

**การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์  
และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

**นางรุจิรา ชินสุข**

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
แขนงวิชาบริหารธุรกิจ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

พ.ศ. 2553

**An Analysis of the Capital Structure of Listed Company in the Property  
and Construction Sector in the Stock Exchange of Thailand**

**Mrs.Rujira Chinnasuk**

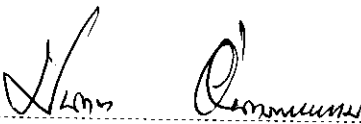
**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Master of Business Administration  
School of Management Science  
Sukhothai Thammathirat Open University**

**2010**

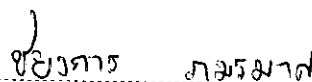
หัวข้อวิทยานิพนธ์ การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์  
และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ชื่อและนามสกุล นางรุจิรา ชิมสุข  
แขนงวิชา บริหารธุรกิจ  
สาขาวิชา วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช  
อาจารย์ที่ปรึกษา 1. รองศาสตราจารย์ ดร. กัลยานี ภาคอัด  
2. อาจารย์ ดร. ชยงการ ภมรมาศ

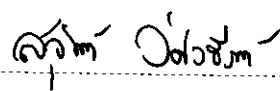
วิทยานิพนธ์นี้ ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 21 พฤศจิกายน 2553

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

  
..... ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ปนัดดา อินทร์พรหม)

  
..... กรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร. กัลยานี ภาคอัด)

  
..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร. ชยงการ ภมรมาศ)

  
..... ประธานกรรมการบัณฑิตศึกษา  
(รองศาสตราจารย์ ดร. สุจินต์ วิสวธีรานนท์)

**ชื่อวิทยานิพนธ์** การวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์  
และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**ผู้วิจัย** นางรุจิรา ชิมสุข รหัสนักศึกษา 2513003158 **ปริญญา** บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
**อาจารย์ที่ปรึกษา** (1) รองศาสตราจารย์ ดร. กัลยาณี ภาควิชา (2) อาจารย์ ดร. ชงการ ภมรมาศ  
**ปีการศึกษา** 2553

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาลักษณะโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จดทะเบียน  
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2) วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลง  
โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (3) ระบุปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จดทะเบียนกลุ่ม  
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 29 บริษัท ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าว ซึ่งประกอบด้วยงบการเงินที่มีข้อมูลสมบูรณ์ตลอดระยะเวลาตั้งแต่ปี 2539 ถึงปี 2552  
อัตราส่วนทางการเงิน กระแสเงินสด และขนาดของบริษัทในช่วงเดียวกัน วิธีการศึกษาคำเนิการครั้งนี้ ใช้  
อัตราส่วนทางการเงินเพื่อศึกษาและวิเคราะห์ได้สรสร้างเงินทุนและใช้ชุดของสมการถดถอยอนุกรมเวลา  
เพื่อระบุปัจจัยที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน ข้อมูลอื่นที่ใช้ในการศึกษาคือ ค่า จีดีพี และ อัตราดอกเบี้ย  
เงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ สถิติและเศรษฐกิจที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ สถิติจีดีพี ค่าพี สหสัมพันธ์เพียร์สัน  
สถิติเคอร์บินวัตสัน และการทดสอบไวกซ์

ผลการวิจัยพบว่า (1) โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และ  
ก่อสร้างประกอบด้วยหนี้สินและทุน โดยสัดส่วนการใช้หนี้สินในการจัดหาเงินทุนของบริษัทขนาดใหญ่มี  
มากกว่าบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก (2) การใช้หนี้สินของบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี  
2540 - 2544 และลดลงในปี 2545 - 2548 จากนั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีกในปี 2549 - 2552 และ (3) ปัจจัย  
สำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ ขนาดของกิจการ  
และกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน โดยสองปัจจัยแรกมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลง  
สัดส่วนหนี้สิน ส่วนปัจจัยกิจกรรมลงทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สิน

**คำสำคัญ** โครงสร้างเงินทุน บริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**Thesis title:** An Analysis of the Capital Structure of Listed Company in the Property and Construction Sector in the Stock Exchange of Thailand

**Researcher:** Mrs.Rujira Chinnasuk; **ID:** 2513003158;

**Degree:** Master of Business Administration;

**Thesis advisors:** (1) Dr.Gallayanee Parkatt, Associate Professor; (2) Dr.Chayongkan Pamornmast;

**Academic year:** 2010

### **Abstract**

The purposes of this study were; (1) to study the feature of the capital structure of the listed companies in the property and construction sector in the Stock Exchange of Thailand (SET); (2) to analyze changes in capital structure of the listed companies in the property and construction sector in SET; and (3) to identify key factors affecting the capital structure of listed companies in property and construction sector in SET.

The population of this study was 29 listed companies in the property and construction sector in SET. The data employed in this study was the secondary data of those listed companies consisting of the full financial statements from 1996 – 2009, financial ratio, cash flow and firm size in the same period. The GDP and bank loan interest rates were also collected in this study. Financial Ratios and a set of time-series regression were performed to reach the research questions. The statistics and econometrics utilized in this study were t-statistics, p-value, Pearson correlation, Durbin Watson statistic and White test

The results revealed that; (1) the capital structure of all listed companies in the property and construction sector consisted of debt and equity; importantly, the proportion of debt in large companies was very high, compared to the small and medium companies (2) debt financing tended to increase in the period from 1997 - 2001 and then decrease for 4 years later (2002-2005). After that it reverts until 2006-2009; and (3) bank loan interest rate, firm size and investment activity were key factors affecting the capital structure management. They showed the positive relation to the change in debt proportion, except investment activity showed the negative relation.

**Keywords:** Capital Structure, Listed Company in Property and Construction Sector, Stock Exchange of Thailand

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงลงได้ด้วยความกรุณาเป็นอย่างยิ่งจาก รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาคอต และอาจารย์ ดร.ชยงการ ภมรมาศ ที่กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษาการทำ วิทยานิพนธ์ครั้งนี้ตลอดมานับตั้งแต่เริ่มต้นจนกระทั่งเสร็จสมบูรณ์ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณาของท่านเป็นอย่างยิ่ง ขอขอบพระคุณคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ทุกท่านที่ให้คำแนะนำจนงาน เสร็จสมบูรณ์ และขอขอบพระคุณมหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราชที่ให้โอกาสผู้เขียนได้เข้ามา ศึกษาและมอบทุนอุดหนุนในการทำวิทยานิพนธ์ครั้งนี้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณธนาคารออมสินที่ได้ให้เวลาในการศึกษา ขอขอบคุณ คุณก่อศักดิ์ จันทรวิจิตร คุณพบตะวัน ไข่มุกแก้ว คุณสุภาพร ชัยหล้า คุณสาวิณี โภครักษ์ สำหรับความช่วยเหลือทุกอย่าง ตลอดจนผู้บังคับบัญชาและเพื่อนร่วมงานของผู้เขียนทุกท่านที่ให้การสนับสนุน มาโดยตลอด ขอขอบคุณเพื่อน MBA 8 ทุกท่านที่มีส่วนร่วมในการแบ่งปันประสบการณ์ที่ดีตลอด ระยะเวลาในการศึกษา ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ในสาขาวิชาวิทยาการจัดการสำหรับคำแนะนำและ ความช่วยเหลือต่าง ๆ

สุดท้ายนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ ที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจมา โดยตลอด คุณประ โยชน์ใด ๆ ที่เกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขอมอบความดีนั้นแด่ผู้มีพระคุณ ทุกท่าน และหากมีข้อผิดพลาดใด ๆ ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขออภัยไว้แต่เพียงผู้เดียว

รุจิรา ชิมสุข

พฤศจิกายน 2553

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญตาราง .....	ฅ
สารบัญภาพ .....	ญ
บทที่ 1 บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์การวิจัย .....	3
กรอบแนวคิดการวิจัย .....	4
ขอบเขตของการวิจัย .....	4
นิยามศัพท์เฉพาะ .....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	6
บทที่ 2 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย .....	8
ความเป็นมาและวิวัฒนาการของการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย .....	8
ความสำคัญของภาคอสังหาริมทรัพย์ .....	10
วิฤตเศรษฐกิจ 2540 กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย .....	21
ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์แห่งชาติ .....	23
การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ .....	24
บทที่ 3 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง .....	28
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง .....	28
ปัจจัยที่ควรพิจารณาในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน .....	34
บทความที่เกี่ยวข้อง .....	35
ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	36
บทที่ 4 วิธีดำเนินการวิจัย .....	46
กำหนดประชากรที่ใช้ในการวิจัย .....	46
การเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ .....	48

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
การคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน .....	50
การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญ .....	51
การวิเคราะห์ข้อมูล .....	53
สรุปผลการวิจัย .....	54
บทที่ 5 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	55
ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่สังเกตได้ .....	55
ตอนที่ 2 ผลการวิเคราะห์จากแบบจำลอง .....	60
ข้อสรุปที่ได้จากการค้นพบ .....	74
บทที่ 6 สรุปการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	76
สรุปการวิจัย .....	76
อภิปรายผล .....	77
ข้อจำกัดในการวิจัย .....	83
ข้อเสนอแนะ .....	84
บรรณานุกรม .....	86
ภาคผนวก .....	92
ก ข้อมูลเชิงปริมาณในการวิจัย .....	93
ข สรุปข้อสนเทศรายบริษัท .....	125
ประวัติผู้วิจัย .....	133



สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 2.1	สัดส่วนเงินให้สินเชื่อกองค้ำภาคอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับ เงินให้สินเชื่อกองค้ำทั้งระบบ ตั้งแต่ปี 2542 - 2552 ..... 11
ตารางที่ 4.1	รายชื่อประชากรที่ใช้ในการวิจัย ..... 48
ตารางที่ 4.2	ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ช่วงเวลาที่ศึกษาดังแต่ ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552 ..... 50
ตารางที่ 4.3	ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ช่วงเวลาที่ศึกษาดังแต่ ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552 ..... 51
ตารางที่ 5.1	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) แบ่งตามช่วง การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจแยกเป็นรายบริษัท ..... 58
ตารางที่ 5.2	ข้อมูลเชิงสถิติอัตราส่วน DE ของอุตสาหกรรมแบ่งตามช่วงต่าง ๆ ตั้งแต่ ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552 ..... 59
ตารางที่ 5.3	ผลจาก univariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 1 - 5 ..... 62
ตารางที่ 5.4	ผลจาก multivariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 6 ..... 64
ตารางที่ 5.5	ผลจาก univariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 7 - 11 ..... 69
ตารางที่ 5.6	ผลจาก multivariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 12 ..... 70
ตารางที่ 6.1	ความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ต่อโครงสร้างเงินทุน ..... 80

## ญ

### สารบัญภาพ

	หน้า
ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย .....	4
ภาพที่ 2.1 ทิศทางการเติบโตของดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์และดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง ปี 2543 - 2552 .....	13
ภาพที่ 2.2 สัดส่วนการจ้างแรงงานนอกภาคเกษตรตั้งแต่ปี 2545 -2552 .....	14
ภาพที่ 2.3 สัดส่วนการจ้างแรงงานนอกภาคเกษตรปี 2552 .....	15
ภาพที่ 2.4 แผนภูมิแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของ GDP และการก่อสร้าง ภาคเอกชน .....	16
ภาพที่ 2.5 ทิศทางการเติบโตของเครื่องใช้ภาวะเศรษฐกิจปี 2544-2552 .....	20
ภาพที่ 3.1 ภาพแสดงผลกระทบของการกีดกันที่มีต่อมูลค่าของกิจการตามทฤษฎี Trade – off Theory .....	31
ภาพที่ 6.1 แนวโน้มมูลค่าการซื้อขายหุ้นของกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แบ่งตามช่วง การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจตั้งแต่ปี 2539 - 2552 .....	79
ภาพที่ 6.2 การเปลี่ยนแปลงของ DE ในช่วงต่าง ๆ ตั้งแต่ปี 2539 - 2552 .....	79

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ ผู้ประกอบการจะต้องอาศัยเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนกิจกรรมเหล่านั้น เงินทุนจากแหล่งที่ต่างกัน ก็ย่อมมีต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital) ที่ต่างกันด้วย ดังนั้น ต้นทุนเงินทุนจึงนับว่ามีความสำคัญต่อธุรกิจเช่นกัน ตัวอย่างเช่น การตัดสินใจยอมรับหรือปฏิเสธโครงการ การตัดสินใจเกี่ยวกับการก่อหนี้เพื่อไถ่ถอนพันธบัตร การเช่าซื้อ เป็นต้น ตัวชี้วัดความเสี่ยงต่อรายได้และมูลค่าของธุรกิจ เป็นต้น (เบญจวรรณ รัชสุธี 2527) โดยทั่วไปแล้ว โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจประกอบไปด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ละธุรกิจมักจะกำหนดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนทั้งสองประเภทนี้แตกต่างกัน ซึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายการบริหารงานและสภาพแวดล้อมของกิจการ สัดส่วนที่แตกต่างกันในโครงสร้างเงินทุน ก็ทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ย (Weight Average Cost of Capital - WACC) ของแต่ละกิจการมีความแตกต่างกันออกไปด้วย

จากการศึกษาของสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (2544) พบว่าโครงสร้างเงินทุนสำหรับกิจการในประเทศไทย มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงกว่าต่างประเทศ และไม่พบว่าอัตราภาษีมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนแต่อย่างใด สาเหตุประการแรกเกิดจากความเป็นผู้ประกอบการไทย ซึ่งมีความเป็น “เจ้าแก่” สูง ทำให้ไม่นิยมการเพิ่มทุนเนื่องจากต้องการรักษาผลประโยชน์ไว้เฉพาะในกลุ่มเครือญาติ กิจการจึงนิยมใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ถึงแม้ว่าจะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วก็ตาม ระดับการก่อหนี้ก็ยังคงสูงเมื่อเทียบกับกิจการในประเทศที่พัฒนาแล้ว สาเหตุอีกประการหนึ่งคือ การเป็นบริษัทจดทะเบียนฐานะการเงินมีความมั่นคงมากกว่าบริษัทที่ไม่จดทะเบียน สามารถกู้ยืมได้อีกถึงแม้ว่าจะมีระดับหนี้สินต่อทุนสูงอยู่แล้วก็ตาม ซึ่งอาจนำไปสู่ปัญหาทางการเงินได้ในอนาคต ในเวลาต่อมา Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ก็ได้ยืนยันว่า กิจการในประเทศไทยมีระดับการใช้หนี้สินสูงสุด เมื่อเปรียบเทียบกับมาเลเซีย สิงคโปร์ และออสเตรเลีย และระดับหนี้สินมีความสัมพันธ์ที่ผกผันกับโอกาสในการเติบโตของธุรกิจ ซึ่งหมายความว่า ประเทศไทยเมื่อการก่อหนี้ยิ่งสูงจะทำให้โอกาสที่จะเติบโตยิ่งต่ำลง นอกจากนี้ Attawooth Laohapakdee (2009) ยังได้กล่าวไว้ใน Thai Journal of Public Administration ว่า ปัญหาหนึ่งของธุรกิจไทยคือ ความอ่อนแอในการจัดการโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่มีระดับหนี้สินต่อทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ทั้ง ๆ ที่เป็นบริษัท

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเอื้ออำนวยต่อการระดมทุนจากตลาดทุน หากเกิดวิกฤตทางเศรษฐกิจองค์กรธุรกิจเหล่านี้อาจประสบปัญหาสภาพคล่องในอนาคต ทำให้พลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่ได้ผลตอบแทนสูงไปอย่างน่าเสียดาย

การจัดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะมีผลต่อการวางแผนทางการเงินในระยะยาวและเป็นส่วนสำคัญในการกำหนดทิศทางการดำเนินงานในอนาคต เพื่อให้บรรลุเป้าหมายทางการเงินของธุรกิจ ซึ่งจะแสดงออกมาในรูปของมูลค่าหุ้นสามัญสูงสุด โดยปกติกิจการจะมีการลงทุนเกิดขึ้นอยู่เสมอเพื่อรองรับกับการขยายตัวของธุรกิจ หากกิจการระดมเงินทุนโดยไม่สนใจโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม จะทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกิจการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจะกระทบต่อกระแสเงินสด ความเสี่ยง และมูลค่าของกิจการด้วย (ชนเดช มหโกไทย 2552: 178) โดยปกติแล้วธุรกิจต่าง ๆ จะต้องเผชิญกับ ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) ในระดับสูง แต่ความแตกต่างของอุตสาหกรรมมีผลต่อระดับความเสี่ยงทางธุรกิจแต่ละประเภทด้วย ความเสี่ยงทางธุรกิจคือภาวะที่ทำให้เกิดความไม่แน่นอนในการดำเนินธุรกิจซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจมีความไม่แน่นอนตามไปด้วย ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จัดว่าเป็นอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจอยู่ในเกณฑ์สูง เนื่องจากโดยตัวธุรกิจเองนั้นต้องใช้เงินลงทุนมหาศาลและมีต้นทุนคงที่สูง ราคาวัตถุดิบมีความผันผวน นอกจากนี้ยังได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอุปสงค์ ทำให้ยอดขายไม่แน่นอน การใช้ Leverage ในการจัดโครงสร้างเงินทุนนั้น มีทั้งข้อดีและข้อเสีย ข้อดีคือทำให้ WACC มีค่าต่ำ และส่งผลดีต่อมูลค่าของกิจการ แต่ข้อเสียคือ เป็นการเพิ่มความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) ให้แก่ธุรกิจ และเนื่องจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงอยู่แล้วเมื่อเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินเข้าไป ก็จะทำให้ความเสี่ยงรวมของกิจการ (Stand Alone Risk) มีค่าสูงตามไปด้วย ทำให้เกิดผลเสียในระยะยาวต่ออนาคตของธุรกิจและบั่นทอนความมั่นคงของส่วนของผู้ถือหุ้น ดังเช่นวิกฤตเศรษฐกิจ 2540 ซึ่งทำให้ธุรกิจที่ไร้ประสิทธิภาพในการจัดการโครงสร้างเงินทุนได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์

ปัจจุบันมีผู้ให้ความสนใจศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนอย่างกว้างขวาง โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา เช่น งานวิจัยของ Hackbarth และคณะ (2004) งานวิจัยของ Frank และ Goyal (2007) งานวิจัยของ Lyandres และ Zhdanov (2007) ซึ่งทั้งหมดยืนยันตามทฤษฎี Trade-off ว่าผลประโยชน์ด้านภาษีจากการก่อก่อน (Tax Shield) และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) มีนัยสำคัญต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจในสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ งานวิจัยของ Ju และคณะ (2004) ได้กล่าวเพิ่มเติมว่า ความผันผวนของมูลค่าสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับการก่อก่อน และการเพิ่มระยะเวลาชำระหนี้มีผลกระทบต่อ Leverage ในโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญอีกด้วย นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Kumar (2004) ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนใน

ประเทศอินเดีย พบว่าลักษณะ โครงสร้างเงินทุนของอินเดียอธิบายได้โดยทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory) เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Foronda และ Iturriaga (2007) ซึ่งพบว่ากลุ่มประเทศยุโรปที่ใช้ระบบกฎหมาย common law ก็มีลักษณะ โครงสร้างเงินทุนที่สามารถอธิบายได้โดยต้นทุนตัวแทนเช่นเดียวกัน สำหรับในประเทศไทยนั้น พบว่าการศึกษเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนยังมีไม่มากนัก และส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในภาพรวม โดยไม่มีการแบ่งตามลักษณะอุตสาหกรรมซึ่งมีความแตกต่างกันในหลายด้าน เช่น ลักษณะของการดำเนินธุรกิจ ลักษณะตลาด ต้นทุนการผลิต เป็นต้น งานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน เช่น ผลงานวิจัยของ รจเลข กัลปากรณ์ชัย (2545) ซึ่งพบว่ากิจการในประเทศไทยใช้การก่อหนี้เป็นเครื่องมือในการควบคุมผู้บริหาร ผลงานวิจัยของ บุศรินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) และ Mongkol Kamolchaisakkul (2008) ก็ได้ศึกษาพบว่ากรณีของประเทศไทยมีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) และผลการศึกษาของ อังคณา รุวะเจริญพานิช (2545) ซึ่งรายงานว่าการจับจังหวะตลาดไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนในกรณีของประเทศไทย เป็นต้น

จากความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนที่กล่าวข้างต้น ประกอบกับการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเฉพาะธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในกรณีของประเทศไทยนั้นยังมีน้อยมาก ทำให้ต้องการศึกษาถึงลักษณะ โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ตลอดจนทิศทางการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนเพื่อรับมือกับช่วงต่าง ๆ ของเศรษฐกิจ และค้นหาปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดในการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ เพื่อนำไปใช้ในการวางแผนทางการเงินในระยะยาว รวมทั้งสามารถนำไปใช้ในการจัดการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทั้งภายในและภายนอกธุรกิจ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง และเพื่อให้ธุรกิจดำรงอยู่อย่างยั่งยืนในระยะยาว เอื้อประโยชน์ต่อภาคธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่น ๆ ต่อไป

## 2. วัตถุประสงค์การวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ

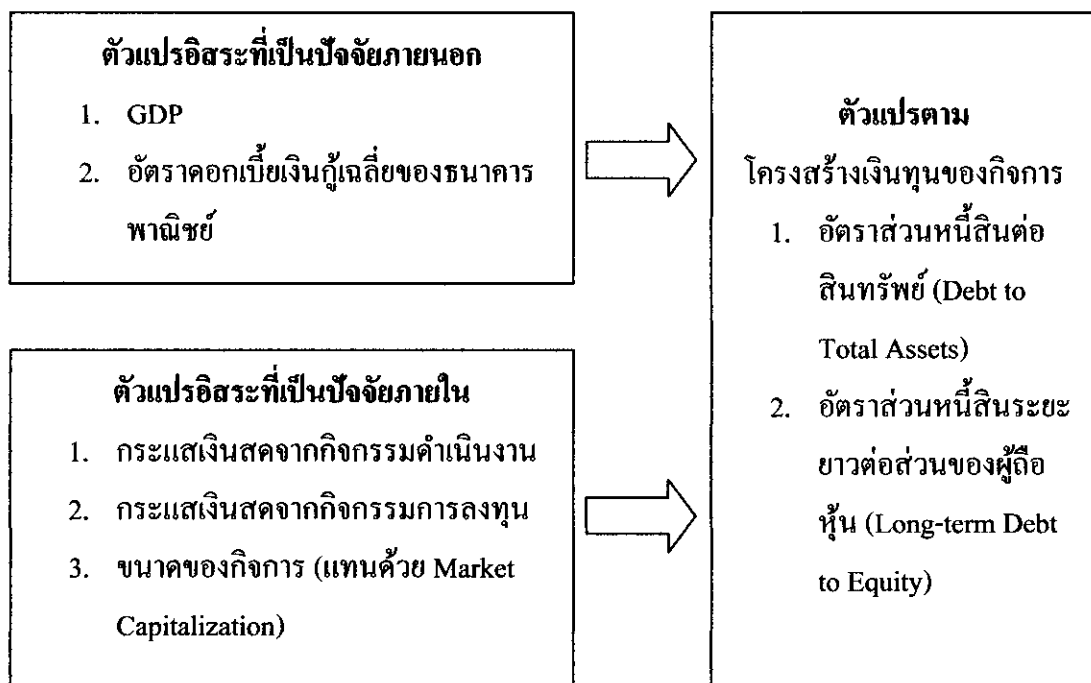
2.1 ศึกษาลักษณะ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2 วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.3 ระบุปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3. กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับการจัดโครงสร้างเงินทุน อาจารย์กรอบแนวคิดการวิจัยได้ดังภาพที่ 1.1



