้ยกไป หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี หมายถึง จำนวนเงินได้ที่จะต้องจ่ายในอนาคต เกิดจาก ผลแตกต่างชั่วคราวที่ต้องเสียภาษี เพื่อให้ผลของงานศึกษาแสดงถึงผลกระทบของภาษีที่บริษัทจ่ายให้รัฐจริง ผู้วิจัยได้ทำการเก็บข้อมูลสำหรับจำนวนภาษีที่จ่ายจริงให้รัฐบาลจากในหมายเหตุประกอบงบการเงิน และเพื่อให้ข้อมูลงบการเงินมีความสอดคล้องกัน ทางผู้วิจัยจึงทำการปรับปรุงรายการสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี และหนี้สินเงินได้รอการตัดบัญชีออกจากงบการเงิน

ทั้งนี้ในการศึกษาได้กำหนดค่าจำกัดความของแต่ละตัวแปรไว้ดังนี้ สินทรัพย์รวมคำนวณจากสินทรัพย์รวมในงบการเงินหักด้วยสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชีตามเหตุผลที่ได้กล่าวข้างต้น

## 4.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

ในการศึกษานี้ แบ่งความสัมพันธ์ระหว่างผลของภาษีที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยกำหนดตัวแปรอธิบายเป็น 2 ปัจจัยได้แก่

### 4.2.1 อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective average tax rate : EATR)

งานศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินเพื่อวัดผลการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างเงินทุนและเลือกใช้อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงทางบัญชี ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณที่ใช้ในการศึกษาของ Tzioumis and Klapper (2012) โดยคำนวณจาก ภาษีเงินได้ต่อกำไรสุทธิก่อนภาษี ซึ่งตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ที่กล่าวว่าบริษัทควรจัดหาโครงสร้างเงินลงทุนที่เหมาะสมโดยชั่งน้ำหนักระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับและผลเสียจากการก่อหนี้ หากการก่อหนี้เพิ่มทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าผลเสียที่เกิดขึ้น บริษัทก็ควรก่อหนี้เพิ่ม ดังนั้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นก็จะจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการมีหนี้สินมากขึ้นในโครงสร้างเงินทุน สะท้อนให้เห็นว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัท

เพื่อให้ข้อมูลภาษีเงินได้ที่ใช้ในการศึกษามีความใกล้เคียงกับภาษีเงินได้ที่กิจการมีการจ่ายจริงในปีมากที่สุด ทางผู้วิจัยจึงทำการเก็บข้อมูลภาษีเงินได้สำหรับปีตามที่ได้เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบการเงินของแต่ละปีของแต่ละบริษัท

$$\text{Effective average tax rate} = \frac{\text{Tax Expense}}{\text{Earning before tax (EBT)}}$$

### 4.2.2 ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield)

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) จะพบว่าผลประโยชน์จากการมีหนี้ทำให้บริษัทมีการเสียภาษีที่น้อยลง (DeAngelo & Masulis, 1980) ซึ่งนอกจากบริษัทจะใช้ดอกเบี้ยในการลดการเสียภาษีแล้ว บริษัทยังคงมีทางเลือกในรายการอื่น ที่ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีได้เช่นกัน เช่น ค่าเสื่อมราคา, ผลขาดทุนสะสมยกมา, รายการที่มีผลประโยชน์ทางภาษี เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ฯลฯ ดังนั้นบริษัทที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) ที่ค่อนข้างสูงอยู่แล้วจะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีโดย

การก่อหนี้ลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ก่อหนี้

ในการศึกษาครั้งนี้พิจารณาสองตัวแปรหลักที่ส่งผลทำให้บริษัทเสียหายลดลงโดยไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่มได้แก่ ค่าเสื่อมราคา และขาดทุนสะสมยกมา ดังรายละเอียดดังนี้

4.2.2.1 ค่าเสื่อมราคา (Depreciation : DEP) ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นตัวแปรหนึ่งที่ช่วยลดรายได้ก่อนภาษีของบริษัท หากบริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาที่สูง การก่อหนี้เพื่อเพิ่มผลประโยชน์ทางด้านภาษีก็จะน้อยลง คำนวณจากค่าเสื่อมราคาในแต่ละปีหารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\text{Depreciation} = \frac{\text{Depreciation Expense}}{\text{Interest bearing debt} + \text{Total Equity}}$$

4.2.2.2 ขาดทุนสะสม (Loss carryforward: LCF) การขาดทุนสะสมยกมาถือเป็นผลประโยชน์ทางด้านภาษีอีกตัวแปรหนึ่งที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ หากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่มีรายได้ต่ำกว่ารายจ่ายทางบัญชี ปรับปรุงด้วยรายได้และรายจ่ายอื่นบางรายการที่ได้รับยกเว้นภาษีเงินได้ หรือเป็นรายจ่ายที่ต้องห้ามในการคำนวณภาษีเงินได้ ผลขาดทุนที่เกิดถือเป็นขาดทุนสุทธิทางภาษีเงินได้ ซึ่งมีสิทธินำไปหักออกจากผลกำไรสุทธิทางภาษีเงินได้ในปีถัดไป แต่สามารถสะสมยกไปได้ไม่เกิน 5 รอบระยะเวลาบัญชีก่อนรอบระยะเวลาบัญชีปัจจุบัน ตามเกณฑ์สิทธิมาตรา 65 แห่งประมวลรัษฎากร ทั้งนี้เนื่องจากมีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลรายการผลขาดทุนสุทธิทางภาษีเงินได้ เนื่องจากไม่มีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวในงบการเงินและรวมถึงหมายเหตุประกอบงบการเงิน งานศึกษานี้จึงคำนวณผลของการขาดทุนสะสมยกมาจากรายการขาดทุนในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จย้อนหลังจากปีก่อนๆ ไม่เกิน 5 รอบระยะเวลาบัญชีก่อนรอบระยะเวลาบัญชีปัจจุบันหารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\text{Loss carryforward} = \frac{\text{Accumulative loss carryforward}}{\text{Interest bearing debt} + \text{Total Equity}}$$

