

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย
กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินแบ่งตามอุตสาหกรรม



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2567

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย
กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินแบ่งตามอุตสาหกรรม

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2567

ภรณ์จุติ อินยอม

นายภรณ์จุติ อินยอม

ผู้วิจัย

ปณัฏฐ์ ธาระวนิช

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปณัฏฐ์ ธาระวนิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

T. Wilkhan

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

Pattana P.

รองศาสตราจารย์ปรารธนา ปุณณกิติเกษม,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

จันทร์ โคลิกา

รองศาสตราจารย์จันทร์ จันทร์ โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมายกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินแบ่งตามอุตสาหกรรมนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี ทางผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ ผศ.ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช และ รศ.ดร.ชาติรี จันทรโคติภา อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ สำหรับความกรุณาให้คำปรึกษา แนะนำ และให้ความช่วยเหลือในการทำวิจัยครั้งนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการให้ข้อเสนอแนะที่มีคุณค่าและชี้แนะในสิ่งที่จำเป็นต้องปรับปรุงแก้ไข เพื่อให้ สารนิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากที่สุด

อีกทั้งยังขอขอบคุณคณาจารย์ทุกท่านจากวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ที่ได้มอบความรู้และประสบการณ์อันมีค่าในการศึกษา ตลอดจนครอบครัวที่เป็นกำลังใจสำคัญและสนับสนุนข้าพเจ้ามาโดยตลอด อีกทั้งขอขอบคุณเพื่อนร่วมรุ่นและผู้มีส่วนร่วมทุกท่าน ที่ให้ความช่วยเหลือและสนับสนุนให้การทำวิจัยฉบับนี้สำเร็จไปด้วยดี

สุดท้ายนี้ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจในการศึกษาวิจัยเพิ่มเติมในอนาคต หากมีข้อผิดพลาดประการใด ข้าพเจ้าน้อมรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วยความจริงใจ

ภูริณัฐ ยินยอม

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมายกับโครงสร้าง
เงินทุน ในส่วนของหนี้สินแบ่งตามอุตสาหกรรม

THE RELATIONSHIP BETWEEN EFFECTIVE AVERAGE TAX RATES AND STATUTORY
TAX RATES WITH DEBT-BASED CAPITAL STRUCTURE BY INDUSTRY

ภูริณัฐ ยินยอม 6550176

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาการนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวนิช, Ph.D.,
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธำศรี จันทร์ โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบที่เปลี่ยนแปลงไปของโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม, หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาวในช่วงก่อนและหลังมีการปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคลในปี พ.ศ.2555 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประเทศไทยมีการ กำหนดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตราคงที่ 30% ตั้งแต่ปี พ.ศ.2520 ต่อมาได้มีการปรับลดเพื่อเพิ่ม ศักยภาพในการแข่งขันกับกลุ่มประชาคมอาเซียน โดยในปี พ.ศ. 2555 จัดเก็บในอัตรา 23% และมีการ ปรับลงมาที่อัตรา 20% ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 จนถึงปัจจุบัน

ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนกล่าวว่า กิจกรรมที่ก่อหนี้สินในระดับต่ำควรมีการก่อหนี้ที่ เพิ่มขึ้นเพื่อประโยชน์ทางภาษีแต่ก็ไม่ควรก่อหนี้สูงเกินไปเพราะจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อการ ล้มละลายโดยควรมีโครงสร้างเงินลงทุนที่เหมาะสมและยังเพียงพอสำหรับเหตุการณ์ต่างๆ เมื่ออัตรา ภาษีลดลงทำให้ประโยชน์ของการมีหนี้ลดลง บริษัทจึงควรลดโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้ และ เพิ่มเงินทุนในส่วนของผู้อถือหุ้น โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทมหาชนจำกัดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่มีข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ. 2565 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน, กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้างในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, และ บริษัทโฮลดิ้ง

ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม กับอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง ซึ่งไม่เป็นไปตามคำที่คาดหวังตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยในช่วงปี พ.ศ.2546 ถึง พ.ศ.2554 อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงมีแนวโน้ม ที่เพิ่มขึ้นและลดลงในช่วงปี พ.ศ.2555 เป็นต้นมา สะท้อนให้เห็นถึงการลดอัตราภาษีตามกฎหมายที่ ส่งผลให้อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงของบริษัทที่ใช้ในการศึกษามีค่าลดลงตามไปด้วย แต่โครงสร้าง เงินทุนในส่วนของหนี้สินรวมกลับมีแนวโน้มค่อนข้างคงที่

คำสำคัญ : อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง/ อัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย/ โครงสร้างเงินทุน/ หนี้สิน รวม
51 หน้า

THE RELATIONSHIP BETWEEN EFFECTIVE AVERAGE TAX RATES AND STATUTORY TAX RATES WITH DEBT-BASED CAPITAL STRUCTURE BY INDUSTRY

POORINAT YINYOM 6550176

M.M. (Finance)

THEMATIC PAPER ADVISORY COMMITTEE: ASST. PROF. DR. PIYAPAS THARAVANIJ, Ph.D., ASST.PROF. DR. KITTICHAJ RAJCHAMAHA, Ph.D., ASSOC. PROF. DR. TATRE JANTARAKOLICA, Ph.D.

ABSTRACT

This study compares the effects of the 2012 corporate income tax cut on companies listed on the Stock Exchange of Thailand, with a particular focus on overall debt, short-term debt, and long-term debt. Since 1977, Thailand has kept its business income tax rate at 30%. To improve competition within the ASEAN Economic Community, the rate was lowered. The tax rate was lowered to 23% in 2012 and then to 20% in 2013, and it has stayed that way to this day.

Capital structure theory states that companies with low debt levels should take on more debt in order to gain tax benefits, but they must avoid taking on too much debt in order to reduce the danger of bankruptcy. They must to keep an ideal capital structure that is also enough to deal with a variety of unforeseen circumstances. Companies reduce their debt levels and boost equity financing as tax rates drop since the advantages of carrying debt are diminished. A sample of publicly traded companies with financial data from 2009 to 2022 that are listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) and the Market for Alternative Investment (MAI) are used in this study. Financial firms, holding corporations, and real estate and construction firms under real estate investment trusts (REITs) are not included in the sample.

The study found an inverse relationship between total debt in the capital structure and the Average Effective Tax Rate (EATR), which contradicts the expectations based on the Trade-off Theory of capital structure. During the period from 2003 to 2011, the effective tax rate showed an increasing trend, while from 2012 onwards, it declined, reflecting the reduction in statutory tax rates. This reduction

caused the effective tax rate of the companies in the study to decrease correspondingly. However, the total debt structure remained relatively stable, which may be attributed to other factors.

KEYWORD: Effective Average Tax Rate/ Statutory Tax Rate/ Capital Structure/ Total Debt

51 pages

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน	4
2.2 ผลกระทบของการเก็บภาษีต่อการตัดสินใจขององค์กร	6
2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์	6
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	17
บทที่ 4 ตัวแปร	19
4.1 ตัวแปรตาม	19
4.2 ตัวแปรอธิบาย	21
4.3 ตัวแปรควบคุม	23
บทที่ 5 วิธีการทางสถิติ	27
บทที่ 6 ผลการวิจัย	31
บทที่ 7 สรุปผลการศึกษา	45
บรรณานุกรม	49
ประวัติผู้วิจัย	52

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1 แสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา	11
2 แสดงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายในแต่ละปี	14
3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง	17
4 แสดงข้อมูลพื้นฐาน	21
5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอธิบายแต่ละตัวแปรที่ทำการศึกษา	22
6 ผลการทดสอบ Random effects model, Fix effects model ของตัวแปร EATR ที่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม, หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว	24
7 ผลการทดสอบ Random effects model, Fix effects model ของตัวแปร EATR ที่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม โดยแยกเป็นก่อนและหลังเปลี่ยนอัตราภาษีเงินได้ นิติบุคคล	27
8 ผลการทดสอบ Random effects model, Fix effects model ของตัวแปร EATR ที่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว โดยแยกเป็นก่อนและ หลังเปลี่ยนอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล	28
9 ผลการทดสอบ Random effects model, Fix effects model ของตัวแปรอัตราภาษีเงินได้นิติ บุคคลตามกฎหมาย (STR) ที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม หนี้สินระยะ สั้น และหนี้สินระยะยาว	29
10 ผลการทดสอบ Panel Data Analysis ของตัวแปร EATR และ STR ที่มีผลต่อ โครงสร้าง เงินทุนในส่วนหนี้สินรวม หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว โดยแบ่งตามกลุ่ม อุตสาหกรรม	30

สารบัญรูปภาพ

รูปภาพ	หน้า
1 กราฟแสดงค่ากลาง (Median) ของอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) และอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย (Statutory tax rate, STR)	22
2 กราฟแสดงค่ากลาง (Median) หนี้สิน	22



บทที่ 1

บทนำ (Introduction)

ประเทศไทยมีการกำหนดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในอัตรากว่า 30% ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2520 ต่อมาได้มีการปรับลดเพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันกับกลุ่มประชาคมอาเซียน โดยในปี พ.ศ. 2555 จัดเก็บในอัตรา 23% และมีการปรับลงมาที่อัตรา 20% ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 จนถึงปัจจุบัน ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ของ Modigliani และ Miller ในปี ค.ศ. 1963 ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนโดยนำภาษีเงินได้นิติบุคคลมาพิจารณาพบว่ากิจการควรใช้ประโยชน์จากการก่อกำหนดหนี้สินให้มากที่สุด เพื่อเพิ่มมูลค่าจากการประหยัดภาษีของหนี้ (Tax shield) ซึ่งใกล้เคียงกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ที่กล่าวว่า กิจการที่ก่อกำหนดหนี้สินในระดับต่ำควรมีการก่อกำหนดหนี้สินเพิ่มขึ้นเพื่อประโยชน์ทางภาษีแต่ก็ไม่ควรก่อกำหนดหนี้สินสูงจนเกินไปเพราะจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อการล้มละลาย โดยควรมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและเพียงพอสำหรับเหตุการณ์ต่างๆ ในการบริหารจัดการทางการเงินของบริษัทเพื่อให้บริษัทสามารถดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและลดความเสี่ยงทางการเงินในอนาคต และการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัทควรพิจารณาจากความสามารถในการชำระหนี้ และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท

ทฤษฎีที่อธิบายถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมระหว่างผู้ถือหุ้นและหนี้สินอยู่หลายทฤษฎี แต่ที่ได้รับการยอมรับโดยทั่วไปมี 2 ทฤษฎี คือทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) กล่าวถึงผลประโยชน์ทางภาษีเงินได้นิติบุคคลที่เกิดจากการก่อกำหนดหนี้สิน และ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวถึงการที่บริษัทจะหาเงินทุนจากภายในก่อนคือกำไรสะสมเพราะมีต้นทุนต่ำสุด ต่อมาคือการกู้ยืม และลำดับสุดท้ายคือการออกหุ้นเพิ่ม

งานวิจัยนี้ศึกษาโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเปรียบเทียบผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัทหนี้สินรวม, หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาวในช่วงก่อนและหลังมีการปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในปี พ.ศ. 2555 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยคาดหวังว่า อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นและควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัทหนี้สินรวม, หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) เนื่องจากบริษัทจะ

เลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เมื่ออัตราภาษีลดลงทำให้ประโยชน์ของการมีหนี้ลดลง บริษัทจึงควรลดโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้และเพิ่มเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น

การศึกษานี้ใช้เทคนิค Panel-regression เพื่อหาความสัมพันธ์และผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม, หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาวในช่วงก่อนและหลังมีการปรับลดภาษีนิติบุคคล โดยศึกษาโครงสร้างเงินทุนก่อนและหลังการปรับลดภาษีนิติบุคคล ใช้กลุ่มตัวอย่างจากบริษัทมหาชนจำกัดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ที่มีข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ปี พ.ศ.2544 จนถึงปี พ.ศ.2565 ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน, กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, บริษัทโฮลดิ้ง, โดยแบ่งเป็นช่วงก่อนปรับลดภาษีนิติบุคคลคือปี พ.ศ.2544 ถึง ปี พ.ศ.2554 และหลังปรับลดภาษีนิติบุคคลคือปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ.2565 ซึ่งใช้ข้อมูลงบการเงินรวม, งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสดจากฐานข้อมูล SETSMART

ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม (LnTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับโครงสร้างเงินทุนทั้งในส่วนหนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และหนี้สินระยะยาว (LnLTD) ทั้งนี้ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) คาดว่าเมื่อ EATR ลดลง โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม (LnTD) หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และหนี้สินระยะยาว (LnLTD) ควรลดลงตาม อย่างไรก็ตามผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับค่าที่คาดหวังดังกล่าว และแสดงความแตกต่างจากการศึกษาก่อนหน้าของกนกวรรณ นุปผเวส,ชลธิชา ชีระเรืองไชยศรี และ สุทธหทัย อินทวิเศษ (2559) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนปี พ.ศ. 2552 โดยเป็นข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557 การศึกษาใช้เทคนิค Panel-regression ผลการศึกษาพบว่าอัตราภาษีที่แท้จริงส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราภาษีที่แท้จริงที่ลดลงทำให้อัตราส่วนหนี้สินรวม (LnTD) และหนี้สินระยะสั้น (LnSTD) ของบริษัทลดลง ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับหนี้สินระยะยาว (LnLTD) กนกวรรณ นุปผเวสและคณะอธิบายว่าอาจเนื่องมาจากความไม่แน่นอนของมาตรการภาษีที่นำมาใช้ในช่วงปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2557 โดยเป็นการประกาศใช้แบบปีต่อปี ทำให้บริษัทไม่สามารถคาดการณ์ได้และดำเนินการเปลี่ยนแปลงเฉพาะในส่วนหนี้สินระยะสั้นเท่านั้น

ผลการศึกษาพบว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย (Statutory Tax Rate, STR) ซึ่งกำหนดตามพระราชกฤษฎีกาภายใต้ประมวลรัษฎากร มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และ หนี้สินระยะยาว (LnLTD) ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับค่าที่คาดหวังกฎหมาย โดยชี้ให้เห็นว่าบริษัทมีแรงจูงใจในการลดการพึ่งพาหนี้ในโครงสร้างเงินทุนเมื่ออัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลดลง ในทางตรงกันข้าม ผลการศึกษาของ อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) ซึ่งคำนวณจาก ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ (Tax Expense) ต่อ กำไรก่อนค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ (Earnings Before Tax: EBT) ตามงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ กลับไม่สอดคล้องกับค่าที่คาดหวังกฎหมาย ผลลัพธ์นี้แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างในความสามารถของ STR และ EATR ในการสะท้อนผลกระทบของภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างเงินทุน โดย STR แสดงผลที่สอดคล้องกับทฤษฎีได้ชัดเจนกว่า EATR โดยหากพิจารณาบริบทของคำถามงานวิจัยหลักคือการศึกษาถึงผลกระทบที่เปลี่ยนแปลงไปของโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้กับการปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคลในปี พ.ศ.2555 การใช้ อัตรา STR มีความเหมาะสมและน่าเชื่อถือมากกว่า เนื่องจาก STR เป็นอัตราภาษีที่กำหนดตามกฎหมายโดยตรง จึงสะท้อนการเปลี่ยนแปลงทางนโยบายภาษีได้อย่างชัดเจน และตอบโจทย์ของการศึกษาผลกระทบจากการปรับลดภาษีได้ดีกว่าการใช้อัตรา EATR ที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปรอื่นในกระบวนการคำนวณ

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นเจ็ดส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data), ตัวแปร (Variable), วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method), ผลการวิจัย (Result) และสรุปผลการศึกษา (Conclusion) ตามลำดับ

บทที่ 2

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theories)