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

### 4. ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยไม่รวมกลุ่มย่อยกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนมีลักษณะเฉพาะ

4.1 กลุ่มตัวอย่างซึ่งมีข้อมูลครบถ้วน รวมจำนวน 29 บริษัท ประกอบด้วยกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ 13 บริษัทและกลุ่มวัสดุก่อสร้าง 16 บริษัท ระยะเวลาที่ใช้ในการวิจัย ตั้งแต่เดือนธันวาคม 2539 ถึงเดือนมิถุนายน 2552

4.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน (net cash flow from operation) กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (net cash flow from investment) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (gross domestic product – GDP) และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ (average loan interest of commercial bank)

4.3 การวิจัยครั้งนี้ใช้วิธีวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) ในการอธิบายลักษณะและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน และใช้วิธีการ Time - series Regressions Analysis ในการระบุปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน

## 5. นิยามศัพท์เฉพาะ

เพื่อให้เกิดความเข้าใจที่ถูกต้องตรงกัน ผู้วิจัยได้สรุปความหมายของคำศัพท์เฉพาะ ซึ่งจะได้กล่าวถึงในบทต่อ ๆ ไป มีดังต่อไปนี้

5.1 **โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)** หมายถึง การจัดสัดส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาวว่าควรมาจากแหล่งใด เป็นจำนวนหรือสัดส่วนเท่าไร โดยที่โครงสร้างเงินทุนจะต้องมีต้นทุนเฉลี่ยต่ำสุดภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

5.2 **โครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Optimal Capital Structure)** หมายถึง การจัดสัดส่วนของหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญมีมูลค่าสูงที่สุด

5.3 **บริษัทจดทะเบียน (Listed Company)** หมายถึง นิติบุคคลที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อระดมเงินทุนในระยะยาว

5.4 **ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate)** หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบธุรกิจหลักเกี่ยวกับการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทุกประเภทเพื่อขาย เพื่อให้เช่า ตลอดจนธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการก่อสร้าง การผลิตวัสดุก่อสร้าง และอื่น ๆ

5.5 **ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand-SET)** หมายถึง สถานที่สำหรับซื้อขายแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ระยะยาว ของ บริษัทมหาชนจำกัด ทำการซื้อขายเฉพาะหลักทรัพย์ที่ได้ออกจำหน่ายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปแล้วเท่านั้น หลักทรัพย์ระยะยาวจะประกอบไปด้วยตราสารหนี้ และตราสารทุนซึ่งประกอบไปด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ

ใบสำคัญแสดงสิทธิแบบต่าง ๆ ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ หุ้นกู้ และ หน่วยลงทุน เป็นต้น โดยเรียกว่าเป็นประเภทของตราสารเพื่อการลงทุน

**5.6 ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk)** หมายถึง ความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของธุรกิจนั้น โดยเฉพาะ เป็นภาวะความไม่แน่นอนของการดำเนินงานในอนาคต ทำให้กำไรจากการดำเนินงานของกิจการไม่แน่นอนตามไปด้วย ซึ่งแต่ละธุรกิจจะมีความเสี่ยงแตกต่างกันออกไป หรืออาจกล่าวว่าเป็นความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นสามัญในกรณีที่กิจการไม่มีการกู้ยืม

**5.7 ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk)** หมายถึง ความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับเพิ่มขึ้นจากการจัดหาเงินทุน โดยการก่อหนี้ ทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญของกิจการที่มีการก่อหนี้ ต้องการผลตอบแทนสูงขึ้นกว่ากรณีกิจการที่ไม่มีการกู้ยืม เป็นความเสี่ยงที่ผู้บริหารกิจการเลือกที่จะรับไว้หรือหลีกเลี่ยงก็ได้

**5.8 ความเสี่ยงรวมของธุรกิจ (Stand-Alone Risk)** หมายถึง ความเสี่ยงที่ธุรกิจได้รับในภาพรวมทั้งหมด ซึ่งเกิดจากความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) และความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk)

**5.9 ต้นทุนฟื้นฟูกิจการ หรือต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost)** หมายถึง ค่าใช้จ่ายทั้งหมดที่กิจการจะต้องเสียไปทั้งในด้านกฎหมาย การปรับ โครงสร้างหนี้หรือฟื้นฟูกิจการ ซึ่งเป็นผลมาจากการล้มละลาย และยังหมายรวมถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการสูญเสียลูกค้า ต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

**5.10 ผลประโยชน์ด้านภาษีหรือการปกป้องภาษีจากหนี้ (Tax Shield )** หมายถึง ผลประโยชน์ที่กิจการได้รับในรูปของการประหยัดภาษี จากการที่กิจการมีการก่อหนี้สินทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายประจำงวด ภาระภาษีจึงลดลง และสะท้อนผลประโยชน์ดังกล่าวออกมาในรูปของต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยที่ต่ำลงทำให้กิจการมีมูลค่าสูงขึ้น

**5.11 ต้นทุนเงินทุน (Cost of Capital)** หมายถึง ค่าตอบแทนที่ธุรกิจจ่ายให้แก่เจ้าของเงินทุน เช่น การจ่ายดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้เงินกู้ การจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ

**5.12 ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ย (Weight Average Cost of Capital : WACC)** หมายถึง ต้นทุนเงินทุนของ โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจซึ่งมีการจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ หลายประเภท



## 6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

6.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการพิจารณากำหนดมาตรการพิเศษเพื่อกระตุ้นการระดมทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในภาวะที่ตลาดซบเซาหรือเพื่อลดผลกระทบจากความร้อนแรงในการเก็งกำไรของนักลงทุน

6.2 รัฐบาลสามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปใช้ประกอบการพิจารณาในการกำหนดนโยบายการคลังและนโยบายการเงินเพื่อการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์หรือเพื่อป้องกันการเกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ได้เป็นอย่างดี ซึ่งจะส่งผลดีต่อภาพรวมเศรษฐกิจของประเทศ ตลอดจนหน่วยงานที่ทำหน้าที่กำกับดูแลภาคอสังหาริมทรัพย์ก็สามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการตัดสินใจดำเนินนโยบายที่เกี่ยวข้องและเป็นประโยชน์ต่อภาคอสังหาริมทรัพย์ต่อไป

6.3 ผู้ประกอบการในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างทั้งที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคและสภาพแวดล้อมทางการแข่งขันในปัจจุบันได้มากยิ่งขึ้น

6.4 ผู้ประกอบการที่เป็นธุรกิจเกี่ยวเนื่องกับภาคอสังหาริมทรัพย์สามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปใช้ในการประกอบการตัดสินใจทางธุรกิจของตน

6.5 นักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปใช้ประกอบการวิเคราะห์หลักทรัพย์และประเมินสถานการณ์ต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างได้อย่างแม่นยำมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อภาพรวมของการระดมทุนในตลาดทุนของประเทศไทย โดยเฉพาะในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

6.6 นักวิชาการหรือนักวิจัยสามารถนำผลการวิจัยที่ได้ไปศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

## บทที่ 2

### ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

ในบทนี้ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ซึ่งหัวข้อในการศึกษาแบ่งออกเป็น 5 เรื่อง ได้แก่

1. ความเป็นมาและวิวัฒนาการของการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย
  2. ความสำคัญของภาคอสังหาริมทรัพย์
  3. วิถุเศรษฐกิจ 2540 กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย
  4. ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์แห่งชาติ
  5. การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์
- สำหรับหัวข้อที่กล่าวข้างต้นจะอธิบายโดยละเอียดต่อไป

#### 1. ความเป็นมาและวิวัฒนาการของการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย

การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยนั้นมีประวัติความเป็นมาอันยาวนาน เพื่อให้สามารถเห็นวิวัฒนาการ ได้อย่างชัดเจน จึงได้แบ่งช่วงของการเปลี่ยนแปลงออกเป็น 3 ช่วง ได้แก่

1. ช่วงก่อนการปฏิวัติ พ.ศ.2475
2. ช่วงหลังการปฏิวัติ พ.ศ.2475 ถึงปี พ.ศ.2500
3. ปี พ.ศ.2500 ถึงปัจจุบัน

รายละเอียดมีดังต่อไปนี้

1.1 ช่วงก่อนการปฏิวัติปี พ.ศ. 2475 ประเทศไทยเริ่มมีเค้าโครงของการให้ความสำคัญกับอสังหาริมทรัพย์มาตั้งแต่ปี พ.ศ.2433 หรือเมื่อประมาณ 120 ปีก่อน ในรัชสมัยพระบาทสมเด็จพระจุลจอมเกล้าเจ้าอยู่หัว โดยโครงการจัดสรรแรกคือการจัดสร้างคลองรังสิต มีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาพื้นที่บริเวณทุ่งรังสิตให้เป็นแหล่งเพาะปลูกข้าว รองรับการขยายตัวของ การส่งออกข้าว ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกอันดับหนึ่งของไทยในขณะนั้น (วิกิพีเดีย 2553) ต่อมาในช่วงปี พ.ศ.2460 – 2465 หรือช่วง 10-15 ปีก่อนการปฏิวัติ 2475 ก็ได้มีการจัดสรรที่ดินบริเวณสาทร วิทยุ ราชดำริ เพลินจิตและพญาไท เพื่อให้ข้าราชการบริพารได้ใช้เป็นที่อยู่อาศัย

1.2 ช่วงหลังการปฏิวัติปี พ.ศ. 2475 ถึงปี พ.ศ. 2500 การให้ความสำคัญต่อภาค อสังหาริมทรัพย์เริ่มเห็นชัดเจนขึ้นนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2475 (ปีแห่งการปฏิวัติ) ซึ่งรัฐบาลได้ตรา พระราชบัญญัติผังเมืองขึ้นในปีเดียวกันนี้ ต่อมาในปี พ.ศ. 2483 ปัญหาการขาดแคลนที่อยู่อาศัยใน ประเทศไทยเริ่มเด่นชัดขึ้น โดยเฉพาะในกรุงเทพมหานคร เนื่องจากประชาชนในชนบทได้อพยพ เข้ามาอยู่อาศัยในกรุงเทพมหานครเพิ่มมากขึ้น และมีแนวโน้มว่าจะเป็นปัญหาสำคัญในอนาคต รัฐบาลจึงต้องมีการวางแผนเพื่อแก้ปัญหาในระยะเริ่มต้น จึงได้จัดตั้ง "กองเคหะสถานสงเคราะห์" สังกัดกรมประชาสงเคราะห์ กระทรวงมหาดไทย เพื่อสร้างบ้านให้สมาชิกนิคมสร้างตนเองใน ชนบท และสร้างอาคารสงเคราะห์สำหรับประชาชนในกรุงเทพมหานคร รัฐบาลได้จัดตั้ง "ธนาคาร อาคารสงเคราะห์" เป็นรัฐวิสาหกิจ สังกัดกระทรวงการคลัง เพื่อส่งเสริมและเพิ่มอาคารสงเคราะห์ ให้แก่ประชาชน ให้ประชาชนมีโอกาสเป็นเจ้าของบ้านพร้อมที่ดิน ส่งเสริมการดำเนินงานสร้างที่ อยู่อาศัย ทั้งในภาครัฐบาลและเอกชน (จุมพจน์ วนิชกุล 2552)

1.3 ปี พ.ศ. 2500 ถึงปัจจุบัน รัฐบาลได้เริ่มโครงการก่อสร้างอาคารคอนกรีตเสริม เหล็กขึ้นครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2506 ซึ่งก็คือแฟลตดินแดงในปัจจุบัน แต่ปรากฏว่าในยุคนี้กระแสดอ บรับจากประชาชนไม่คึก เพราะไม่สามารถตอบสนองความต้องการ ได้ดีเท่าที่ควร สำหรับ ภาคเอกชนเริ่มมีบทบาทในภาคอสังหาริมทรัพย์ในช่วงปีนี้เช่นเดียวกัน แต่เป็นลักษณะของตลาด จัดสรรที่ดิน แล้วปลูกสร้างบ้านกันเอง ซึ่งได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายมากในเขตชานเมือง โดย มีกลุ่มลูกค้าที่สำคัญซึ่งก็คือกลุ่มข้าราชการ

ต่อมาในปี พ.ศ. 2511 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยเริ่มมีความชัดเจนมาก ยิ่งขึ้น เป็นครั้งแรกที่คนไทยได้รู้จักกับคำว่า "บ้านจัดสรร" ซึ่งบ้านจัดสรรในสมัยนั้นเป็นรูปแบบ บ้านเดี่ยว และนับว่าเป็นช่วงที่เฟื่องฟูมากสำหรับธุรกิจบ้านจัดสรร โดยพบว่าในปี พ.ศ.2512 ประเทศไทยมีโครงการบ้านจัดสรรประมาณ 40 โครงการ รัฐบาลเริ่มมีการควบคุมการจัดสรรด้ว ยการออกประกาศคณะปฏิวัติฉบับที่ 286 เมื่อ พ.ศ.2515 เพื่อให้การจัดสรรที่ดินและทำบ้านจัดสรรมี ระเบียบเพื่อคุ้มครองผู้บริโภค อย่างไรก็ตามภาวะเฟื่องฟูของตลาดอสังหาริมทรัพย์ก็ซวนเซเมื่อมี ปัญหาวิกฤตน้ำมันโลกเมื่อ พ.ศ.2516 (โสภณ พรโชคชัย 2549)

ภายหลังการฟื้นตัวจากวิกฤตน้ำมัน ที่อยู่อาศัยรูปแบบใหม่ก็ได้เกิดขึ้นในประเทศไทย ในปี พ.ศ.2519 ได้แก่ที่อยู่อาศัยในรูปแบบของ "ทาวน์เฮาส์" ซึ่งนับว่ามีการตอบรับที่ดีและเติบโต อย่างต่อเนื่อง ต่อมาในปี พ.ศ. 2522 ก็เกิดนวัตกรรมด้านที่อยู่อาศัยรูปแบบใหม่ ได้แก่ อาคารชุด หรือคอนโดมิเนียม จนรัฐบาลต้องตราพระราชบัญญัติอาคารชุดขึ้น ในปีเดียวกันนี้ แต่ก็ไม่ทันที่ อาคารชุดจะได้เฟื่องฟูอยู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ ก็ต้องเผชิญกับวิกฤตน้ำมันอีกครั้งหนึ่ง ธุรกิจ อาคารชุดจึงเกิดขึ้นจริงได้ในปี พ.ศ.2524 และได้รับความนิยมอย่างต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน

## 2. ความสำคัญของภาคอสังหาริมทรัพย์

เมื่อกล่าวถึงธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ คนส่วนใหญ่มักเข้าใจว่า หมายถึง ธุรกิจบ้านจัดสรร ที่ดิน อาคารพาณิชย์ และคอนโดมิเนียม แต่ในความหมายที่แท้จริงแล้ว ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์หมายรวมถึง ธุรกิจอีกหลายประเภท เช่น การก่อสร้าง การพัฒนาที่ดินเพื่อขาย การเช่า พัฒนาคอมพิวเตอร์เพื่ออยู่อาศัย สนามกอล์ฟหรือสโมสรกีฬาหรือสถานตากอากาศ การให้เช่าอาคารสำนักงานและที่อยู่อาศัย (สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย 2537) จึงถือได้ว่าภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นภาคธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกับธุรกิจประเภทอื่น ๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อม เป็นเสมือนฟันเฟืองสำคัญของระบบเศรษฐกิจของประเทศ ความสำคัญของภาคอสังหาริมทรัพย์สามารถแบ่งได้ดังนี้

**2.1 ความสำคัญต่อภาคการเงิน (Financial Sector)** ได้แก่ ความต้องการเงินทุนทั้งจากในและต่างประเทศ การประกันภัยสิ่งปลูกสร้างต่าง ๆ การดำเนินธุรกิจในรอบอสังหาริมทรัพย์ เช่น กำไรจากการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์หรือหลักทรัพย์ ค่านายหน้า ค่าธรรมเนียม ฯลฯ และการที่ภาครัฐบาลมีนโยบายส่งเสริมให้ประชาชนใช้จ่ายบริโภคในภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยมีธนาคารพาณิชย์เป็นเครื่องมือในการขับเคลื่อนนโยบาย ด้วยการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยในอัตราดอกเบี้ยต่ำมาตลอดทุกยุคทุกสมัย ทำให้สัดส่วนเงินให้สินเชื่อของภาคอสังหาริมทรัพย์ทั้งในส่วนการบริโภคและการประกอบการมีอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับเงินให้สินเชื่อทั้งระบบ

ตารางที่ 2.1 สัดส่วนเงินให้สินเชื่อคงค้างภาคอสังหาริมทรัพย์เปรียบเทียบกับเงินให้สินเชื่อคงค้างทั้งระบบตั้งแต่ปี 2543 – 2552

ปี	เงินให้สินเชื่อคงค้าง	เงินให้สินเชื่อคงค้าง	สัดส่วน
	ภาคอสังหาริมทรัพย์ (ล้านบาท)	รวมทั้งระบบ (ล้านบาท)	
2543	710,420.00	5,032,290.83	14.12%
2544	600,049.00	4,836,651.58	12.41%
2545	655,463.00	4,662,602.33	14.06%
2546	736,584.84	4,985,375.75	14.77%
2547	822,526.49	5,365,155.75	15.33%
2548	933,109.16	5,723,049.25	16.30%
2549	1,019,113.30	5,925,481.00	17.20%
2550	1,144,358.59	6,091,072.50	18.79%
2551	1,284,339.40	7,167,407.00	17.92%
2552	1,336,872.68	7,645,708.00	17.49%

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย (<http://www.bot.or.th>)

จากตารางที่ 2.1 จะเห็นได้ว่า นับตั้งแต่ปี 2543 จนถึงปี 2552 เงินให้สินเชื่อคงค้างภาคอสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องเมื่อเปรียบเทียบกับเงินให้สินเชื่อรวมทั้งระบบ ถึงแม้ในปี 2551 เป็นต้นมา สัดส่วนดังกล่าวจะมีแนวโน้มลดลงเล็กน้อย แต่ก็นับว่าเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าในอดีต กล่าวคือ ในปี 2543 สัดส่วนสินเชื่อคงค้างภาคอสังหาริมทรัพย์อยู่ที่ 14.12% ของสินเชื่อคงค้างทั้งระบบ และได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 18.79% ในปี 2550 และในปีเดียวกันนี้เองได้เกิดวิกฤตน้ำมันโลก ซึ่งภาคอสังหาริมทรัพย์เองก็ได้รับผลกระทบเช่นเดียวกับภาคส่วนอื่น ๆ จากเหตุดังกล่าวส่งผลกระทบต่อสัดส่วนเงินให้สินเชื่อทำให้เกิดการชะลอตัวและลดลงต่อเนื่องมาจนถึงปี 2552 แสดงให้เห็นได้อย่างเป็นรูปธรรมว่า ผลกระทบจากภาคอสังหาริมทรัพย์ส่งผลกระทบต่อการใช้สินเชื่อแก่ผู้ซื้อที่อยู่อาศัยรายใหม่ ผู้ประกอบการภาคอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงสินเชื่อของลูกค้ารายเดิม และสถาบันการเงินต่าง ๆ ด้วย

**2.2 ความสำคัญต่อธุรกิจเกี่ยวเนื่องภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นภาคธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจอื่น ๆ อีกหลายภาคส่วน ได้แก่**

**2.2.1 ด้านอุตสาหกรรม** ทำให้เกิดอุตสาหกรรมเกี่ยวเนื่อง เช่น อุตสาหกรรมเหล็ก วัสดุก่อสร้าง อิฐ ปูนซีเมนต์ เฟอร์นิเจอร์ สุขภัณฑ์ อุปกรณ์อำนวยความสะดวกในครัวเรือน เป็นต้น

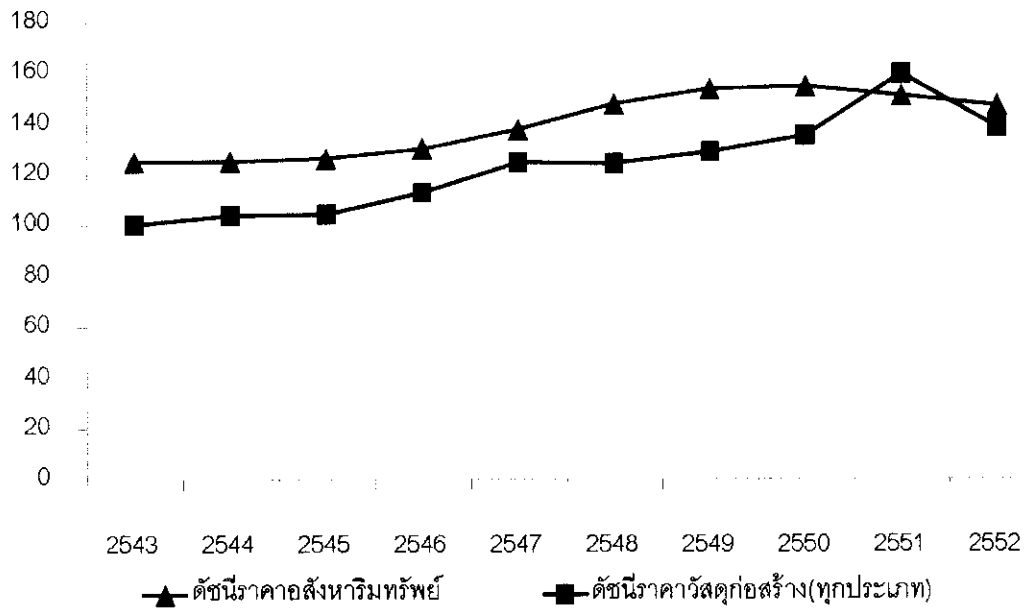
**2.2.2 ด้านการก่อสร้าง** เป็นธุรกิจที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งไม่อาจแยกออกจากกันได้โดยสิ้นเชิง ในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ผู้ประกอบการอาจไม่ได้เป็นผู้ก่อสร้างโครงการต่าง ๆ เอง แต่จะต้องมีการจัดหาบริษัทก่อสร้างมาดำเนินการอีกต่อหนึ่ง เช่น ภาครัฐต้องการลงทุนในโครงการ Megaproject ก็จะต้องคัดเลือกบริษัทก่อสร้าง และบริษัทก่อสร้างก็จะมีการจ้างบริษัทรับเหมารายย่อย ๆ เพื่อทำงานในแต่ละส่วน หรือที่เรียกว่า subcontract เป็นการสร้างกระแสเงินในระบบเศรษฐกิจ

**2.2.3 ด้านสาธารณูปโภค** ที่ใดก็ตามที่มีการก่อสร้างบ้านเรือน สำนักงาน หรือโครงการอสังหาริมทรัพย์ต่าง ๆ ย่อมทำให้เกิดการขยายตัวของสาธารณูปโภคพื้นฐาน ได้แก่ ไฟฟ้า น้ำประปา ตามไปด้วยทุก ๆ พื้นที่ เพราะสิ่งเหล่านี้จะขาดเสียมิได้เลยในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นการยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชนให้มีความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น

**2.2.4 ด้านคมนาคม** ทำให้การคมนาคมขนส่งมีการขยายตัว ทั้งในส่วนของระบบโทรศัพท์ การขนส่งมวลชนที่เชื่อมโยงระหว่างชุมชนต่าง ๆ ประชาชนได้รับความสะดวกสบาย