### 4.3 ตัวแปรควบคุม (Controlled variables)

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานศึกษานี้ใช้ตามการศึกษาหน้า ประกอบด้วย

#### 4.3.1 ขนาดของบริษัท (Firm size : SIZE)

ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) กล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) รวมถึงความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำกว่า และการเข้าถึงแหล่งเงินกู้ยืมที่ง่ายกว่าบริษัทเล็ก ดังนั้นบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะได้รับโอกาสการอนุมัติการกู้ยืมที่ง่ายกว่า โดยขนาดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น งานศึกษานี้วัดขนาดของบริษัทจากค่าล็อกการิทึมของรายได้รวม (หน่วยพันบาท)

$$\text{Firm size} = \ln(\text{Total Revenues})$$

#### 4.3.2 มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Asset collateral : COLL)

อัตราส่วนนี้มีอิทธิพลต่อต้นทุนการกู้ยืมเพราะการพิจารณาหลักทรัพย์ค้ำประกันของสถาบันการเงินที่ต้องการจัดการปัญหาการเลือกที่ผิด (Adverse selection) และจริยธรรมวิบัติ (Moral hazard) ด้วยการให้มีหลักทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ยืม Graham (2000), Rajan and Zingales (1995), Stiglitz and Weiss (1981) และยิ่งมูลค่าของหลักทรัพย์ค้ำประกันมีมูลค่ามากก็จะส่งผลให้ภาวะกดดันทางการเงินลดลงอีกด้วย โดยมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น งานศึกษานี้คำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันต่อสินทรัพย์รวมจากสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม

$$\text{Asset collateral} = \frac{\text{Net property plant and equipment}}{\text{Total assets}}$$

#### 4.3.3 อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio : LIQ)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัท ซึ่งถ้าบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนไปเป็นเงินสดได้ง่าย บริษัทจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน โดยอัตราส่วนสภาพคล่องจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น งานศึกษานี้คำนวณอัตราส่วนสภาพคล่องจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน



$$\text{Liquidity ratio} = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

#### 4.3.4 ความสามารถในการทำกำไร (Return on assets : ROA)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของตัวเองหรือน้อย เนื่องจากสามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ โดยความสามารถในการทำกำไรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น งานศึกษานี้คำนวณความสามารถในการทำกำไรจากผลตอบแทนก่อนภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์รวม

$$\text{Return on assets} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Average total assets}}$$

#### 4.3.5 ตัวแปรควบคุมสภาพแวดล้อมในด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของตัวเองหรือน้อย เนื่องจากสามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ โดยความสามารถในการทำกำไรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น งานศึกษานี้คำนวณความสามารถในการทำกำไรจากผลตอบแทนก่อนภาษีเงินได้หารด้วยสินทรัพย์รวม

4.3.5.1 อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (Lending Rate) ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้าชั้นดีถ่วงเฉลี่ย MLR (Minimum Loan Rate) ของ 3 ธนาคารใหญ่ที่แบ่งตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ซึ่งได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ, ธนาคารไทยพาณิชย์และธนาคารกสิกรไทย หากอัตราดอกเบี้ยเงินเชื่อสูงขึ้นทำให้ ต้นทุนความกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) เพิ่มขึ้นด้วยตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

4.3.5.2 ค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน (Volatility of foreign exchange rate) ที่คำนวณจากความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันของอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาท ต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐจากธนาคารแห่งประเทศไทย หากมีค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทมีธุรกรรมเป็นเงินตราต่างประเทศ ก็จะเกิดโอกาสมาก

ขึ้นที่จะเกิดต้นทุนภาวะความกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยนจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ตาราง 4.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและเครื่องหมายที่คาดหวัง

กลุ่มตัวแปร	วิธีการคำนวณ	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ ต่อโครงสร้าง เงินทุนของผู้ ถือหุ้น
<b>ตัวแปรตาม</b>			
โครงสร้างเงินทุนในส่วนของ ผู้ถือหุ้น (Equity to capital ratio)	ส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยผลรวม ของหนี้สินที่มีภาระต้องจ่ายชำระ ดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย: ทศนิยม)	EQ	
<b>ตัวแปรอิสระ</b>			
อัตรากำไรที่แท้จริง (Effective average tax rate)	ภาษีเงินได้สำหรับปีหารกำไร สุทธิก่อนภาษี (หน่วย: ทศนิยม)	EATR	(-)
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้ เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield)	ค่าเสื่อมราคาสำหรับปีของบริษัท ต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย: เท่า) ขาดทุนสะสมของบริษัทต่อ โครงสร้างเงินทุน (หน่วย: เท่า)	DEP	(+)
		LCF	(+)
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
ขนาดของบริษัท (Firm Size)	ค่าล็อกการิทึมของรายได้รวม (หน่วย: ล็อกการิทึมของพันบาท)	SIZE	(-)
มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Asset Collateral)	สินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์ รวม (หน่วย: เท่า)	COLL	(-)
อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity)	สินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วย หนี้สินหมุนเวียน (หน่วย: เท่า)	LIQ	(+)



ตาราง 4.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบและเครื่องหมายที่คาดหวัง (ต่อ)

กลุ่มตัวแปร	วิธีการคำนวณ	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ ต่อโครงสร้าง เงินทุนส่วนของผู้ ถือหุ้น
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	ผลตอบแทนก่อนภาษีเงินได้หาร สินทรัพย์รวม (หน่วย: ทศนิยม)	ROA	(+)
อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (Lending Rate)	อัตราเฉลี่ยของ MLR จาก 3 ธนาคาร KBank, SCB และ BBL (หน่วย: ทศนิยม)	LR	(+)
ค่าความผันผวนของ ผลตอบแทนจากอัตรา แลกเปลี่ยน (Volatility of foreign exchange rate)	ความผันผวนรายปีของ ผลตอบแทนรายวันของอัตรา แลกเปลี่ยนจากธนาคารแห่ง ประเทศไทย (หน่วย: ทศนิยม)	VFX	(+)