รากฐานทางทฤษฎีสำหรับโครงสร้างเงินทุนเริ่มต้นด้วยผลงานสำคัญของ Modigliani and Miller (1958) ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้อง (Irrelevance theory) ของพวกเขาแนะนำว่าภายใต้สภาวะตลาดที่สมบูรณ์แบบ คือไม่มีภาษี ไม่มีค่าใช้จ่ายในการล้มละลาย มูลค่าของบริษัทจะไม่ได้รับผลกระทบจากโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ทฤษฎีเริ่มต้นนี้ถือเป็นการบุกเบิกในสาขาการเงินขององค์กร แต่ต่อมาได้รับการปรับปรุงเมื่อพิจารณาถึงข้อบกพร่องในโลกแห่งความเป็นจริง

Modigliani and Miller (1963) ได้ปรับแบบจำลองเดิมของตนเพื่อให้คำนึงถึงภาษีเงินได้นิติบุคคล พวกเขาเน้นย้ำว่าเนื่องจากการจ่ายดอกเบี้ยจากหนี้สามารถหักลดหย่อนภาษีได้ บริษัทจึงสามารถได้รับสิทธิประโยชน์ในการยกเว้นการจ่ายภาษีได้โดยการเพิ่มอัตราส่วนหนี้ต่อทุน ทฤษฎีรูปแบบนี้แสดงให้เห็นว่าหากปัจจัยอื่นๆ เท่ากัน บริษัทต่างๆ จะหาเงินทุนด้วยหนี้มากกว่าการใช้ส่วนทุน (Equity) เพื่อเพิ่มผลประโยชน์สูงสุดจากการหักลดหย่อนภาษีจากดอกเบี้ย แต่หากอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลดลงจะทำให้ผลประโยชน์ทางภาษีของหนี้ลดลงด้วย

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) ซึ่งพัฒนาเพิ่มเติมโดย Kraus and Litzenberger (1973) ได้เพิ่มความแตกต่างให้กับแนวคิดนี้ พวกเขาตั้งสมมติฐานว่าบริษัทต่างๆ จะแลกเปลี่ยนผลประโยชน์ทางภาษีของหนี้กับต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน (Financial distress cost) เนื่องมาจากหนี้ที่มากเกินไป ซึ่งประกอบด้วยทั้งต้นทุนทางตรงและทางอ้อม โดยต้นทุนทางตรงประกอบด้วยต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy cost) เช่น ต้นทุนค่าดำเนินการทางกฎหมายต่างๆ ต้นทุนเมื่อธุรกิจต้องหยุดการดำเนินงาน ส่วนต้นทุนทางอ้อม คือ การสูญเสียลูกค้า และความเชื่อมั่นของพนักงาน ในแบบจำลองของพวกเขา โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดจะเกิดขึ้นเมื่อผลประโยชน์ทางภาษีส่วนเพิ่มของหนี้ถูกชดเชยด้วยต้นทุนส่วนเพิ่มของความเดือดร้อนทางการเงินพอดี ทฤษฎีนี้จึงทำนายเกี่ยวกับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลว่าหากอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลดลงจะทำให้บริษัทต่างๆ จะมีอัตราส่วนหนี้สินลดลง เนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีของหนี้ลดลง และทฤษฎีนี้เน้นย้ำว่าบริษัทไม่ได้ถูกขับเคลื่อนโดยการพิจารณาอัตราภาษีเพียงอย่างเดียว แต่ยังรวมถึงความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมเงินที่มากเกินไปด้วย

การขยายทฤษฎี Trade-Off Theory และทฤษฎีทางเลือก

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งเสนอโดย Jensen and Meckling (1976) ได้เพิ่มมิติใหม่ให้กับ การอธิบายเกี่ยวกับโครงสร้างทุน พวกเขาได้แย้งว่าการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทุนนั้นได้รับ อิทธิพลจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับผู้ถือหุ้นหรือเจ้าหนี้ หนี้สิน สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการลดความขัดแย้งระหว่างตัวแทนนี้ได้ เนื่องจากหนี้สินจะกำหนดควินัย ให้กับผู้บริหารผ่านภาระผูกพันในการชำระดอกเบี้ยเป็นประจำ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากการ ลงทุนมากเกินไปหรือการจัดสรรกระแสเงินสดอิสระที่ไม่ถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ระดับหนี้สินที่ สูงขึ้นอาจนำไปสู่ต้นทุนของหน่วยงาน เช่น แรงจูงใจให้ผู้ถือหุ้นดำเนิน โครงการที่มีความเสี่ยงมาก ขึ้นซึ่งเป็นประ โยชน์ต่อผู้ถือหุ้น โดยแต่เจ้าหนี้เสียประโยชน์

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ซึ่งเสนอโดย Myers and Majluf (1984) มีความแตกต่างจากทฤษฎี Trade-Off Theory อธิบายว่าบริษัทต่างๆ จัดลำดับขั้นการจัดหา เงินทุนที่ต้องการอย่างไร เนื่องจากข้อมูลที่ไม่วสมบูรณ์ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน บริษัทต่างๆ จึง เลือกที่จะจัดหาเงินทุนโดยใช้กำไรสะสมก่อนเพราะมีต้นทุนต่ำที่สุดและนำมาใช้ได้สะดวกกว่า ตามมาด้วยการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้ เพราะเป็นตัวเลือกที่ต้นทุนถูกกว่าการออกส่วนทุนและบริษัท สามารถหลีกเลี่ยงการสูญเสียความเป็นเจ้าของและการควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้นเดิม และออกส่วน ทุนเป็นทางเลือกสุดท้าย เพราะเป็นตัวเลือกที่ต้นทุนสูงที่สุดและทำให้ความเป็นเจ้าของและการ ควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง ในทฤษฎีนี้อัตราภาษีเงิน ได้นิติบุคคลที่ลดลงจะทำให้บริษัท จัดหาเงินทุนด้วยหนี้ลดลงเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีของหนี้ลดลง แต่ยังคงจัดลำดับขั้นให้การ ออกส่วนทุนเป็นตัวเลือกสุดท้าย

ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) ซึ่งเสนอโดย Baker and Wurgler (2002) นำเสนอมุมมองอีกมุมมองหนึ่ง โดยตั้งสมมติฐานว่าบริษัทต่างๆ จะปรับโครงสร้างทุนของตนตาม สภาพตลาด แทนที่จะพยายามปรับ โครงสร้างทุนให้เหมาะสมตามสิทธิประโยชน์ในการยกเว้นการ จ่ายภาษีหรือลดต้นทุนทางการเงินให้เหลือน้อยที่สุด ตามทฤษฎีนี้ บริษัทต่างๆ จะออกส่วนทุนเมื่อ ราคาส่วนทุนถูกมองว่ามีมูลค่าสูงเกินไป และออกหนี้เมื่อราคาส่วนทุนถูกประเมินค่าต่ำเกินไป ด้วย วิธีนี้ บริษัทต่างๆ จึงใช้ประโยชน์จากสถานะตลาดที่เอื้ออำนวย และโครงสร้างทุนของบริษัทใน ช่วงเวลาใดก็ตามสะท้อนถึงสถานะตลาดในอดีต แทนที่จะพยายามหาจุดสมดุลระหว่างต้นทุนภาษีและต้นทุนทางการเงิน ทฤษฎีนี้คาดการณ์ว่าบริษัทที่มีประวัติมูลค่าตลาดสูง และการออกหุ้นเพิ่มจะ รักษาอัตราส่วนหนี้สินให้ต่ำเมื่อเวลาผ่านไป ในทางกลับกัน บริษัทที่ระดมทุนหรือซื้อหุ้นคืนน้อยลง ในช่วงที่มูลค่าตลาดต่ำมีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงขึ้น ซึ่งเน้นย้ำถึงผลกระทบของการจับ จังหวะตลาดต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทุน

2.2 ผลกระทบของการเก็บภาษีต่อการตัดสินใจขององค์กร (Effects of Taxation on Corporate Decisions)

การจัดเก็บภาษีมียุทธศาสตร์สำคัญในการกำหนดพฤติกรรมขององค์กร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการลงทุน การเสี่ยง และการเลือกโครงสร้างเงินทุน Graham (2003) เน้นย้ำว่าการหักลดหย่อนภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยจากหนี้เป็นแรงจูงใจให้บริษัทต่างๆ เลือกการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้มากกว่าการซื้อส่วนทุน เนื่องจากการได้รับการคุ้มครองภาษีจากตราสารหนี้ หลักฐานเชิงประจักษ์สนับสนุนสิ่งนี้มาโดยตลอด ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราภาษีสูงมักจะรักษาอัตราส่วนหนี้ที่สูงขึ้นเพื่อลดรายได้ที่ต้องเสียภาษี

นอกจากนี้ Jacob (2021) ได้ทบทวนผลกระทบที่แท้จริงในวงกว้างของการเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคล โดยเน้นไม่เพียงแต่โครงสร้างเงินทุนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงการลงทุนขององค์กร การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) และผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจโดยรวม เช่น การเติบโตของ GDP ด้วย จากการศึกษาเชิงประจักษ์ 79 งาน Jacob พบว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นมีแนวโน้มที่จะทำให้การลงทุนและนวัตกรรมขององค์กรลดลง ในขณะเดียวกันก็ลดการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) และทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจโดยรวมช้าลง ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการคาดการณ์ทางทฤษฎีที่ว่า การเพิ่มภาษีที่สูงขึ้นจะนำไปสู่การลดการลงทุนขององค์กรในกิจกรรมที่ส่งเสริมการเติบโต

จากการศึกษาเชิงประจักษ์ 79 เรื่องที่ Jacob ตรวจสอบ มี 11 เรื่องที่ศึกษาผลกระทบของการเก็บภาษีต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทุน โดยเฉพาะ การศึกษาเหล่านี้แสดงให้เห็นอย่างสม่ำเสมอว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นกระตุ้นให้บริษัทก่อหนี้มากขึ้นเพื่อใช้ประโยชน์จากการหักลดหย่อนภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ย จึงช่วยลดภาระภาษีของบริษัทได้ บริษัทต่างๆ พยายามปรับโครงสร้างทุนให้เหมาะสมเพื่อตอบสนองต่อแรงจูงใจทางภาษี

2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Studies)

2.3.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ

แรงจูงใจทางภาษีและนโยบายหนี้ขององค์กร: การวิเคราะห์เชิงอภิमान (meta-analysis)

Feld, Heckemeyer and Overesch (2013) ทำการศึกษา meta-analysis ของการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ศึกษาผลกระทบทางภาษีต่อการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้ของบริษัทของการศึกษา 48 งานที่

ครอบคลุมประเทศในสหภาพยุโรป สหรัฐอเมริกา กลุ่มประเทศละตินอเมริกา อินเดีย และจีน ผลการศึกษาของพวกเขาบ่งชี้ว่าการเก็บภาษีกระทบต่อโครงสร้างทุนนั้นมีนัยสำคัญ การศึกษานี้คาดการณ์ผลกระทบทางภาษีต่ออัตราส่วนหนี้ที่ประมาณ 0.27 บ่งชี้ว่าทุกๆ การเพิ่มขึ้นของอัตราภาษี 1 เปอร์เซ็นต์ อัตราส่วนหนี้จะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.27 เปอร์เซ็นต์ และในการศึกษาจำนวน 27 งานที่ใช้ตัวแปรอธิบายที่เป็นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลด้วยอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่กำหนดโดยรัฐบาล ซึ่งผลกระทบของตัวแปรนี้ต่ออัตราส่วนหนี้คือ 0.18 สิ่งนี้ยังคงยืนยันแนวคิดที่ว่าอัตราภาษีขององค์กรที่สูงขึ้นเป็นแรงจูงใจให้บริษัทต่างๆ เพิ่มอัตราส่วนหนี้ในการแสวงหาผลประโยชน์ทางภาษีตามกฎหมายโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory)

ภาษีและโครงสร้างทุน: หลักฐานจากการตอบสนองของบริษัทต่อพระราชบัญญัติปฏิรูปภาษี 1986

Givoly, Hayn, Ofer, and Sarig (1992) ศึกษาผลกระทบของภาษีกับอัตราส่วนทุน จากการปฏิรูปภาษีในปี ค.ศ. 1986 ประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วงปี ค.ศ. 1983 ถึง 1986 โดยตัดบริษัทที่อยู่ในกลุ่มทรัพยากร (Utilities), การเงิน (Financial), ประกันภัย (Insurance) และ อสังหาริมทรัพย์ (Real Estate) การศึกษากำหนดตัวแปรตามเป็น มูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นและมูลค่าหนี้สินตามบัญชี ตัวแปรอธิบายที่เป็นตัวกำหนดอัตราส่วนทุน ได้แก่ อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง, ค่าเสื่อม และขาดทุนสะสม ตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของบริษัท, มูลค่าหลักทรัพย์ค่าประกัน, ความเสี่ยงของธุรกิจ และอัตราเงินปันผล ผลการศึกษพบว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อก่อนี้ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา, ขาดทุนสะสม เป็นปัจจัยกำหนดอัตราส่วนทุน โดย อัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง และอัตราเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนทุน และสำหรับผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อก่อนี้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนทุน เนื่องจากค่าเสื่อมราคาและผลขาดทุนสะสมถือเป็นส่วนหนึ่งที่ทำให้เสียภาษีลดลง โดยที่ไม่จำเป็นต้องก่อก่อนี้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ที่ว่าหากการก่อก่อนี้เพิ่มทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าผลเสียที่เกิดบริษัทก็ควรก่อก่อนี้เพิ่ม แต่ในการปรับลดของอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลดลง ส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อก่อนี้ลดลง บริษัทจึงมีการลดอัตราส่วนหนี้สินลง

การวิเคราะห์ผลกระทบทางภาษีต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนของบริษัทในเยอรมนี

Dwenger (2014) พิจารณาผลกระทบของการเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคลต่ออัตราส่วนทางการเงินของบริษัทในเยอรมนีระหว่างปี 1998 ถึง 2001 โดยใช้ข้อมูลจากแบบแสดงรายการภาษีของบริษัทเกือบ 740,000 บริษัทในปี 1998 และประมาณ 810,000 บริษัทในปี 2001 ตัวแปรหลักที่วิเคราะห์ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราภาษีที่แท้จริง (ภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อ EBITD) และตัวแปรควบคุมต่างๆ เช่น ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ (ผ่านความแปรผันของยอดขาย) ค่าเผื่อการเสื่อมราคาเฉพาะอุตสาหกรรม และการมีอยู่ของการนำส่งภาษีขาดทุนไปหัก กลบ

การศึกษาพบว่าความยืดหยุ่นทางภาษีของอัตราส่วนทางการเงินเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.5 ซึ่งบ่งชี้ว่าการลดอัตราภาษีลง 10% น่าจะทำให้หนี้สินของบริษัทลดลง 5% ผลตัวแปรควบคุม ขนาดบริษัทไม่พบผลกระทบที่สำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ข้อจำกัดด้านเครดิต บริษัทขนาดใหญ่มีความยืดหยุ่นของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูงกว่า (0.78) เมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก (0.27) ซึ่งบ่งชี้ถึงข้อจำกัดด้านเครดิตในบริษัทขนาดเล็ก และการทดแทนการป้องกันภาษีเงินได้นิติบุคคลในอุตสาหกรรมที่มีค่าเสื่อมราคาสูงแสดงให้เห็นถึงความยืดหยุ่นของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำกว่า (0.15) ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทเหล่านี้อาจทดแทนหนี้สินด้วยการป้องกันภาษีประเภทอื่น ผลลัพธ์เหล่านี้เน้นย้ำว่าแรงจูงใจทางภาษีมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทอย่างไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทที่ไม่มีการป้องกันภาษีทางเลือก

การวิเคราะห์ผลกระทบทางภาษีต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนของบริษัทในอิตาลี

Alworth and Arachi (2001) ได้ทำการศึกษาผลกระทบของภาษีเงินได้นิติบุคคลธรรมดาและภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในอิตาลี โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัทการผลิต 1,054 แห่งตั้งแต่ปี 1982 ถึงปี 1994 พวกเขาได้วิเคราะห์การตัดสินใจจัดหาเงินทุนส่วนเพิ่ม ซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ($\Delta DEBT$) เพื่อพิจารณาว่าอัตราภาษีที่สูงขึ้นส่งเสริมการใช้หนี้สินหรือไม่ ตัวแปรหลัก ได้แก่ อัตราภาษีส่วนเพิ่ม (MTR) อัตราภาษีที่มีผลบังคับใช้ (EFFT) ตัวแปรควบคุม BRISK คือรูปแบบหนึ่งของคะแนน Z ของ Altman ซึ่งวัดความเสี่ยงจากความเดือดร้อนทางการเงิน ΔFIX คือการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ถาวรเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม $\Delta SIZE$ คือการเปลี่ยนแปลงในลอการิทึมธรรมชาติของยอดขายจริง

ผลการศึกษาคือ อัตราภาษีส่วนเพิ่มมีค่าสัมประสิทธิ์บวกที่มีนัยสำคัญทางสถิติในการถดถอยซึ่งอธิบาย $\Delta DEBT$ ซึ่งบ่งชี้ว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อการตัดสินใจของบริษัทในการเพิ่ม

ระดับหนี้ ตัวแปรภายในอื่น เช่น EFFT ไม่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนด้วยหนี้ ในส่วนของตัวแปรควบคุม BRISK มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ($\Delta DEBT$) ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงในการล้มละลายสูงมีแนวโน้มที่จะก่อหนี้เพิ่มน้อยลง ΔFIX แสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกและมีนัยสำคัญกับหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนแนวคิดที่ว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมากขึ้นมีแนวโน้มที่จะเพิ่มระดับหนี้สินมากขึ้น $\Delta SIZE$ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ผลการศึกษาได้ยืนยันถึงความสำคัญของภายในในการกำหนดการตัดสินใจจัดหาเงินทุนให้กับบริษัทซึ่งอิงตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

ผลกระทบของการปฏิรูปภายในได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างทุน: หลักฐานจาก SMEs ของโครเอเชีย

Tzioumis and Klapper (2012) ได้ตรวจสอบผลกระทบของการปฏิรูปภายในได้นิติบุคคลของโครเอเชียในปี 2001 ต่อโครงสร้างทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่เป็นเจ้าของโดยเอกชน โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของบริษัท 3,656 บริษัทตั้งแต่ปี 2541 ถึง 2546 พวกเขาได้สำรวจว่าการลดภาษีส่งผลกระทบต่อทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของบริษัทอย่างไรในเศรษฐกิจยุคเปลี่ยนผ่าน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแง่ของอัตราส่วนทุนและหนี้

การศึกษานี้ตั้งสมมติฐานว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ลดลงจะลดข้อได้เปรียบด้านการป้องกันภาษีของหนี้ ส่งผลให้บริษัทต่างๆ หันไปสนับสนุนการจัดหาเงินทุนด้วยหุ้น ตัวแปรหลักได้แก่ อัตราภาษีเฉลี่ยที่มีประสิทธิภาพ (EATR) กำหนดเป็นค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้เทียบกับรายได้ก่อนหักภาษี ใช้เป็นตัวแทนภาระภาษีที่แท้จริง อัตราส่วนทุนต่อสินทรัพย์ ใช้เพื่อประเมินการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างทุนหลังการปฏิรูป

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง EATR และอัตราส่วนส่วนของผู้ถือหุ้นต่อสินทรัพย์ ซึ่งบ่งชี้ว่าการลดภาษีทำให้บริษัทต่างๆ เพิ่มการจัดหาเงินทุนจากหุ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การลดลงของ EATR 11.4% หลังจากการปฏิรูป ส่งผลให้สัดส่วนส่วนของผู้ถือหุ้นในโครงสร้างทุนของบริษัทเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ย 1.7% การศึกษาได้รวมตัวแปรควบคุม เช่น ขนาดบริษัท อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง และปัจจัยมหภาคที่สำคัญ เช่น อัตราการกู้ยืมและเสถียรภาพของสกุลเงิน

ผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งบ่งชี้ว่าการปฏิรูปภายในลดผลประโยชน์ทางภาษีของหนี้ กระตุ้นให้เกิดการเปลี่ยนแปลงไปสู่ส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่ง

สนับสนุนการคาดการณ์ของทฤษฎีที่ว่าบริษัทต่างๆ จะปรับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพื่อให้สมดุลระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีกับความเสี่ยงของความเดือดร้อนทางการเงิน

ผลกระทบของภาษีต่อโครงสร้างทุนของบริษัทจดทะเบียนในเคนยา

Nyang'oro (2012) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในไนโรบี (NSE) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 2003 ถึง 2012 ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าหนึ่งในตัวแปรที่มีผลกระทบต่อการกำหนดอัตราส่วนหนี้สินรวมคือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) ที่ลดลง ซึ่งส่งผลให้หนี้ระยะยาวลดลง แต่หนี้สินรวมเพิ่มขึ้น โดยสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ที่ระบุว่าหากการเพิ่มหนี้ทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าความเสียหายที่เกิดขึ้น บริษัทควรเพิ่มการก่อหนี้ อย่างไรก็ตาม การปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลส่งผลให้ผลประโยชน์จากการก่อหนี้ลดลง ทำให้บริษัทมีการลดสัดส่วนอัตราส่วนหนี้สินลง

ปัจจัยกำหนดโครงสร้างทุนในจีน

Huang and Song (2006) ได้สำรวจปัจจัยกำหนดโครงสร้างทุนในบริษัทจดทะเบียนในจีนโดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 1994 ถึงปี 2003 สำหรับบริษัทมากกว่า 1,200 แห่ง การศึกษาของพวกเขามุ่งเป้าไปที่การตรวจสอบว่าการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทุนในจีนแตกต่างจากการตัดสินใจในเศรษฐกิจที่มีสิทธิในทรัพย์สินส่วนบุคคลและกลไกตลาดที่พัฒนาแล้วหรือไม่ นักวิจัยพยายามค้นหาว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างทุนในประเทศอื่นๆ มีผลเช่นเดียวกันในจีนหรือไม่

การศึกษานี้ใช้ตัวแปรอัตราส่วนหนี้สิน 6 ตัวแปร ได้แก่ อัตราส่วนทางบัญชีและอัตราส่วนตลาดสำหรับหนี้ระยะยาว หนี้รวม (Debt) และหนี้สินรวม (Liabilities) ตัวแปรอธิบายหลัก ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาด ประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากหนี้ (NDTS) โอกาสในการเติบโต ความผันผวน อัตราภาษี โครงสร้างการเป็นเจ้าของ และการถือหุ้นของผู้บริหาร อัตราความสามารถในการทำกำไร (ROA) แสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงลบที่แข็งแกร่งกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีกำไรมากกว่าพึงพาหนี้สินน้อยกว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่มีการเข้าถึงตลาดทุนมากกว่า มีแนวโน้มที่จะใช้หนี้มากกว่า NDTS เช่น ค่าเสื่อมราคา มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ความเป็นรูปธรรม ซึ่งวัดโดยสินทรัพย์ถาวร โดยทั่วไปจะมีความสัมพันธ์เชิงบวก

กับอัตราส่วนหนี้สิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและหนี้รวม โอกาสในการเติบโต ซึ่งวัดโดย Tobin's Q มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งบ่งชี้ว่า

บริษัทที่มี โอกาสเติบโตต้องการรักษาอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำกว่าเพื่อปกป้องความยืดหยุ่นในการลงทุน ความผันผวนยังมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินเช่นกัน แม้ว่าจะไม่ได้มีนัยสำคัญทางสถิติเสมอไป

ในแง่ของภาษี พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและหนี้สินรวม ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทต่างๆ คำนึงถึงผลประโยชน์ทางภาษีเมื่อทำการตัดสินใจทางการเงิน โครงสร้างการเป็นเจ้าของ โดยเฉพาะการถือหุ้นของสถาบัน ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การถือหุ้นของผู้บริหารแสดงความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งบ่งชี้ว่าผู้บริหาร ซึ่งโดยทั่วไปมักจะ ไม่ชอบความเสี่ยง ชอบอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำกว่าเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นของตนเพิ่มขึ้น ตัวแปรเสมือนของอุตสาหกรรมและภูมิภาคเผยให้เห็นว่าอัตราส่วนหนี้สินแตกต่างกันไปในแต่ละภาคส่วนและภูมิภาค

ผลการศึกษานับสนับสนุนทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ความสัมพันธ์เชิงลบกับผลกำไรและโอกาสในการเติบโตสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ในขณะที่ความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดและความเป็นรูปธรรมสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

โครงสร้างทุนทางการเงินของบริษัทผู้ผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย

Nasution, Siregar and Panggabean (2017) ได้ทำการศึกษาวิจัยผลของความสามารถในการทำกำไร ความเป็นรูปธรรมของสินทรัพย์ ภาษีเงินได้นิติบุคคล ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อหนี้ และอัตราเงินเฟ้อที่มีต่อโครงสร้างทุนทางการเงินของบริษัทผู้ผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย โดยการศึกษาครั้งนี้เน้นไปที่บริษัทผู้ผลิตในภาคส่วนสินค้าอุปโภคบริโภคที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียระหว่างปี 2014 ถึง 2016 โดยใช้ตัวอย่างบริษัท 36 แห่ง ตัวแปรหลักของการศึกษานี้กำหนดไว้ดังต่อไปนี้ โครงสร้างทุนทางการเงิน วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) มูลค่าทรัพย์สินที่จับต้องได้ วัดจากอัตราส่วนของทรัพย์สินถาวรต่อทรัพย์สินทั้งหมด ภาษีเงินได้นิติบุคคล คำนวณจากอัตราส่วนของส่วนต่างระหว่างกำไรก่อนหักภาษี (EBT) และกำไรหลังหักภาษี (EAT) ต่อทรัพย์สินทั้งหมด ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อหนี้ กำหนดเป็นอัตราส่วนของค่าใช้จ่ายค่าเสื่อมราคาต่อทรัพย์สินทั้งหมด อัตราเงินเฟ้อ วัดโดยใช้สูตรมาตรฐานที่แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงเป็นเปอร์เซ็นต์ในดัชนีราคาผู้บริโภค ผู้เขียนใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นหลายตัวแปรเพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเหล่านี้

ผลการวิจัยพบว่าความสามารถในการทำกำไร (ROA) มีอิทธิพลเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนทางการเงิน บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมักจะพึ่งพาการจัดหาเงินทุนจากหนี้ น้อยกว่า ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทเหล่านี้ต้องการการจัดหาเงินทุนจากภายในมากกว่า มูลค่าทรัพย์สินที่จับต้องได้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนทางการเงิน บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่จับต้องได้จำนวนมากมักจะมีระดับหนี้สินที่สูงกว่า ซึ่งอาจเป็นเพราะมีหลักทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ยืมผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อหนี้ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนทางการเงิน ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อหนี้ (เช่น ค่าเสื่อมราคา) จะใช้หนี้สินน้อยลง เนื่องจากการป้องกันภาษีเหล่านี้ลดความจำเป็นในการได้รับผลประโยชน์ทางภาษีที่เกี่ยวข้องกับหนี้ ทั้งภาษีเงินได้นิติบุคคลและอัตราเงินเฟ้อ ไม่มีอิทธิพลสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนทางการเงิน ผลการศึกษานี้บ่งชี้ว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลและอัตราเงินเฟ้อ อย่างน้อยก็ในบริบทของ การศึกษา ไม่ได้มีบทบาทสำคัญในการกำหนดทางเลือกของโครงสร้างทุน

จากผลการศึกษาพบว่า การศึกษานี้สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ผลการศึกษานี้เน้นย้ำถึงการแลกเปลี่ยนผลประโยชน์และต้นทุนของการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้ บริษัทที่มีผลกำไรสูงอาจต้องการการจัดหาเงินทุนภายในเพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับหนี้ ในขณะที่บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่จับต้องได้มากกว่าสามารถใช้หลักประกันเพื่อเข้าถึงการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้

ผลการศึกษาสรุปว่าผลกำไร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อหนี้เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนทางการเงินสำหรับบริษัทผู้ผลิตในภาคส่วนสินค้าอุปโภคบริโภคของอินโดนีเซีย

การสำรวจปัจจัยกำหนดโครงสร้างทุนในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

Mursalim, Mallisa and Kusuma (2017) สำรวจปัจจัยกำหนดการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทุนในอินโดนีเซีย มาเลเซีย และไทย โดยใช้ตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2551 ถึง 2555 การศึกษานี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อทำความเข้าใจว่าปัจจัยเฉพาะบริษัท เช่น ความสามารถในการทำกำไร ขนาด และโอกาสในการเติบโต ตลอดจนสภาพเศรษฐกิจมหภาค เช่น GDP และอัตราเงินเฟ้อ มีอิทธิพลต่อทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของบริษัทในประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เหล่านี้อย่างไร

นักวิจัยได้ตรวจสอบตัวแปรหลายตัวที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างทุน ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในทั้งสามประเทศ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น บริษัทขนาดใหญ่ซึ่งโดยทั่วไปคาดว่าจะเข้าถึง

ตลาดทุนได้มากกว่า แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในประเทศ ไทยและมาเลเซีย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม ในอินโดนีเซีย ความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเชิงลบ ซึ่งชี้ให้เห็นถึงการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมทางการเงิน ที่เป็นเอกลักษณ์เฉพาะตัวในประเทศนั้น ความผันผวนซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงมีผลกระทบเชิงลบ ต่ออัตราส่วนทางการเงินในประเทศไทยและมาเลเซีย แต่ไม่มีความสัมพันธ์ที่สำคัญในอินโดนีเซีย

ผลการศึกษาสนับสนุนทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทฤษฎีการจัดหา เงินทุนตามลำดับขั้น ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผลกำไรและอัตราส่วนทางการเงินสอดคล้องกับ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ในขณะที่ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดของบริษัทและ อัตราส่วนทางการเงินในประเทศไทยและมาเลเซียสนับสนุนทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

สรุปผลการศึกษาเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ

การศึกษาเชิงประจักษ์จากหลากหลายภูมิภาคให้ความเข้าใจที่ครอบคลุมเกี่ยวกับ ผลกระทบของอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างเงินทุนขององค์กร ซึ่งผลลัพธ์มักสอดคล้อง กับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) การศึกษาของ Feld, Heckemeyer and Overesch (2013) ชี้ให้เห็นว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นกระตุ้นให้บริษัทเพิ่มระดับหนี้เพื่อให้ ได้รับประโยชน์จากการลดหย่อนภาษี ในทำนองเดียวกัน การศึกษาของ Givoly, Hayn, Ofer, and Sarig (1992) ยังเน้นว่าตัวแปรด้านภาษี เช่น ค่าเสื่อมราคาและการขาดทุนสะสม สามารถทดแทนการ ใช้หนี้เพื่อเพิ่มประโยชน์ทางภาษีได้ การศึกษายังพบว่าการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลง ส่งผลให้ ข้อได้เปรียบของการใช้หนี้ลดลง ทำให้บริษัทปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนตามไปด้วย

การศึกษาของ Dwenger (2014) ในบริษัทเยอรมัน สนับสนุนมุมมองนี้ โดยแสดงค่า ความยืดหยุ่นทางภาษีเงินได้นิติบุคคลที่มีผลต่ออัตราส่วนทางการเงินในเชิงบวกอยู่ที่ 0.5 และพบว่า บริษัทขนาดใหญ่มีความยืดหยุ่นมากกว่าในการใช้หนี้ นอกจากนี้ยังชี้ให้เห็นถึงผลกระทบที่แตกต่าง สำหรับบริษัทขนาดเล็กที่มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ซึ่งแสดงถึงผลของนโยบายภาษีมีผลต่อ บริษัทตามขนาดและลักษณะอุตสาหกรรม งานวิจัยของ Alworth and Arachi (2001) ในอิตาลี เสริม ความเข้าใจนี้ โดยพบว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเพิ่มขึ้นของ หนี้

การศึกษาของ Tzioumis and Klapper (2012) ใน SMEs ของโครเอเชีย พบว่าหลังการ ลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล บริษัทมักเปลี่ยนจากการใช้หนี้ไปเป็นการระดมทุนด้วยทุน ซึ่ง สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) ที่ชี้ให้เห็นว่าการลดข้อ ได้เปรียบทางภาษีจากการใช้หนี้ทำให้บริษัทพิจารณาการระดมทุนด้วยทุนมากขึ้น การศึกษาของ