**2.2.5 ด้านบริการ** ทำให้เกิดงานบริการต่าง ๆ เช่น วิศวกร สถาปนิก ประเมินราคา การรักษาความปลอดภัย บริการทำความสะอาด บริการกำจัดปลวก เป็นต้น

**2.2.6 ด้านเกษตร** ช่วยเพิ่มทางเลือกในการประกอบอาชีพแก่เกษตรกร ได้แก่ การจัดคอกแต่งสวน การเพาะปลูกไม้ดอกไม้ประดับ ปลูกหญ้าขาย จำหน่ายพันธุ์ปลาตู้ เป็นต้น

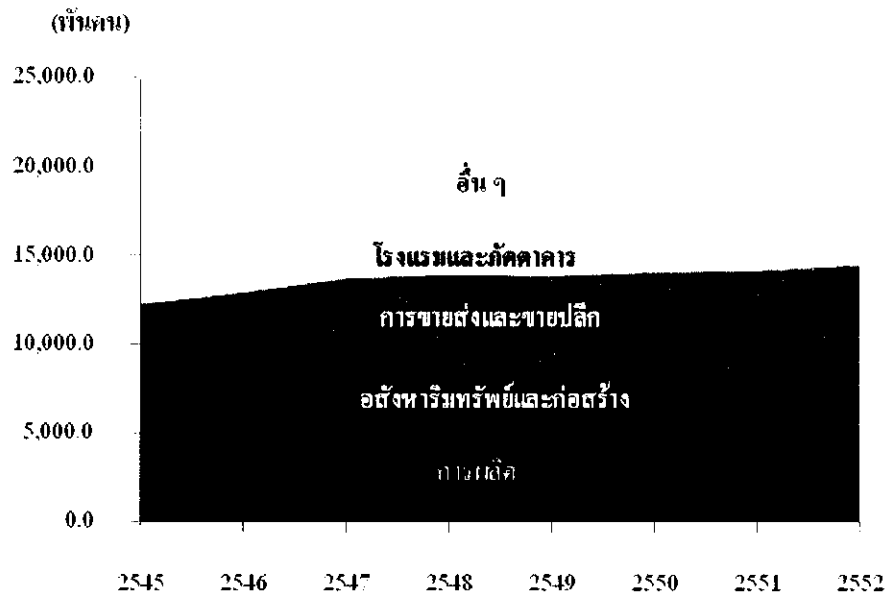


ภาพที่ 2.1 ทิศทางการเติบโตของดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์และดัชนีราคาวัสดุก่อสร้าง ปี 2543 – 2552

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (<http://www.bot.or.th>) ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ (<http://www.reic.or.th>)

จากภาพที่ 2.1 ได้แสดงให้เห็นถึงความเกี่ยวข้องกันระหว่างภาคอสังหาริมทรัพย์และธุรกิจเกี่ยวเนื่อง กล่าวคือ ดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในช่วงปี 2543 – 2550 และเริ่มชะลอตัวนับตั้งแต่ปี 2550 เป็นต้นมา ในขณะที่เดียวกันอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้าง ซึ่งเป็นธุรกิจเกี่ยวเนื่องโดยตรงกับภาคอสังหาริมทรัพย์ ก็มีแนวโน้มการเติบโตอยู่ในทิศทางเดียวกันมาตั้งแต่ปี 2543 และถึงแม้ในปี 2550 ทิศทางของราคาวัสดุก่อสร้างกลับยังอยู่ในช่วงขาขึ้น ซึ่งเป็นช่วงเวลาเดียวกันกับที่ภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มมีการชะลอตัว แต่ในที่สุดก็เริ่มชะลอตัวตามกันมานับตั้งแต่ปี 2551

**2.3 ความสำคัญต่อภาคการจ้างงาน** ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างมีส่วนสำคัญต่อการจ้างงานในประเทศในระดับที่สูง โดย ณ ไตรมาส 3 ของปี 2552 มีการจ้างงานในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างไม่ต่ำกว่า 3 ล้านคน หรือคิดเป็น 12.95% ของการจ้างงานทั้งหมด (สยามธุรกิจ 2553)

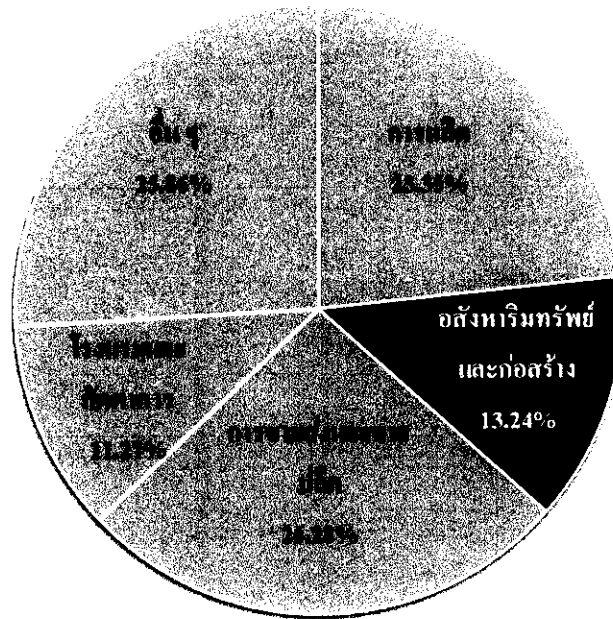


ภาพที่ 2.2 สัดส่วนการจ้างแรงงานนอกภาคเกษตรตั้งแต่ปี 2545 - 2552

ที่มา: สำนักงานสถิติแห่งชาติ (<http://www.nso.go.th>)

จากภาพที่ 2.2 ได้แสดงให้เห็นว่าภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีสัดส่วนการจ้างแรงงานทั้งประเทศอยู่ในอันดับต้น ๆ ของการจ้างแรงงานทั้งหมดมาโดยตลอด เป็นรองก็เพียงภาคการผลิตและภาคการขายส่งและปลีกเท่านั้น ดังนั้น หากภาคอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบ ภาคการจ้างแรงงานก็จะได้รับผลกระทบตามไปด้วยอย่างแน่นอน





ภาพที่ 2.3 สัดส่วนการจ้างแรงงานนอกภาคเกษตรปี 2552

ที่มา: สำนักงานสถิติแห่งชาติ (<http://www.nso.go.th>)

จากภาพที่ 2.3 เป็นแผนภูมิแสดงสัดส่วนการจ้างแรงงานนอกภาคเกษตรในปี 2552 ซึ่งมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 23,013,785 คน ภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีสัดส่วนการจ้างแรงงานสูงเป็นอันดับ 3 ของการจ้างแรงงานทั้งหมด คิดเป็นร้อยละ 13.24% หรือเท่ากับ 3,047,055 คน

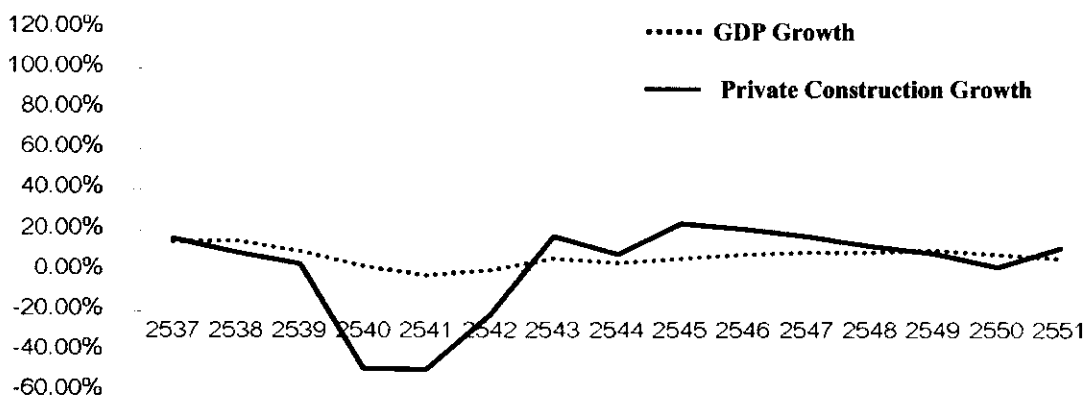
#### 2.4 ความสำคัญต่อภาครัฐบาล มีรายละเอียดดังนี้

**2.4.1 ด้านรายได้** การทำธุรกรรมเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ รัฐบาลจะมีการเรียกเก็บภาษีและค่าธรรมเนียม เช่น ภาษีธุรกิจเฉพาะ ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา อากรแสตมป์ ค่าธรรมเนียมการโอน ค่าธรรมเนียมการซื้อขาย ค่าธรรมเนียมจำนอง ค่าธรรมเนียมแบ่งแยกโฉนด ค่าธรรมเนียมออกโฉนด เป็นต้น

**2.4.2 ด้านรายจ่าย** รัฐบาลใช้ภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นเครื่องมือในการดำเนินนโยบายการคลังโดยเฉพาะในการใช้มาตรการขาดดุลงบประมาณด้วย Megaproject ต่าง ๆ เพื่อเพิ่มเม็ดเงินในระบบเศรษฐกิจจากการใช้จ่ายของรัฐบาลเอง

**2.5 ความสำคัญต่อเศรษฐกิจโดยรวม** เมื่อมีโครงการก่อสร้างไม่ว่าจะเป็นภาคเอกชน หรือภาครัฐ ก็ทำให้มีอุปทานสินค้าและวัตถุดิบต่าง ๆ ที่จำเป็นสำหรับการก่อสร้างตามมาอย่างมากมาย ปัจจัยการผลิตหลัก ๆ ได้แก่ ไม้ อิฐ หิน ปูน ทราย กระเบื้อง ผลิตภัณฑ์เหล็ก อุปกรณ์ไฟฟ้า เครื่องจักร น้ำมันเชื้อเพลิง การขนส่ง การเงินการธนาคาร และบริการทางธุรกิจอื่น ๆ เป็นต้น เมื่อสาขาการผลิตต่าง ๆ มีความเกี่ยวข้องกัน โดยที่ผลผลิตของสาขาต่าง ๆ เป็นปัจจัยการผลิตของสาขาอื่น ๆ การขยายตัวของธุรกิจสาขาใดสาขาหนึ่งย่อมมีผลสะท้อนไปถึงการขยายตัวของสาขาอื่น ๆ

ดังนั้น เมื่อภาคอสังหาริมทรัพย์มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจส่วนรวม จึงไม่น่าแปลกใจที่การขยายตัวของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จะมีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจส่วนรวม (สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย 2537)



ภาพที่ 2.4 แผนภูมิแสดงความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของ GDP และการก่อสร้างภาคเอกชน

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (<http://www.nesdb.go.th>)

จากภาพที่ 2.4 การขยายตัวของการก่อสร้างภาคเอกชนมีลักษณะการขยายตัวที่สูงและต่ำเป็นระลอก เช่นเดียวกับการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจส่วนรวม เพียงแต่การขยายตัวของการก่อสร้างภาคเอกชนมีความผันผวนมากกว่าเศรษฐกิจส่วนรวม

**2.6 ความสำคัญต่อตลาดทุนและนักลงทุน** ตลาดทุนเป็นหัวใจสำคัญของการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ เนื่องจากการระดมเงินจากผู้ที่มีเงินส่วนเกิน โดยตรงไปสู่บริษัทซึ่งต้องการเงินทุนและนำเงินทุนนั้นไปใช้ให้เกิดประโยชน์สูงสุด ซึ่งจะส่งผลในด้านบวกต่อระบบเศรษฐกิจ การขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แผนการปฏิรูปทางการเงิน การเปิดเสรีทางการเงิน และการพัฒนาโครงสร้างทางการเงินทำให้บริษัทที่ต้องการระดมทุนมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและสามารถระดมเงินทุนได้มากขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2546:177) ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง ทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของผู้ประกอบการนอกจากสินเชื่อสถาบันการเงินแล้ว การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของผู้ประกอบการ และเป็นการเพิ่มทางเลือกให้แก่นักลงทุนด้วย นักลงทุนจะใช้ข้อมูลด้านอสังหาริมทรัพย์และการดำเนินธุรกิจของบริษัทประกอบการตัดสินใจลงทุน หากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีการขยายตัว ย่อมส่งผลต่อราคาหุ้นในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสูงขึ้น นักลงทุนที่ต้องการถือครองหลักทรัพย์เพียงระยะสั้น ก็จะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างของราคา การซื้อขายในตลาดทุนก็จะมีสภาพคล่องสูง เกิดกระแสเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจสูง สำหรับนักลงทุนระยะยาวก็จะได้รับผลตอบแทนจากการดำเนินงานที่ดีของบริษัท แต่หากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีทิศทางที่ไม่ค่อยสดใส นักลงทุนระยะสั้นก็จะประเมินราคาหุ้นสามัญต่ำลง การซื้อขายในตลาดก็ขาดสภาพคล่อง นักลงทุนระยะยาว ก็จะไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดหวัง ทำให้ภาพรวมของตลาดทุนซบเซา

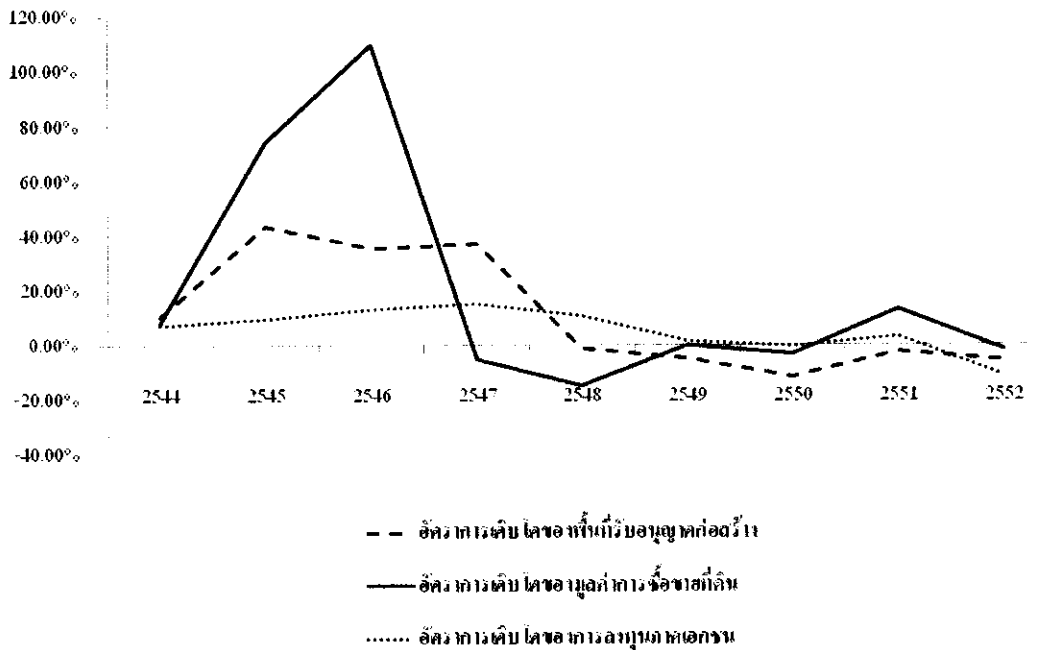
เมื่อมองในภาพรวมแล้วอาจกล่าวได้ว่า ระบบเศรษฐกิจของประเทศไทยเป็นระบบเปิด ย่อมได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจโลกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ เมื่อบรรยากาศการลงทุนในประเทศอยู่ในสถานการณ์ที่ดี ก็ย่อมจะดึงดูดให้นักลงทุนจากประเทศต่าง ๆ เข้ามาลงทุนในประเทศมากขึ้น ประกอบกับการสนับสนุนการลงทุนของภาครัฐ ทำให้เกิดการไหลเข้าของเงินทุน (Foreign Direct Investment หรือ FDI) ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่ช่วยกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยให้เกิดการตื่นตัว จากที่เคยเป็นที่ไร้ ที่นา ที่สวน ก็กลายเป็นที่ตั้ง โรงงานอุตสาหกรรม เป็นบ้านจัดสรร เป็นห้างสรรพสินค้า เมื่อศักยภาพสูงขึ้นราคาก็ย่อมสูงขึ้น เกิดธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง ธุรกิจพัฒนาที่ดิน เมื่อมีกิจกรรมด้านอุตสาหกรรมเกิดขึ้น การจ้างแรงงานก็เกิดขึ้นตามมา รายได้จากการจ้างแรงงานที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับรายได้จากการเกษตร แรงงานเกิดการไหลเข้าเมือง ทำให้ต้องมีการพัฒนาที่อยู่อาศัยและการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ก็เกิดตามมาอีกนับไม่ถ้วน

ในทางกลับกัน หากมีเหตุการณ์ต่าง ๆ มากระทบต่อบรรยากาศการลงทุน เช่น ปัญหาทางการเมือง หรือปัญหาด้านเศรษฐกิจของประเทศ เป็นต้น ก็จะทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุน

ส่งผลให้ FDI ของประเทศลดลงหรือมีค่าติดลบ ซึ่งเกิดจากความไม่เชื่อมั่นของนักลงทุน ทำให้นักลงทุนทั้งหลายปิดกิจการหรือย้ายเงินลงทุนไปประเทศอื่น เกิดการว่างงาน ประชาชนไม่มีรายได้ กำลังซื้อไม่มี ธุรกิจแทบทุกประเภทก็ย่อมได้รับผลกระทบตาม ธุรกิจที่มีต้นทุนคงที่ (Fixed Cost) ต่ำอาจตัดสินใจออกจากธุรกิจได้โดยง่าย แต่สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง มีต้นทุนคงที่สูง การตัดสินใจออกจากธุรกิจจึงเป็นเรื่องยาก แต่ธุรกิจก็จะต้องเผชิญกับภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจ

โสภณ พรโชคชัย (2549) กล่าวว่า ความจริงคือ ความผันผวนทางเศรษฐกิจทำให้เกิดวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ เพราะโดยธรรมชาติแล้วอสังหาริมทรัพย์เป็นตัวแปรตามที่เปลี่ยนแปลงไปตามภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยแวดล้อมอื่น ๆ อสังหาริมทรัพย์เป็นเครื่องแสดงความมั่งคั่ง เมื่อเศรษฐกิจดี ประชาชนก็ซื้ออสังหาริมทรัพย์ (เช่นเดียวกับซื้อทองหรือทรัพย์สินอื่น ๆ) ไว้ใช้สอยและลงทุน แต่หากเศรษฐกิจมีปัญหา ก็จะขายทิ้งเพื่อนำเงินมาใช้สอยหรือใช้หนี้ วิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 ทำให้แม้แต่โครงการอสังหาริมทรัพย์ที่มีศักยภาพดียังไม่สามารถอยู่รอดได้ เพราะสถานการณ์เงินต่าง ๆ งดอำนวยความสะดวก โครงการต่าง ๆ จึงล้มลง

ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2550) กล่าวว่า ในช่วงปี 2530 – 2539 เป็นช่วงที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีการขยายตัวในอัตราที่สูง เนื่องมาจากการที่ภาครัฐมีนโยบายสนับสนุนการลงทุนในประเทศ และการให้การสนับสนุนนักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศ การท่องเที่ยว ทำให้เกิดการจ้างงานจำนวนมาก กำลังซื้อของผู้บริโภคเพิ่มสูงขึ้นมาก มีการลงทุนก่อสร้างโครงการที่อยู่อาศัยเป็นจำนวนมาก รวมถึงโครงการคอนโดมิเนียม ขณะเดียวกันความต้องการที่ดินเพื่อก่อสร้างโรงงานอุตสาหกรรม โรงแรม ศูนย์การค้า และสิ่งก่อสร้างต่าง ๆ เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ความเชื่อมั่นต่อบรรยากาศการลงทุน โดยเฉพาะการลงทุนอสังหาริมทรัพย์ทำให้เกิดภาวะการซื้อเพื่อเก็งกำไรมากขึ้น ราคาที่ดินปรับตัวสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์



ภาพที่ 2.5 ทิศทางการเติบโตของเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจปี 2544 – 2552

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (<http://www.bot.or.th>)

จากภาพที่ 2.5 ดัชนีชี้ภาวะเศรษฐกิจทั้ง 3 ประเภท ได้แก่ 1) อัตราการเติบโตของพื้นที่รับอนุญาตก่อสร้าง 2) อัตราการเติบโตของมูลค่าการซื้อขายที่ดิน และ 3) อัตราการเติบโตของการลงทุนภาคเอกชน โดยให้ดัชนีพื้นที่รับอนุญาตก่อสร้างและดัชนีมูลค่าการซื้อขายที่ดินเป็นตัวแทนของภาคอสังหาริมทรัพย์ และการลงทุนภาคเอกชนเป็นตัวแทนเศรษฐกิจของประเทศ จะเห็นได้ว่า ถึงแม้ดัชนีดังกล่าวจะมีระดับการเติบโตที่แตกต่างกัน แต่ทิศทางการเติบโตกลับใกล้เคียงกันอย่างมาก กล่าวคือ นับตั้งแต่ปี 2544 เป็นต้นมาจนถึงปี 2546 ประเทศไทยอยู่ในช่วงเศรษฐกิจขยายตัวทำให้ดัชนีทั้ง 3 ประเภทมีอัตราการเติบโตสูง จะเห็นได้ว่ามูลค่าการซื้อขายที่ดินมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ต่อมาในปี 2547 ผลกระทบจากราคาน้ำมันดิบโลกที่สูงขึ้น บวกกับการที่ธนาคารกลางสหรัฐปรับอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น นอกจากนี้ประเทศไทยยังประสบปัญหาไข้หวัดนกระบาด ตลาดโลกขาดความเชื่อมั่น ทั้งหมดส่งผลกระทบต่อการลงทุนในประเทศ ทำให้ดัชนีมีการปรับตัวในอัตราที่ลดลงและต่อเนื่องมาจนถึงปี 2548 และด้วยปัญหาการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในปี 2549 ประกอบกับราคาน้ำมันดิบโลกที่มีการปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและรวดเร็ว ทำให้การลงทุนภายในประเทศยังคงชะลอตัวมาจนถึงปี 2550 ถึงแม้ในปี 2551 รัฐบาลจะ

พยายามใช้นโยบายการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศด้วยการขาดดุลงบประมาณ แต่ปัญหาเศรษฐกิจโลกอย่าง Hamburger Crisis ก็ไม่อาจทำให้อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจไทยเป็นที่น่าพอใจนัก จะเห็นได้จากการลงทุนภาคเอกชนเติบโตในอัตรารต่ำและภาคอสังหาริมทรัพย์เองก็เช่นเดียวกัน และยังคงมีอัตราการเติบโตลดลงอีกในปี 2552 เนื่องจากปัญหาความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศ จากภาพที่ 2.5 มีจุดที่น่าสังเกตคือภาคอสังหาริมทรัพย์มีความอ่อนไหวต่อระบบเศรษฐกิจสูง ในช่วงที่การลงทุนภาคเอกชนมีการปรับตัวสูงขึ้น มูลค่าการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์และพื้นที่รับอนุญาตก่อสร้างจะมีอัตราการเพิ่มที่สูงกว่า แต่ในภาวะที่เศรษฐกิจตกต่ำ การลงทุนมีอัตรารต่ำ ภาคอสังหาริมทรัพย์ก็จะได้รับผลกระทบที่รุนแรงกว่ามากเช่นเดียวกัน