## บทที่ 5

### บทวิธีการทางสถิติ

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้จะมีลักษณะเป็นแบบหลายบริษัทหลายช่วงเวลา (Panel data) ข้อมูลงบการเงินที่ใช้ประกอบด้วยงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด และข้อมูลในหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557 ซึ่งเก็บรวบรวมจาก SETSMART โดยใช้ข้อมูลของบริษัทในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (Unbalanced Panel Data) วิธีการศึกษาที่ใช้ในงานศึกษานี้ได้คำนึงถึงลักษณะพิเศษดังกล่าวของข้อมูลในการหาความสัมพันธ์ โดยการใช้วิธีทางสถิติที่เลือกใช้สำหรับงานศึกษานี้ ใช้รูปแบบ Panel-data estimation โดยมีรายละเอียดดังนี้

$$\text{กำหนดให้ } EQ_{it} = \frac{\text{Total Equity}_{it}}{\text{Interest bearing debt}_{it} + \text{Total Equity}_{it}}$$

เนื่องจาก  $EQ_{it}$  มีค่า  $0 \leq EQ_{it} \leq 1$  จึงกำหนดแบบจำลองเป็น Logistic Function

$$EQ_{it} = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha_i + \beta_1 \text{EATR}_{it} + \beta_2 \text{DEP}_{it} + \beta_3 \text{LCF}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{COLL}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{LR}_{it} + \beta_9 \text{VFX}_{it} + \varepsilon_{it})}}$$

แบบจำลองที่ใช้ประมาณค่าแสดงได้ตามสมการ ดังนี้

$$\ln \left( \frac{EQ_{it}}{1 - EQ_{it}} \right) = \alpha_i + \beta_1 \text{EATR}_{it} + \beta_2 \text{DEP}_{it} + \beta_3 \text{LCF}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{COLL}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{LR}_{it} + \beta_9 \text{VFX}_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดย $EQ_{it}$	คือ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้อื้อหุ้น (หน่วย:ทศนิยม)
$TD_{it}$	คือ อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย:ทศนิยม)
$LTD_{it}$	คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย:ทศนิยม)
$STD_{it}$	คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย:ทศนิยม)
$\alpha_i$	คือ Firm-specific effect

$EATR_{it}$	คือ อัตราภาษีที่แท้จริง (หน่วย:ทศนิยม)
$DEP_{it}$	คือ ค่าเสื่อมราคาในปีของบริษัท (หน่วย:เท่า)
$LCF_{it}$	คือ ขนาดทุนสะสมของบริษัท (หน่วย:เท่า)
$SIZE_{it}$	คือ ขนาดของบริษัท (หน่วย:ถือการพิมพ์ของพันบาท)
$COLL_{it}$	คือ มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (หน่วย:เท่า)
$LIQ_{it}$	คือ อัตราส่วนสภาพคล่อง (หน่วย:เท่า)
$ROA_{it}$	คือ ความสามารถในการทำกำไร (หน่วย:ทศนิยม)
$LR_{it}$	คือ อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ MLR (หน่วย:ทศนิยม)
$VFX_{it}$	คือ ค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน (หน่วย:ทศนิยม)
$\varepsilon_{it}$	คือ ค่าความคาดเคลื่อนทางสถิติ

โดยที่ค่า  $i$  คือ บริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษา ซึ่งเป็นของมุลที่มีลักษณะเป็น Cross sectional data, ค่า  $t$  คือ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยใช้ข้อมูลรายปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2552 ถึง 2557

## บทที่ 6

### บทผลการวิจัย

จากตารางที่ 6.1 แสดงให้เห็นผลของการเปลี่ยนแปลงของอัตราภาษีที่แท้จริง (Effective average tax rates) และ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity to capital ratio) โดยแบ่งออกตามกลุ่มอุตสาหกรรม 7 กลุ่ม ในช่วงก่อนและหลังการประกาศเปลี่ยนอัตราภาษีนิติบุคคลจาก 30% เป็น 23% ในปี พ.ศ. 2555 และเป็น 20% ตั้งแต่ปี พ.ศ.2556 เป็นต้นไป จะเห็นว่าจากกลุ่มตัวอย่าง อัตราภาษีที่แท้จริงมีการลดลงมาถึง 4.10% ในขณะที่อัตราส่วนผู้ถือหุ้นต่อโครงสร้างเงินทุนยังไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงที่ชัดเจน

**ตารางที่ 6.1** อัตราภาษีที่แท้จริงแบ่งตามอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	Firm-Year	Effective Average Tax Rate			Equity to Capital Ratio		
		ก่อน เปลี่ยนภาษี (พ.ศ. 2552- 2554)	หลัง เปลี่ยนภาษี (พ.ศ. 2555- 2557)	Percentage Point	ก่อน เปลี่ยนภาษี (พ.ศ. 2552- 2554)	หลัง เปลี่ยนภาษี (พ.ศ. 2555- 2557)	Percentage Point
สินค้าอุตสาหกรรม	362	15.3%	14.3%	-0.98%	70.1%	69.9%	-0.25%
ทรัพยากร	148	13.5%	11.8%	-1.79%	64.6%	62.2%	-2.35%
สินค้าอุปโภค บริโภค	140	18.2%	12.0%	-6.11%	83.7%	83.1%	-0.61%
บริการ	362	13.9%	12.7%	-1.23%	75.4%	76.0%	0.56%
อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง	426	22.2%	12.5%	-9.68%	65.2%	64.3%	-0.86%
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	153	9.0%	6.6%	-2.45%	71.1%	72.7%	1.61%
เทคโนโลยี	174	13.6%	9.6%	-4.05%	68.6%	67.2%	-1.44%
รวมทุกอุตสาหกรรม	1,765	16.1%	12.0%	-4.10%	70.6%	70.2%	-0.35%