Huang and Song (2006) ในบริษัทจีน เสริมความเข้าใจในระดับโลก โดยศึกษาปัจจัยต่างๆ เช่น ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท และโครงสร้างการถือครองหุ้น ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าปัจจัยด้านภาษี พร้อมด้วยปัจจัยอื่นๆ มีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจใช้หนี้ โดยเฉพาะหนี้ระยะยาว ซึ่งเน้นถึงความเหมาะสมของทฤษฎีนี้แม้ในประเทศเศรษฐกิจที่กำลังพัฒนา

การศึกษาเหล่านี้ได้พิสูจน์หลักการพื้นฐานของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) นั่นคือ บริษัทต่างๆ จะต้องสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์ทางภาษีของหนี้กับต้นทุนภาวะกดดันทางการเงิน เพื่อกำหนดโครงสร้างทุนที่เหมาะสมที่สุด การเก็บภาษีถือเป็นปัจจัยสำคัญ โดยอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ และปัจจัยบริบท เช่น ขนาดของบริษัทและลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมมีบทบาทสำคัญ หลักฐานระดับโลกชี้ให้เห็นว่า ในขณะที่อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นเป็นแรงจูงใจในการระดมทุนด้วยหนี้ การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลมักจะลดการพึ่งพาหนี้ลง ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงไปสู่การระดมทุนด้วยหุ้น ผลการศึกษานี้เน้นย้ำถึงความสำคัญของการปรับนโยบายภาษีให้เหมาะสมกับบริบททางเศรษฐกิจ เนื่องจากผลกระทบของแรงจูงใจทางภาษีแตกต่างกันไปในแต่ละภูมิภาคและลักษณะเฉพาะของบริษัท ผู้กำหนดนโยบายควรพิจารณาผลกระทบที่ละเอียดอ่อนเหล่านี้เพื่อออกแบบระบบภาษีที่ส่งเสริมพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนอย่างยั่งยืน

2.3.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย

งานศึกษาของกนกวรรณ นุปผเวส,ชลธิชา ชีระเรืองไชยศรี และ ศุภรหทัย อินทวิเศษ (2559) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนปี พ.ศ. 2552 โดยเป็นข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557 การศึกษาใช้เทคนิค Panel-regression ผลการศึกษาพบว่าอัตราภาษีที่แท้จริงส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราภาษีที่แท้จริงที่ลดลงทำให้อัตราส่วนหนี้สินของบริษัทลดลง ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory)

ศศิธร เนื่องจำนงค์ (2556) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มทรัพยากร ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึง 2554 โดยศึกษาข้อมูลจาก 28 บริษัท ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ 3 ปัจจัย คือ ความสามารถในการทำกำไรซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินรวม ขนาดของบริษัทและสินทรัพย์ถาวรที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินรวม

งานศึกษาของ บุศรินทร์ บุณศักดิ์ (2545) ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ในการจัดหาเงินทุนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 ถึง 2544 พบว่าประเทศไทยมีการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยมีการสำรวจผ่านแบบสอบถามและความคิดเห็นจากผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่าสอดคล้องกับทฤษฎี โดยแสดงให้เห็นว่าการจัดหาเงินทุนในประเทศไทยมีลำดับตามแหล่งเงินทุนดังนี้: เงินทุนภายใน หนี้สิน และส่วนของเจ้าของ

งานศึกษาของ บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2553) ทดสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิดของทฤษฎี Pecking order ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรและสภาพคล่องเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทใช้หนี้สินรวมลดลง ส่วนความมีตัวตนของสินทรัพย์และขนาดบริษัทที่เพิ่มขึ้นทำให้บริษัทใช้หนี้สินรวมเพิ่มขึ้น เป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์, ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์, และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา (2552) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงก่อนและหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยปัจจัยที่ทำการศึกษา ได้แก่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน, ความสามารถในการทำกำไร, ขนาดธุรกิจ, การเติบโตของธุรกิจ, ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อกำหนดนี้ซึ่งวัดจากค่าเสื่อมราคา, และความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระหนี้ ผลการศึกษาพบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2535 ถึง 2539 ปัจจัยการเติบโตของธุรกิจและขนาดธุรกิจที่เพิ่มขึ้นทำให้บริษัทใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้นทำให้บริษัทใช้หนี้สินลดลง สำหรับผลการศึกษาในช่วงหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง 2546 พบว่าปัจจัยการเติบโตของธุรกิจที่เพิ่มขึ้นทำให้บริษัทใช้หนี้ระยะสั้นเพิ่มขึ้น แต่ความสามารถในการทำกำไรและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้มาจากการก่อกำหนดนี้ซึ่งวัดจากค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทใช้หนี้ระยะสั้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

สรุปผลการศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย

การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทยแสดงให้เห็นถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยการศึกษาของกนกวรรณ บุญผะเสฏฐ, ชลธิชา ชีระเรืองไชยศรี และศุทธหทัย อินทวิเศษ (2559) ชี้ว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลส่งผลต่ออัตราส่วนหนี้สินตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) ขณะที่ศศิธร เนื่องจางค์ (2556) พบว่าปัจจัย เช่นขนาดบริษัทและสินทรัพย์ถาวรส่งผลเชิงบวกต่อการใช้นี้ ส่วนความสามารถในการทำกำไรส่งผล

เชิงลบ นอกจากนี้ บุศรินทร์ บุณศักดิ์ (2545) และบรรวิษ สายชลพิทักษ์ (2553) ให้หลักฐานสนับสนุนการใช้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) ในการจัดหาเงินทุน โดยพบว่าบริษัทในไทยมักใช้เงินทุนภายในก่อน ตามด้วยหนี้สิน และส่วนของเจ้าของ และการทำกำไรและสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจะลดการใช้หนี้สิน รวมถึงปัจจัยอย่างสินทรัพย์ที่มีตัวตนและขนาดบริษัทที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ใช้หนี้สินมากขึ้น สำหรับงานของสมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์, ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์, และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา (2552) พบว่าก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ การเติบโตและขนาดธุรกิจส่งผลเชิงบวกต่อการใช้หนี้ แต่หลังวิกฤต ความสามารถในการทำกำไรและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้จะลดการใช้หนี้ระยะสั้น งานทั้งหมดนี้สะท้อนให้เห็นถึงความซับซ้อนของปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนในบริบทของประเทศไทยและความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันตามช่วงเวลาและสถานการณ์ทางเศรษฐกิจ

บทที่ 3

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่าง ๆ จากฐานข้อมูล SETSMART โดยเลือกบริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนปี พ.ศ.2552 ทั้งนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2565 เพื่อนำมาใช้ศึกษา โดยจะครอบคลุมช่วงเวลาก่อนการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ 11 ปี และ หลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ 11 ปี ตามพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการลดอัตรารัษฎากร (ฉบับที่ 530) พ.ศ.2554 ที่กำหนดให้ลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล จากอัตราร้อยละสามสิบเหลืออัตราร้อยละยี่สิบสามและร้อยละสิบ ตามลำดับตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2555 ข้อมูลงบการเงินของบริษัทที่นำมาศึกษามีลักษณะเป็น Unbalanced Panel โดยจะต้องมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปี ในช่วงก่อนเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (ปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2554) และมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปี ในช่วงหลังเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (ปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2565) โดยบริษัทที่ทำการศึกษายกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์, บริษัทโฮลดิ้ง, บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปี พ.ศ.2552, บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน, บริษัทที่ไม่นำส่งงบการเงิน ปี พ.ศ.2552 ถึง พ.ศ.2557 โดยไม่นำข้อมูลเฉพาะปีที่ไม่นำส่งงบการเงินสำหรับช่วง ปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2551 และช่วงปี พ.ศ.2558 ถึง 2565, บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชีเฉพาะช่วงปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ.2557 และบริษัทที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบเฉพาะช่วงปี พ.ศ. 2552 ถึง พ.ศ.2557 ทั้งนี้บริษัทจะต้องมีกำไรอย่างน้อยหนึ่งปีทั้งในช่วงก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษี เนื่องจากบริษัทในกลุ่มเหล่านี้มีโครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากบริษัททั่วไป เพราะหากบริษัทไม่มีกำไรก็จะไม่ต้องเสียภาษี การเปลี่ยนแปลงของภาษีเงินได้นิติบุคคลจะไม่ส่งผลกระทบต่อบริษัทในกลุ่มนี้

จากตารางที่ 1 แสดงข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในปี พ.ศ.2554 ทั้งหมด 706 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำนวน 584 บริษัท และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) จำนวน 122 บริษัท โดยตัดข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปี พ.ศ.2552 บริษัทจำนวน 132 บริษัท, กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่ม

อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในหมวดกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์จำนวน 125 บริษัท, บริษัทที่ไม่มีกำไรในช่วงก่อนหรือหลังเปลี่ยนภาษี จำนวน 44 บริษัท, บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานจำนวน 12 บริษัท, บริษัทที่ไม่นำส่งงบการเงินและบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชีสำหรับช่วงปี พ.ศ.2552 ถึง พ.ศ.2557 จำนวน 11 บริษัท, บริษัทที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบจำนวน 10 บริษัท และบริษัทโฮลดิ้งจำนวน 9 บริษัท

ตาราง 1 แสดงจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลบริษัท	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี พ.ศ.2554	706
ตราสารทุน (SET)	584
ตราสารทุน (MAI)	122
ยกเว้น บริษัทในกลุ่มด้านล่างนี้	343
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลังปี 2552	132
กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในหมวด กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	125
บริษัทที่ไม่มีกำไรในช่วงก่อนหรือหลังเปลี่ยนภาษี	44
บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน	12
บริษัทที่ไม่นำส่งงบการเงินและมีการเปลี่ยนแปลงรอบบัญชี สำหรับช่วงปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557	11
บริษัทที่มีส่วนผู้ถือหุ้นติดลบ	10
บริษัทโฮลดิ้ง	9
รวม	363

บริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาในครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 363 บริษัท โดยมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 7 กลุ่ม คือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมจำนวน 80 บริษัท, กลุ่มบริการจำนวน 76 บริษัท, กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 74 บริษัท, กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคจำนวน 38 บริษัท, กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารจำนวน 35 บริษัท, กลุ่มเทคโนโลยีจำนวน 34 บริษัท และกลุ่มทรัพยากรจำนวน 26 บริษัท

บทที่ 4

ตัวแปร (Variables)

4.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ตัวแปรที่ใช้ในงานศึกษานี้เพื่อทำการวัดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน (Capital structure) โดยงานศึกษานี้ใช้อัตราส่วนเป็นผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) โดยหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยประกอบไปด้วยเงินเบิกเกินบัญชี เงินกู้ยืมธนาคารทั้งระยะสั้นและระยะยาว หนี้กู้ สัญญาเช่าทางการเงิน และ ส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Equity) ตามงบการเงินเฉพาะกิจการ

เนื่องจากงานศึกษาต้องการมุ่งเน้นถึงผลกระทบของภาษีเงินได้ที่บริษัทได้จ่ายให้กับรัฐบาลจริงในแต่ละปี แต่จากมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 12 (TAS 12) เรื่องภาษีเงินได้ ที่ทำให้เกิดรายการสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอตัดบัญชี (Deferred Tax Assets, DTA) และหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax Liabilities, DTL) ทำให้มีผลต่างระหว่างภาษีเงินได้ที่จ่ายให้รัฐจริงกับรายการภาษีเงินได้ที่แสดงในงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ

สินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax Assets, DTA) หมายถึง จำนวนเงินภาษีเงินได้ที่บริษัทสามารถขอคืนได้ในอนาคต เกิดจากผลแตกต่างชั่วคราวที่ใช้หักภาษี ขาดทุนทางภาษีที่ไม่ได้ใช้ยกไป และเครดิตทางภาษีที่ไม่ได้ใช้ยกไป

หนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax Liabilities, DTL) หมายถึง จำนวนภาษีเงินได้ที่ต้องจ่ายชำระในอนาคต เกิดจากผลแตกต่างชั่วคราวที่ต้องเสียภาษี เพื่อให้ผลของงานศึกษาแสดงถึงผลกระทบของภาษีที่บริษัทจ่ายให้รัฐจริง

ทั้งนี้ตามการศึกษาก่อนหน้าของกนกวรรณ นุปผเวส ,ชลธิชา ธีระเรืองไชยศรี และศุทธหทัย อินทวิเศษ (2559) ได้ทำการปรับปรุงรายการสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax Assets, DTA) และหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี (Deferred Tax Liabilities, DTL) ออกจากสินทรัพย์รวม (Total Assets) และหนี้สินรวม (Total Liabilities) เพื่อให้ผลของงานศึกษาแสดงถึงผลกระทบของภาษีที่บริษัทจ่ายให้รัฐจริง และเพื่อให้ข้อมูลงบการเงินมีความสอดคล้องกัน โดยตัวแปรส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถคำนวณจากสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวมสุทธิจากสินทรัพย์/หนี้สินภาษีเงินได้รอตัดบัญชี

$$\text{Total Equity} = (\text{Total Assets} - \text{DTA}) - (\text{Total Liabilities} - \text{DTL})$$

เพื่อศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทว่ามีการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนในการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยอย่างไร แบ่งออกเป็น 3 รูปแบบ ได้แก่

4.1.1 อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (Total debt to capital ratio:

TD)

อัตราส่วนที่แสดงว่าบริษัทมีการจัดหาเงินทุนมาจากส่วนของหนี้สินรวมที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) เป็นสัดส่วนเท่าไร คำนวณโดยนำส่วนของหนี้สินรวมที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) หารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Equity)

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

งานศึกษานี้ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเพื่อทำการวัดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ในส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) โดยแบ่งเป็น หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาวตามระยะเวลาที่ครบกำหนดชำระ ในรูปแบบต่อไปนี้

4.1.2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (Long-term debt to capital ratio: LTD)

อัตราส่วนที่แสดงว่าบริษัทมีการจัดหาเงินทุนมาจากส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีกำหนดจ่ายชำระเกินกว่าหนึ่งปี (Long-term interest bearing debt) เป็นสัดส่วนเท่าไร คำนวณโดยนำส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีกำหนดจ่ายชำระเกินกว่าหนึ่งปี (Long-term interest bearing debt) หารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Equity)

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

4.1.3 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (Short-term debt to capital ratio: STD)

อัตราส่วนที่แสดงว่าบริษัทมีการจัดหาเงินทุนมาจากส่วนของหนี้สินรวมที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีกำหนดจ่ายชำระภายในหนึ่งปี (Short-term interest bearing debt) เป็นสัดส่วนเท่าไร

คำนวณโดยนำส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีกำหนดจ่ายชำระภายในหนึ่งปี (Short-term interest bearing debt) หารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Equity)

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

4.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

ในการศึกษานี้แบ่งความสัมพันธ์ระหว่างผลของภาษีที่ส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนโดยกำหนดตัวแปรอธิบายเป็น 2 ปัจจัยได้แก่

4.2.1 อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax rate)

ในงานศึกษานี้ ใช้ข้อมูลจากงบการเงินเพื่อวัดผลของการเปลี่ยนแปลง อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยเลือกใช้อัตราภาษี 2 ประเภท ได้แก่

4.2.1.1 อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริง (Effective average tax rate : EATR), (+) อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่แท้จริงทางบัญชีซึ่งเป็นตัวแปรอธิบายที่ถูกนำมาใช้ในการศึกษาของ Tzioumis and Klapper (2012) โดยคำนวณจาก ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้เงินได้ (Tax expense) ต่อกำไรก่อนค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ (Earning before tax, EBT) ตามงบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ ซึ่งตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) บริษัทควรจัดหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยชั่งน้ำหนักระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับ และผลเสียจากการก่อหนี้หากการก่อหนี้เพิ่มทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์มากกว่าผลเสียที่เกิด บริษัทก็ควรก่อหนี้เพิ่ม ดังนั้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่สูงขึ้นก็จะจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการมีหนี้สินมากขึ้นในโครงสร้างเงินทุน สะท้อนให้เห็นว่าภาษีเงินได้นิติบุคคลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้