สำหรับประเทศไทย มาตรการและนโยบายด้านอสังหาริมทรัพย์ในไทยนั้น ไม่ได้มีการกำหนดนโยบายหรือมาตรการอย่างแน่นอน ส่วนใหญ่เมื่อประสบปัญหาหรือวิกฤตด้านอสังหาริมทรัพย์ มักจะกำหนดมาตรการหรือนโยบายขึ้นใช้เพียงแค่แก้ปัญหาเฉพาะหน้าเท่านั้น และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มักจะถูกกล่าวโทษว่าเป็นสาเหตุ เพราะเมื่อเศรษฐกิจอสังหาริมทรัพย์เริ่มตก เศรษฐกิจในด้านอื่น ๆ ก็พลอยได้รับผลกระทบด้วยเช่นกัน ฉะนั้น ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของไทย ควรที่จะมีการกำหนดนโยบายหรือมาตรการอย่างแน่นอน เพื่อจะได้ไม่เกิดผลกระทบกับหลาย ๆ ฝ่ายในอนาคต (อิสระ บุญยัง 2552)

จากข้อมูลต่าง ๆ ข้างต้นสามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ เพราะนอกจากจะเป็นธุรกิจที่มีปริมาณเงินลงทุนหมุนเวียนอยู่ในระบบสูงแล้ว ยังช่วยในการกระตุ้นภาคการบริโภคของประชาชน และยังเป็นบ่อเกิดของธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่น ๆ เช่น ภาคการก่อสร้าง ภาคการผลิตวัสดุก่อสร้าง ภาคการจ้างแรงงาน และภาคการเงิน แต่ในขณะเดียวกันธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ก็เป็นตัวแปรตาม ที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากความผันผวนทางเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน และโดยที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง เมื่อประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จึงได้รับผลกระทบที่รุนแรง ธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่น ๆ ก็พลอยได้รับผลกระทบตามกันไปด้วย หรืออาจกล่าวได้ว่า ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับเศรษฐกิจของประเทศ ต่างมีส่วนร่วมและส่งเสริมกันและกัน ทั้งในด้านการสร้างความเจริญเติบโตและสร้างความตกต่ำให้แก่ระบบเศรษฐกิจโดยรวม ดังนั้นรัฐบาลและภาคส่วนต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องจึงควรกำหนดนโยบายและมาตรการสำหรับภาคอสังหาริมทรัพย์ เพื่อลดความรุนแรงของปัญหาหรือเพื่อเป็นการป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจของประเทศ

### 3. วิฤตเศรษฐกิจ 2540 กับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยเฟื่องฟูอย่างต่อเนื่องมาโดยตลอด นับตั้งแต่ปี 2530 จนถึงปี 2539 ไม่ว่าจะเป็นอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยรูปแบบต่าง ๆ อาคารสำนักงาน สนามกอล์ฟ หรือแม้แต่สวนเกษตร ล้วนแล้วแต่มีการเติบโตอย่างมาก วัตถุประสงค์การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เริ่มเบี่ยงเบนไปในทางเก็งกำไร ประชาชนที่มีรายได้อันสูงต่างหันมาลงทุนเพื่อการเก็งกำไรมากกว่าการออม ส่วนประชาชนที่กำลังซื้อไม่เพียงพอแต่ต้องการเก็งกำไรก็หันมากู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินซึ่งมีการปล่อยสินเชื่อกันอย่างง่ายดายและหละหลวม เนื่องจากสินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์เป็นภาคที่ให้สินเชื่อได้ง่ายหากเปรียบเทียบกับสินเชื่อประเภทอื่น ประกอบกับการแข่งขันอย่างรุนแรงในตลาดเงินของสถาบันการเงิน ต่อมาเมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 จึงทำให้ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบที่ค่อนข้างรุนแรงและชัดเจน และยังเป็นภาคธุรกิจที่ถูกกล่าวโทษว่าเป็นสาเหตุของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจฟองสบู่

3.1 สาเหตุของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 แท้จริงแล้วสาเหตุของการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 มิได้เกิดขึ้นเพียงชั่วข้ามคืน แต่เป็นผลจากการดำเนินนโยบายของภาครัฐที่ผิดพลาดในอดีตและได้สะสมพอกพูนขึ้นมาจนเห็นผลอย่างชัดเจนในปี 2540 ตั้งแต่ 1 เมษายน 2534 เป็นต้นมา ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ประกาศนโยบายเปิดเสรีทางการเงินและเพิ่มมาตรการสนับสนุนต่าง ๆ อย่างต่อเนื่อง มาตรการหนึ่งที่สำคัญคือ การประกาศจัดตั้งกรุงเทพวิเทศธนกิจ (Bangkok International Banking Facilities : BIBF) เมื่อวันที่ 16 กันยายน 2535 ลักษณะการดำเนินงานของ BIBF เปรียบเสมือนที่ทำการของธนาคารพาณิชย์และสาขานาการพาณิชย์ต่างชาติ รวมทั้งสิ้น 47 แห่ง ในการดำเนินธุรกิจวิเทศธนกิจผ่านทาง BIBF ซึ่งการดำเนินธุรกิจวิเทศธนกิจ มี 3 ลักษณะคือ

- 1) การระดมเงินทุนจากต่างประเทศมาปล่อยกู้ภายในประเทศ (out – in)
- 2) การระดมเงินทุนภายในประเทศไปปล่อยกู้ในต่างประเทศ (in – out)
- 3) การระดมเงินทุนในต่างประเทศจากที่หนึ่งไปปล่อยกู้ยังอีกที่หนึ่ง (out – out)

แต่สำหรับประเทศไทย การระดมทุนโดย BIBF กลับมีเพียงลักษณะเดียวคือ แบบ out – in โดยระดมเงินทุนจากต่างประเทศมาปล่อยกู้ให้แก่บริษัทเงินทุน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และธุรกิจเอกชน ประกอบกับในช่วงเวลาเดียวกันนี้อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศค่อนข้างมาก ทำให้ธนาคารพาณิชย์และสถาบันการเงินต่าง ๆ ซึ่งมีการแข่งขันในตลาดเงินที่ค่อนข้างรุนแรง ต่างเร่งนำเข้าเงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ มาปล่อยกู้ภายในประเทศ ทั้งในแบบระยะสั้นและระยะยาวคละกัน

นอกจากนี้ นโยบายการตรึงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับสูง ทำให้หน่วยผลิตภาคเอกชนขนาดใหญ่ต่าง ๆ หันไปแสวงหาเงินทุนจากการกู้ยืมจากต่างประเทศด้วยวิธีต่าง ๆ โดยนึ่งนอนใจเพราะเชื่อมั่นตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประกาศย้ำอยู่เสมอว่าจะไม่เปลี่ยนค่าเงินบาท ทำให้เงินทุนไหลเข้าจากต่างประเทศมีปริมาณสูงมาก โดยภาคเอกชนเป็นผู้ก่อหนี้สูงถึงร้อยละ 70 ของหนี้ต่างประเทศทั้งหมด ทำให้ดุลการค้าของประเทศขาดดุลสูงเป็นประวัติการณ์ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า ประเทศไทยมีอุปสงค์ต่อเงินดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มมากกว่าอุปทานของเงินดอลลาร์สหรัฐ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ความต้องการใช้เงินดอลลาร์สหรัฐมีมากกว่าความสามารถในการหาเงินดอลลาร์สหรัฐ ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยขาดดุลต่อเนื่องมานานและขาดดุลเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ โดยในปี 2538 มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงถึง 373 พันล้านบาท

ผลกระทบที่สำคัญจากการที่ประเทศไทยมีอุปสงค์ต่อเงินดอลลาร์สหรัฐสูง ทำให้ค่าเงินบาทในความเป็นจริงอ่อนค่าลงเรื่อย ๆ ในขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยก็ยังคงประกาศย้ำถึงการใช้อัตราแลกเปลี่ยนคงที่มาโดยตลอด จึงทำให้กองทุนรักษาระดับอัตราแลกเปลี่ยน ธนาคารแห่งประเทศไทยต้องเพิ่มทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จนถึงจุดที่ไม่สามารถจะเพิ่มทุนได้อีก จึงได้ประกาศค่าเงินบาทลอยตัวในวันที่ 2 กรกฎาคม 2540

ผลจากการประกาศค่าเงินบาทลอยตัวในครั้งนี้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมากและเสียหายเป็นวงกว้าง โดยเฉพาะกับธุรกิจที่ต้องใช้ขายเงินตราต่างประเทศอย่างชนิดที่เข้าของธุรกิจตั้งตัวไม่ทัน ต้นทุนการผลิตสินค้ามีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เจ้าหนี้ต่างประเทศภาคเอกชนต่างเร่งรัดให้ชำระหนี้ สถาบันการเงินตลอดจนธุรกิจภาคเอกชนที่มีหนี้จากต่างประเทศต่างเผชิญภาวะวิกฤตจากค่าเงินบาทลอยตัว การผลิตต่าง ๆ หยุดชะงัก เกิดการเลิกจ้างงานเพราะธุรกิจปิดตัวลงแรงงานใหม่ไม่มีงานทำ ประชาชนมีรายได้ลดลง ส่งผลให้ประเทศไทยต้องเผชิญภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างรุนแรงที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์

**3.2 วิกฤตฟองสบู่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์** ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศนั้น สถาบันการเงินต่าง ๆ ได้มองเห็นช่องทางที่จะทำกำไร ซึ่งในช่วงปี 2534 เป็นต้นมานโยบายเปิดเสรีทางการเงินได้เอื้ออำนวยความสะดวกให้แก่สถาบันการเงินต่าง ๆ เหล่านี้ในการจัดหาเงินกู้จากต่างประเทศ เพื่อนำมาปล่อยสินเชื่อภายในประเทศอีกต่อหนึ่ง

ในช่วงเวลาเดียวกันนี้ ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ถือว่าอยู่ในยุคที่เฟื่องฟูเป็นอย่างมาก ราคาอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มสูงขึ้นมาโดยตลอด วัตถุประสงค์การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เริ่มเปลี่ยนไปจากการลงทุนเพื่อการบริโภคกลายเป็นการลงทุนเพื่อการเก็งกำไร ทำให้มีนักลงทุนเพิ่มมากขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่งต้องการลงทุนแต่ไม่มีกำลังเพียงพอ จึงมองหาแหล่งเงินทุนเพื่อมาตอบสนองความต้องการลงทุนดังกล่าวนี้ ประกอบกับสถาบันการเงินซึ่งมีการกู้ยืมเงินทุนระยะสั้นจาก



ต่างประเทศ ต่างเร่งระบายสินเชื่อเพื่อให้เกิดรายได้โดยเร็วเพื่อที่จะชำระหนี้ได้ทันกำหนด จึงหันมาเร่งระบายสินเชื่อส่วนหนึ่งให้แก่ธุรกิจเชิงกำไร ในอสังหาริมทรัพย์(ทั้งภาคผู้ประกอบการและภาคผู้บริโภค) ซึ่งเป็นธุรกิจที่ปล่อยกู้ได้สะดวกเมื่อเทียบกับธุรกิจอื่น การปล่อยสินเชื่อจึงค่อนข้างหละหลวมและไม่มีประสิทธิภาพ เป็นเหตุให้ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ต่างเร่งผลิตโครงการต่าง ๆ เพื่อให้ทันกับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้มีโครงการต่าง ๆ พร้อมขายเกิดขึ้นมากมายจนล้นตลาด

หลังจากการประกาศค่าเงินบาทลอยตัว เศรษฐกิจของประเทศตกต่ำ ประชาชนว่างงาน รายได้ต่อครัวเรือนลดลง กำลังซื้อของผู้บริโภคลดลง ถูกหนี้สินเชื่อสถาบันการเงินต่าง ๆ ไม่มีเงินชำระหนี้ สินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์มีหนี้เสียสูง ตลาดการเงินประสบปัญหารุนแรง ทำให้สถาบันการเงินต่าง ๆ ไม่ปล่อยกู้ ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ได้เริ่มโครงการไปแล้วก็ไม่สามารถทำต่อได้เสร็จ ส่วนโครงการที่ผลิตเสร็จแล้วพร้อมขายก็ไม่มีคนซื้อ อุปทานมีมากกว่าอุปสงค์ ผู้ประกอบการประสบปัญหาขาดทุน เนื่องจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง แม้แต่กิจการที่มีความแข็งแกร่งบางกิจการก็ไม่อาจแบกรับภาระหนี้สินไว้ได้ จนถึงขั้นต้องปิดกิจการลง

#### 4. ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์แห่งชาติ

จากวิกฤตเศรษฐกิจฟองสบู่ในปี 2540 ทำให้ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบที่รุนแรงและส่งต่อความรุนแรงนี้ไปยังระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศนั้น หลาย ๆ ฝ่ายไม่ว่าจะเป็นภาครัฐและภาคเอกชน ต่างมีความเห็นพ้องกันว่า ประเทศไทยควรมีศูนย์ข้อมูลสำหรับอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะ โดยทำหน้าที่จัดเก็บรวบรวมข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ที่ครบถ้วนเป็นระบบ เพื่อใช้ในการสร้างดัชนีและระบบเตือนภัยทางเศรษฐกิจ และป้องกันมิให้เกิดวิกฤตหรือลดความเสี่ยงจากการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ปี 2543 ธนาคารโลก (World Bank) ได้เข้ามามีบทบาทในการศึกษาข้อมูลและความเป็นไปได้ในการจัดตั้งศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ของประเทศไทย และสนับสนุนให้มีการเปิดศูนย์ข้อมูลดังกล่าวขึ้น

ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์แห่งชาติ (National Real Estate Information Center) ได้ถือกำเนิดขึ้น ในเดือนสิงหาคม 2547 โดยมีคณะกรรมการประกอบไปด้วยผู้บริหารระดับสูงของหน่วยงานราชการและเอกชนที่มีความเกี่ยวข้องกับการให้หรือใช้ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ทั้งสิ้น เช่น กรมธนารักษ์ กรมที่ดิน กรมโยธาธิการและผังเมือง กรมบังคับคดี กรมส่งเสริมการปกครองท้องถิ่น สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย สภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคม

แห่งชาติ สำนักงานสถิติแห่งชาติ สำนักบริหารการแปลงสินทรัพย์เป็นทุน กรุงเทพมหานคร รวมทั้งภาคเอกชนที่ประกอบกันขึ้นเป็นสภาที่อยู่อาศัย โดยศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ทำหน้าที่เป็นหน่วยงานกลางเพื่อทำหน้าที่หลัก คือ จัดเก็บรวบรวมข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ต่าง ๆ มาประมวลผลเป็นข้อมูลภาพรวมของประเทศและ เผยแพร่โดยรวดเร็ว ทันเหตุการณ์ ภารกิจหลักของศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์มี 5 ด้าน คือ

- 1) เป็นศูนย์กลางรวบรวมและพัฒนาข้อมูลด้านอสังหาริมทรัพย์และข้อมูลประกอบด้านอื่นๆ
- 2) เป็นศูนย์สำรวจวิจัยและวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อประเมินสถานการณ์และแนวโน้มของอสังหาริมทรัพย์
- 3) เป็นศูนย์พยากรณ์อุปสงค์ อุปทาน และราคาของอสังหาริมทรัพย์
- 4) เป็นศูนย์เผยแพร่และให้บริการข้อมูลสารสนเทศที่เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์
- 5) เป็นศูนย์ให้บริการคำปรึกษาและพัฒนาความรู้เกี่ยวกับข้อมูลอสังหาริมทรัพย์

ผู้ใช้ข้อมูลจากศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์ มีทั้งภาครัฐและภาคเอกชน โดยภาครัฐสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการกำหนดนโยบายทั้งสำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยตรงและสำหรับนโยบายเศรษฐกิจมหภาคโดยรวม ส่วนภาคเอกชน ได้แก่ ผู้ประกอบการสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการวางแผนธุรกิจให้สอดคล้องกับสถานการณ์ และผู้บริโภคสามารถนำข้อมูลไปใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกซื้อที่อยู่อาศัยและการลงทุนให้เหมาะสมกับความสามารถเชิงเศรษฐกิจของตน ดังนั้น ศูนย์ข้อมูลอสังหาริมทรัพย์จึงนับได้ว่าเป็นองค์กรที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศ

## 5. การลงทุนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ปัจจุบันอสังหาริมทรัพย์ได้กลายมาเป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับผู้ที่ต้องการลงทุน และลักษณะของการลงทุนก็มีความแตกต่างกันออกไป มีรายละเอียดดังนี้

### 5.1 จำแนกตามวัตถุประสงค์ของการลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

**5.1.1 การลงทุนเพื่อการบริโภค** ผู้ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เพื่อการบริโภคแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มคือ

1) **ผู้บริโภคคนสุดท้าย (Consumer)** หรือก็คือประชาชนทั่วไปที่ต้องการปัจจัย 4 เป็นพื้นฐาน เมื่อประชาชนมีรายได้และมีกำลังซื้อเพียงพอ ก็ย่อมต้องการมีบ้านสำหรับตนเองและครอบครัว ปัจจุบันมีรูปแบบของที่อยู่อาศัยมากมายหลายประเภทให้ผู้บริโภคได้เลือกตามความต้องการ ทั้งที่เป็นแบบจัดสรรที่ดินโดยผู้ซื้อปลูกสร้างบ้านเองและแบบโครงการที่อยู่อาศัยสำเร็จรูป เช่น บ้านจัดสรร อาคารชุด เป็นต้น โดยในการตัดสินใจเลือกโครงการใดอาจขึ้นอยู่กับกำลังซื้อ ราคาสินทรัพย์ หรือทำเลที่ตั้ง สถาบันการเงินต่าง ๆ เข้ามามีบทบาทในการให้สินเชื่อแก่ผู้บริโภคกลุ่มนี้มากขึ้น ช่วยลดข้อจำกัดในเรื่องของกำลังซื้อลงได้ นอกจากนี้ภาครัฐมักจะใช้มาตรการอัตราดอกเบี้ยถูกเพื่อส่งเสริมให้ประชาชนใช้บริการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมากขึ้น โดยเฉพาะเมื่อต้องการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

2) **ผู้บริโภคที่เป็นผู้ผลิต (Manufacturer)** ได้แก่ ผู้บริโภคอสังหาริมทรัพย์ในเชิงพาณิชย์ หรือประกอบธุรกิจต่าง ๆ เพื่อใช้เป็นสินทรัพย์ทุนสำหรับประกอบการหารายได้ให้แก่ธุรกิจในระยะยาว โดยมีการพิจารณาศึกษาข้อมูลอย่างรอบคอบและเหตุผลสมผลก่อนการตัดสินใจ ซึ่งสินทรัพย์นั้นจะให้ผลตอบแทนตามสมควร อีกทั้งมีความเป็นไปได้ที่จะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นในระยะยาว (Capital Appreciation) เช่น การลงทุนในโรงงานอุตสาหกรรมผลิตสินค้า การลงทุนสร้างอพาร์ทเมนต์ให้เช่า การก่อสร้างอาคารสำนักงาน การสร้างอาคารพาณิชย์ให้เช่า เป็นต้น ผู้ประกอบการอาจใช้วิธีการขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินร่วมด้วย ซึ่งโดยทั่วไปอัตราดอกเบี้ยเงินกู้สำหรับการกู้ยืมประเภทนี้จะสูงกว่าการกู้ยืมเพื่อที่อยู่อาศัย และการพิจารณาสินเชื่อก็มักจะมีความเข้มงวดมากกว่า โดยอาจต้องมีการวิเคราะห์ความเป็นไปได้ของโครงการลงทุนของธุรกิจประกอบ

**5.1.2 การลงทุนเพื่อเก็งกำไร** วัตถุประสงค์ของนักเก็งกำไรเพื่อต้องการผลตอบแทนจากอสังหาริมทรัพย์ในระยะที่สั้นกว่าการลงทุนในเชิงพาณิชย์ การลงทุนในเชิงพาณิชย์มีวัตถุประสงค์เพื่อการใช้ประโยชน์ในระยะยาว แต่การซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อเก็งกำไรมีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะขายออกไปทันทีเมื่อได้ราคาหรือกำไรตามที่คาดหวังไว้ และอยู่ในมือในระยะเวลาที่สั้นกว่า เป็นหนึ่งในการลงทุนทางเลือกอื่น (alternative investment) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนจะต้องยอมรับข้อดีของการเก็งกำไรประเภทนี้นั้นคือความซับซ้อนด้านภาษี การขาดสภาพคล่อง ต้นทุนสูง และราคาอสังหาริมทรัพย์นั้นไม่สามารถสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงได้ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2548) ดังนั้น นักลงทุนจึงต้องมีข้อมูลประกอบการตัดสินใจพอสมควรเพื่อไม่ให้เกิดข้อผิดพลาด ปัจจุบันนักลงทุนที่มีเงินทุนไม่มากนักจำเป็นต้องลงทุนกับอสังหาริมทรัพย์โดยตรง แต่สามารถลงทุนผ่านกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และจะได้รับผลตอบแทนจากกองทุนนั้น ซึ่งก็เป็นอีกทางเลือกหนึ่งของนักเก็งกำไร

## 5.2 จำแนกตามรูปแบบของการลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

**5.2.1 การครอบครองเต็มรูปแบบ (outright ownership)** คือการครอบครองอย่างเต็มรูปแบบในช่วงเวลาที่ไม่จำกัด และมีสิทธิเต็มที่ในการที่จะกระทำธุรกรรมทุกอย่างเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์นั้นได้อย่างอิสระ เช่น การให้เช่า การปรับแต่งต่อเติม การนำไปเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ตลอดจนการรื้อถอน เป็นต้น

**5.2.2 การครอบครองกึ่งหนี้ (leveraged equity)** นักลงทุนจะทำการกู้เงินบางส่วนเพื่อมาซื้ออสังหาริมทรัพย์ ในการกู้ยืมนี้ นักลงทุนจะต้องนำอสังหาริมทรัพย์ดังกล่าวมาเป็นหลักประกันในการกู้เงิน โดยสถาบันการเงินจะอยู่ในฐานะผู้รับจำนองและเป็นเจ้าหนี้ ส่วนนักลงทุนจะอยู่ในฐานะของลูกหนี้ หากนักลงทุนไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขในสัญญาผู้รับจำนองหรือสถาบันการเงินก็มีสิทธิในการบังคับจำนองและได้สิทธิในการครอบครองอสังหาริมทรัพย์นั้น แต่หากนักลงทุนปฏิบัติตามเงื่อนไขในสัญญาและชำระหนี้ครบถ้วนก็มีสิทธิที่จะได้ถอนจำนอง และกลับมาครอบครองอสังหาริมทรัพย์นั้นอย่างเต็มรูปแบบ การกู้เงินในลักษณะนี้เรียกว่าการกู้จำนอง (mortgage loan)

**5.2.3 เงินกู้จำนอง (mortgage loan)** การลงทุนรูปแบบนี้ นักลงทุนจะอยู่ในฐานะเจ้าหนี้หรือผู้รับจำนอง โดยการใช้ตราสารหนี้เป็นตัวกลางให้แก่ผู้เป็นลูกหนี้หรือผู้จำนอง ซึ่งใช้อสังหาริมทรัพย์มอบไว้เป็นหลักประกันการกู้เงิน ได้รับผลตอบแทนลักษณะคงที่เป็นประจำ เช่น ทุกเดือน ทุกสามเดือน เป็นต้น เงินที่ได้รับประกอบด้วย 2 ส่วนคือ เงินชำระค่าดอกเบี้ย (interest payment) และเงินชำระค่าเงินต้น (principal payment) หากลูกหนี้ผิดสัญญา ผู้ลงทุนหรือเจ้าหนี้ก็มีสิทธิในการครอบครองอสังหาริมทรัพย์นั้น