ทั้งนี้ผลการทดสอบ Fixed/Random effects model ที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นของข้อมูลในทุกกลุ่ม พบว่า ค่า F และ Wald chi<sup>2</sup> เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าตัวแปรอธิบายที่มีในแบบจำลอง สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นได้



อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยที่ F เป็นค่าสถิติของแบบจำลอง Fixed effects model ขณะที่ Wald chi2 เป็นค่าสถิติของแบบจำลอง Random effects model จากผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่าทั้ง Fixed effects model และ Random effects model สามารถอธิบายผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวมได้อย่างมีนัยสำคัญ

จากลักษณะสำคัญของ Random effects model ที่มีข้อสมมติฐานสำคัญว่าค่าลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย โดยถ้าสมมติฐานนี้เป็นจริง ค่าประมาณที่ได้ จะมีเสถียรภาพ และมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ถ้าสมมติฐานข้างต้นไม่เป็นจริง ค่าประมาณที่ได้จะไม่มีเสถียรภาพ ทำให้ผลที่ได้ไม่น่าเชื่อถือ ส่วน Fixed effects model นั้นไม่ได้ตั้งสมมติฐานข้างต้น ดังนั้น ถึงแม้ว่าสมมติฐานข้างต้นไม่เป็นจริง ค่าประมาณที่ได้ก็จะมีเสถียรภาพ อย่างไรก็ตาม ถ้าสมมติฐานข้างต้นเป็นจริง ค่าประมาณที่ได้จากวิธีนี้จะมีประสิทธิภาพน้อยกว่า เมื่อเทียบกับค่าที่ได้จากวิธี Random effects

การทดสอบสมมติฐานข้างต้นสามารถทำได้โดยใช้ Hausman test ซึ่งมีสมมติฐานหลัก (Null hypothesis) ว่าค่าลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และมีสมมติฐานรองว่า ทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์กัน ดังผลการทดสอบในตารางที่ 6.3 ซึ่งทดสอบการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม Hausman test พบว่าค่าสถิติ Chi2 ของ Hausman test มีนัยสำคัญทางสถิติทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ ผลที่ตามมาคือค่าประมาณที่ได้จาก Fixed effects จะมีเสถียรภาพและมีประสิทธิภาพ ดังนั้นการรายงานผลในส่วนนี้ จึงรายงานผลจาก Fixed effects model เป็นหลัก

ความสามารถในการอธิบายแบบจำลอง Fixed effects model ที่วัดได้จากค่า R-squared overall อยู่ที่ 0.172 หรือ 17.2% หมายถึงตัวแปรอธิบายที่ใช้ในการทดสอบสามารถผลการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ได้ถูกต้องประมาณ 17% นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่าแต่ละตัวแปรมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนี้

ตารางที่ 6.2 ผลการทดสอบ Fixed / Random effects model ของตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อโครงสร้าง  
เงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่ คาดหวัง	โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น	
		FE	RE
<b>ตัวแปรอิสระ</b>			
EATR	-	-0.113 * (0.064)	-0.083 (0.064)
DEP	+	7.162 *** (2.117)	9.067 *** (1.777)
LCF	+	-0.181 * (0.093)	-0.219 ** (0.087)
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
SIZE	-	-0.155 * (0.090)	-0.267 *** (0.052)
COLL	-	-0.975 ** (0.463)	-0.592 * (0.343)
LIQ	+	0.101 *** (0.009)	0.106 *** (0.009)
ROA	+	0.974 *** (0.276)	1.310 *** (0.253)
<b>ตัวแปรควบคุม (มหภาค)</b>			
LR	+	0.067 (0.081)	0.105 (0.078)
VFX	+	0.144 (0.128)	0.139 (0.128)
Constant		2.786 ** (1.295)	4.177 *** (0.822)
N		1765	1765
Number of groups		335	335
F/Wald chi2		20.59 ***	258.640 ***
R-sq: within		0.115	0.113
between		0.189	0.204
overall		0.172	0.191
Sigma_u		1.869	1.668
Sigma_e		1.044	1.044
Corr(u,X.β)		0.156	0.000

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*) ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ (Standard errors of estimated coefficients) Sigma\_u และ Sigma\_e แสดงถึงค่าประมาณของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ firm-specific effect และ Error Term

**ตารางที่ 6.3** ผลการทดสอบเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม Hausman test

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์จาก Fixed effects model	ค่าสัมประสิทธิ์จาก Random effects model	ความแตกต่าง	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
EATR	-0.113	-0.083	-0.030	0.005
DEP	7.162	9.067	-1.905	1.151
LCF	-0.181	-0.219	0.038	0.032
SIZE	-0.154	-0.267	0.113	0.074
COLL	-0.975	-0.592	-0.383	0.312
LIQ	0.101	0.106	-0.005	0.002
ROA	0.974	1.310	-0.336	0.109
LR	0.067	0.105	-0.037	0.020
VFX	0.144	0.139	0.005	
Chi2(9)	48.72			
Prob>chi2	0			

หมายเหตุ : H0 : แบบจำลอง Random effects model ดีกว่าแบบจำลอง Fixed effects model

H1 : แบบจำลอง Fixed effects model ดีกว่าแบบจำลอง Random effects model

**อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate)** จากการใช้อัตราภาษีเงินได้ที่จ่ายจริงในปีหารด้วยกำไรก่อนภาษีเป็นตัววัดอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและหาความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย Fixed effect model พบว่าอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สนับสนุนแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) เนื่องจากบริษัทจะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจากส่วนของหนี้หรือส่วนของผู้ถือหุ้นโดยใช้หลักเกณฑ์ในเรื่องของผลประโยชน์ทางด้านภาษีเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณา เมื่ออัตราภาษีลดลงทำให้ประโยชน์ของการมีหนี้ลดลง สอดคล้องกับ Tzioumis and Klapper (2012) ที่ศึกษาการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีประเทศ Croatia ในปี ค.ศ. 2001 แสดงให้เห็นว่าเมื่ออัตราภาษีลดลงจาก 30% เป็น 23% ในปี 2555 และ 20% ในปี 2556 เป็นต้นไป ส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

**ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield)** ซึ่งในที่นี้ใช้วัดจาก อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อโครงสร้างเงินทุน (Depreciation to capital) และ ผลขาดทุนสะสมยกมาต่อโครงสร้างเงินทุน (Loss carryforward to capital ratio) ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนค่า

เสื่อมราคาต่อโครงสร้างเงินทูนมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ทั้งนี้ในส่วนของการสัมพันธ์ที่สอดคล้องกับงานศึกษาของ Givoly, Hayn, Ofer, and Sarig (1992) ซึ่งทำการศึกษากการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาปี ค.ศ. 1986 ซึ่งศึกษาโดยใช้ค่าเสื่อมราคาเป็นตัวแปรหนึ่งของผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ อธิบายว่าความสัมพันธ์ของค่าเสื่อมราคาเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้น จากการทดแทนกันได้ของส่วนหนี้สินและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้

ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ของผลขาดทุนสะสมกับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทูนที่เหมาะสม ที่คาดหวังว่าเมื่อบริษัทมีผลขาดทุนสะสมมาก ผลขาดทุนสะสมนี้สามารถนำมาลดค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ ส่งผลให้ประโยชน์จากการก่อหนี้ลดลง บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม ทั้งนี้ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามของผลขาดทุนสะสมกับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้นอาจมีสาเหตุมาจาก เมื่อบริษัทมีผลขาดทุนสะสมในปีก่อนหน้ามาก ย่อมทำให้กำไรสะสมลดลง ส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงด้วยในปีต่อมา และทั้งนี้พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับผลขาดทุนสะสมกับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรควบคุม การศึกษานี้ใช้ตัวแปรควบคุม ได้แก่ **ขนาดของบริษัท (Firm size)** ซึ่งคำนวณจากค่าถือการิทึมของรายได้รวม **มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Asset collateral)** วัดค่าจากสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม, **อัตราสภาพคล่อง (Liquidity)** วัดค่าจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งคำนวณจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย ผลการทดสอบพบว่ามิขนาดของบริษัทและมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Faccio and Xu (2013) ซึ่งศึกษาบริษัทในกลุ่มประเทศ OECD ทั้งหมด 29 ประเทศ ในปี ค.ศ. 1981 ถึง 2009 อธิบายว่าขนาดของบริษัทและมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันมีผลต่อสัดส่วนของหนี้ และผลการศึกษาของ Nyang'oro (2012) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนใน ประเทศเคนย่า

ในส่วนของอัตราสภาพคล่อง (Liquidity ratio) และ ความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Ozkan (2001) ที่ทำการศึกษายบริษัทในประเทศอังกฤษพบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง จะใช้โครงสร้างเงินทูนจากภายในก่อนตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และในส่วนของสภาพคล่องก็ให้ผลเช่นเดียวกัน โดยที่บริษัทที่มีสภาพคล่องมากก็จะส่งผลให้บริษัทเลือกใช้โครงสร้างเงินทูนในส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ



ผลการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้มากจะใช้เงินทุนในส่วนของหนี้ลดลง บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นก่อน กล่าวคือเมื่อบริษัทมีกำไรดี การใช้ส่วนทุนก็จะสูงตามไปด้วย

สำหรับตัวแปรควบคุมสภาพแวดล้อมในด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (Lending Rate) และ ค่าความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันจากอัตราแลกเปลี่ยน (Volatility of foreign exchange rate) ไม่พบความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) พบว่าการขึ้นลงของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้หลายทาง นอกเหนือจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ เช่น การออกหุ้นกู้ ซึ่งมีต้นทุนทางการเงินที่คงที่และไม่เสียสิทธิในการควบคุมการบริหารของกิจการ

จากตารางที่ 6.4 ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของข้อมูลรายอุตสาหกรรม พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรเงินได้ที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เท่านั้น เมื่อพิจารณาในกลุ่มของอุตสาหกรรมทรัพยากรตามงานวิจัยของ ศศิธร เนื่องจางค์ (2556) พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มนี้ มักเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความมั่นคงสูง สามารถที่จะปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้สูง กระจายความเสี่ยงได้มาก และมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ จากคุณสมบัติเหล่านี้ทำให้บริษัทสามารถกู้ยืมได้สูงเพื่อประหยัดภาษี ซึ่งเป็นผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อนนี้ ทั้งนี้เมื่ออัตรากำไรลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อนนี้ลดลง บริษัทจึงปรับตัวโดยการลดส่วนของหนี้ลง เพิ่มในส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้น สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้เน้นการใช้แหล่งเงินทุนในส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤตราคาน้ำมัน และความไม่สงบภายในประเทศ ช่วงปี พ.ศ. 2549 ถึง 2552 สอดคล้องกับงานวิจัยของ รุจิรา ชินสุข (2553) และเริ่มมีการลดในส่วนของหนี้สินลงในปี 2552 เป็นต้นมา อ้างอิงตามตาราง A-4 ในส่วนของภาคผนวก ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และประกอบกับอัตรากำไรที่ลดลงส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อนนี้ลดลง จึงทำให้บริษัทในกลุ่มนี้มีการเพิ่มขึ้นของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุน



ตารางที่ 6.4 ผลการทดสอบ Fixed effects model ของตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	สินค้าอุตสาหกรรม	ทรัพยากร	สินค้าอุปโภคบริโภค	บริการ	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	เทคโนโลยี
<b>ตัวแปรอิสระ</b>								
EATR	-	0.023 (0.168)	-1.451 ** (0.630)	0.879 (0.580)	0.136 (0.415)	-0.176 *** (0.067)	-1.420 (1.091)	0.013 (0.975)
DEP	+	25.848 *** (6.338)	3.711 (4.852)	5.496 (15.556)	1.011 (4.312)	21.070 *** (4.584)	6.918 (7.341)	4.060 (4.447)
LCF	+	-1.908 *** (0.685)	-1.141 ** (0.490)	-0.934 (0.641)	-1.008 (0.473) **	-1.481 *** (0.283)	-1.540 (1.504)	0.152 (0.128)
<b>ตัวแปรควบคุม</b>								
SIZE	-	-0.213 (0.260)	-0.991 *** (0.171)	1.137 (0.745)	-0.439 ** (0.203)	-0.091 *** (0.146)	-0.241 (0.362)	-0.308 *** (0.287)
COLL	-	-0.804 (1.112)	-0.7067 (0.762) ***	0.315 (3.417)	0.229 (0.878)	-3.480 (1.167)	-0.704 (1.167)	0.373 (1.304)
LIQ	+	0.706 *** (0.083)	0.047 (0.015)	0.896 *** (0.204)	0.098 *** (0.022)	0.029 *** (0.021)	0.447 *** (0.330)	0.070 (0.021)

ตารางที่ 6.4 ผลการทดสอบ Fixed effects model ของตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม (ต่อ)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	สินค้าอุตสาหกรรม	ทรัพยากร	สินค้าอุปโภคบริโภค	บริการ	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	เทคโนโลยี
ROA	+	-0.123 (0.370)	2.883 (0.714)	0.657 (2.140)	2.126 *** (0.580)	2.778 (0.700)	2.650 ** (1.098)	1.513 (1.044)
<b>ตัวแปรมหภาค</b>								
LR	+	0.175 (0.161)	0.282 (0.184)	-0.586 (0.443)	0.224 (0.153)	-0.014 (0.155)	0.437 (0.199) **	-0.028 (0.278)
VFX	+	-0.092 (0.247)	0.231 (0.272)	0.454 (0.632)	0.123 (0.244)	-0.139 (0.245)	-0.062 (0.289)	0.848 (0.456)
Constant		1.531 (3.83)	14.150 (2.425)	-12.963 (9.381)	6.033 (2.848)	2.561 (2.122)	1.419 (5.45)	4.195 (4.477)
N		362	148	140	362	426	153	174
No. of groups		68	26	31	72	74	32	32
F/Wald chi2		11.23	6.05	4.05	5.33	12.7	23.75	4.11
R-sq: within		0.262	0.325	0.267	0.146	0.250	0.656	0.218
between		0.447	0.155	0.275	0.272	0.015	0.345	0.048
overall		0.358	0.113	0.252	0.243	0.052	0.469	0.135

ตารางที่ 6.4 ผลการทดสอบ Fixed effects model ของตัวแปรอธิบายที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม (ต่อ)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	สินค้าอุตสาหกรรม	ทรัพยากร	สินค้าอุปโภคบริโภค	บริการ	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	เทคโนโลยี
R-sq: within		0.262	0.325	0.267	0.146	0.250	0.656	0.218
between		0.447	0.155	0.275	0.272	0.015	0.345	0.048
overall		0.358	0.113	0.252	0.243	0.052	0.469	0.135
Sigma_u		1.64	2.141	2.35	1.828	1.667	1.693	1.245
Sigma_e		0.899	0.635	1.393	0.903	0.989	0.707	1.157
Corr(u,X.β)		0.055	-0.849	-0.524	0.032	-0.321	0.180	-0.264

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*) ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ (Standard errors of estimated coefficients) Sigma\_u และ Sigma\_e แสดงถึงค่าประมาณของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ firm-specific effect และ Error Term



## บทที่ 7

### บทอภิปรายและบทสรุป

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory), ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนรูปแบบที่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล (MM Model with Corporate Tax) และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยให้ความสำคัญกับปัจจัยอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง และศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ โดยวัดค่าจากค่าเสื่อมราคาและขาดทุนสะสม และมีปัจจัยอื่นๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท, มูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกัน, อัตราส่วนสภาพคล่อง, ความสามารถในการทำกำไร และปัจจัยด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ และค่าความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันจากอัตราแลกเปลี่ยนในการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนมีจำนวนทั้งสิ้น 363 บริษัท ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557

ผลการศึกษาพบว่า อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน กล่าวคืออัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกับข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) และงานศึกษาของ Givoly, Hayn, Ofer, and Sarig (1992), Tzioumis and Klapper (2012) ที่บริษัทจะพิจารณาการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้และต้นทุนของหนี้ที่เพิ่มขึ้น สำหรับปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา, ขนาดของบริษัท, มูลค่าหลักทรัพย์ในการค้ำประกันและความสามารถในการทำกำไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอุตสาหกรรมบริการและอสังหาริมทรัพย์ อย่างไรก็ตามผลการศึกษาไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนสำหรับความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับปัจจัยขาดทุนสะสม, อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อและค่าความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันจากอัตราแลกเปลี่ยน

ทั้งนี้ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของข้อมูลรายอุตสาหกรรม พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และ อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง เท่านั้น เมื่อพิจารณาในกลุ่มของอุตสาหกรรมทรัพยากรตามงานวิจัยของ ศศิธร เนื่อง



จ่านงค์ (2556) พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มนี้ มักเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีความมั่นคงสูง สามารถที่จะปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้สูง กระจายความเสี่ยงได้มาก และมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ จากคุณสมบัติเหล่านี้ทำให้บริษัทสามารถกู้ยืมได้สูงเพื่อประหยัดภาษี ซึ่งเป็นผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ ทั้งนี้เมื่ออัตราภาษีลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ลดลง บริษัทจึงปรับตัวโดยการลดส่วนของหนี้ลง เพิ่มในส่วนของผู้ถือหุ้นมากขึ้น สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ เน้นการใช้แหล่งเงินทุนในส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤตราคาน้ำมัน และความไม่สงบภายในประเทศ และเริ่มมีการลดในส่วนของหนี้สินลง ซึ่งอาจเป็นผลจากการที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และประกอบกับอัตราภาษีที่ลดลงส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ลดลง จึงทำให้บริษัทในกลุ่มนี้มีการเพิ่มขึ้นของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ยังไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีที่แท้จริงกับโครงสร้างเงินทุน

สำหรับตัวแปรผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ ในด้านค่าเสื่อมราคา พบว่ามีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) และงานศึกษาของ Nyang'oro (2012) อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนสำหรับความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับผลขาดทุนสะสม

สำหรับตัวแปรควบคุมได้แก่ขนาดของบริษัท, มูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกัน, อัตราส่วนสภาพคล่อง, ความสามารถในการทำกำไร พบว่ามีผลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยขนาดของบริษัทและมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น งานศึกษา Tzioumis and Klapper (2012) พบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กมีการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นเมื่ออัตราภาษีเงินได้มีอัตราที่ลดลง Frank and Goyal (2003) พบว่าหากบริษัทมีสินทรัพย์ค้ำประกันมาก บริษัทจะมีอัตราในการก่อหนี้ที่สูงขึ้น สำหรับอัตราส่วนสภาพคล่องและ ความสามารถในการทำกำไร นั้นมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน Nyang'oro (2012) พบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะลดสัดส่วนของหนี้และเพิ่มการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษาไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนสำหรับความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุนกับปัจจัยเศรษฐศาสตร์มหภาคได้แก่อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อและค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Tzioumis and Klapper (2012)

ทั้งนี้ งานศึกษานี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลของขาดทุนสะสมที่ใช้ได้ทางภาษี เนื่องจากเป็นข้อมูลที่ไม่มีการเปิดเผยในงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงิน และข้อจำกัด

ของการเก็บข้อมูลผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อกำหนดอื่นเช่น Free trade zone, BOI และ สิทธิประโยชน์ทางภาษีพิเศษอื่นๆ

งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดเกี่ยวกับขนาดตัวอย่างที่ทดสอบ เนื่องจากระยะเวลาที่นำมาศึกษามีระยะเวลาารวมเพียงหกปี แบ่งเป็นก่อนเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ จำนวนสามปี (พ.ศ. 2552 ถึง 2554) และ หลังเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ จำนวนสามปี (พ.ศ. 2555 ถึง 2557) และความไม่แน่นอนของมาตรการภาษีที่นำมาใช้ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 โดยเป็นการประกาศใช้แบบปีต่อปี ซึ่งคณะรัฐมนตรีมีการประกาศแก้ไขเพิ่มเติมประมวลรัษฎากร สำหรับการลดอัตราภาษีจาก 30% เป็น 20% ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2559 เป็นต้นไป



## บรรณานุกรม

- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-27.
- Faccio, M., & Xu, J. (2013). Taxes and Capital Structure *Journal Finance and Quantitative Analysis*, 50(3), 277-300.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217 - 248.
- Givoly, D., Hayn, C., Ofer, A. R., & Sarig, O. (1992). Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms' Response to the Tax Reform Act of 1986. *The Review of Financial Studies*, 5(2), 331-355.
- Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *The Journal of Political Economy*, 90(6), 1118-1141.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-296.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Association*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majuf, 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.
- Nyang'oro, O. (2012). Determinants of Capital Structure of Listed Firms in Kenya and the Impact of Corporate Tax (Final Report), University of Nairobi, Kenya.

- Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), 175-196.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Tzioumis, K., & Klapper, L. F. (2012). Taxation and Capital Structure: Evidence from a Transition Economy. *Journal FinanzArchiv*, 68(2), 165-190.
- บุศรินทร์ บูรณศักดิ์ (2545). การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงการเงินทุน : การศึกษาของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, คณะบริหารธุรกิจ.
- ศศิธร เนื่องจางค์ (2556). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร. วารสารการจัดการธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา, 2(2)
- เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558). ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET50. การค้นคว้าอิสระ, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2553). การทดสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิด Pecking Order ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์, ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์ และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา (2552). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ. วารสารสงขลานครินทร์ ฉบับสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์, 15(5)

รุจิรา ชินสุข (2553). การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, คณะบริหารธุรกิจ.





## ภาคผนวก

ตาราง A-1 ข้อมูลสถิติ

ตัวแปร	จำนวน ตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่ากลาง	ค่าความ ผันผวน	Coefficient of variation	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
EQ(%)	1765	70.4%	71.7%	21.3%	0.303	0.8%	100.0%
TD(%)	1765	29.6%	28.3%	21.3%	0.719	0.0%	99.2%
LTD (%)	1765	12.9%	5.2%	16.0%	1.246	0.0%	80.9%
STD (%)	1765	16.8%	10.9%	17.2%	1.025	0.0%	99.1%
EATR (%)	1765	14.0%	10.9%	43.7%	3.119	0.0%	1627.4%
DEP	1765	0.039	0.030	3.6%	0.913	0	0.304
LCF	1765	0.065	0	46.5%	7.122	0	12.607
Ln(sales)	1765	14.750	14.658	158.0%	0.107	6.901	21.682
COLL	1765	0.258	0.223	21.7%	0.839	0	0.968
LIQ (เท่า)	1765	2.290	1.420	409.5%	1.788	0.051	83.336
ROA (%)	1765	10.7%	8.7%	14.9%	1.391	-83.7%	319.0%
LR (%)	1765	6.6%	6.8%	46.4%	0.070	5.9%	7.1%
VFX	1765	1.359	1.234	27.2%	0.200	1.064	1.861

หมายเหตุ: EQ= Total Equity /(Interest bearing debt + Total Equity), TD=Interest bearing debt  
/(Interest bearing debt + Total Equity), LTD= Long-term interest bearing debt/(Interest bearing  
debt + Total Equity), STD=Short-term interest bearing debt /( Interest bearing debt + Total  
Equity), EATR=Tax expense/Earning before tax,  
DEP=Depreciation/(Interest bearing debt + Total Equity), LCF=Loss  
carryforward/( Accumulative loss carryforward/Interest bearing debt + Total Equity), Size  
=Ln(Total Revenues), COLL=Net properties, plant and equipment/ Total assets, LIQ=Current  
assets/Current Liabilities, ROA=Net income/Total assets, LR=Lending rate (MLR),  
VFX=Volatility of foreign exchange rate