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

4.2.1.2 อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย (Statutory tax rate: STR), (+) อัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามพระราชบัญญัติกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการลดอัตรารัษฎากร (ฉบับที่ 530) พ.ศ. 2554 ที่กำหนดให้ลด อัตราภาษี

เงินได้นิติบุคคล จากอัตราร้อยละสามสิบเหลืออัตราร้อยละยี่สิบสามและร้อยละยี่สิบ ตามลำดับ ตั้งแต่รอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2555 โดยจากการศึกษา ของ Feld, Heckemeyer and Overesch (2013) พบว่า อัตรากำไรเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายจะมีผล อย่างมีนัยสำคัญต่อการใช้โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้ โดยอัตรากำไรที่สูงขึ้นสร้างแรงจูงใจให้ บริษัทเพิ่มอัตราส่วนของหนี้เพื่อนำดอกเบี้ยมาใช้ประโยชน์ทางภาษี ดังนั้นอัตรากำไรเงินได้นิติ บุคคลตามกฎหมายจึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้

ตาราง 2 แสดงอัตรากำไรเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายในแต่ละปี

ปี	อัตรากำไรเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย
ก่อนปี พ.ศ.2555	ร้อยละ 30
ปี พ.ศ.2555	ร้อยละ 23
หลังปี พ.ศ.2555	ร้อยละ 20

4.2.2 ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield)

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) จะพบว่าผลประโยชน์จากการมีหนี้ทำให้บริษัทมีการเสียภาษีที่น้อยลง (DeAngelo and Masulis, 1980) ซึ่งนอกจากบริษัทจะ ใช้ดอกเบี้ยในการลดการเสียภาษีแล้ว บริษัทยังจะมีทางเลือกในรายการอื่น ที่ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีได้เช่นกัน เช่น ค่าเสื่อมราคา, ผลขาดทุนสะสมยกมา, รายการที่มีผลประโยชน์ทางภาษี เช่น กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ฯลฯ ดังนั้นบริษัทที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) ที่ค่อนข้างสูงอยู่แล้วจะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีโดยการก่อหนี้ลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้ โดยการศึกษาครั้งนี้พิจารณาสองตัวแปรหลักที่ส่งผลทำให้บริษัทเสียภาษีน้อยลงโดยไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่มได้แก่ ค่าเสื่อมราคา และขาดทุนสะสมยกมา ดังรายละเอียดดังนี้

4.2.2.1 ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and amortization:

DEP), (-) ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (Depreciation and amortization) ตามงบกระแสเงินสดเป็นตัวแปรหนึ่งที่ช่วยลดรายได้ก่อนภาษีของบริษัท หากบริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายที่สูง การก่อหนี้เพื่อเพิ่มผลประโยชน์ทางด้านภาษีก็น้อยลง ตัวชี้วัดที่แสดงสัดส่วนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเทียบกับโครงสร้างเงินทุนตามการศึกษาของกนกวรรณ บุปผเวส, ชลธิชา ธีระเรืองไชยศรี และ สุทธหทัย อินทวิเศษ (2559) คำนวณได้จากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

(Depreciation and amortization) ในแต่ละปีหารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (Interest bearing debt) และส่วนของผู้ถือหุ้น (Total Equity)

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

4.2.2.2 ขาดทุนสะสม (Loss carryforward: LCF), (-) ขาดทุนสะสมยกมา ถือเป็นผลประโยชน์ทางด้านภาษีอีกตัวแปรหนึ่งที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ หากบริษัทมีผลการดำเนินงานที่มีรายได้ต่ำกว่ารายจ่ายทางบัญชี ปรับปรุงด้วยรายได้และ รายจ่ายอื่นบางรายการที่ได้รับ ยกเว้นทางภาษี หรือเป็นรายจ่ายต้องห้ามในการคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคล ผลขาดทุนที่เกิดขึ้นถือเป็นผลขาดทุนสุทธิทางภาษี ซึ่งมีสิทธินำไปหักออกจากผลกำไรสุทธิ ทางภาษีในปีถัดไป แต่สามารถสะสมยกไปได้ไม่เกิน 5 รอบระยะเวลาบัญชีก่อนรอบระยะเวลาบัญชี ปัจจุบัน ตามเกณฑ์สิทธิมาตรา 65 แห่งประมวลรัษฎากร ทั้งนี้เนื่องจากมีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูล รายการผลขาดทุนสุทธิทางภาษี เนื่องจากการไม่มีการเปิดเผยข้อมูลดังกล่าวในงบการเงินและรวมถึง หมายเหตุประกอบงบการเงิน ตัวชี้วัดที่แสดงสัดส่วนขาดทุนสะสมยกมาเมื่อเทียบกับ โครงสร้าง เงินทุนตามการศึกษา ก่อนหน้าของกนกวรรณ บุปผะเวส,ชลธิชา ชีระเรืองไชยศรี และ สุทธหทัย อิน ทวิเศษ (2559) คำนวณได้จากผลของการขาดทุนสะสมยกมาจากรายการขาดทุนในงบกำไรขาดทุน เบ็ดเสร็จย้อนหลังจากปีก่อนๆ ไม่เกิน 5 รอบระยะเวลาบัญชีก่อนรอบระยะเวลาบัญชีปัจจุบันหาร ด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น และในงานศึกษานี้แทนค่าศูนย์ สำหรับปีที่ไม่มีขาดทุนสะสม

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

4.3 ตัวแปรควบคุม (Controlled variables)

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานศึกษานี้ใช้ตามการศึกษาก่อนหน้า ประกอบด้วย

4.3.1 ขนาดของบริษัท (Firm size: SIZE), (+)

ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) กล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการเข้าถึงแหล่งเงินกู้ยืมง่ายกว่าบริษัทเล็ก ดังนั้นบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะได้รับโอกาสการ

อนุมัติการกู้ยืมที่ต่ำกว่า ทำให้เกิดภาวะกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) รวมถึงความ ผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำกว่า โดยขนาดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น โดยขนาดของบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัท งานศึกษานี้วัดขนาดของบริษัทจากค่าลอการิทึมของรายได้รวม (Total Revenues) (หน่วยพันบาท)

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

4.3.2 มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Asset collateral : COLL), (+)

อัตราส่วนนี้มีอิทธิพลต่อต้นทุนการกู้ยืมเพราะการพิจารณาหลักทรัพย์ค้ำประกันของสถาบันการเงินที่ต้องการจัดการปัญหาการเลือกที่ผิด (Adverse selection) และจริยธรรมวิบัติ (Moral hazard) ด้วยการให้มีหลักทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ยืม ตามการศึกษาของ Graham (2000), Rajan and Zingales (1995) และ Stiglitz and Weiss (1981) โดยยิ่งมูลค่าของหลักทรัพย์ค้ำประกันมีมูลค่ามากก็จะส่งผลให้ภาวะกดดันทางการเงินลดลงอีกด้วย โดยมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัท งานศึกษานี้คำนวณมูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกันต่อสินทรัพย์รวมจากสินทรัพย์ถาวรหาร (Net property plant and equipment) ด้วยสินทรัพย์รวม (Total assets)

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

4.3.3 อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio : LIQ), (-)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัท ซึ่งถ้าบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนไปเป็นเงินสดได้ง่าย บริษัทจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน โดยอัตราส่วนสภาพคล่องจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของบริษัท งานศึกษานี้คำนวณอัตราส่วนสภาพคล่องจากสินทรัพย์หมุนเวียน (Current assets) หารด้วยหนี้สินหมุนเวียน (Current liabilities)

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

4.3.4 ความสามารถในการทำกำไร (Return on assets : ROA), (-)

กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของหนี้สินน้อย เนื่องจากสามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยความสามารถในการทำกำไรจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้ งานศึกษานี้คำนวณความสามารถในการทำกำไรจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT) หารด้วยสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average total assets)

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

4.3.5 ตัวแปรควบคุมสภาพแวดล้อมในด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค

4.3.5.1 อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (Lending Rate : LR), (-) อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์เรียกเก็บจากลูกค้าชั้นดี ถัวเฉลี่ยของแต่ละปี (Minimum Loan Rate, MLR) จาก 3 ธนาคารใหญ่ที่แบ่งตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization) ซึ่งได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ, ธนาคารไทยพาณิชย์ และ ธนาคารกสิกรไทย หากอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อสูงขึ้นทำให้ ต้นทุนความกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) เพิ่มขึ้นด้วยตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยอัตรา ดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สิน

4.3.5.2 ค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน (Volatility of foreign exchange rate : VFX), (-) ค่าความผันผวนของผลตอบแทนจากอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate Volatility) หมายถึง ค่าความผันผวนรายปี (Annualized Volatility) ซึ่งคำนวณจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ ผลตอบแทนรายวัน (Standard Deviation of Daily Returns) ของอัตราแลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ (Spot Rate) โดยใช้ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย ในแต่ละปี มีหน่วยเป็นอัตรา ร้อยละต่อปี ค่าดังกล่าวสะท้อนถึงความไม่แน่นอนในการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่ง ส่งผลโดยตรงต่อบริษัทที่มีธุรกรรมเป็นเงินตราต่างประเทศ โดยความผันผวนที่เพิ่มขึ้นจะเพิ่ม โอกาสเกิดต้นทุนจากภาวะความกดดันทางการเงิน (Financial Distress Costs) ตามกรอบแนวคิดของ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สิน กล่าวคือ เมื่อความผันผวนเพิ่มสูงขึ้น บริษัทมักจะลดการใช้หนี้ใน โครงสร้างเงินทุนเพื่อลดความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนดังกล่าว

ตาราง 3 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง

กลุ่มตัวแปร	วิธีการคำนวณ	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ต่อโครงสร้าง เงินทุนในส่วนของหนี้
ตัวแปรตาม			
อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (Total debt to capital ratio)	ส่วนของหนี้สินรวมที่มีภาระต้องจ่ายชำระดอกเบี้ย หารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยและส่วน ของผู้ถือหุ้น (หน่วย:ทศนิยม)	TD	
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (Long-term debt to capital ratio)	ส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีกำหนดจ่ายชำระ เกินกว่าหนึ่งปีหารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอ กเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย:ทศนิยม)	LTD	
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (Short-term debt to capital ratio)	ส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยที่มีกำหนดจ่ายชำระ ภายในหนึ่งปีหารด้วยผลรวมของหนี้สินที่มีภาระดอ กเบี้ยและส่วนของผู้ถือหุ้น (หน่วย:ทศนิยม)	STD	
ตัวแปรอิสระ			
อัตรากำไรที่แท้จริง (Effective average tax rate)	ภาษีเงินได้สำหรับปีหารกำไรสุทธิก่อนภาษี (หน่วย:ทศนิยม)	EATR	(+)
อัตรากำไรเงินได้ที่ถูกกำหนดโดยรัฐ (Statutory tax rate: STR)	อัตรากำไรเงินได้ตามพระราชกฤษฎีกาออกตามความ ในประมวลรัษฎากร (หน่วย:ทศนิยม)	STR	(+)
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจ ากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield)	ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายสำหรับปีของบริ ษัทต่อ โครงสร้างเงินทุน (หน่วย:เท่า) ขาดทุนสะสมของบริษัทต่อ โครงสร้างเงินทุน (หน่วย:เท่า)	DEP LCF	(-) (-)
ตัวแปรควบคุม			
ขนาดของบริษัท (Firm Size)	ค่าลอการิทึมของรายได้รวม (หน่วย:ลอการิทึมของพันบาท)	SIZE	(+)
มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Asset Collateral)	สินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม (หน่วย:เท่า)	COLL	(+)
อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity)	สินทรัพย์หมุนเวียนหารด้วยหนี้สินหมุนเวียน (หน่วย:เท่า)	LIQ	(-)
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	ผลตอบแทนก่อนภาษีเงินได้หารสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (หน่วย:ทศนิยม)	ROA	(-)
อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ (Lending Rate)	อัตราถัวเฉลี่ยของ MLR จาก 3 ธนาคาร KBank, SCB และ BBL (หน่วย:ทศนิยม)	LR	(-)
ค่าความผันผวนของผลตอบแทนจ ากอัตราแลกเปลี่ยน (Volatility of foreign exchange rate)	ความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันของอัตรา แลกเปลี่ยนสกุลเงินบาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ จากธนาคารแห่งประเทศไทย (หน่วย:ทศนิยม)	VFX	(-)

บทที่ 5

วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นแบบหลายบริษัทในหลายช่วงเวลาเข้าได้กับ Panel data ข้อมูลงบการเงินที่ใช้ประกอบด้วยงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด และข้อมูลในหมายเหตุประกอบงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ.2565 ซึ่งเก็บรวบรวมจาก SETSMART โดยอ้างอิงบริษัทจากงานศึกษาของกนกวรรณ บุปผเวส และคณะ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา (Unbalanced Panel Data) ใช้วิธีการทางสถิติที่เลือกใช้สำหรับงานศึกษานี้ ใช้รูปแบบ Panel data estimation ด้วยโปรแกรม Stata โดยมีรายละเอียดดังนี้

ในกรณีที่ศึกษาหนี้สินรวม

ตัวแปรตามคือ $\ln\left(\frac{TD_{it}}{1-TD_{it}}\right)$

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

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

Function

แบบจำลองที่ใช้ประมาณค่าแสดงได้ตามสมการ ดังนี้

$$\ln\left(\frac{TD_{it}}{1-TD_{it}}\right) = \alpha_i + \beta_1 EATR_{it}^{(+)} + \beta_2 DEP_{it}^{(-)} + \beta_3 LCF_{it}^{(-)} + \beta_4 SIZE_{it}^{(+)} + \beta_5 COLL_{it}^{(+)} \\ + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 ROA_{it}^{(-)} + \beta_8 LR_{it}^{(-)} + \beta_9 VFX_{it}^{(-)} + \varepsilon_{it}^{(-)}$$

$\frac{TD_{it}}{1-TD_{it}}$ คือค่า Odds ของ TD_{it} โดยนำอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (TD_{it}) ที่มีค่าระหว่าง 0-1 หาคด้วยอัตราส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่ไม่ใช่ส่วนของหนี้สินรวมที่มีค่า 0-1 ซึ่งผลรวมระหว่างอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (TD_{it}) กับอัตราส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่ไม่ใช่ส่วนของหนี้สินรวมมีค่าเท่ากับ 1 ถือเป็นการแจกแจงแบบทวินาม (binomial distribution) แบบจำลองจึงใช้ค่า Odds ของ TD_{it}

$\ln\left(\frac{TD_{it}}{1-TD_{it}}\right)$ คือการคำนวณโดยใช้ logarithm เพื่อแปลงค่า Odds ให้เป็น logit function ทำให้กลายเป็นค่าเชิงเส้นที่อยู่ในช่วงลบถึงบวกอนันต์ซึ่งจะช่วยให้ข้อมูลเป็นสัดส่วนสามารถนำมาใช้ในแบบจำลองทางสถิติได้ดีขึ้น นอกจากนี้ยังทำให้ข้อมูลมีลักษณะเป็นเชิงเส้นมากขึ้น ซึ่งช่วยในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์หรือการทำนายมีความแม่นยำมากขึ้น