**5.2.4 ตัวกลางในการลงทุน (aggregation vehicle)** นอกจากการลงทุนข้างต้นที่กล่าวไปแล้ว นักลงทุนยังสามารถลงทุนผ่านตัวกลางในการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนเสมือนกับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้เช่นกัน นักลงทุนที่มีเงินทุนน้อยสามารถลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ได้ ช่วยกระจายความเสี่ยงเสมือนกับการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หลาย ๆ อย่างในเวลาเดียวกัน และมีสภาพคล่องดีกว่าการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์โดยตรง ตัวกลางในการลงทุนอาจจัดตั้งในลักษณะต่าง ๆ เช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น

### 5.3 จำแนกตามวิธีการลงทุน มีรายละเอียดดังนี้

**5.3.1 การลงทุนซื้ออสังหาริมทรัพย์โดยตรง** การลงทุนซื้ออสังหาริมทรัพย์โดยตรงสามารถทำได้หลายรูปแบบดังนี้

1) **การลงทุนซื้อที่อยู่อาศัย** เป็นการลงทุนโดยตรงในอสังหาริมทรัพย์ที่เป็นที่นิยมมากที่สุด เนื่องจากบ้านเป็นสิ่งจำเป็น การซื้อบ้านถือเป็นการลงทุน เพราะผู้ซื้อต้องจ่ายเงินทั้งหมดทันที หรืออาจใช้วิธีการกู้เงินจากสถาบันการเงิน

2) การลงทุนซื้อที่ดินว่างเปล่า เป็นการลงทุนที่หวังว่าจะสามารถขายได้กำไรในอนาคต การซื้อที่ดินเปล่าถือว่าการลงทุนที่มีความเสี่ยง เนื่องจากสินทรัพย์ประเภทนี้มีสภาพคล่องต่ำ ขายยาก และมีราคาไม่แน่นอน

3) การลงทุนในโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นการลงทุนที่เริ่มตั้งแต่การซื้อที่ดินว่างเปล่า และนำไปสร้างบ้านจัดสรร หรืออาคารหรือศูนย์การค้าเพื่อขาย ต้องใช้เงินลงทุนสูง และมีความเสี่ยงสูง แต่ถ้าการลงทุนประสบความสำเร็จก็จะได้รับผลตอบแทนสูงด้วย

4) การลงทุนซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อให้เช่า ลักษณะการลงทุนประเภทนี้ผู้ลงทุนจะใช้วิธีการซื้ออสังหาริมทรัพย์ โดยอาจนำอสังหาริมทรัพย์นั้นเป็นหลักประกันในการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เมื่อซื้อแล้วก็จะนำอสังหาริมทรัพย์นั้นออกให้บุคคลเช่า แล้วนำรายได้ค่าเช่าที่ได้ชำระเงินงวดให้แก่สถาบันการเงิน

5.3.2 การลงทุนทางอ้อมโดยซื้อกองทุนรวม กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (real estate investment trust) เป็นกองทุนรวมที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ประเภทต่าง ๆ วิธีการลงทุนของกองทุนรวมมีหลายรูปแบบ เช่น การซื้อ การสร้าง หรือการให้กู้ยืมแก่ธุรกิจและโครงการที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ รายได้ของกองทุนจึงมาจากค่าเช่า ดอกเบี้ย และกำไรจากการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ ทำให้นักลงทุนรายย่อยที่ลงทุนในกองทุนรวม มีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือเป็นวิธีการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ทางอ้อม กองทุนมีหลายรูปแบบ ตัวอย่างเช่น กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่นำเงินไปปล่อยกู้ให้กับธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่นำเงินไปลงทุนโดยการปล่อยกู้ระยะยาวเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ โดยนำอสังหาริมทรัพย์ที่ซื้อนั้นมาเป็นหลักประกัน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ที่นำเงินไปลงทุนซื้ออสังหาริมทรัพย์ต่าง ๆ แล้วนำออกให้เช่าหรือขายในราคาที่มีกำไร (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2551)

## บทที่ 3

### วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

ในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน ทบทวนวรรณกรรมและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งจะทำการศึกษาใน 4 หัวข้อ คือ

1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง
2. ปัจจัยในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน
3. บทความที่เกี่ยวข้อง
4. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สำหรับรายละเอียดทั้ง 4 หัวข้อข้างต้น จะกล่าวถึงโดยละเอียดในลำดับต่อไป

#### 1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในปี ค.ศ.1958 ศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller (MM) ได้ศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจภายใต้สมมติฐาน 6 ประการ คือ

- 1) ไม่มีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ (Floatation Cost)
- 2) ไม่มีภาษี (Tax)
- 3) ไม่มีต้นทุนการฟื้นฟูกิจการ (Bankruptcy Cost)
- 4) นักลงทุนสามารถกู้ยืมเงินได้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับบริษัท
- 5) มีความสมมาตรของการรับรู้ข้อมูล (Symmetric Information) กล่าวคือ ผู้บริหารและนักลงทุนรับรู้ข้อมูลเท่าเทียมกัน

- 6) โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลกระทบต่อกำไรจากการดำเนินงาน

จากการศึกษาของ MM ภายใต้สมมติฐานดังกล่าว สรุปว่า การก่อหนี้ไม่มีผลต่อมูลค่าของธุรกิจ ดังนั้น มูลค่าของกิจการที่มีการกู้ยืม (Levered Firm) จะมีค่าเท่ากับมูลค่าของกิจการที่ไม่มีการกู้ยืม (Unlevered Firm) หรือเท่ากับมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นในกิจการที่มีการกู้ยืมบวกกับมูลค่าของหนี้สิน ดังนั้น ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ย (WACC) จะคงที่ ไม่ว่าจะเพิ่มการกู้ยืมมากเท่าใดในโครงสร้างเงินทุนก็ตาม แต่เนื่องจากสมมติฐานดังกล่าวมีความห่างไกลความเป็นจริงมาก จึงทำให้

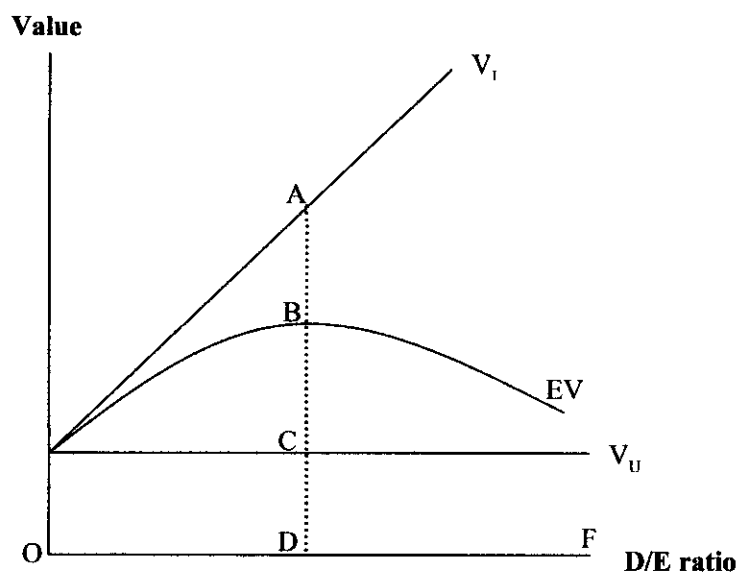
MM ลดข้อสมมติฐานบางประการลงในเวลาต่อมา และจากการศึกษาในครั้งนี้นำให้เกิดการต่อยอด การศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนออกไปอีกหลายทฤษฎี ประกอบด้วย

**1.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ MM: กรณีมีผลกระทบจากภาษีเงินได้นิติบุคคล** ในปี ค.ศ.1963 MM ได้นำเสนอแนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนโดยตัดสมมติฐานด้านภาษีออกจากการศึกษา เรื่องโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้มีความใกล้เคียงความจริงมากขึ้น ทำให้กิจการที่มีการก่อหนี้สามารถนำดอกเบี้ยจ่ายไปแสดงเป็นค่าใช้จ่ายของกิจการได้ ในขณะที่เงินปันผลของหุ้นสามัญไม่สามารถนำมาคิดเป็นค่าใช้จ่ายของกิจการได้ เป็นการจูงใจให้ผู้บริหารใช้เงินทุนจากการก่อหนี้มากขึ้น เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายทำให้เกิดการประหยัดภาษี (Tax Shield) ทำให้กิจการมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น ทำให้มูลค่าของกิจการที่มีการก่อหนี้สูงกว่ามูลค่าของกิจการที่ไม่มีหนี้จากการลดสมมติฐานด้านภาษี ทำให้ได้ข้อสรุปจากการศึกษาในครั้งนี่ว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับกิจการ คือ การก่อหนี้ 100% เนื่องจากค่า WACC ของกิจการจะลดลงในขณะที่การก่อหนี้มีปริมาณเพิ่มขึ้น ดังนั้นมูลค่าของกิจการจึงสูงสุดเมื่อโครงสร้างเงินทุนทั้งหมดเกิดจากการก่อหนี้ (ธนเดช มหโกไคย 2552; อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ 2550; Bierman, 2003; Brigham and Gapenski, 1994)

**1.2 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของ Miller: กรณีมีผลกระทบจากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา** Merton Miller ได้ศึกษาเพิ่มเติมในแง่มุมของผลกระทบจากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาที่นักลงทุนต้องเสีย กล่าวคือ ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ซึ่งจะต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากฐานดอกเบี้ยที่ได้รับ มีภาระภาษีสูงสุด 39.6% (เป็นตัวเลขของสหรัฐอเมริกา) ในขณะที่ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญได้รับเงินปันผลและกำไรจากการซื้อขายหุ้นเป็นรายได้ ซึ่งภาระภาษีในส่วนของกำไรดังกล่าวสูงสุดอยู่ที่ 20% แต่ภาษีส่วนนี้มีได้เกิดขึ้นทันที จะเกิดขึ้นต่อเมื่อมีการซื้อขายเปลี่ยนมือเท่านั้น หากนักลงทุนถือหุ้นสามัญไว้โดยไม่มีการเปลี่ยนมือ ก็เท่ากับว่าเป็นการยืดเวลาในการจ่ายภาษีออกไป (เนื่องจากยังไม่มีกำไรรับรายได้) ดังนั้น ผลตอบแทนจากหุ้นสามัญจึงมีภาระภาษีต่ำกว่าผลตอบแทนจากหุ้นกู้ Miller จึงสรุปว่า นักลงทุนยินดีที่จะได้รับผลตอบแทนก่อนภาษีจากหุ้นสามัญ ต่ำกว่า เมื่อเทียบกับผลตอบแทนก่อนภาษีจากหุ้นกู้ ซึ่งเป็นการช่วยลดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นสามัญลง จึงทำให้เป็นการโน้มน้าวว่ากิจการควรจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญ แต่ทฤษฎีนี้มีความชัดเจนในด้านผลประโยชน์ต่อธุรกิจน้อยกว่าผลประโยชน์ที่กิจการได้รับจากการก่อหนี้ (ธนเดช มหโกไคย 2552; อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ 2550; Bierman, 2003; Brigham and Gapenski, 1994)

**1.3 ทฤษฎีการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade-Off Theory of Leverage)** จากข้อสมมติฐานข้อหนึ่งของ MM ที่ว่าไม่มีต้นทุนการฟื้นฟูกิจการหรือต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ดังนั้น กิจการที่มีการก่อหนี้

(Leverage Firm) จะมีมูลค่าสูงกว่ากิจการที่ไม่มีการก่อหนี้ (Unleverage Firm) เนื่องจากได้รับผลประโยชน์จากดอกเบี้ยจ่ายในแง่ของการประหยัดภาษีเงินได้นิติบุคคล (Tax Shield) ทำให้สรุปว่ากิจการควรใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ แต่ในความเป็นจริง หากกิจการใดที่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยต่ำ จนไม่สามารถชำระหนี้สินได้ตามเงื่อนไข อาจประสบปัญหาการล้มละลาย จะมีค่าใช้จ่ายเกิดขึ้นตามมามากมาย ไม่ว่าจะเป็นอัตราดอกเบี้ยผิคนัดชำระหนี้ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยปกติ หรือจะเป็นค่าใช้จ่ายในทางกฎหมาย ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในการฟื้นฟูกิจการ หรือหากกิจการมีสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ อาจถูกเจ้าหนี้บังคับให้ขายในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อนำเงินมาชำระหนี้ เหล่านี้ล้วนเป็นค่าใช้จ่ายมหาศาล ทำให้กิจการต้องเผชิญกับต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน (Cost of Financial Distress) ที่สูงขึ้น นอกจากนี้กิจการจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) เพิ่มขึ้นด้วย เช่น การสูญเสียลูกค้า สูญเสียพนักงานที่มีความสามารถ การถูกซัพพลายเออร์ลดเครดิตการค้าลง เงื่อนไขการกู้ยืมงวดขึ้น เป็นต้น (Brigham and Gapenski, 1994; Ross, Westerfield, Jaffe and Jordan, 2009)



ภาพที่ 3.1 ภาพแสดงผลกระทบของการกู้ยืมที่มีต่อมูลค่าของกิจการตามทฤษฎี

#### Trade – off Theory

ทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนแนวความคิดที่ว่า การก่อหนี้สินเพิ่มเข้าไปในโครงสร้างเงินทุน ทำให้ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินต่าง ๆ สูงขึ้นตาม กิจการจะต้องเปรียบเทียบระหว่างผลดีและผลเสียจากการกู้ยืม สามารถอธิบายได้จากภาพที่ 3.1 เส้น  $V_L$  คือมูลค่าของกิจการที่มีการก่อหนี้สินซึ่งมี



Tax Shield และไม่มีต้นทุนการล้มละลายตามสมมติฐานของ MM ทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นเมื่อก่อนหนี้สินเพิ่มขึ้น เส้น  $V_U$  คือมูลค่าของกิจการที่ไม่มีก่อก่อนหนี้สินจึงไม่มี Tax Shield มูลค่ากิจการจะคงที่ เส้น EV (Expected Value) คือ มูลค่าตามความเป็นจริงของกิจการที่มีก่อก่อนหนี้สิน กล่าวคือ เป็นผลจากความแตกต่างของ  $V_L$  และ  $V_U$  ณ ระดับการกู้ยืมต่าง ๆ ซึ่งประกอบไปด้วย 2 ส่วนคือ ส่วนผลประโยชน์คือ Tax Shield กับส่วนผลเสียคือ Cost of Financial Distress ทำให้มูลค่าของกิจการที่มีการกู้ยืม ณ ระดับต่าง ๆ เปลี่ยนแปลงไปตามเส้น EV แต่จากสมมติฐานของ MM กรณีไม่มีต้นทุนการล้มละลายทำให้ความแตกต่างของ  $V_L$  และ  $V_U$  มีค่าเท่ากับ AC ซึ่งก็คือ Tax Shield เพียงอย่างเดียว แต่ในความเป็นจริงหากพิจารณา ณ ระดับการกู้ยืมที่จุด D จะเห็นได้ว่ามูลค่าสูงสุดของกิจการจะอยู่ที่จุด B บนเส้น EV ซึ่งต่ำกว่า  $V_L$  แสดงให้เห็นว่าผลประโยชน์สุทธิจากการก่อก่อนหนี้สินมีค่าเท่ากับเส้น BC เท่านั้น ส่วนเส้น AB คือมูลค่าของ Cost of Financial Distress ซึ่งเป็นความเสียหายที่มานับตอนผลประโยชน์จาก Tax Shield ทั้งหมดบนเส้น AC หากกู้ยืมอย่างเดียวโดยไม่สนใจต้นทุนล้มละลายตามสมมติฐานของ MM ดังนั้น ทฤษฎีนี้สรุปว่า ปัจจัยต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินโน้มน้าวว่ากิจการไม่ควรก่อก่อนหนี้ในระดับสูงเกินไป กิจการจะต้องทำการ Trade off ระหว่างผลประโยชน์จากการก่อก่อนหนี้กับต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้น เพื่อให้มูลค่าของกิจการสูงสุด จากภาพที่ 3.1 จุดที่เป็นระดับการกู้ยืมที่เหมาะสมคือจุด D กิจการสามารถก่อก่อนหนี้ได้จากจุด O จนถึงจุด D แต่หากระดับหนี้สินพ้นจากจุด D ไปจนถึงจุด F จะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง หรืออาจกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของต้นทุนความเสี่ยงทางการเงิน มีผลทำให้ผลประโยชน์จากการประหยัดภาษี (Tax Shield) หดลง และถ้าเพิ่มขึ้นต่อไปอีก มูลค่าของบริษัทจะลดลง

**1.4 ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory)** เป็นทฤษฎีที่เพิ่มเติมจากทฤษฎี Trade-off Theory ซึ่งสนับสนุนผลประโยชน์ของการก่อก่อนหนี้ กล่าวคือ การที่ผู้ถือหุ้นจ้างผู้บริหารที่มีฝีมือเพื่อมาบริหารกิจการนั้น มักจะเกิดความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์ระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) เนื่องจากผู้บริหารจะได้รับผลประโยชน์เพียงค่าตอบแทนตามที่กำหนด และไม่สามารถจะได้รับผลตอบแทนต่าง ๆ จากบริษัทเช่นเดียวกับที่ผู้ถือหุ้นได้รับ แม้ว่าบริษัทจะมีผลกำไรมากเท่าไรก็ตาม ทำให้เป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหาร จะไม่พยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น แต่จะคัดสนใจดำเนินงานบางเรื่องเพื่อประโยชน์ของตนเอง โดยใช้ทรัพยากรของบริษัท เช่น การลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนไม่คุ้มค่า การใช้จ่ายเพื่อสิทธิพิเศษสำหรับตนเอง เป็นต้น เพื่อเป็นการลดปัญหาความขัดแย้งนี้ กิจการจึงมักกำหนดให้มีสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน โดยหวังว่าภาระรายจ่ายคงที่ (Fixed Charge) ที่เกิดจากหนี้สินจะบีบบังคับให้ผู้บริหารมีวินัยในการใช้เงิน กระแสเงินสดที่กิจการมีอยู่จะถูกผูกพันไว้กับภาระรายจ่ายทางการเงิน ทำให้เงินสดของกิจการมีอยู่อย่างจำกัด และผู้บริหารจะระมัดระวังการใช้จ่ายเงินมากขึ้น เพราะหาก

กิจการไม่สามารถจ่ายภาระรายจ่ายทางการเงินได้ ย่อมหมายถึง กิจการอาจถูกเจ้าหนี้ฟ้องร้องจนอาจถึงขั้นล้มละลาย ผู้บริหารเองก็ต้องตกงานและเสื่อมเสียชื่อเสียง อย่างไรก็ตาม การสนับสนุนให้กิจการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนนั้น อาจเป็นการเพิ่มโอกาสความเสี่ยงทางการเงินให้แก่กิจการ ผู้ถือหุ้นจะต้องศึกษาและประเมินว่าหนี้สินระดับใดที่จะทำให้ผู้บริหารมีวินัยในการใช้จ่ายเงินของกิจการ ความขัดแย้งของตัวแทนอีกประเภทหนึ่งคือ ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ซึ่งอธิบายได้ว่า กิจการที่มีระดับหนี้สินสูงมักมีแนวโน้มที่จะลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสมหรือมีความเสี่ยงสูง และเมื่อกิจการมีกำไรจากโครงการ เจ้าหนี้กลับได้รับเพียงดอกเบี้ยในขณะที่ผู้ถือหุ้นได้ผลประโยชน์สูงกว่ามาก แต่หากโครงการนั้นเกิดการขาดทุน เจ้าหนี้กลับต้องมาร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ด้วย ดังนั้น สัญญาจึงมักกำหนดข้อจำกัดต่าง ๆ ในการลงทุน เช่น ไม่ให้ลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเกินไป ด้วยข้อจำกัดนี้ทำให้กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตหรือประสบความสำเร็จในโครงการสูงหันมาเลือกแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการมากกว่า (ชนเดช มหโกไคย 2552; Ross, Westerfield, Jaffe and Jordan, 2009; Shefrin 2007)

**1.5 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)** มีแนวคิดพื้นฐานมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ดังนั้น เมื่อกิจการมีการประกาศเพิ่มทุน โดยการออกหุ้นเพิ่ม นักลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นที่ออกจำหน่ายใหม่ไว้ต่ำ ทำให้ราคาหุ้นลดลง ดังนั้น กิจการจึงไม่ควรออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นทางเลือกอันดับแรก แต่ขณะเดียวกันความสามารถในการทำกำไรก็มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับระดับหนี้สิน กิจการจึงควรตัดสินใจเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนดังนี้

- 1) ธุรกิจมักใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการมากกว่า
- 2) การพยายามหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผลทันที ผู้บริหารใช้วิธีปรับเปลี่ยนอัตราการจ่ายเงินปันผลเป้าหมายให้กลายเป็นโอกาสในการลงทุน
- 3) นโยบายเงินปันผลที่รัดกุม บวกกับความผันผวนของกำไรและโอกาสในการลงทุนซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้า ทำให้กิจการซึ่งสามารถสร้างกระแสเงินสดได้มากกว่าค่าใช้จ่ายลงทุน กิจการอาจตัดสินใจชำระหนี้สินทั้งหมด หรือไม่ก็นำไปลงทุนในหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด แต่ถ้ากิจการมีกระแสเงินสดน้อยกว่าค่าใช้จ่ายลงทุน กิจการจะใช้วิธีการถอนเงินสดจากบัญชีหรือขายหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดแทนเพื่อไม่ให้กระทบต่อการจ่ายเงินปันผล
- 4) ถ้ากิจการต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอก กิจการจะเลือกออกตราสารที่มีความปลอดภัยที่สุดก่อนเริ่มจาก การก่อหนี้ การออกหุ้นกู้แปลงสภาพ และออกหุ้นทุนเป็นอันดับสุดท้าย เนื่องจากการออกตราสารรูปแบบต่างกันจะเป็นการส่งสัญญาณที่แตกต่างกันไปยังตลาดทุน

การก่อหนี้ถือเป็นสัญญาณในทางบวก แต่การออกหุ้นหุ้นถือเป็นสัญญาณในทางลบ (Ross, Westerfield, Jaffe and Jordan, 2009; Shefrin 2007)

ทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ได้จัดลำดับการพิจารณาเลือกแหล่งเงินทุน ดังนี้

- ใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ ได้แก่ กำไรสะสม
- ใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สิน
- ใช้แหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญ
- ใช้แหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นบุริมสิทธิ

**1.6 ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory)** เป็นทฤษฎีที่ใช้ราคาตลาดของหุ้นสามัญเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ การจัดหาเงินทุนนั้นควรใช้การจับจังหวะตลาดโดยดูราคาตลาดของหุ้นสามัญว่าสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุน หากราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทมีมูลค่าสูงกว่าราคาตามบัญชีหรือสูงกว่าราคาตลาดในอดีต บริษัทควรเลือกแหล่งเงินทุน โดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และควรก่อหนี้เมื่อราคาตลาดของหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาตามบัญชีหรือมีราคาต่ำกว่าราคาตลาดในอดีต ส่งผลให้ทฤษฎีการจับจังหวะตลาดในการจัดหาเงินทุนไม่จำเป็นต้องมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เนื่องจากผลสะสมจากการจับจังหวะตลาดในอดีตเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Baker and Wurgler , 2002; Shefrin 2007)