ตาราง A-2 Correlation Matrix

	EATR	DEP	LCF	SIZE	COLL	LIQ	ROA	LR	VFX
EATR	1.000	0.027	-0.023	-0.001	0.006	-0.015	0.031	-0.028	-0.018
DEP	0.027	1.000	0.134	0.131	0.455	-0.073	0.192	-0.084	-0.065
LCF	-0.023	0.134	1.000	-0.059	-0.034	-0.001	-0.101	0.002	-0.015
SIZE	-0.001	0.131	-0.059	1.000	0.033	-0.153	0.051	0.057	0.038
COLL	0.006	0.455	-0.034	0.033	1.000	-0.089	0.068	-0.072	-0.042
LIQ	-0.015	-0.073	-0.001	-0.153	-0.089	1.000	-0.022	-0.003	-0.020
ROA	0.031	0.192	-0.101	0.051	0.068	-0.022	1.000	-0.032	-0.024
LR	-0.028	-0.084	0.002	0.057	-0.072	-0.003	-0.032	1.000	0.689
VFX	-0.018	-0.065	-0.015	0.038	-0.042	-0.020	-0.024	0.689	1.000



ตาราง A-3 แสดงข้อมูลเชิงสถิติ ก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษี

ตัวแปร	ตัวอย่างทั้งหมด		ก่อน เปลี่ยนภาษี (พ.ศ. 2552-2554)		หลัง เปลี่ยนภาษี (พ.ศ.2555-2557)	
	ค่าเฉลี่ย	ความผัน ผวน	ค่าเฉลี่ย	ความ ผันผวน	ค่าเฉลี่ย	ความผัน ผวน
Equity to capital ratio (%)	70.4%	0.008	70.6%	0.213	70.2%	0.213
Total debt to capital ratio (%)	29.6%	0.213	29.4%	0.213	29.8%	0.213
Long-term debt to capital ratio (%)	12.9%	0.160	12.8%	0.161	12.9%	0.160
Short-term debt to capital ratio (%)	16.8%	0.172	16.6%	0.174	16.9%	0.169
Effective Tax Rate (EATR) (%)	14.0%	0.437	16.1%	0.581	12.0%	0.213
Depreciation (DEP)	0.039	0.036	0.042	0.037	0.036	0.034
Loss carry forward (LCF)	0.065	0.465	0.103	0.631	0.028	0.183
Ln(sales)	14.750	1.580	14.636	1.557	14.862	1.596
Fixed assets/Total assets (COLL)	0.258	0.217	0.271	0.220	0.247	0.213
Net Return on assets (ROA) (%)	229.0%	4.095	11.1%	0.138	10.3%	0.159
Current Ratio (LIQ)	0.107	0.149	2.362	4.522	2.218	3.626
Lending Rate (LR) (%)	6.6%	0.464	6.3%	0.429	7.0%	0.141
Volatility of foreign exchange rate (VFX)	1.359	0.272	1.245	0.207	1.471	0.281
No. of Observation (Firm-year)	1765	1765	877	877	888	888

หมายเหตุ: สรุปผลทางสถิติแสดงถึงตัวแปรอิสระที่ได้นำมาประมวลผลในสมการด้วยโปรแกรมสำเร็จรูป Stata ข้อมูลตัวอย่างเป็นแบบ Unbalanced panel จำนวน 1765 ตัวอย่าง (Firm-year) จาก 363 บริษัท ช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557 ข้อมูลเป็นข้อมูลที่มาจก SET SMART และงบการเงินของแต่ละบริษัทในแต่ละปี

**ตาราง A-4** ตารางแสดงค่าเฉลี่ยอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงในแต่ละปี โดยแยกตามอุตสาหกรรม

	ก่อนเปลี่ยนแปลงภาษี			หลังเปลี่ยนแปลงภาษี		
	2552	2553	2554	2555	2556	2557
สินค้าอุตสาหกรรม	16.40%	14.60%	16.20%	15.30%	11.20%	18.20%
ทรัพยากร	11.50%	13.40%	16.00%	10.00%	11.80%	11.80%
สินค้าอุปโภคบริโภค	17.40%	14.50%	17.70%	11.30%	14.80%	9.20%
บริการ	12.10%	15.40%	19.10%	14.90%	12.80%	12.50%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	35.20%	12.00%	18.00%	12.90%	12.50%	11.90%
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	11.20%	9.90%	13.20%	11.30%	7.30%	6.60%
เทคโนโลยี	13.80%	12.50%	13.50%	8.40%	10.80%	10.10%
รวมทุกอุตสาหกรรม	18.30%	13.50%	16.70%	12.90%	11.80%	12.40%
อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับปี	30.00%	30.00%	30.00%	23.00%	20.00%	20.00%

**ตาราง A-5** ตารางแสดงค่าเฉลี่ยอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนในส่วนผู้ถือหุ้นแต่ละปี โดยแยกตามอุตสาหกรรม

	ก่อนเปลี่ยนแปลงภาษี			หลังเปลี่ยนแปลงภาษี		
	2552	2553	2554	2555	2556	2557
สินค้าอุตสาหกรรม	79.8%	80.0%	80.8%	81.6%	77.7%	77.7%
ทรัพยากร	66.5%	66.5%	64.8%	64.7%	66.0%	63.3%
สินค้าอุปโภคบริโภค	72.0%	74.3%	73.3%	71.7%	73.5%	70.7%
บริการ	79.9%	82.2%	81.8%	83.1%	80.5%	78.5%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	76.5%	77.3%	77.0%	78.2%	77.6%	77.5%
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	89.7%	89.9%	89.2%	89.7%	89.6%	89.3%
เทคโนโลยี	68.4%	67.0%	65.3%	66.3%	65.3%	64.7%
รวมทุกอุตสาหกรรม	76.1%	76.7%	76.0%	76.7%	75.7%	74.7%