ในกรณีที่ศึกษาหนี้ระยะยาว

ตัวแปรตามคือ $\ln\left(\frac{LTD_{it}}{1-LTD_{it}}\right)$

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

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

แบบจำลองที่ใช้ประมาณค่าแสดงได้ตามสมการ ดังนี้

$$\ln\left(\frac{LTD_{it}}{1-LTD_{it}}\right) = \alpha_i + \beta_1^{(+)} EATR_{it} + \beta_2^{(-)} DEP_{it} + \beta_3^{(-)} LCF_{it} + \beta_4^{(+)} SIZE_{it} + \beta_5^{(+)} COLL_{it} + \beta_6^{(-)} LIQ_{it} + \beta_7^{(-)} ROA_{it} + \beta_8^{(-)} LR_{it} + \beta_9^{(-)} VFX_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\frac{LTD_{it}}{1-LTD_{it}}$ คือค่า Odds ของ LTD_{it} โดยนำอัตราส่วนของหนี้ระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (LTD_{it}) ที่มีค่าระหว่าง 0-1 หารด้วยอัตราส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่ไม่ใช่ส่วนของหนี้ระยะยาวที่มีค่า 0-1 ซึ่งผลรวมระหว่างอัตราส่วนของหนี้ระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (LTD_{it}) กับอัตราส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่ไม่ใช่ส่วนของหนี้ระยะยาวมีค่าเท่ากับ 1 ถือเป็นการแจกแจงแบบทวินาม (binomial distribution) แบบจำลองจึงใช้ค่า Odds ของ LTD_{it}

$\ln\left(\frac{LTD_{it}}{1-LTD_{it}}\right)$ คือการคำนวณ โดยใช้ logarithm เพื่อแปลงค่า Odds ให้เป็น logit function ทำให้กลายเป็นค่าเชิงเส้นที่อยู่ในช่วงลบถึงบวกอนันต์ซึ่งจะช่วยให้ข้อมูลเป็นสัดส่วนสามารถนำมาใช้ในแบบจำลองทางสถิติได้ดีขึ้น นอกจากนี้ยังทำให้ข้อมูลมีลักษณะเป็นเชิงเส้นมากขึ้น ซึ่งช่วยในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์หรือการทำนายมีความแม่นยำมากขึ้น

ส่วนในกรณีที่ศึกษาหนี้ระยะสั้น

ตัวแปรตามคือ $\ln\left(\frac{STD_{it}}{1-STD_{it}}\right)$

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

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

แบบจำลองที่ใช้ประมาณค่าแสดงได้ตามสมการ ดังนี้

$$\ln\left(\frac{STD_{it}}{1 - STD_{it}}\right) = \alpha_i + \beta_1 EATR_{it}^{(+)} + \beta_2 DEP_{it}^{(-)} + \beta_3 LCF_{it}^{(-)} + \beta_4 SIZE_{it}^{(+)} + \beta_5 COLL_{it}^{(+)} \\ + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 ROA_{it}^{(-)} + \beta_8 LR_{it}^{(-)} + \beta_9 VFX_{it}^{(-)} + \varepsilon_{it}$$

$\frac{STD_{it}}{1 - STD_{it}}$ คือค่า Odds ของ STD_{it} โดยนำอัตราส่วนของหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (STD_{it}) ที่มีค่าระหว่าง 0-1 หารด้วยอัตราส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่ไม่ใช่ส่วนของหนี้สินระยะสั้นที่มีค่า 0-1 ซึ่งผลรวมระหว่างอัตราส่วนของหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (STD_{it}) กับอัตราส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่ไม่ใช่ส่วนของหนี้สินระยะสั้นมีค่าเท่ากับ 1 ถือเป็นการแจกแจงแบบทวินาม (binomial distribution) แบบจำลองจึงใช้ค่า Odds ของ STD_{it}

$\ln\left(\frac{STD_{it}}{1 - STD_{it}}\right)$ คือการคำนวณโดยใช้ logarithm เพื่อแปลงค่า Odds ให้เป็น logit function ทำให้กลายเป็นค่าเชิงเส้นที่อยู่ในช่วงลบถึงบวกอนันต์ซึ่งจะช่วยให้ข้อมูลเป็นสัดส่วนสามารถนำมาใช้ในแบบจำลองทางสถิติได้ดีขึ้น นอกจากนี้ยังทำให้ข้อมูลมีลักษณะเป็นเชิงเส้นมากขึ้น ซึ่งช่วยในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์หรือการทำนายมีความแม่นยำมากขึ้น

โดย TD_{it}	คือ อัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย:ทศนิยม)
LTD_{it}	คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย:ทศนิยม)
STD_{it}	คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (หน่วย:ทศนิยม)
α_i	คือ Firm-specific effect
$EATR_{it}$	คือ อัตราภาษีที่แท้จริง (หน่วย:ทศนิยม)
STR_{it}	คือ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย (หน่วย:ทศนิยม)
DEP_{it}	คือ ค่าเสื่อมราคาในปีของบริษัท (หน่วย:เท่า)
LCF_{it}	คือ ขาดทุนสะสมของบริษัท (หน่วย:เท่า)
$SIZE_{it}$	คือ ขนาดของบริษัท (หน่วย:ล็อกการิทึมของพนักงาน)
$COLL_{it}$	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)

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนทางสถิติ

β_{it} คือ ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละตัวกับตัวแปรตาม

โดยที่ค่า i คือ บริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษา ซึ่งเป็นของมูลที่มีลักษณะเป็น Cross sectional data, ค่า t คือ ช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยใช้ข้อมูลรายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ.2565



บทที่ 6

ผลการวิจัย (Results)

6.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)

ตารางที่ 4 พบว่าจากการเก็บข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่นำมาศึกษาในครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 363 บริษัทในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปีพ.ศ.2544 จนถึงปี พ.ศ.2565 รวมทั้งสิ้น 22 ปี

ตาราง 4 แสดงข้อมูลพื้นฐาน

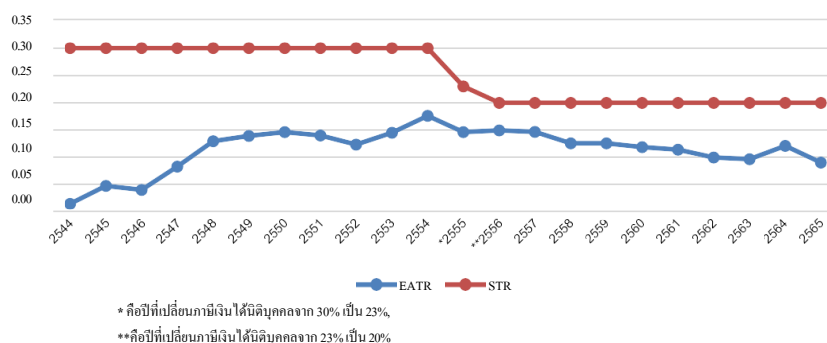
ตัวแปร	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
TD (ทศนิยม)	7184	0.2647	0.2341	0.0000	0.9999
LTD (ทศนิยม)	7184	0.1096	0.1565	0.0000	0.9989
STD (ทศนิยม)	7184	0.1552	0.1727	0.0000	0.9912
EATR (ทศนิยม)	7184	0.1323	0.1436	0.0000	1.1037
STR (ทศนิยม)	7184	0.2481	0.0489	0.2000	0.3000
DEP (เท่า)	7184	0.0382	0.0353	0.0000	0.2030
LCF (เท่า)	7184	0.0602	0.2709	0.0000	2.7291
SIZE (ล็อกการิทึมของพันบาท)	7184	14.4589	1.9471	0.0000	19.6009
COLL (เท่า)	7184	0.2594	0.2153	0.0001	0.8747
LIQ (เท่า)	7184	3.5219	7.3836	0.0883	71.3601
ROA (ทศนิยม)	7184	0.0817	0.9660	-0.3394	0.4623
LR (ทศนิยม)	7184	0.0727	0.0073	0.0600	0.0825
VFX (ทศนิยม)	7184	0.0011	0.0006	0.0004	0.0033
lnTD (ทศนิยม)	6182	-1.4465	2.1059	-13.4585	2.2161
lnSTD (ทศนิยม)	6113	-2.3331	2.0771	-14.2419	1.2695
lnLTD (ทศนิยม)	5065	-2.8085	2.2775	-14.3683	0.9338
หมายเหตุ จำนวนตัวอย่างของค่า logarithm มีค่าน้อยลงเพราะหากค่าที่นำมาคิด logarithm เป็น 0 จะไม่สามารถหาค่าได้					

มีจำนวนตัวอย่างที่นำมาใช้คำนวณทางสถิติทั้งหมด 7,184 ตัวอย่างเนื่องจากบางบริษัทมีงบการเงินไม่ครบ 22 ปีตามระยะเวลาที่ทำการศึกษา หรือหากค่า TD, STD และ LTD อยู่ระหว่าง 0 ถึง 0.99 เมื่อนำมาคำนวณหาค่า lnTD, lnSTD และ lnLTD พบว่าจำนวนตัวอย่างจะลดลงเนื่องจากหาก debt มีค่าเท่ากับ 0 จึงไม่สามารถนำมาหาค่า logarithm ได้ และพบว่าค่าตัวแปรต้นที่เราสนใจคือ EATR มีค่าอยู่ระหว่าง 0-1.1037 (ค่าเฉลี่ย 0.1323) และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) 0.1436

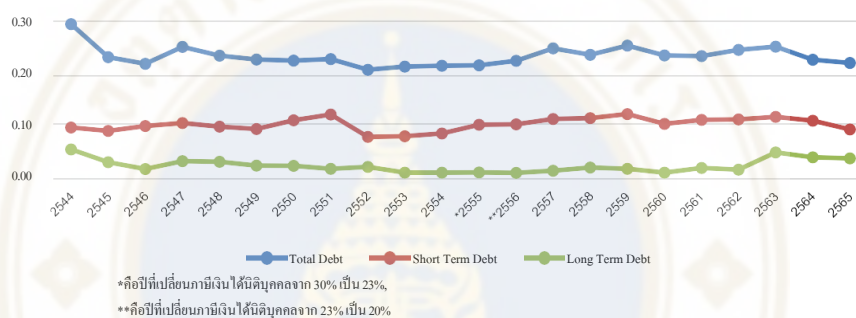
ตาราง 5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอธิบายแต่ละตัวแปรที่ทำการศึกษา

	EATR	STR	DEP	LCF	SIZE	COLL	LIQ	ROA	LR	VFX
EATR	1.000									
STR	0.0391 **	1.000								
DEP	0.0881 **	0.1499 **	1.000							
LCF	-0.1503 **	-0.0087	0.0572 **	1.000						
SIZE	0.1113 **	-0.0505 **	0.0820 **	-0.1503 **	1.000					
COLL	0.0732 **	0.1436 **	0.4931 **	-0.0488 **	0.0578 **	1.000				
LIQ	-0.0511 **	-0.0364 **	-0.1234 **	0.0112	-0.2169 **	-0.1314 **	1.000			
ROA	0.1465 **	0.1433 **	0.0740 **	-0.2274 **	0.1990 **	0.0136	-0.0420 **	1.000		
LR	0.0358 **	0.0360 **	0.0381 **	-0.0758 **	0.0280 **	0.0425 **	-0.0200	0.0553 **	1.000	
VFX	0.0164	-0.0775 **	-0.0329 **	0.0228	0.0042	-0.0448 **	0.0155	-0.0310 **	-0.0721 **	1.000
** คือความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05										

เนื่องจากตัวแปรอธิบายที่เราให้ความสนใจคือ EATR และ STR จากตารางที่ 5 พบว่า EATR มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กับตัวแปรอธิบายอื่นเกือบทุกตัวยกเว้น VFX ส่วน STR มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 กับตัวแปรอธิบายอื่นเกือบทุกตัวยกเว้น LCF ในส่วนตัวแปรอธิบายอื่นก็พบว่าค่อนข้างมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 เป็นส่วนใหญ่เช่น DEP มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบายอื่นทุกตัวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05



รูปภาพ 1 กราฟแสดงค่ากลาง (Median) ของอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) และอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย (Statutory tax rate, STR)



รูปภาพ 2 กราฟแสดงค่ากลาง (Median) ของหนี้สิน

จากกราฟที่ 1 แสดงค่ากลางของอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) และอัตราภาษีเงินได้ตามกฎหมาย (Statutory tax rate, STR) ของบริษัทที่ใช้ในการศึกษา จะเห็นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2544 ถึง พ.ศ.2554 อัตรา STR มีค่าอยู่ที่ประมาณ 30% อย่างคงที่ หลังจากนั้น ในปี พ.ศ.2555 รัฐบาลได้ปรับลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงจาก 30% เป็น 23% และลดลงเหลือ 20% ในปี พ.ศ.2556 และคงที่ในระดับนี้ต่อเนื่องไปจนถึงปีปัจจุบัน ในส่วนของอัตรา EATR มีการเปลี่ยนแปลงตามแนวโน้มที่แตกต่างกันเล็กน้อย โดยในช่วงปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2555 EATR มีค่าที่ผันผวน โดยค่าเฉลี่ยอยู่ในช่วงต่ำกว่า 20% ตลอดช่วงเวลานี้ แสดงถึงการใช้สิทธิประโยชน์ทางภาษีและมาตรการลดหย่อนภาษีต่างๆ ที่มีผลต่อการลดภาระภาษีจริงของบริษัท จากนั้นในช่วงปี พ.ศ.2555 เป็นต้นมา ค่า EATR มีแนวโน้มลดลง สะท้อนให้เห็นถึงการลดอัตราภาษีตามกฎหมายที่ส่งผลให้ EATR ของบริษัทที่ใช้ในการศึกษามีค่าลดลงตามไปด้วย สรุปได้ว่าการปรับลดอัตราภาษีตามกฎหมายในปี พ.ศ.2555 ส่งผลให้บริษัทมี EATR ลดลงอย่างต่อเนื่อง

จากกราฟที่ 2 พบว่าค่ากลาง (median) ของหนี้สินทั้งในส่วนของอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อโครงสร้างเงินทุน (TD), อัตรา ส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อโครงสร้างเงินทุน (STD) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อโครงสร้างเงินทุน (LTD) มีแนวโน้มค่อนข้างคงที่ไม่ได้ลดลงตามที่คาดไว้อย่างชัดเจน

6.2 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยใช้ตัวแปรอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR)

ตารางที่ 6 การหาความสัมพันธ์ในส่วนของหนี้สินกับตัวแปรอธิบายโดยใช้เทคนิค Panel regression ในส่วนของหนี้สินรวม (lnTD), หนี้สินระยะสั้น (lnSTD) และหนี้สินระยะยาว (lnLTD) เมื่อทดสอบด้วย Hausman test แล้ว α_{it} มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบายในแบบจำลอง จึงใช้ Fixed effect model

ผลการทดสอบพบว่า EATR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุน ในส่วนของหนี้สินรวม (lnTD) และหนี้สินระยะสั้น(lnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่ง ตรงกันข้ามกับแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) แสดงว่าเมื่อ EATR มีอัตราเพิ่มสูงขึ้นส่งผลทำให้โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินลดลง หรือในทางตรงข้ามเมื่อ EATR มีอัตราลดลงส่งผลทำให้โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินเพิ่มขึ้น โดยอธิบายได้จากกราฟที่ 1 และกราฟที่ 2 แล้วจะพบว่าในช่วงปี พ.ศ.2546 ถึงพ.ศ.2554 ค่า EATR มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นแต่ส่วนของหนี้สินรวม (lnTD) และหนี้สินระยะสั้น(lnSTD) กลับมีแนวโน้มที่ลดลงเล็กน้อยและความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับหนี้สินระยะยาว (lnLTD) ด้วย Fixed effect model ไม่พบว่ามี ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า EATR ที่มีอัตราเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะไม่ส่งผลกระทบต่อหนี้สินระยะยาว (lnLTD)

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ (Non-debt tax shield) ซึ่งในที่นี้ใช้วัดจาก อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อโครงสร้างเงินทุน (Depreciation to capital, DEP) และ ผลขาดทุนสะสมยกมาต่อโครงสร้างเงินทุน (Loss carryforward to capital ratio, LCF) ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง DEP กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และ หนี้สินระยะยาว (LnLTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแสดงถึงอัตราค่าเสื่อมราคาไม่มีผลต่อการก่อหนี้ ซึ่งไม่เป็นไปตามทฤษฎีที่ว่าบริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาที่สูงกว่าก็สามารถนำไปใช้ประโยชน์ทางด้านภาษีได้มากกว่าทำให้การก่อหนี้เพื่อเพิ่มผลประโยชน์ทางด้านภาษีก็จะน้อยลง จากงานศึกษาของ Givoly et al. (1992) ซึ่งทำการศึกษการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาปีค.ศ.1986 ซึ่งศึกษาโดยใช้ค่าเสื่อมราคาเป็นตัวแปรหนึ่งของผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้ อธิบายว่าความสัมพันธ์ของค่าเสื่อมราคาเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น จากการทดแทนกันได้ของส่วนหนี้สินและประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้