**1.7 ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory)** จากการศึกษาของ MM ข้อสมมติฐานหนึ่งคือ นักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลเท่าเทียมกัน หรือมีความสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Symmetric Information) แต่ในความเป็นจริงแล้ว ผู้บริหารมักจะได้รับข้อมูลข่าวสารมากกว่านักลงทุนซึ่งเรียกว่าเป็นความไม่สมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ซึ่งทำให้เกิดผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ กล่าวคือ หากกิจการมีแนวโน้มทางธุรกิจที่ดี หรือมีโครงการใหม่ ๆ ที่จะทำให้ได้รับผลตอบแทนที่สูง ซึ่งเป็นที่คาดหวังได้อย่างแน่นอนว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดีในอนาคต กิจการจะไม่จัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่ม เพราะไม่ต้องการให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่มาร่วมเฉลี่ยผลตอบแทนนี้ กิจการจึงจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ เช่น ออกหุ้นกู้ เป็นต้น จึงเป็นการส่งสัญญาณที่ดีต่อนักลงทุน ทำให้หุ้นสามัญมีราคาสูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกัน หากกิจการมีอนาคตที่ไม่ค่อยดี เช่น ต้องมีการปรับปรุงเทคโนโลยีการผลิตให้ทัดเทียมคู่แข่ง ลงทุนด้านการตลาด เป็นต้น กิจการจะใช้วิธีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เนื่องจากต้องการกระจายความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นเดิมไปให้แก่ผู้ถือหุ้นใหม่ จึงถือเป็นสัญญาณไม่ดีต่อนักลงทุน ทำให้มูลค่าหุ้นสามัญลดลง (ธนเดช มหโก ไทย 2552; Ross, Westerfield, Jaffe and Jordan, 2009)

## 2. ปัจจัยที่ควรพิจารณาในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

ในทางปฏิบัติ สิ่งที่จะต้องพิจารณาในการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนมีดังนี้

**2.1 ความมั่นคงของรายได้ (Sales Stability)** กิจการที่มียอดขายหรือรายได้มั่นคงจะมีความสามารถในการก่อหนี้ระยะยาวและสามารถรับภาระดอกเบี้ยจ่ายซึ่งเป็นรายจ่ายประจำหรือค่าใช้จ่ายคงที่ (Fixed Charge) ได้มากกว่ากิจการที่มีรายได้ไม่แน่นอนหรือมีกำไรลดลงเรื่อย ๆ เนื่องจากเสถียรภาพของยอดขายหรือรายได้นี้มีความเกี่ยวข้องโดยตรงต่ออัตราส่วนของหนี้สิน กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตในอนาคต จะมีอัตราส่วนการก่อหนี้สูง

**2.2 โครงสร้างของสินทรัพย์ (Assets Structure)** โครงสร้างของสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อวิธีการจัดหาเงินทุนอย่างมาก กิจการที่มีสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ถาวรและอุปสงค์ของสินค้าที่ค่อนข้างแน่นอน มักจะจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้ระยะยาว เนื่องจากสามารถให้สินทรัพย์ในการค้ำประกันเงินกู้ได้

**2.3 ภาระค่าใช้จ่ายดำเนินงานส่วนคงที่ (Operating Leverage)** กิจการที่มีภาระค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานส่วนคงที่ต่ำกว่า จะมีความสามารถในการใช้เงินทุนจากการกู้ยืมได้มากกว่า เพราะมีความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) ต่ำกว่า จึงสามารถเพิ่มความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เข้ามาในกิจการได้

**2.4 อัตราการเจริญเติบโต (Growth Rate)** กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตเร็วกว่า จะมีแนวโน้มที่จะใช้เงินทุนจากภายนอกมากกว่าเงินทุนจากภายใน และโดยปกติค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นสามัญมักจะสูง ดังนั้น กิจการที่มีการเติบโตเร็วจึงมักใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้

**2.5 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)** กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ ดังนั้น กิจการที่มีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับสูงมักจะใช้เงินทุนจากการก่อหนี้ในระดับต่ำ

**2.6 อำนาจในการควบคุม (Control)** เนื่องจากการจัดหาเงินทุนทั้งโดยการก่อหนี้และโดยการออกหุ้นสามัญ จะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนแล้ว ยังมีผลต่ออำนาจในการควบคุมอีกด้วย กิจการที่มีขนาดใหญ่ การถือหุ้นจะกระจายมาก การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะกระทบกระเทือนต่อการควบคุมธุรกิจน้อยมาก และผู้บริหารที่เป็นคนละคนกันกับเจ้าของก็ไม่ต้องการที่จะก่อหนี้เพราะไม่ต้องการรับภาระดอกเบี้ยจ่าย แต่ในทางตรงข้าม สำหรับกิจการขนาดเล็ก มักจะใช้การก่อหนี้เพื่อรักษาอำนาจในการควบคุมกิจการไว้

**2.7 ทักษะคติของผู้บริหาร (Management Attitudes)** ทักษะคติของผู้บริหารมีส่วนสำคัญต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เพราะแต่ละคนมีค่านิยมที่แตกต่างกัน ผู้บริหารที่อนุรักษ์นิยมจะเลือกใช้เงินทุนจากการก่อหนี้ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม แต่สำหรับผู้บริหารที่มีความกล้าได้กล้าเสียและมั่นใจ มักจะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เพื่อหวังผลตอบแทนสูงจากโครงการลงทุน

**2.8 ทักษะคติของผู้ให้กู้และสถาบันจัดอันดับเครดิต (Lender and Rating Agency Attitudes)** การก่อหนี้ในระดับสูงส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงรวมของธุรกิจ(Stand-Alone Risk) ซึ่งทำให้บุคคลภายนอกโดยเฉพาะเจ้าหนี้และสถาบันจัดอันดับเครดิต ลดความเชื่อถือในกิจการลง ดังนั้น เพื่อป้องกันการถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือกิจการจึงหันมาใช้แหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญแทน

**2.9 สภาพตลาด (Market Condition)** สภาพของตลาดตราสารหนี้และตราสารทุนที่เปลี่ยนแปลงไปจะมีผลสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการ เนื่องจากในแต่ละสภาพแวดล้อม โดยเฉพาะด้านเศรษฐกิจมหภาค จะส่งผลกระทบต่อกระแสความนิยมจากนักลงทุนในตราสารชนิดต่าง ๆ เช่น ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ การออกตราสารหนี้อาจไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน กิจการก็จะตัดสินใจออกหุ้นเพิ่มทุนแทนการออกตราสารหนี้

### 3. บทความที่เกี่ยวข้อง

จากการค้นคว้าข้อมูลจากแหล่งต่าง ๆ สามารถรวบรวมบทความที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในมุมมองอื่น ๆ ที่น่าสนใจและสามารถนำมาใช้ประกอบการวิจัยครั้งนี้ได้ ซึ่งมีดังต่อไปนี้

Attawooth Laohapakdee (2009) ได้กล่าวไว้ใน Thai Journal of Public Administration ว่า ปัญหาหนึ่งขององค์กรธุรกิจในประเทศไทยคือความอ่อนแอทางการจัดการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน หลาย ๆ บริษัทมีระดับหนี้สินสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมทั้ง ๆ ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเอื้ออำนวยอย่างยิ่งที่จะจัดหาเงินทุนจากตลาดทุนได้ ดังนั้น เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ องค์กรธุรกิจเหล่านี้จึงเข้าสู่ภาวะความอ่อนแอทางการเงิน เกิดปัญหาสภาพคล่อง และพลาดโอกาสการลงทุนในโครงการที่ได้ผลตอบแทนสูง และเมื่อภาคธุรกิจประสบปัญหา ก็จะเป็นสาเหตุให้ระบบเศรษฐกิจได้รับผลกระทบและเกิดการชลดตัวตามไปด้วย รัฐบาลในฐานะผู้กำหนดนโยบายจำเป็นต้องมีนโยบายที่จะจัดให้มีนโยบายทางเศรษฐกิจซึ่งเป็นกุญแจในการตอบสนองความต้องการของภาคเอกชนและเป็นเครื่องมือที่กระตุ้นภาคเอกชนมีการลงทุนภายใต้การบริหาร

โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม นโยบายการเงินที่ไม่เหมาะสมสำหรับภาคเอกชน ทำให้ผลลัพธ์จากการดำเนินนโยบายของรัฐบาลไม่สามารถบรรลุเป้าหมายทางเศรษฐกิจได้

Clauret and Sirmans (2010) กล่าวไว้ใน Real Estate Finance ว่า โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายคือการจัดสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่จะทำให้ทรัพย์สินของกิจการมีมูลค่าสูงสุด หรือก็คือมูลค่าที่เกิดจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นนั่นเอง หากการสร้างมูลค่าให้กิจการเกิดจากการจัดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายนี้ สิ่งต่อไปที่ต้องพิจารณาคือ กิจการจะใช้นิติทรัพย์สินเป็นหลักประกันในการก่อหนี้ในระดับใดจึงจะเหมาะสม การก่อหนี้ในระดับสูง ทำให้กิจการต้องเผชิญความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ (Default Risk) เพิ่มขึ้น กระแสเงินสดจากการลงทุนมักจะต่ำกว่าที่คาดหวังไว้ ทำให้ความสามารถในการชำระหนี้ต่ำ เมื่อความสามารถในการชำระหนี้ต่ำ จะทำให้มูลค่าสินทรัพย์ที่เป็นหลักประกันมีค่าต่ำกว่ามูลค่าของหนี้สิน

Graham and Harvey (2002) กล่าวไว้ใน Journal of Applied Corporate Finance ว่า บริษัทส่วนใหญ่ปฏิบัติตามทฤษฎีทางวิชาการ เช่น เทคนิคการคิดลดกระแสเงินสด (DCF) และมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) ในการประเมินโครงการใหม่ แต่เมื่อมาถึงการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ปรากฏว่าให้ความสนใจในทางทฤษฎีนี้น้อยลง จากการสำรวจข้อมูลพบว่าวัตถุประสงค์หลักของการใช้ตราสารหนี้ไม่ได้มีไว้เพื่อถ่วงน้ำหนักต้นทุนเงินทุน แต่เพื่อรักษา "ความยืดหยุ่นทางการเงิน" โดยมีเป้าหมายแอบแฝงคือเพื่อผลคะแนนในการจัดอันดับเครดิต นอกจากนี้ CFOs ส่วนใหญ่ยังแสดงความไม่เต็มใจที่จะออกหุ้นเพิ่มเงินกว่าราคาหุ้นของพวกเขาจะมีราคาสูงตามที่ต้องการ เนื่องจากเกรงว่าจะกระทบสัดส่วนของกำไรต่อหุ้น

#### 4. ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่ามีผู้ให้ความสนใจในการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนอย่างกว้างขวางในแง่มุมต่าง ๆ กัน ซึ่งได้แบ่งผลงานวิจัยออกเป็น 2 ส่วนคือ

- ผลงานวิจัยในประเทศ
- ผลงานวิจัยในต่างประเทศ

มีรายละเอียดดังนี้

##### 4.1 ผลงานวิจัยในประเทศ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วย

นริศรา นันดาภิวัฒน์ (2551) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพ์และการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ตั้งแต่ในช่วงปี 2545 – 2549 ซึ่งในการวิจัยได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มคือ 1) กลุ่มที่มีการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และ 2) กลุ่มที่มีการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม ผลจากการวิจัยพบว่า กลุ่มที่ 1 คือกลุ่มที่มีสัดส่วนหนี้สินต่ำ มีมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ มูลค่าหลักทรัพย์สูงกว่าและมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าประชากรในกลุ่มที่ 2 คือกลุ่มที่มีสัดส่วนหนี้สินสูงกว่าในโครงสร้างเงินทุน

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี 2535-2544 การศึกษาแบ่งออกเป็นของขั้นตอนคือ 1) การศึกษาเชิงประจักษ์โดยวิธีการทางเศรษฐมิติเพื่อทดสอบกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน และ 2) การสำรวจโดยใช้แบบสอบถามผู้บริหารเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุน จากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่า กิจกรรมในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้น กล่าวคือ เมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนกิจการจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน และหากมีความต้องการเงินทุนจากแหล่งภายนอกกิจการจะจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นทุน ส่วนผลการศึกษาโดยการสำรวจพบว่าทัศนคติของผู้บริหารมีแนวทางเดียวกันกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนเช่นกัน

รจเลข กัลป์กรณ์ชัย (2545) ทำการศึกษาเกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึง สภาพทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี 2538-2544 โดยแบ่งประชากรออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่ต้องเผชิญ ผลการวิจัยพบว่า กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันตามสภาพทางเศรษฐกิจมหภาค กล่าวคือ ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจเฟื่องฟูการก่อหนี้จะมีสัดส่วนสูง ถ้าเศรษฐกิจถดถอยการก่อหนี้จะมีสัดส่วนต่ำ ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์แปรผกผันกับสภาพเศรษฐกิจมหภาค กล่าวคือ ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยกิจการในกลุ่มนี้จะมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้น เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการควบคุมผู้บริหาร

สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (2544) ทำการศึกษาเรื่องภาษี การออม การลงทุน และการระดมทุนในตลาดการเงินไทย โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนปี 2539 พบปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของประชากรกลุ่มดังกล่าว ซึ่งไม่เป็นไปตามทฤษฎีของ Trade off โดยพบว่า ประเทศไทยถึงแม้จะมีความลำเอียงในเรื่องของการลดภาษีให้แก่บริษัทจดทะเบียนมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน เนื่องจากอัตราภาษีต่ำมากจึงไม่ใช่อุปสรรคในการระดมทุนในตลาดทุน และไม่พบหลักฐานทางสถิติว่า อัตราภาษีที่แตกต่างกันระหว่าง

บริษัทจดทะเบียนและบริษัทไม่จดทะเบียน จะมีผลให้อัตรานี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แต่ปัจจัยที่ทำให้ให้อัตรานี้สินต่อทุนของประเทศไทยอยู่ในระดับสูงเกิดมาจาก 2 ปัจจัยคือ 1) ผลจากการพัฒนาและสนับสนุนตลาดเงินของประเทศไทยโดยผ่านทางธนาคารพาณิชย์ ส่งเสริมให้มีการระดมเงินฝากจากประชาชนและปล่อยกู้ต่อภาคเอกชน จึงทำให้ธุรกิจของประเทศไทยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง 2) พฤติกรรมของนักธุรกิจไทยซึ่งส่วนใหญ่เริ่มต้นมาจากธุรกิจครอบครัว และเพื่อต้องการรักษาความเป็นเจ้าของธุรกิจไว้ จึงไม่นิยมระดมทุน โดยการออกหุ้นทุน แต่จะใช้วิธีการระดมทุนจากการก่อหนี้แทน โดยพบว่าบริษัทของคนไทยจะมีอัตราหนี้สินต่อทุนสูงกว่าบริษัทต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

อังคณา ชูวะเจริญพานิช (2545) ได้ทำการศึกษาเรื่องจับจังหวะตลาดกับโครงสร้างเงินทุนโดยใช้แบบจำลองของ Baker and Wurgler (2002) ประชากรที่นำมาศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปีพ.ศ. 2535-2540 โดยมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 142 บริษัท ผลการศึกษาตามแบบจำลองของ Baker and Wurgler สามารถสรุปได้ว่า การจับจังหวะตลาดในการจัดหาเงินทุน ไม่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งส่งผลให้ผลสะสมของการจับจังหวะตลาดในอดีตไม่สามารถที่จะกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามพบว่าประเทศไทยมีการใช้จังหวะตลาดในช่วงสั้นๆ ในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด ยกเว้นในภาคการเงิน ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยเรียงจากระดับความสัมพันธ์สูงสุดไปหาลดที่สุดคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร, อัตรากำไร, อัตรากำไรจ่ายปันผล, ขนาดของกิจการ และสภาพคล่อง ในความสัมพันธ์นี้ ขนาดกิจการที่ใหญ่กว่าจะมีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงตามขนาดของกิจการ ส่วนปัจจัยอื่น ๆ จะมีทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ กล่าวคือ กิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง อัตรากำไรจ่ายปันผลสูง และมีสภาพคล่องสูง จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ต่ำ

Kobkul Chintanawetchakul (2004) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมการจัดการและระดมเงินทุนที่เกี่ยวข้องกับการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยทำการศึกษาปัจจัยที่เป็นคุณลักษณะต่าง ๆ ของบริษัท 9 ปัจจัย ได้แก่ การปกป้องภาษีเงินได้นิติบุคคลจากหนี้, ปัจจัยที่ไม่ก่อให้เกิดการปกป้องภาษีจากหนี้, ความเสี่ยงทางธุรกิจ, ความสามารถในการเติบโตของ บริษัท, ขนาดของบริษัท, สินทรัพย์ถาวร, ความสามารถในการทำกำไร ความผันผวนของต้นทุน



ผลิตภัณฑ์ และลักษณะอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ว่ามีผลต่อระดับการใช้หนี้สินของธุรกิจอย่างไร ผลการวิจัยพบว่า ความสามารถในการทำกำไร, ความเสี่ยงทางธุรกิจ, ขนาดของบริษัท, ความผันผวนของต้นทุนผลิตภัณฑ์ และการปกป้องภาษีจากหนี้ มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ของธุรกิจ ส่วนปัจจัยอื่น ๆ ไม่มีผลกระทบต่อระดับการก่อหนี้สิน และความแตกต่างของอุตสาหกรรมไม่มีผลต่อระดับการก่อหนี้สินด้วย

Mongkol Kamolchaisakkul (2008) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2000 – 2006 รวมจำนวน 175 บริษัท ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการ มูลค่าสินทรัพย์ที่มีตัวตน และความเสี่ยงทางธุรกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับหนี้สิน ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในลักษณะตรงข้ามกับระดับหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราการเติบโตของราคาตลาดของหุ้นมีความสัมพันธ์ที่ผกผันกับระดับหนี้สิน ซึ่งผลการศึกษาสรุปได้ว่า สำหรับกรณีของประเทศไทยสามารถใช้ทฤษฎี Trade off และทฤษฎีลำดับขั้น (Pecking Order Theory) มาอธิบายลักษณะการจัดโครงสร้างเงินทุนได้เป็นอย่างดี

#### 4.2 ผลงานวิจัยในต่างประเทศ ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยครั้งนี้ประกอบด้วย

Baker and Wurgler (2002) ได้ศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีการจับจังหวะตลาด โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่ทำการเสนอขายหุ้นและตราสารหนี้ในสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี 1927 – 1996 ผลการศึกษาพบว่าบริษัทจะทำการออกตราสารหนี้มากกว่าในช่วงเวลาก่อนปีที่ผลตอบแทนของตลาดจะลดลง และจะออกตราสารทุนเพิ่มขึ้นหลังจากปีที่ผลตอบแทนของตลาดเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราส่วนจำนวนหุ้นที่ออกต่อจำนวนหุ้นและจำนวนหนี้ สามารถคาดการณ์อัตราผลตอบแทนได้มากกว่าอย่างมีนัยสำคัญ

Baral (2004) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เนปาล ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ขนาดกิจการ(Corporate Size) ความเสี่ยงทางธุรกิจ(Business Risk) อัตราการเติบโต(Growth) อัตรากำไร(Earning Rate) การจ่ายปันผล(Dividend Payout) ความสามารถในการชำระหนี้(Debt Service Capacity) และ Degree of Leverage (DFL) ผลการศึกษาพบว่า Corporate Size, Growth และ Earning Rate เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยที่ Corporate Size และ Growth มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการก่อหนี้ แต่ Earning Rate มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการก่อหนี้

Foronda และ Iturriaga (2007) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน กับ โครงสร้างความเป็นเจ้าของและมูลค่ากิจการ กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษามีจำนวน 1,216 บริษัทจาก 15 ประเทศในยุโรป โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มคือ บริษัทในประเทศที่ใช้ระบบ common law กับบริษัทในประเทศที่ใช้ระบบ civil law ซึ่งระบบกฎหมายที่แตกต่างกันนี้จะมีผลต่อหลัก ธรรมชาติของกิจการ โดยประเทศที่ใช้ระบบ common law จะมีข้อกำหนดที่ขัดแย้งกับหลักธรรมชาติของ กิจการ แต่ประเทศที่ใช้ระบบ civil law จะมีลักษณะแบบสังคมนิยมและตัวบทกฎหมายไม่ขัดหลักธรรมชาติ ของกิจการ ผลการศึกษาปรากฏว่า บริษัทในประเทศที่ใช้กฎหมายระบบ common law ระดับหนี้สินมี นัยสำคัญต่อมูลค่าของกิจการและมีความสัมพันธ์เป็น ไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้เนื่องจากรูปแบบ การบริหารจัดการจะเน้นไปในทางรักษาผลประโยชน์ของผู้เป็นเจ้าของกิจการซึ่งกฎหมาย common law นั้นเอื้ออำนวยอยู่แล้ว แต่สำหรับบริษัทในประเทศที่ใช้ระบบ civil law นั้น ความสัมพันธ์ ดังกล่าวจะมีลักษณะตรงกันข้าม กล่าวคือ ระดับหนี้สินไม่มีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ จากผล การศึกษานี้ทำให้ทราบว่า ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (agency problem) จะมีความแตกต่าง กันออกไปในแต่ละสภาพแวดล้อมซึ่งแตกต่างกัน บริษัทในประเทศที่ใช้ระบบ common law จะใช้ หนี้สินเป็นเครื่องมือในการแก้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

Frank and Goyal (2007) ศึกษาการจัดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยมีการแบ่งประชากรออกเป็น 3 กลุ่มคือ บริษัทเอกชน บริษัทมหาชนขนาดเล็ก และบริษัท มหาชนขนาดใหญ่ โดยพบว่าบริษัทเอกชนมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมและหนี้สถาบัน การเงิน บริษัทมหาชนขนาดเล็กมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ โดยการเพิ่มทุน ส่วน บริษัทมหาชนขนาดใหญ่มักจะใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมและการออกหุ้นกู้ จากการศึกษาทำ ให้ทราบว่าต้นทุนทางการค้า และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) มีบทบาทสำคัญอย่างมาก ในการนำไปเป็นข้อพิจารณาสำหรับทางเลือกในการก่อหนี้ของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับหลักการ ของ Trade off Theory

Gonenc (2002) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากความสามารรถในการทำกำไร ขนาดของ สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดกิจการ และโอกาสในการเติบโตของธุรกิจ ที่มีต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อิสตันบูล (Istanbul Stock Exchange- ISE) ผลจากการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์แบบผกผันกับหนี้สินรวม และหนี้สินระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนโอกาสในการเติบโตของธุรกิจพบว่ามีความสัมพันธ์ใน เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม ซึ่งผลดังกล่าวนี้พบได้ทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้วและในประเทศที่ กำลังพัฒนา ในกรณีของ ISE นี้เป็นตลาดที่มีความผันผวนมาก การจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้น เพิ่มทุนจึงเป็นไปได้ยากมาก ดังนั้น เมื่อบริษัทต้องการเงินทุนจึงใช้วิธีการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

และพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับหนี้สินรวมในเชิงบวก แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับหนี้สินระยะยาว นอกจากนี้ยังพบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

Hackbarth, Hennessy and Leland (2004) ศึกษาเกี่ยวกับการใช้ทฤษฎี Trade-off ในการอธิบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยแบ่งบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่ม Firm Power Debt (FPD) คือกลุ่มบริษัทที่มีความแข็งแกร่งและมีอำนาจเหนือการต่อรองของเจ้าหนี้ และกลุ่ม Bank Power Debt (BPD) คือกลุ่มกิจการขนาดเล็กหรือกิจการที่เพิ่งเกิดใหม่ มักอยู่ใต้อำนาจการต่อรองของเจ้าหนี้ ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยด้านผลประโยชน์จากการก่อก่อน (Tax Shield) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั้งสองกลุ่ม ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Trade-off แต่พบข้อแตกต่างในการจัดหาแหล่งเงินทุนของทั้งสองกลุ่ม คือ กลุ่ม FPD จะใช้แหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินและแหล่งทุนจากตราสารหนี้ผสมกัน ส่วนกลุ่ม BPD จะใช้แหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินเพียงอย่างเดียว