ผลการทดสอบพบว่าความสัมพันธ์ของ LCF มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม (LnTD) และหนี้สินระยะสั้น (LnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ที่คาดหวังว่าผลขาดทุนสะสมสามารถนำมาลดค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม ทั้งนี้ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามของผลขาดทุนสะสมกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นอาจมีสาเหตุมาจากเมื่อบริษัทมีผลขาดทุนสะสมในปี ก่อนหน้านั้นมาก ย่อมทำให้กำไรสะสมลดลงส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลงด้วยในปีต่อมา แต่ไม่พบความสัมพันธ์ของ LCF กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินระยะยาว (LnLTD) ซึ่งหมายความว่าขาดทุนสะสมของบริษัทไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินระยะยาว

ตัวแปรควบคุม การศึกษานี้ใช้ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm size, SIZE), มูลค่าหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Asset collateral, COLL), อัตราสภาพคล่อง (Liquidity, LIQ) และ ความสามารถในการทำกำไร (ROA) ผลการทดสอบพบว่า SIZE และ COLL มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และ หนี้สินระยะยาว (LnLTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎีแสดงถึงการที่บริษัทที่มี SIZE ใหญ่กว่าหรือบริษัทที่มี COLL มากกว่าจะได้รับโอกาสการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและได้รับอนุมัติการกู้ยืมที่ง่ายกว่าเนื่องจากมีความน่าเชื่อถือมากกว่า ทำให้บริษัทที่มี SIZE ใหญ่กว่าหรือบริษัทที่มี COLL มากกว่าจะได้รับอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมที่ต่ำกว่าจึงมีแนวโน้มที่จะใช้โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินน้อยกว่าบริษัทที่มี SIZE เล็กกว่าหรือมี COLL น้อยกว่า ซึ่ง

สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Faccio and Xu (2013) ซึ่งศึกษาบริษัทในกลุ่มประเทศ OECD ทั้งหมด 29 ประเทศ ในปีค.ศ.1981 ถึง 2009 อธิบายว่าขนาดของบริษัทและมูลค่าหลักทรัพย์ค่าปรับกันมีผลในทางตรงต่อสัดส่วนของหนี้

ในส่วนของLIQ และ ROA ผลการทดสอบพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนทั้งในส่วนของหนี้สินรวม (lnTD), หนี้สินระยะสั้น (lnSTD) และหนี้สินระยะยาว (lnLTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎี แสดงถึงบริษัทที่มีสภาพคล่องที่ดี และความสามารถในการทำกำไรที่สูง บริษัทสามารถใช้เงินแหล่งเงินทุนจากภายใน ซึ่งก็คือกำไรสะสมแทนที่จะใช้แหล่งเงินทุนภายนอกคือการก่อหนี้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Ozkan (2001) ที่ทำการศึกษารายบริษัทในประเทศอังกฤษพบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง จะใช้โครงสร้างเงินทุนจากภายในก่อนตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และในส่วนของสภาพคล่องก็ให้ผลเช่นเดียวกัน โดยที่บริษัทที่มีสภาพคล่องมากก็จะส่งผลให้บริษัทเลือกใช้โครงสร้างเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้มากจะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นก่อนและใช้เงินทุนในส่วนของหนี้ลดลง

สำหรับตัวแปรควบคุมสภาพแวดล้อมในด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย เงินให้สินเชื่อ (Lending Rate, LR) และ ค่าความผันผวนรายปีของผลตอบแทนรายวันจากอัตราแลกเปลี่ยน (Volatility of foreign exchange rate, VFX) ผลการทดสอบพบว่า LR มีความสัมพันธ์ ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินระยะสั้น (lnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติที่ 0.01 ซึ่งตรงข้ามกับค่าที่คาดหวังและตรงข้ามกับแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม อาจเนื่องมาจากปัจจัยหลายประการที่มีผลต่อการตัดสินใจในการใช้หนี้ของบริษัท โดย สาเหตุที่เป็นไปได้ในการที่ LR มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการใช้หนี้ของบริษัท ได้แก่ ความต้องการ เงินทุนของบริษัทในช่วงที่เศรษฐกิจเติบโต และความต้องการสภาพคล่องในช่วงเวลาที่อัตรา ดอกเบี้ยสูง เป็นต้น ดังนั้นการตัดสินใจด้าน โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอาจไม่ได้สอดคล้องตาม ทฤษฎี แต่ในโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม (lnTD)และหนี้สินระยะยาว (lnLTD) ไม่พบ ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานศึกษาของ เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้หลายทาง นอกเหนือจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์ เช่น การออกหุ้นกู้ ซึ่งมีต้นทุนทางการเงินที่คงที่และไม่เสียสิทธิในการควบคุมการบริหารของกิจการทำให้การเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน

ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง VFX กับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม(lnTD), หนี้สินระยะสั้น (lnSTD) และหนี้สินระยะยาว (lnLTD) แสดงถึงไม่ว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะมีความผันผวนอย่างไรก็จะไม่ส่งผลต่อการก่อหนี้ของ บริษัท

6.3 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยใช้ตัวแปรอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR)

โดยแยกเป็นก่อนและหลังเปลี่ยนอัตรา ภาษีเงินได้นิติบุคคล จากตารางที่ 7 และตารางที่ 8 เมื่อทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้โดยใช้เทคนิค Panel-regression แยกก่อนเปลี่ยนแปลงอัตราภาษี เงินได้นิติบุคคลช่วงปีพ.ศ.2544ถึงพ.ศ. 2554และหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติ บุคคลช่วงปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2565 เมื่อทดสอบด้วย Hausman test แล้วได้ผลการทดสอบเกือบทุก การทดสอบที่ α_{ii} มีความสัมพันธ์กับ ตัวแปรอธิบายในแบบจำลองจึงใช้ Fixed effect model ยกเว้น ความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับ หนี้สินระยะสั้น(lnSTD)ช่วงหลังการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้ นิติบุคคลที่ α_{ii} ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบายในแบบจำลองจึงใช้Random effect model

จากการศึกษาพบว่า EATR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม (lnTD), หนี้สินระยะสั้น (lnSTD) ในช่วงก่อนเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งตรงกันข้ามกับค่าที่คาดหวังแต่ก็เหมือนกับผลการทดสอบรวมทั้งระยะเวลาที่ทำการศึกษา โดยอธิบายได้จากกราฟที่ 1 และกราฟที่ 2 แล้วจะพบว่าในช่วงปี พ.ศ.2546 ถึงพ.ศ.2554 ค่า EATR มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นแต่ส่วนหนี้สินรวม (lnTD) และหนี้สินระยะสั้น (lnSTD) กลับมีแนวโน้มที่ลดลง และไม่พบความสัมพันธ์ทางสถิติระหว่าง EATR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม (lnTD) และหนี้สินระยะสั้น (lnSTD) ในช่วงหลังเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ของ EATR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินระยะยาว (lnLTD) ช่วงก่อนเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และตรงข้ามกับค่าที่คาดหวังซึ่งอธิบายได้จากกราฟที่ 1 และกราฟที่ 2 เช่นเดียวกัน แต่พบว่า EATR มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินระยะยาว (lnLTD) ช่วงหลังเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1 ตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎี

ตาราง 7 ผลการทดสอบ Random effects model, Fix effects model ของตัวแปร EATR ที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม โดยแยกเป็นก่อนและหลังเปลี่ยนอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินรวม (lnTD)			
		ก่อนเปลี่ยน (2544-54)		หลังเปลี่ยน (2555-65)	
	Debt	FE	RE	FE	RE
ตัวแปรอิสระ EATR	+	-0.867 *** (0.221)	-1.004 *** (0.215)	-0.086 (0.150)	-0.153 (0.150)
DEP	-	-1.593 (1.415)	-4.258 *** (1.290)	0.436 (1.319)	-0.999 (1.250)
LCF	-	0.133 (0.129)	0.261 ** (0.124)	0.589 *** (0.095)	0.569 *** (0.093)
ตัวแปรควบคุม SIZE	+	0.011 (0.045)	0.099 *** (0.034)	0.116 *** (0.032)	0.151 *** (0.027)
COLL	+	1.325 *** (0.297)	0.974 *** (0.252)	0.803 ** (0.316)	0.517 * (0.269)
LIQ	-	-0.072 *** (0.006)	-0.077 *** (0.006)	-0.074 *** (0.005)	-0.080 *** (0.005)
ROA	-	-2.708 *** (0.336)	-3.098 *** (0.327)	-3.752 *** (0.285)	-3.929 *** (0.280)
ตัวแปรมหภาค LR	-	8.692 ** (4.217)	7.626 * (4.242)	4.143 (2.874)	5.555 * (2.862)
VFX	-	-45.269 (60.593)	-23.374 (60.771)	-9.986 (27.373)	-18.303 (27.558)
Constant		-1.916 *** (0.720)	-3.031 *** (0.571)	-3.236 *** (0.500)	-3.913 *** (0.445)
N (จำนวนข้อมูล)		2,872	2,872	3,310	3,310
No gr (จำนวนบริษัท)		351	351	357	357
F/Wald chi2		29.65 ***	324.89 ***	60.04 ***	636.66 ***
R-square: within		0.096	0.093	0.155	0.154
Between overall		0.105	0.189	0.222	0.250
		0.095	0.139	0.159	0.182
Sigma_u		1.834	1.582	1.839	1.628
Sigma_e		1.208	1.208	1.060	1.060
Corr(u_i,x)		0.028	0.000	0.096	0.000
Hausman test		36.59 ***		90.55 ***	
หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***) ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ (Standard errors of estimated coefficients), F คือ F-test เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรที่อยู่ในแบบจำลอง ใช้ทดสอบใน Fixed effect model, Wald chi2 คือ Wald chi2 test เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรที่อยู่ในแบบจำลอง ใช้ทดสอบใน Random effect model, R-square คือค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเป็นค่าทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (within=within model, between=between model, overall=overall model), Sigma_u คือ standard deviation of panel-wise effect เป็นส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลภายในบริษัท, Sigma_e คือ standard deviation of the idiosyncratic error เป็นส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลระหว่างบริษัท, Corr(u_i,x) คือ correlation เป็นค่าสหสัมพันธ์โดยการทดสอบทางสถิติเพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลอง					

ตาราง 8 ผลการทดสอบ Random effects model, Fix effects model ของตัวแปร EATR ที่มีผลต่อ
โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว โดยแยกเป็นก่อนและหลัง
เปลี่ยนอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่ คาดหวัง	โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินระยะสั้น (lnSTD)				โครงสร้างเงินทุนในส่วนหนี้สินระยะยาว (lnLTD)			
		ก่อนเปลี่ยน (2544-54)		หลังเปลี่ยน (2555-65)		ก่อนเปลี่ยน (2544-54)		หลังเปลี่ยน (2555-65)	
	Debt	FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
ตัวแปรอิสระ EATR	+	-0.540 ** (0.231)	-0.600 *** (0.222)	-0.159 (0.159)	-0.206 (0.158)	-0.573 ** (0.271)	-0.868 *** (0.261)	0.379 * (0.226)	0.301 (0.223)
DEP	-	-0.812 (1.478)	-2.298 * (1.309)	2.330 (1.423)	0.920 (1.332)	-2.567 (1.742)	-5.704 *** (1.561)	4.792 ** (2.036)	1.891 (1.842)
LCF	-	0.168 (0.134)	0.234 * (0.128)	0.506 *** (0.103)	0.493 *** (0.100)	-0.289 ** (0.172)	-0.137 (0.160)	0.212 (0.147)	0.162 (0.141)
ตัวแปรควบคุม SIZE	+	0.140 *** (0.049)	0.134 *** (0.034)	0.121 *** (0.034)	0.124 *** (0.027)	-0.069 (0.055)	0.053 (0.038)	-0.005 (0.047)	0.095 *** (0.036)
COLL	+	-0.650 (0.317)	-0.295 (0.256)	0.648 * (0.337)	0.310 (0.280)	2.624 *** (0.363)	2.376 *** (0.294)	1.456 *** (0.465)	0.894 ** (0.365)
LIQ	-	-0.111 *** (0.007)	-0.115 *** (0.006)	-0.097 *** (0.005)	-0.103 *** (0.005)	-0.002 (0.009)	-0.007 (0.008)	-0.025 *** (0.007)	-0.037 *** (0.007)
ROA	-	-2.808 *** (0.351)	-3.106 *** (0.337)	-3.514 *** (0.307)	-3.677 *** (0.299)	-0.921 ** (0.434)	-1.188 *** (0.417)	-1.328 *** (0.439)	-1.787 *** (0.422)
ตัวแปรหมวด LR	-	1.322 (4.415)	0.072 (4.412)	8.011 *** (3.050)	9.847 *** (3.022)	11.199 ** (5.280)	9.974 * (5.287)	-6.844 (4.299)	-3.511 (4.243)
VFX	-	89.406 (63.435)	119.337 * (63.135)	-33.991 (28.921)	-42.964 (29.028)	-184.454 ** (74.648)	-178.481 ** (74.501)	21.380 (40.003)	6.277 (40.153)
Constant		-3.852 *** (0.777)	-3.639 *** (0.575)	-4.407 *** (0.528)	-4.635 *** (0.461)	-2.675 *** (0.874)	-4.342 *** (0.659)	-2.868 *** (0.742)	-4.505 *** (0.610)
N (จำนวนข้อมูล)		2,836	2,836	3,277	3,277	2,213	2,213	2,852	2,852
No gr (จำนวนบริษัท)		351	351	356	356	307	307	341	341
F/Wald chi2		38.79 ***	429.25 ***	69.30 ***	730.33 ***	9.25 ***	101.88 ***	7.02 ***	80.74 ***
R-square: within		0.124	0.123	0.176	0.175	0.042	0.037	0.025	0.020
Between		0.189	0.209	0.232	0.254	0.028	0.088	0.013	0.089
overall		0.137	0.144	0.170	0.187	0.021	0.055	0.005	0.045
Sigma_u		1.602	1.449	1.775	1.608	1.808	1.580	2.089	1.799
Sigma_e		1.255	1.255	1.116	1.116	1.303	1.303	1.465	1.464
Corr(u_i,x)		0.029	0.000	0.053	0.000	-0.171	0.000	-0.164	0.000
Hausman test		96.25 ***		1.69		20.79 **		120.72 ***	

หมายเหตุ: นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***) ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานของสัมประสิทธิ์ (Standard errors of estimated coefficients), F คือ F-test เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบ ความเป็นอิสระของตัวแปรที่อยู่ในแบบจำลอง ใช้ทดสอบใน Fixed effect model, Wald chi2 คือ Wald chi2 test เป็นค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบความเป็นอิสระของตัวแปรที่อยู่ในแบบจำลอง ใช้ทดสอบใน Random effect model, R-square คือค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจเป็นค่าทดสอบความแม่นยำของแบบจำลอง (within=within model, between=between model, overall=overall model), Sigma_u คือ standard deviation of panel-wise effect เป็นส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐานของข้อมูลภายในบริษัท, Sigma_e คือ standard deviation of the idiosyncratic error เป็นส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูลระหว่างในบริษัท, Corr(u_i,x) คือ correlation เป็นค่าสหสัมพันธ์โดยการทดสอบทางสถิติเพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรในแบบจำลอง

6.4 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยใช้ตัวแปรอัตราภาษีเงินได้นิติ

บุคคลตามกฎหมาย (STR)

จากผลการทดสอบที่ได้ ทางผู้ทำการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับ โครงสร้างเงินทุน ได้ผลตรงข้ามกับแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) ทางผู้ทำการศึกษาจึงได้ค้นคว้างานวิจัยอื่นพบว่าม้งานวิจัยที่ศึกษาถึงผลกระทบอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย (STR) ต่อโครงสร้างเงินทุน ทางผู้ทำการศึกษาจึงนำ STR มาใช้ศึกษา แทน EATR

จากตารางที่ 9 การหาความสัมพันธ์ในส่วนของหนี้สินกับตัวแปรอธิบายโดยใช้เทคนิค Panel regression ในส่วนของหนี้สินรวม (lnTD), หนี้สินระยะสั้น (lnSTD) และหนี้สินระยะยาว (lnLTD) เมื่อทดสอบด้วย Hausman test แล้ว α_{ii} มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบายในแบบจำลอง จึง ใช้ Fixed effect model พบว่า STR มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้างเงินทุนใน ส่วน ของหนี้สินรวม (lnTD), หนี้สินระยะสั้น (lnSTD)และหนี้สินระยะยาว (lnLTD) อย่างมี นัยสำคัญทาง สถิติที่ 0.01 ซึ่งตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎีแสดงว่าบริษัทอาจมีแรงจูงใจที่จะใช้ โครงสร้าง เงินทุนในส่วนของหนี้มากขึ้นเมื่ออัตราภาษีสูงขึ้น และใช้โครงสร้างเงินทุนในส่วนของ หนี้ลดลง เมื่ออัตราภาษีต่ำลง เนื่องจากดอกเบี้ยที่เกิดจากหนี้สินนั้นสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายทาง ภาษีได้ (Tax Shield) ทำให้ภาระภาษีของบริษัทลดลง และสนับสนุนแนวคิดตามทฤษฎีโครงสร้าง เงินทุนที่ เหมาะสม (Trade-off Theory) เนื่องจากบริษัทจะเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจาก ส่วนของหนี้ หรือส่วนของผู้ถือหุ้นโดยใช้หลักเกณฑ์ในเรื่องของผลประโยชน์ทางด้านภาษีเป็นส่วน หนึ่งในการ พิจารณา เมื่ออัตราภาษีลดลงทำให้ประโยชน์ของการมีหนี้ลดลง สอดคล้องกับ Tzioumis and Klapper (2012) ที่ศึกษาการเปลี่ยนแปลงอัตราภาษีประเทศ Croatia ในปีค.ศ.2001 แสดงให้เห็นว่าเมื่ออัตรา ภาษีของประเทศไทยลดลงจาก 30% เป็น 23% ในปี พ.ศ.2555 และ 20% ในปี พ.ศ.2556 เป็นต้นไป ส่งผลให้ส่วนของหนี้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในส่วน ความสัมพันธ์ของตัวแปรอื่นของ การศึกษากับโครงสร้างเงินทุนพบว่าผลการทดสอบใกล้เคียงกับ การทดสอบด้วยการใช้ EATR

6.5 ผลการทดสอบโดยใช้ตัวแปรอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) และ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย (STR) ที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

จากตารางที่ 10 การทดสอบ Panel regression พบว่ามีเพียงกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร, กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ EATR มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม(lnTD) และหนี้สินระยะสั้น (lnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตรงกันข้ามกับเครื่องหมายที่คาดหวังแต่พบว่าเหมือนกับการทดสอบรวมทุกบริษัทที่มีผลตรงกันข้ามกับเครื่องหมายที่คาดหวังเช่นเดียวกัน ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นไม่พบความสัมพันธ์นี้ รวมถึงไม่พบความสัมพันธ์ของ EATR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินระยะยาว(lnLTD) ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

การทดสอบ STR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้โดยแยกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม ผลการทดสอบพบความสัมพันธ์ระหว่างSTRมีทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม(lnTD)สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร, กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี, กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมบริการอีกทั้งไม่พบความสัมพันธ์ทางสถิติในอุตสาหกรรมทรัพยากร และสินค้าอุปโภคบริโภค

ตาราง 10 ผลการทดสอบ Panel Data Analysis ของตัวแปร EATR และ STR ที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

	EATR			STR		
	ส่วนหนี้สิน รวม (lnTD)	ส่วนหนี้สิน ระยะสั้น (lnSTD)	ส่วนหนี้สิน ระยะยาว (lnLTD)	ส่วนหนี้สิน รวม (lnTD)	ส่วนหนี้สิน ระยะสั้น (lnSTD)	ส่วนหนี้สิน ระยะยาว (lnLTD)
เครื่องหมายที่คาดหวัง	+	+	+	+	+	+
เกษตรและอาหาร (35 companies)	N=599 -0.881 ** (0.396)	N=595 -0.713 * (0.377)	N=453 -0.061 (0.588)	N=599 2.459 ** (1.099)	N=595 5.106 *** (1.027)	N=453 3.495 ** (1.757)
เทคโนโลยี (34 companies)	N=595 -0.434 (0.562)	N=591 0.433 (0.592)	N=486 -0.529 (0.837)	N=595 2.844 ** (1.227)	N=591 3.639 *** (1.274)	N=486 3.038 (1.858)

บทที่ 7

สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินทั้งหนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และหนี้สินระยะยาว (LnLTD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory), ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนแบบที่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล (MM Model with Corporate Tax) และทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) โดยตัวแปรอิสระหลักที่ศึกษาคืออัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริงและอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมายรวมถึงได้ศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้คือค่าเสื่อมราคาและขาดทุนสะสม และมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท, มูลค่าสินทรัพย์ถาวร, อัตราส่วนสภาพคล่อง, ความสามารถในการทำกำไร และปัจจัยด้านเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อ และค่าความผันผวนรายปี ของผลตอบแทนรายวันจากอัตราแลกเปลี่ยน ในการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนมีจำนวนทั้งสิ้น 363 บริษัท ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2565

ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างอัตราภาษีเงินได้ที่แท้จริง (Effective Average Tax Rate, EATR) กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม (LnTD) ซึ่งไม่เป็นไปตามค่าที่คาดหวังตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยในช่วงปี พ.ศ. 2546 ถึง พ.ศ.2554 EATR มีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นและลดลงในช่วงปี พ.ศ.2555 เป็นต้นมา สะท้อนให้เห็นถึงการลดอัตราภาษีตามกฎหมายที่ส่งผลให้ EATR ของบริษัทที่ใช้ในการศึกษามีค่าลดลงตามไปด้วย แต่โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวมกลับมีแนวโน้มค่อนข้างคงที่แตกต่างจากการศึกษาก่อนหน้านี้ของกนกวรรณ บุปผเวส, ชลธิชา ชีระเรืองไชยศรี และ สุทธหทัย อินทวิเศษ (2559) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างภาษีเงินได้นิติบุคคลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ก่อนปี พ.ศ. 2552 โดยเป็นข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552 ถึง 2557 การศึกษาใช้เทคนิค Panel-regression ผลการศึกษาพบว่าอัตราภาษีที่แท้จริงส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยอัตราภาษีที่แท้จริงที่ลดลงทำให้อัตราส่วนหนี้สินรวม (LnTD) และหนี้สินระยะสั้น (LnSTD) ของบริษัทลดลง ตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-Off Theory) แต่ไม่พบ

ความสัมพันธ์กับหนี้สินระยะยาว (LnLTD) กนกวรรณ นุปผเวสและคณะอธิบายว่าอาจเนื่องมาจากความไม่แน่นอนของมาตรการภาษีที่นำมาใช้ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 เป็นการประกาศใช้แบบปีต่อปี ทำให้บริษัทไม่สามารถคาดการณ์ได้และดำเนินการเปลี่ยนแปลงเฉพาะในส่วน of หนี้สินระยะสั้นเท่านั้น

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้สินที่ไม่เป็นไปตามทฤษฎีอาจเป็นผลมาจากปัจจัยอื่นๆ เช่น บริษัทอาจพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในแทนการเพิ่มหนี้สิน ทำให้ระดับหนี้สินรวมไม่ได้เปลี่ยนแปลงตามการเพิ่มขึ้นและลดลงของ EATR และเมื่อแยกศึกษา ก่อนเปลี่ยนแปลงแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลช่วงปี พ.ศ.2544 ถึง พ.ศ.2554 และหลัง การเปลี่ยนแปลงแปลงอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลช่วงปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2565 รวมถึงแยกรายอุตสาหกรรมก็ยังไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) โดยอาจเกิดจากความแตกต่างของลักษณะของแต่ละอุตสาหกรรม

ผลการศึกษาพบว่าอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลตามกฎหมาย (STR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และหนี้สินระยะยาว (LnLTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎีแสดงว่าบริษัทอาจมีแรงจูงใจที่จะใช้โครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้สินน้อยลงเมื่ออัตราภาษีต่ำลง

โดยหากพิจารณาบริบทของคำถามงานวิจัยหลักคือการศึกษาถึงผลกระทบที่เปลี่ยนแปลงไป ของโครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้กับการปรับลดภาษีเงินได้นิติบุคคลในปี พ.ศ. 2555 การใช้ อัตรา STR มีความเหมาะสมและน่าเชื่อถือมากกว่า เนื่องจาก STR เป็นอัตราภาษีที่กำหนดตาม กฎหมายโดยตรง จึงสะท้อนการเปลี่ยนแปลงทางนโยบายภาษีได้อย่างชัดเจน และตอบโจทย์ของการศึกษาผลกระทบจากการปรับลดภาษีได้ดีกว่าการใช้อัตรา EATR ที่ได้รับผลกระทบจากตัวแปร อื่นในกระบวนการคำนวณ

การศึกษาผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้คือ DEP และ LCF พบว่า DEP ไม่ มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้สินรวม (LnTD) , หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และ หนี้สินระยะยาว (LnLTD) แต่พบความสัมพันธ์ของ LCF มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้สินรวม (LnTD) และหนี้สินระยะสั้น (LnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทาง สถิติซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

ผลการศึกษาในส่วน of ตัวแปรควบคุมพบว่า SIZE และ COLL มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วน of หนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎี แตกต่างจาก LIQ และ ROA ที่มีความสัมพันธ์

ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนทั้งในส่วนของหนี้สินรวม (LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และหนี้สินระยะยาว (LnLTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งตรงกับค่าที่คาดหวังตามทฤษฎี ในส่วนตัวแปรควบคุมสภาพแวดล้อมในด้านเศรษฐศาสตร์มหภาคได้แก่ LR และ VFX

พบว่า LR มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินระยะสั้น (LnSTD) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งตรงกันข้ามกับค่าที่คาดหวังและตรงข้ามกับแนวคิดตามทฤษฎี โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่าง VFX กับ โครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม(LnTD), หนี้สินระยะสั้น (LnSTD) และหนี้สินระยะยาว (LnLTD)

เมื่อทำการศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร, กลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างพบความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้สินรวม(LnTD)มีทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง EATR กับโครงสร้างเงินทุนในส่วนของหนี้รวม(LnTD)สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมที่เหลือ

ทั้งนี้ งานศึกษานี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลของขาดทุนสะสมที่ใช้ได้ทางภาษี เนื่องจาก เป็นข้อมูลที่ไม่มีการเปิดเผยในงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงิน และข้อจำกัดของการ เก็บข้อมูลผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้อื่นเช่น Free trade zone, BOI และสิทธิ ประโยชน์ทางภาษีพิเศษอื่นๆ

งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดในด้านระยะเวลาของข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ ซึ่งอาจไม่ครอบคลุมถึงการเปลี่ยนแปลงนโยบายภาษี เช่น การแนะนำมาตรการจูงใจทางภาษีหรือการปรับเปลี่ยนโครงสร้างภาษี ที่อาจส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ ความผันผวนของเศรษฐกิจในช่วงเวลาที่เก็บข้อมูล เช่น วิกฤตเศรษฐกิจหรือการฟื้นตัวของตลาด อาจมีอิทธิพลต่อผลการวิเคราะห์ ทำให้ไม่สามารถสะท้อนพฤติกรรมของบริษัทในสถานะเศรษฐกิจปกติหรือในระยะยาวได้ อีกทั้ง ข้อมูลที่เก็บในบางช่วงเวลาอาจมีความไม่สม่ำเสมอ เช่น ข้อมูลบางส่วนไม่ครบถ้วนหรือบริษัทบางแห่งหยุดดำเนินกิจการ ส่งผลให้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้วิเคราะห์มีข้อจำกัดในแง่ความเป็นตัวแทนที่สมบูรณ์ นอกจากนี้ ผลกระทบจากเหตุการณ์สำคัญ เช่น การระบาดของโรค การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐที่เกิดขึ้นอย่างเร่งด่วน หรือเหตุการณ์สำคัญในระดับโลก อาจก่อให้เกิดผลกระทบชั่วคราวต่อการตัดสินใจทางการเงินของบริษัท ซึ่งอาจทำให้ผลการศึกษานี้ไม่สามารถสะท้อนถึงแนวโน้มในระยะยาวได้อย่างครบถ้วน

งานวิจัยในอนาคตสามารถพิจารณาศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงนโยบายภาษี เช่น การลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล หรือการแนะนำมาตรการจูงใจทางภาษีที่สำคัญ เพื่อทำความเข้าใจ

เข้าใจแนวโน้มการตัดสินใจด้านการเงินของบริษัทในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ การวิเคราะห์ ปัจจัยด้านพฤติกรรม เช่น ความชอบส่วนตัวของผู้บริหาร ธรรมเนียมปฏิบัติ และความเชื่อขององค์กร อาจช่วยเสริมความเข้าใจเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างภายในและโครงสร้างเงินทุน ซึ่งมุมมองจากการเงินเชิงพฤติกรรมอาจอธิบายปรากฏการณ์ที่ผิดปกติหรือผลลัพธ์ที่ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีได้



บรรณานุกรม

- กนกวรรณ บุปผเวส ,ชลธิชา ชีระเรืองไชยศรี และ สุทธหทัย อินทวิเศษ (2559). ความสัมพันธ์ระหว่าง ภาษีเงินได้นิติบุคคลและโครงสร้างเงินทุน (Taxation and Capital Structure). วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
- บวรวิษ สายชลพิทักษ์ (2553). การทดสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามแนวคิด Pecking Order ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน), มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545). การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงการเงินทุน : การศึกษาของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ศศิธร เนื่องจางค์ (2556). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร. วารสารการจัดการธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา, 2(2)
- สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์, ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์ และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา (2552). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ. วารสารสงขลนครินทร์ ฉบับสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์, 15(5)
- Alworth, J., & Arachi, G. (2001). The effect of taxes on corporate financing decisions: Evidence from a panel of Italian firms. *International Tax and Public Finance*, 8, 353-376.
- Baker, M. P., & Wurgler, J. (2002). Why are dividends disappearing? An empirical analysis. NYU Working Paper No. FIN-02-056, <https://ssrn.com/abstract=1294428>
- Dwenger, N., & Steiner, V. (2014). Financial leverage and corporate taxation: Evidence from German corporate tax return data. *International Tax and Public Finance*, 21, 1-28.
- Feld, L. P., Heckemeyer, J. H., & Overesch, M. (2013). Capital structure choice and company taxation: A meta- study. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2850-2866.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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. (1996). Proxies for the corporate marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 42(2), 187-221. Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Graham, J. R. (2003). Taxes and corporate finance: A review. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1075-1129. Huang, G. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
- Jacob, M. (2022). Real effects of corporate taxation: A review. *European Accounting Review*, 31(1), 269-296.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Mallisa, M., & Kusuma, H. (2017). Capital structure determinants and firms' performance: Empirical evidence from Thailand, Indonesia, and Malaysia. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 154-164.
- 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.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Nasution, A. A., Siregar, I., & Panggabean, R. (2017, November). The effect of profitability, asset tangibility, corporate tax, non-debt tax shield, and inflation upon the financial capital structure of the manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange. In International Conference on Business and Management Research (ICBMR 2017) (pp. 65-74). Atlantis Press.
- Tzioumis, K., & Klapper, L. F. (2012). Taxation and capital structure: Evidence from a transition economy *FinanzArchiv*, 68(2), 165-190.