Jiraporn, Jang, Young and Kitsabunnarat (2008) ได้ศึกษาเกี่ยวกับคุณภาพของธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยประชากรที่ทำการศึกษาคือบริษัทจากฐานข้อมูล ISS (Institutional Shareholder Service) ซึ่งมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 16,013 บริษัท จากการคัดเลือกทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 7,400 บริษัท โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี 2001 – 2004 ผลจากการศึกษาพบความสัมพันธ์ที่ผกผันระหว่างคุณภาพของธรรมาภิบาลและระดับการก่อก่อน กล่าวคือกิจการที่มีธรรมาภิบาลต่ำจะมีระดับการก่อก่อนสูงอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าการก่อก่อนเป็นตัวแทนของธรรมาภิบาลในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) และการก่อก่อนยังเป็นการส่งสัญญาณที่ดีไปสู่ตลาดทุน ซึ่งทำให้นักลงทุนทราบว่าบริษัทให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาลในการบริหารจัดการ

John and Litov (2005) ศึกษาเรื่องธรรมาภิบาลของธุรกิจและนโยบายการเงิน จากบริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 2,810 บริษัท ที่มีระดับหนี้สินสูง โดยพบว่ากิจการเหล่านี้ไม่ต้องการให้เกิดการ Take Over ในกิจการของตน จึงได้ทำการก่อก่อนสินในระดับสูงและส่งผลให้กิจการเหล่านี้มีระดับ leverage สูงตามไปด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าการที่ธุรกิจนิยมก่อก่อนสินนั้น จะเป็นเหมือนใบเบิกทางเพื่อให้การเข้าสู่ตลาดตราสารหนี้เป็นไปได้โดยง่ายหรือมี credit rating ที่ดีและมักจะได้รับเงื่อนไขทางการเงินที่ดีกว่า นอกจากนี้ยังได้ศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินทั้งในแง่ของ Book Leverage และ Market Leverage รวมทั้งความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Interest Coverage) ของกิจการเหล่านี้ด้วย ผลปรากฏว่าปัจจัยราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Market-to-Book) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม

ทั้งกับ Book Leverage และ Market Leverage ส่วนปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน(Tangibility) ปัจจัยขนาดกิจการ (Firm Size) และปัจจัยด้าน Credit Rating มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Book Leverage และ Market Leverage แต่เมื่อศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ดังกล่าวกับความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย(Interest Coverage) พบว่าทุก ๆ ปัจจัยมีลักษณะความสัมพันธ์ตรงข้ามกับกรณีของ Book Leverage และ Market Leverage กล่าวคือ Market-to-Book, Profitability มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Interest Coverage ส่วน Tangibility, Firm Size และ Credit Rating มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับ Interest Coverage

Ju, Parrino, Poteshman and Weisbach (2004) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการใช้ Trade-off Theory ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัททั่วโลกที่มีอัตราการจ่ายผลตอบแทนสูงต่อเนื่อง 3 เดือนติดต่อกันในปี 2000 – 2001 รวม 2,609 บริษัท การศึกษาทำให้พบว่า ความผันผวนของระดับสินทรัพย์ของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับระดับการก่อหนี้ที่มีนัยสำคัญ กล่าวคือ กิจการที่ระดับสินทรัพย์มีความผันผวนสูง ระดับการก่อหนี้จะต่ำ แต่กิจการที่ระดับสินทรัพย์มีความผันผวนต่ำ ระดับการก่อหนี้จะสูง นอกจากนี้ยังได้ศึกษาเกี่ยวกับระยะเวลาการกู้ เพื่อดูผลจากการเลือกใช้ระยะเวลาผู้ที่แตกต่างกันว่าส่งผลอย่างไรต่อโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย ผลปรากฏว่า การเพิ่มระยะเวลาผู้ให้นานขึ้นเป็นสองเท่าจะทำให้ระดับของ Leverage เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าเช่นกัน แต่หากลดระยะเวลาผู้ลงครึ่งหนึ่ง กลับมีผลกระทบต่อระดับ Leverage เพียงเล็กน้อยเท่านั้น จากการขยายระยะเวลาผู้ซึ่งมีนัยสำคัญต่อระดับ Leverage นี้สามารถอธิบายได้ว่า การขยายระยะเวลาผู้ทำให้ยอดเงินต้นของหนี้มีการเปลี่ยนแปลงน้อยลงในแต่ละงวด ดังนั้น การก่อหนี้ที่มีระยะเวลาชำระเงินกู้ยาวนานกว่าจะมีระดับ Leverage สูงกว่าหนี้ที่อายุสั้นกว่า หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือกิจการที่ก่อหนี้อายุยาวกว่าจะต้องเผชิญความเสี่ยงทางการเงินมากกว่ากิจการที่ก่อหนี้อายุสั้นกว่า

Julio, Kim and Weisbach (2008) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการก่อหนี้ในลักษณะต่าง ๆ โดยแบ่งเป็น การก่อหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาว การออกหุ้นกู้แปลงสภาพและไม่แปลงสภาพ การออกหุ้นกู้มีหลักประกันและไม่มีหลักประกัน และการออกหุ้นกู้ประเภท Callable และ Noncallable โดยพบว่า ปัจจัยมูลค่าสินทรัพย์มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการก่อหนี้ระยะสั้นและระยะยาว แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับหุ้นกู้ทุกประเภท ปัจจัยด้าน Leverage มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับหุ้นกู้ประเภทมีหลักประกันและไม่มีหลักประกัน แต่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับหนี้ในรูปแบบอื่นที่เหลือ ปัจจัยด้านกระแสเงินสดมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับหุ้นกู้แปลงสภาพแต่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับหนี้สินประเภทอื่น ปัจจัยเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับหุ้นกู้แปลงสภาพและการก่อหนี้ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ปัจจัยด้านขนาดกิจการมี

ความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว แต่มีทิศทางในเชิงบวกกับหุ้นกู้ทุกประเภท และปัจจัยอัตราดอกเบี้ยมีอิทธิพลต่อการก่อหนี้ระยะยาวในเชิงบวก

Kumar (2004) ศึกษากลุ่มตัวอย่างซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินเดีย ช่วงเวลาที่ศึกษาคือปี 1994 ถึง 2000 โดยศึกษาเกี่ยวกับพฤติกรรมกรรมการบริหารจัดการการเงินขององค์กรกับการจัดการเกี่ยวกับธรรมาภิบาลว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร ผลการศึกษาพบว่าระดับของหนี้สินมีความสัมพันธ์ที่ผกผันกับการจัดการธรรมาภิบาลของกิจการ กล่าวคือ บริษัทที่มีธรรมาภิบาลต่ำจะมีระดับการก่อหนี้สินสูง ซึ่งกิจการในกลุ่มนี้เป็นกิจการที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของมาจากกลุ่มครอบครัวหรือเครือญาติ จึงมักใช้หนี้สินเป็นเครื่องมือในการควบคุมผู้บริหาร แต่สำหรับกิจการที่มีคุณภาพธรรมาภิบาลสูง ได้แก่บริษัทที่มีชาวต่างชาติเป็นหุ้นส่วนหรือเป็นบริษัทที่ไม่ได้มีพื้นฐานความเป็นเจ้าของมาจากเครือญาติ กลับมีระดับหนี้สินต่ำ

Leary and Roberts (2005) ศึกษาเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน คือ การออกหุ้นเพิ่มทุน การซื้อหุ้นคืน การก่อหนี้ระยะยาว และการก่อหนี้ระยะสั้น โดยทำการศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลกระทบต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบต่าง ๆ ดังกล่าว โดยตัวแปรที่ทำการศึกษาได้แก่ Firm Size, มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาดต่อมูลค่าสินทรัพย์ตามบัญชี (MA/BA) ค่าใช้จ่ายลงทุน (Capital Expenditure - CapEx) เงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด (Cash) ค่าเสื่อมราคาและการตัดจ่าย (DepAmort) สินทรัพย์มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) การเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิ (Volatility) อัตราส่วน Z-Score ค่าใช้จ่ายในการขาย (Selling Expense-Sell Exp) และผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Equity Return) ผลการศึกษาพบว่า Firm Size, Cash, Tangibility, Profitability และ Z-Score ส่วนเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงลบต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน โดยวิธีการออกหุ้นเพิ่มทุนและวิธีการก่อหนี้ระยะยาว ส่วนปัจจัย CapEx และ Equity Return มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการปรับโครงสร้างเงินทุน โดยวิธีดังกล่าว ในขณะที่ Volatility และ Sell Exp ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนสำหรับการปรับโครงสร้างเงินทุนโดยการซื้อหุ้นคืนนั้น พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงบวก ได้แก่ Size, Cash, Profitability และ Z-Score ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลในเชิงลบต่อการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ CapEx, DepAmort และ Sell Exp สำหรับปัจจัยอื่น ๆ พบว่าไม่มีนัยสำคัญต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนโดยวิธีการซื้อหุ้นคืน

Lyandres and Zhdanov (2007) ศึกษาเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนและภาวะการล้มละลาย ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทในสหรัฐอเมริกาที่เผชิญกับภาวะล้มละลายจำนวนรวม 733 บริษัท และบริษัทที่ยังไม่ประสบกับภาวะล้มละลายจำนวน 17,872 พบว่า โอกาสในการ

ลงทุนที่เพิ่มมูลค่าทำให้ผู้ถือหุ้นเต็มใจที่จะรับภาระหนี้สินมากขึ้น และโอกาสในการลงทุนโดยใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการล้มละลาย โดยกำหนดตัวแปรที่คาดว่ามี ความสัมพันธ์กับการเกิดภาวะล้มละลาย ได้แก่ Leverage ความสามารถในการทำกำไร ความผันผวนของกระแสเงินสด สภาพคล่อง ยอดขาย มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด อายุของบริษัท ผลตอบแทนเกินปกติ ผลการศึกษาพบว่า Leverage และความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับการล้มละลายในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ และผลตอบแทนเกินปกติมีความสัมพันธ์กับการล้มละลายในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ

Miao (2005) ทำการศึกษาพลวัตของอุตสาหกรรมและ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยพบว่า กิจกรรมที่มีการพัฒนาด้านเทคโนโลยีสูงจะมีผลผลิตสูงกว่า และมีอัตราการเข้า-ออกจากอุตสาหกรรมต่ำกว่า ส่วนกิจกรรมที่เสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงด้านเทคโนโลยีก็จะมีผลผลิตสูงเช่นเดียวกัน แต่จะมีอัตราการเข้า-ออกอุตสาหกรรมสูงกว่า อุตสาหกรรมที่มีต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) สูงจะมีอัตราการเข้า-ออกจากอุตสาหกรรมและมีผลผลิตต่ำกว่า กิจกรรมที่มีต้นทุนการดำเนินงานคงที่ (Fixed Operating Cost) จะมีอัตราการเข้า-ออกสูงกว่าแต่มีผลผลิตต่ำกว่า และกิจกรรมที่มีต้นทุนในการเข้าสู่อุตสาหกรรมสูงกว่า จะมีอัตราการเข้า-ออกจากอุตสาหกรรมต่ำกว่าและมีผลผลิตต่ำกว่า

Paudyal, Pescetto and Deesomsak (2004) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจด้านโครงสร้างเงินทุนของบริษัทต่าง ๆ ใน 4 ประเทศแถบเอเชียแปซิฟิก ได้แก่ ไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ และออสเตรเลีย ช่วงปี 1993-2001 ผลการศึกษาพบว่าประเทศไทย มีระดับการใช้นี้สินสูงที่สุด ส่วนประเทศออสเตรเลียมีระดับการใช้นี้สินต่ำสุดทั้งนี้เกิดจากกฎหมายในออสเตรเลียปกป้องสิทธิ์ของผู้ถือหุ้นมากกว่าปกป้องสิทธิ์ของเจ้าหนี้ จึงทำให้นี้สินของประเทศออสเตรเลียอยู่ในระดับต่ำ ส่วนผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลต่อระดับหนี้สิน โดยเฉพาะประเทศมาเลเซีย ส่วนตัวแปรที่เป็นโอกาสในการเติบโตของธุรกิจมีความสัมพันธ์แบบผกผันกับระดับหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะกิจการในประเทศไทยและสิงคโปร์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost Theory) ที่กล่าวว่า กิจกรรมที่มีโอกาสในการเติบโตสูงมักลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ทำให้เจ้าหนี้มักจะคิดอัตราดอกเบี้ยสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการให้กู้ ดังนั้นกิจการเหล่านี้จึงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการมากกว่า ส่วนตัวแปรราคาหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์ในลักษณะตรงกันข้ามกับระดับหนี้สินทั้งในประเทศไทย มาเลเซีย และสิงคโปร์ ซึ่ง เป็นไปตามทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) ที่กล่าวว่า เมื่อราคาตลาดของหุ้น

สามัญเพิ่มขึ้นและมีราคาสูงกว่าราคาตามบัญชี กิจการจะใช้วิธีการจัดหาเงินทุน โดยการเพิ่มทุนมากกว่าการก่อหนี้

Rajan and Zingales (1995) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดระดับของภาวะผูกพันของกิจการ ประชากรที่ศึกษาคือประเทศในกลุ่ม G-7 ได้แก่ อเมริกา แคนาดา ญี่ปุ่น อิตาลี เยอรมัน ฝรั่งเศส และอังกฤษ โดยพิจารณาเกี่ยวกับปัจจัยต่าง ๆ ที่ก่อให้เกิดภาวะผูกพันซึ่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการในแต่ละประเทศ ซึ่งปัจจัยที่ก่อให้เกิดภาวะผูกพันประกอบด้วยสินทรัพย์มีตัวตน(Tangibility) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี(Market-to-Book) ขนาดของกิจการ(LogSale) และความสามารถทำกำไร(Profitability) ผลการศึกษาพบว่า Tangibility และLogSale มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการก่อหนี้ โดยให้เหตุผลว่ากิจการที่มีหลักทรัพย์มากและมีขนาดใหญ่ จะมีความสามารถในการก่อหนี้สูง ส่วน Market-to-Book และ Profitability มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการก่อหนี้

## บทที่ 4

### วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยเพื่อให้ได้ข้อมูลเกี่ยวกับลักษณะของโครงสร้างเงินทุน การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ตลอดจนระเบียบวิจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้น มีลำดับขั้นในการวิจัยดังนี้

1. กำหนดประชากรที่ใช้ในการวิจัย
2. เก็บรวบรวมข้อมูลทุกัญมิ
3. กำหนดอัตราส่วนทางการเงิน
4. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและระเบียบวิจัยสำคัญ
5. วิเคราะห์ข้อมูล
6. สรุปผลการวิจัย

สำหรับรายละเอียดในแต่ละขั้นตอนจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป

#### 1. กำหนดประชากรที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูล ณ วันที่ 22 สิงหาคม 2552 ซึ่งเป็นวันที่ทำการเก็บรวบรวมข้อมูล มีจำนวนรวมทั้งสิ้น 113 บริษัท แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มคือ

- 1) กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 60 บริษัท
- 2) กลุ่มวัสดุก่อสร้าง จำนวน 31 บริษัท
- 3) กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 22 บริษัท

จากข้อมูลประชากรดังกล่าว ได้กำหนดขอบเขตของประชากร คือ เป็นบริษัทในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งได้เริ่มทำการซื้อขายหลักทรัพย์ก่อนไตรมาสที่ 4/2539 และมีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนอยู่จนถึงไตรมาสที่ 2/2552 โดยไม่รวมกลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เนื่องจาก โครงสร้างเงินทุนมีลักษณะเฉพาะจากขอบเขตนี้ทำให้ประชากรที่นำมาศึกษามีจำนวนทั้งสิ้น 29 บริษัท รายละเอียดแสดงไว้ในตารางที่ 4.1



ตารางที่ 4.1 รายชื่อประชากรที่ใช้ในการวิจัย

ลำดับ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อบริษัท	กลุ่ม
1	AP	บมจ. เอเชียันพรีอเพอร์ตี ดีเวลลอปเม้นท์	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
2	BLAND	บมจ. บางกอกแลนด์	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
3	CNT	บมจ. คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
4	HEMRAJ	บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
5	KMC	บมจ. กฤษคามหานคร	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
6	KTP	บมจ. เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
7	LH	บมจ. แลนด์เอนด์เฮ้าส์	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
8	MK	บมจ. มั่นคงเคหะการ	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
9	PF	บมจ. พร็อพเพอร์ตี้เพอร์เฟค	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
10	QH	บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
11	RAIMON	บมจ. ไรมอน แลนด์	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
12	SAMCO	บมจ. สัมมาการ	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
13	SPALI	บมจ. สุภาลัย	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
14	STEC	บมจ. ชิโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
15	TFD	บมจ. ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
16	UV	บมจ. ยูนิเวนเจอร์	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
17	DCC	บมจ. ไดนาสตีเซรามิก	วัสดุก่อสร้าง
18	GEN	บมจ. เจนเนอรัล เอ็นจิเนียริง	วัสดุก่อสร้าง
19	RCI	บมจ. โรยัล ซีรามิก อุตสาหกรรม	วัสดุก่อสร้าง
20	SCC	บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย	วัสดุก่อสร้าง
21	SCCC	บมจ. ปูนซีเมนต์นครหลวง	วัสดุก่อสร้าง
22	SCP	บมจ. ทักษิณคอนกรีต	วัสดุก่อสร้าง
23	TASCO	บมจ. ทีพีไอเอสเฟลท์	วัสดุก่อสร้าง
24	TCMC	บมจ. อุตสาหกรรมพรมไทย	วัสดุก่อสร้าง
25	TGCI	บมจ. ไทย-เยอรมัน เซรามิก อินคัสทรี	วัสดุก่อสร้าง
26	TIW	บมจ. ไทยแลนด์ไอออนเวคส์	วัสดุก่อสร้าง
27	TPIPL	บมจ. ทีพีไอ โพลีน	วัสดุก่อสร้าง
28	UMI	บมจ. สหโมเสกอุตสาหกรรม	วัสดุก่อสร้าง
29	VNG	บมจ. วนชัย กว๊าน	วัสดุก่อสร้าง

## 2. เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ

ข้อมูลทุติยภูมิประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ

1. ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ GDP และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้
2. ตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ได้แก่ กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรม

ดำเนินงาน กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด สำหรับรายละเอียดการเก็บรวบรวมข้อมูลทั้งสองส่วนมีดังต่อไปนี้

2.1 ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Condition) เป็นตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยภายนอกของกิจการซึ่งกิจการไม่สามารถควบคุมได้ โดยกำหนดตัวแปรดังนี้

### 2.1.1 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross domestic product : GDP)

การเก็บข้อมูล GDP เก็บเป็นรายไตรมาสในช่วงเวลาเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่าง เนื่องจาก GDP มีหน่วยเป็นพันล้านบาท จึงต้องทำการแปลงหน่วยให้อยู่ในรูปแบบเดียวกันกับข้อมูลตัวแปรอื่น ๆ การแปลงหน่วยใช้วิธีการคำนวณหาอัตราการเติบโตของ GDP ของไตรมาสปัจจุบันในปีปัจจุบันเปรียบเทียบกับ GDP ของงวดเวลาเดียวกันในปีก่อน โดยมีสูตรในการคำนวณ ดังนี้

$$\text{Growth of GDP} = \left( \frac{\text{GDP}_{qi\ t}}{\text{GDP}_{qi\ t-1}} \right) - 1$$

โดยที่  $\text{GDP}_{qi\ t} = \text{GDP ไตรมาสที่ } i \text{ ของปีที่ } t$

$\text{GDP}_{qi\ t-1} = \text{GDP ไตรมาสที่ } i \text{ ของปีที่ } t-1$

สำหรับอัตราการเติบโตของ GDP ที่คำนวณได้ตามสูตรการคำนวณนี้แสดงอยู่ในตารางที่ 1 ในภาคผนวก ก

2.1.2 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ (Average loan interest of commercial bank-INT) การเก็บข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ เก็บเป็นรายไตรมาสของช่วงเวลาเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่าง ประกอบด้วย

- 1) อัตราดอกเบี้ยเงินเบิกเกินบัญชีสูงสุด-ต่ำสุด
- 2) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายใหญ่ชั้นดีสูงสุด-ต่ำสุด
- 3) อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายย่อยชั้นดีสูงสุด-ต่ำสุด

ในการคำนวณหาอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ย นำอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทั้ง 3 ประเภทมาทำการหาค่าเฉลี่ยอย่างง่ายเพื่อให้เป็นอัตราเดียวในแต่ละไตรมาส ค่าที่ได้มีหน่วยเป็นร้อยละ จึงไม่ต้องทำการแปลงหน่วย อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ที่คำนวณได้แสดงไว้ในตารางที่ 1 ในภาคผนวก ก

สำหรับข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค แสดงดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาค ช่วงเวลาที่ศึกษาดังแต่ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวนข้อมูล
GDP (ล้านบาท)	1,568.43	1,426.35	2,321.43	1,108.84	399.08	51
อัตราการเติบโตของ GDP	0.06	0.07	0.13	(0.06)	0.05	51
อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์	0.09	0.08	0.16	0.06	0.03	51

2.2 ข้อมูลคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm specification) เป็นตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยภายในของกิจการ โดยกำหนดตัวแปรดังนี้

2.2.1 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน (Net Cash Flow from Operation - CFO) เก็บข้อมูลจากงบกระแสเงินสดรายไตรมาสของช่วงเวลาเดียวกัน จากส่วนของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน แต่เนื่องจากมีหน่วยเป็นพันบาท จึงได้ทำการแปลงข้อมูลดังกล่าว ให้เป็นกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ โดยการนำกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานที่เก็บได้หารด้วยมูลค่าสินทรัพย์ของช่วงเวลาเดียวกัน

2.2.2 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (Net Cash Flow from Investment - CFI) เก็บข้อมูลจากงบกระแสเงินสดรายไตรมาสของช่วงเวลาเดียวกัน จากส่วนของกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน แต่เนื่องจากมีหน่วยเป็นพันบาท จึงได้ทำการแปลงข้อมูลดังกล่าว โดยใช้วิธีการเดียวกันกับกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน กล่าวคือ นำกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนที่เก็บได้หารด้วยมูลค่าสินทรัพย์ของช่วงเวลาเดียวกัน

2.2.3 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market capitalization - MCAP) การเก็บข้อมูลมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดใช้ข้อมูล ณ วันสิ้นไตรมาสของช่วงเวลาเดียวกันจาก

ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากวันสิ้นไตรมาสตรงกับวันหยุดให้ใช้ข้อมูล ณ วันทำการสุดท้ายก่อนวันสิ้นไตรมาส

ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ แสดงไว้ในตารางที่ 4.3

ตารางที่ 4.3 ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ช่วงเวลาที่ศึกษาตั้งแต่ ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวนข้อมูล
CFO (ล้านบาท)	610.50	37.05	100,185.80	(139,639.40)	5,817.53	1,479
CFI (ล้านบาท)	(257.49)	(13.38)	215,769.90	(205,912.40)	8,009.76	1,479
MCAP (ล้านบาท)	10,667.16	1,077.60	312,000.00	12.50	36,157.95	1,479

### 3. การคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรตามในการวิจัยครั้งนี้ ประกอบด้วยอัตราส่วนดังนี้

1. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Assets - DA)
  2. อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long term Debt to Equity-DE)
- สำหรับรายละเอียดการคำนวณมีดังต่อไปนี้

#### 3.1 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to total assets - DA) คำนวณโดย

$$DA = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

การเก็บข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เก็บข้อมูลเป็นรายบริษัทตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552 รวมจำนวน 51 ข้อมูล

### 3.2 การคำนวณอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long term debt to equity : DE) คำนวณโดย

$$DE = \frac{\text{Long term Debt}}{\text{Equity}}$$

การเก็บข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เก็บเป็นรายบริษัทตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552 รวมจำนวน 51 ข้อมูล สำหรับหนี้สินระยะยาวของแต่ละบริษัทจะเก็บเฉพาะส่วนที่เป็นหนี้สินระยะยาวที่เป็นการก่อหนี้เพื่อการดำเนินงานตามปกติธุรกิจเท่านั้น เช่น เจ้าหนี้เงินกู้ระยะยาว เจ้าหนี้เงินกู้สถาบันการเงิน ตัวสัญญาใช้เงินระยะยาว หนี้กู้ เป็นต้น แต่จะไม่รวมหนี้สินไม่หมุนเวียนประเภทอื่น เช่น ภาษีเงินได้รอตัดจำหน่าย ภาระหนี้สินที่อาจเกิดขึ้นตามเงื่อนไข เงินมัดจำ หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น เป็นต้น

## 4. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญ

สำหรับในขั้นตอนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระต่าง ๆ ได้แก่ GDP, INT, CFO, CFI และ MCAP กับตัวแปรตามคือ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน และระบุตัวแปรสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงนั้น โดยใช้สมการถดถอยแบบ Time – series regression analysis ซึ่งการวิเคราะห์จะแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน คือ

1. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้สินรวม
2. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

4.1 ขั้นตอนที่ 1 – วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางการเงิน ทำการวิเคราะห์เป็นรายบริษัท โดยวิเคราะห์ตัวแปรอิสระในงวดก่อนงวดปัจจุบันแต่ละตัว (univariate regression) ที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการเงินในงวดปัจจุบัน (ความแตกต่างระหว่างโครงสร้างการเงินของงวดเวลาที่ t กับงวดเวลาที่ t-1) และวิเคราะห์ในรูปแบบหลายตัวแปร(multivariate regression) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษามีรูปแบบดังนี้

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + u_t \quad \dots(1)$$

$$DA_t - DA_{t-1} = a + c(INT)_{t-1} + u_t \quad \dots(2)$$

$$DA_t - DA_{t-1} = a + d \left( \frac{CFO}{Asset} \right)_{t-1} + u_t \quad \dots(3)$$

$$DA_t - DA_{t-1} = a + e \left( \frac{CFI}{Asset} \right)_{t-1} + u_t \quad \dots(4)$$

$$DA_t - DA_{t-1} = a + f \log(MCAP)_{t-1} + u_t \quad \dots(5)$$

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d \left( \frac{CFO}{Asset} \right)_{t-1} + e \left( \frac{CFI}{Asset} \right)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1} + u_t \quad \dots(6)$$

โดยที่

$DA_t$  = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ณ งวดเวลาที่ t

$DA_{t-1}$  = อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ณ งวดเวลาที่ t-1

$GDP_{t-1}$  = อัตราการเติบโตของ GDP ณ งวดเวลาที่ t-1

$INT_{t-1}$  = อัตราดอกเบี้ยเงินกู้เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ ณ งวดเวลาที่ t-1

$\left( \frac{CFO}{Asset} \right)_{t-1}$  = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์ ณ งวดเวลาที่ t-1

$\left( \frac{CFI}{Asset} \right)_{t-1}$  = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนต่อสินทรัพย์ ณ งวดเวลาที่ t-1

$\log(MCAP)_{t-1}$  = ลอการิทึมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด ณ งวดเวลาที่ t-1 (เนื่องจากมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดมีการกระจายตัวค่อนข้างมาก จึงใส่ค่าลอการิทึมเพื่อให้ข้อมูลนี้มีการกระจายแบบปกติ)

$u_t$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

**4.2 ขั้นตอนที่ 2 – วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน** ทำการวิเคราะห์เป็นรายบริษัท ในลักษณะเดียวกันกับ

ขั้นตอนที่ 1 กล่าวคือ วิเคราะห์ตัวแปรอิสระในงวดก่อนงวดปัจจุบันแต่ละตัว (univariate regression) ที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในงวดปัจจุบัน (ความแตกต่างระหว่างโครงสร้างเงินทุนของงวดเวลาที่  $t$  กับงวดเวลาที่  $t-1$ ) และวิเคราะห์ในรูปแบบหลายตัวแปร (multivariate regression) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษามีรูปแบบดังนี้

$$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + u_t \quad \dots(7)$$

$$DE_t - DE_{t-1} = a + c(INT)_{t-1} + u_t \quad \dots(8)$$

$$DE_t - DE_{t-1} = a + d \left( \frac{CFO}{Asset} \right)_{t-1} + u_t \quad \dots(9)$$

$$DE_t - DE_{t-1} = a + e \left( \frac{CFI}{Asset} \right)_{t-1} + u_t \quad \dots(10)$$

$$DE_t - DE_{t-1} = a + f \log(MCAP)_{t-1} + u_t \quad \dots(11)$$

$$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d \left( \frac{CFO}{Asset} \right)_{t-1} + e \left( \frac{CFI}{Asset} \right)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1} + u_t \quad \dots(12)$$

โดยที่

$$DE_t = \text{อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ณ งวดเวลาที่ } t$$

$$DE_{t-1} = \text{อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ณ งวดเวลาที่ } t-1$$

## 5. การวิเคราะห์ข้อมูล

ในขั้นตอนนี้จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ

5.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติพื้นฐานของตัวแปร เพื่ออธิบายลักษณะโครงสร้างเงินทุนและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

5.2 การวิเคราะห์ข้อมูลจากสมการถดถอยตามแบบจำลองที่กล่าวในข้อ 4 เพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน

สำหรับผลการวิเคราะห์จะอธิบายโดยละเอียดในบทที่ 5

## 6. สรุปผลการวิจัย

ทำการสรุปวัตถุประสงค์การวิจัย วิธีดำเนินการวิจัย ตลอดจนผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ โดยเชื่อมโยงกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง พร้อมทั้งให้ข้อเสนอแนะที่ได้จากการค้นพบในการวิจัยครั้งนี้ ซึ่งจะได้กล่าวโดยละเอียดในบทที่ 6



## บทที่ 5

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ในบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลจากการดำเนินวิธีการวิจัยที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 โดยการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งเป็น 2 ตอนใหญ่ ๆ คือ

- 1) ผลการวิเคราะห์ทางสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่สังเกตได้ เพื่อใช้อธิบายลักษณะโครงสร้างเงินทุนและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน
- 2) ผลการวิเคราะห์จากแบบจำลอง เพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน

#### ตอนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่สังเกตได้

จากข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Long Term Debt to Equity - DE) ซึ่งเก็บรวบรวมตามรายละเอียดที่กล่าวในบทที่ 4 นำมาจำแนกเพื่อให้เห็นความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนตามช่วงเวลาที่เกิดการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ ซึ่งแบ่งเป็น 4 ช่วง คือ

**ช่วงที่ 1 ก่อนวิกฤตค่าเงินบาท (ไตรมาสที่ 4/2539 – 2/2540)** คือช่วงตั้งแต่ปี 2539 จนถึงไตรมาสที่ 2/2540 ซึ่งเป็นช่วงปลายของยุคเฟื่องฟูของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก่อนที่จะเกิดวิกฤตค่าเงินบาท

**ช่วงที่ 2 วิกฤตค่าเงินบาท (ไตรมาสที่ 3/2540 – 4/2544)** เป็นช่วงหลังจากที่ประกาศค่าเงินบาทลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ซึ่งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้รับผลกระทบจากวิกฤตดังกล่าวและเกือบทั้งอุตสาหกรรมต้องใช้เวลาช่วงหนึ่งในการปรับปรุงโครงสร้างหนี้จนเข้าสู่ภาวะปกติ

**ช่วงที่ 3 เศรษฐกิจฟื้นตัว (ไตรมาสที่ 1/2545 – 4/2548)** เป็นช่วงที่เกิดการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองครั้งสำคัญ คือรัฐบาลทักษิณ 1 ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัว เนื่องจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นในรัฐบาลชุดนี้จนมาถึงช่วงกลางของรัฐบาลทักษิณ 2 และเกิดการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองอีกครั้งในเวลาต่อมา

**ช่วงที่ 4 เหตุการณ์ความไม่สงบภายในประเทศ วิกฤตน้ำมันโลกและผลกระทบจาก Hamburger Crisis (ไตรมาสที่ 1/2549 -2/2552)** ในช่วงนี้มีเหตุการณ์ที่ทำให้ประเทศไทยได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจถึง 3 เหตุการณ์ต่อเนื่องกัน ได้แก่ เหตุการณ์แรก คือ เหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศ เหตุการณ์ที่ 2 คือ วิกฤตราคาน้ำมันโลกปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วทำให้อุตสาหกรรมเกือบทุกประเภทได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้น และเหตุการณ์ที่ 3 คือ ผลกระทบจาก Hamburger Crisis ในสหรัฐอเมริกา

สำหรับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) แยกเป็นรายบริษัทแบ่งตามช่วงเวลาของการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ ได้แสดงไว้ในตารางที่ 5.1

ตารางที่ 5.1 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) แบ่งตามช่วงการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจแยกเป็นรายบริษัท

บริษัท	DE (เท่า)			
	ช่วงที่ 1	ช่วงที่ 2	ช่วงที่ 3	ช่วงที่ 4
AP	0.20	1.34	0.77	0.69
BLAND	0.78	1.00	0.00	0.00
CNT	(4.14)	1.97	(0.13)	0.00
DCC	0.01	0.16	0.04	0.02
GEN	0.27	13.65	(0.15)	0.05
HEMRAJ	0.86	0.77	0.31	0.27
KMC	1.05	0.26	0.38	0.42
KTP	0.06	0.12	0.42	1.16
LH	0.36	0.94	0.33	0.40
MK	1.12	0.97	0.95	0.30
PF	1.46	(2.94)	1.96	0.68
QH	1.38	3.99	1.33	0.86
RAIMON	1.06	0.25	1.42	0.45
RCI	0.66	(22.69)	(1.96)	0.42
SAMCO	0.01	0.27	0.26	0.20
SCC	1.84	2.07	0.70	0.37
SCCC	1.15	1.56	0.06	0.04
SCP	0.40	26.33	5.39	0.89
SPALI	0.95	4.93	1.13	0.28
STEC	0.94	(1.26)	0.14	0.18
TASCO	1.19	1.56	0.96	0.64
TCMC	0.92	1.90	0.42	0.28
TFD	0.25	0.38	0.48	0.49
TGCI	0.70	0.39	0.58	1.59
TIW	0.00	0.00	0.00	0.03
TPIPL	1.97	0.18	0.13	0.10
UMI	0.46	0.41	(10.00)	0.61
UV	0.00	0.00	0.01	0.07
VNG	2.34	1.24	0.88	0.97

จากข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) รายบริษัทสามารถสรุปในภาพรวมของอุตสาหกรรมได้ดังตารางที่ 5.2

ตารางที่ 5.2 ข้อมูลเชิงสถิติอัตราส่วน DE ของอุตสาหกรรม แบ่งตามช่วงต่าง ๆ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2539 – 2/2552

การเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวนข้อมูล
ช่วงที่ 1	0.63	0.78	3.00	87
ช่วงที่ 2	1.37	0.47	23.39	522
ช่วงที่ 3	0.23	0.40	8.08	464
ช่วงที่ 4	0.43	0.32	0.46	406

จากตารางที่ 5.2 สามารถสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในภาพรวมของอุตสาหกรรมได้ดังนี้

**ช่วงที่ 1 ก่อนวิกฤตค่าเงินบาท** อุตสาหกรรมมีการใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนเฉลี่ยเท่ากับ 0.63 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งในช่วงปี 2530 -2539 เป็นช่วงที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีการเจริญเติบโตอย่างมาก ผู้ประกอบการต่างเร่งลงทุนเปิดโครงการใหม่เพื่อรองรับอุปสงค์ที่มีการขยายตัวสูง ทำให้มีความต้องการใช้เงินทุนสำหรับลงทุนในโครงการต่าง ๆ สูงตามไปด้วย ประกอบกับในช่วงนั้นอัตราดอกเบี้ยในตลาดโลกต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศมาก การก่อหนี้ในสกุลเงินดอลลาร์จึงเป็นทางเลือกที่ได้รับความนิยมจากผู้ประกอบการ จากการศึกษาข้อมูลในหมายเหตุประกอบงบการเงินของทุกบริษัทพบว่า หนี้สินส่วนใหญ่ได้มาจากแหล่งเงินทุนจากต่างประเทศทั้งที่กู้ยืมโดยตรงและกู้ผ่านสถาบันการเงินที่ทำธุรกิจวิเทศนกิจ

**ช่วงที่ 2 วิกฤตค่าเงินบาท** จากการประกาศค่าเงินบาทลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 บรรดาผู้ประกอบการต่างได้รับผลกระทบจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว ทำให้ระดับหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วด้วยเช่นกัน โดยในช่วงที่ 2 นี้ ระดับหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอัตราเพิ่มสูงขึ้นกว่า 2 เท่าตัว โดยมีอัตราส่วน DE เฉลี่ยเท่ากับ 1.37 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้น

ผู้ประกอบการเกือบทั้งอุตสาหกรรมต่างเข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้เพื่อความอยู่รอดของธุรกิจ โดยพบว่า บริษัทที่ไม่เข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้มีเพียง 6 บริษัท หรือคิดเป็น 21% ของอุตสาหกรรม ได้แก่ SAMCO SCC TASCO TFD TIW และ UV ซึ่งทั้งหมดยกเว้น SCC และ TASCO พบว่ามีการใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนอยู่ระหว่าง 0 - 0.25 เท่า ในช่วงที่ 1 ส่วน SCC และ TASCO นั้นมีการใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนสูงแต่ไม่ได้รับผลกระทบรุนแรงถึงขั้นปรับโครงสร้างหนี้

**ช่วงที่ 3 เศรษฐกิจฟื้นตัว** เป็นช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว เนื่องจากหลาย ๆ บริษัทประสบความสำเร็จจากการปรับโครงสร้างหนี้ และในปีเดียวกันนี้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองที่สำคัญโดยรัฐบาลทักษิณ 1 ซึ่งผู้ประกอบการและนักลงทุนต่างมีความเชื่อมั่นในรัฐบาลชุดนี้ ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัว สำหรับในช่วงนี้ทำให้พบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนที่สำคัญของอุตสาหกรรม กล่าวคือ การใช้หนี้สินระยะยาวของอุตสาหกรรมในช่วงนี้มีการปรับตัวลดลง โดยมีอัตราส่วน DE เฉลี่ยเพียง 0.23 เท่า ซึ่งลดลงจากช่วงที่ 1 ถึงเกือบ 2 เท่าตัว สาเหตุที่ทำให้อุตสาหกรรมมีการก่อหนี้สินในระดับต่ำอาจเกิดจากการที่นักลงทุนมีความเชื่อมั่นต่อรัฐบาลทำให้ราคาหุ้นในขณะนั้นปรับตัวสูงขึ้น กระแสนิยมตราสารทุนจึงมีมากกว่าตราสารหนี้ ดังนั้นผู้ประกอบการจึงใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของมากขึ้น ระดับหนี้สินจึงลดลงอย่างมาก

**ช่วงที่ 4 เหตุการณ์ความไม่สงบภายในประเทศ วิกฤตน้ำมันโลก และผลกระทบจาก Hamburger Crisis** ในช่วงนี้เกิดเหตุการณ์ที่ทำให้ประเทศไทยได้รับผลกระทบในเชิงลบอย่างต่อเนื่อง พบว่าอุตสาหกรรมมีอัตราส่วน DE เฉลี่ยสูงขึ้นเท่ากับ 0.43 เท่าของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าในช่วงที่ 3 ประมาณ 1 เท่าตัว แต่ก็ยังเป็นอัตราที่ต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงที่ 1 สำหรับในปีนี้เกิดเหตุการณ์ไม่สงบทางการเมืองภายในประเทศ ทำให้ตลาดทุนซบเซา นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นตราสารทุนจึงไม่เป็นที่นิยมในตลาดทุน ผู้ประกอบการจึงหันมาระดมทุนโดยการก่อหนี้สิน ประกอบกับวิกฤตน้ำมันที่แผ่ขยายไปทั่วโลกส่งผลให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นเกือบทุกอุตสาหกรรม การลงทุนในโครงการต่าง ๆ จึงต้องใช้เงินทุนสูงขึ้น ทำให้ระดับหนี้สิน โดยเฉลี่ยของอุตสาหกรรมสูงกว่าในช่วงที่ 3 ต่อมาปัญหาด้านสภาพคล่องในประเทศสหรัฐอเมริกาอย่าง Hamburger crisis ก็ได้แผ่กว้างไปทั่วโลก นักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนจากต่างประเทศ ต่างเทขายหุ้นเพื่อนำเงินที่ได้ไปเสริมสภาพคล่องให้กับประเทศของตน ทำให้อุปสงค์ในตลาดทุนลดลง การระดมทุนจากตราสารทุนจึงทำได้ยาก ผู้ประกอบการจึงหันมาระดมทุนจากหนี้สินแทน

## ตอนที่ 2 ผลการวิเคราะห์จากแบบจำลอง

สำหรับขั้นตอนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ผลจากการใช้แบบจำลองทั้ง 12 สมการซึ่งได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรม โดยแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน คือ

1. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้สินรวม ในรูปแบบของ univariate regression โดยสมการที่ 1 – 5 และในรูปแบบ multivariate regression โดยสมการที่ 6
2. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ในรูปแบบของ univariate regression โดยสมการที่ 7 - 11 และในรูปแบบ multivariate regression โดยสมการที่ 12

### 1. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้สินรวม

ในขั้นตอนนี้จะเป็นการนำเสนอการวิเคราะห์ผลจากสมการที่ 1 – 6 ซึ่งได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ผลจากสมการที่ 1 -5 ซึ่งเป็น univariate regression แสดงอยู่ในตารางที่ 5.3 และ ผลจากสมการที่ 6 ซึ่งเป็น multivariate regression แสดงอยู่ในตารางที่ 5.4

ตารางที่ 5.3 ผลจาก univariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 1 - 5

บริษัท	R <sup>2</sup>	a	b(GDP) <sub>t-1</sub>	c(INT) <sub>t-1</sub>	d(CFO/Asset) <sub>t-1</sub>	e(CFI/Asset) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
AP	0.123	-0.0489 (-2.2997)		0.6039 (2.5949) **			
BLAND	0.1155	-0.0566 (-2.8989)		0.5639 (2.6398) **			
	0.0987	0.1310 (2.2193)					-0.0167 (-2.3636) **
CNT							
DCC							
GEN							
HEMRAJ							
KMC							
KTP							
LH							
MK	0.1704	-0.0352 (-3.8223)		0.3167 (3.1402) ***			
PF							
QH							
RAIMON							
RCI							
SAMCO							
SCC	0.1336	-0.0122 (-1.8239)			0.1791 (2.7200) ***		
SCCC							
SCP	0.2075	0.0141 (2.8014)	-0.2391 (-3.5446) ***				
	0.3558	-0.0437 (-4.8532)		0.5077 (5.1492) ***			
	0.1210	0.0025 (0.7273)			-0.1266 (-2.5711) ***		
	0.1290	0.0057 (1.4672)				0.5697 (2.6660) **	
	0.1077	0.0532 (2.3912)					-0.0104 (-2.4071) **
SPALI	0.0907	-0.0380 (-2.2718)		0.4004 (2.1881) **			
	0.1094	-0.0007 (-0.1215)			-0.1807 (-2.4291) **		
STEC							
TASCO	0.1000	-0.1630 (-2.2737)					0.0204 (2.3106) **
TCMC							
TFD							

ตารางที่ 5.3 (ต่อ)

บริษัท	R <sup>2</sup>	a	b(GDP) <sub>t-1</sub>	c(INT) <sub>t-1</sub>	d(CFO/Asset) <sub>t-1</sub>	d(CFI/Asset) <sub>t-1</sub>	e log(MCAP) <sub>t-1</sub>
TGCI	0.0835	0.0295 (2.4402)		-0.2767 (-2.0907) **			
	0.1249	-0.0786 (-2.4284)					0.0118 (2.6169) **
TIW							
TPIPL							
UMI							
UV							
VNG							

\*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

( ) หมายถึง ค่า t-statistic



ตารางที่ 5.4 ผลจาก multivariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 6

บริษัท	R <sup>2</sup>	a	b(GDP) <sub>t-1</sub>	c(INT) <sub>t-1</sub>	d(CFO/Asset) <sub>t-1</sub>	e(CFI/Asset) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
AP	0.2185	-0.1701 (-2.5800)		1.0797 (2.9487) ***			0.0115 (2.0988) **
BLAND							
CNT							
DCC							
GEN							
HEMRAJ							
KMC							
KTP							
LH							
MK	0.1838	-0.0490 (-1.3517)		0.3884 (2.4331) **			
PF							
QH							
RAIMON							
RCI							
SAMCO							
SCC	0.1574	0.0363 (0.2416)			0.2144 (2.7496) ***		
SCCC							
SCP	0.4070	-0.0634 (-2.0096)		0.4176 (2.9966) ***			
SPALI	0.2094	-0.0958 (-1.6808)		0.5962 (2.2243) **			
STEC							
TASCO	0.1648	-0.2399 (-2.6322)					0.0330 (2.6251) **
TCMC	0.1836	0.1470 (0.6790)			0.8972 (2.6008) **		
TFD	0.1177	-0.2636 (-2.1029)					0.0477 (2.1192) **
TGCI							
TIW							
TPIPL							
UMI							
UV	0.2944	-0.1228 (-0.9699)	-0.9803 (-3.8393) ***				0.0325 (2.1151) **
VNG	0.2896	-0.3290 (-4.0587)		1.2311 (3.6960) ***			0.0292 (3.4028) ***

\*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

( ) หมายถึง ค่า t-statistic

ตารางที่ 5.3 และ 5.4 แสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีต่อหนี้สินรวม ซึ่งทำการวิเคราะห์ทั้งในรูปแบบของ univariate regression โดยใช้สมการที่ 1-5 และ multivariate regression โดยใช้สมการที่ 6 ซึ่งได้แสดงไว้ในบทที่ 4 สามารถอธิบายความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ดังกล่าวได้ดังต่อไปนี้

**1.1 GDP** – จากทั้งหมด 29 บริษัท พบว่าในกรณี multivariate regression มีเพียงบริษัทเดียวที่อัตราการเติบโตของ GDP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ บมจ.ยูนิเวนเจอร์ (UV) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของ GDP เท่ากับ -0.9803 ในขณะที่ค่า t-statistic สูงถึง -3.8393 ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% และเมื่อพิจารณาในกรณีของ univariate regression พบว่ามีเพียงบริษัทเดียวเช่นกันที่อัตราการเติบโตของ GDP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของ DA อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ บมจ.ทักษิณคอนกรีต (SCP) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของ GDP เท่ากับ -0.2391 ในขณะที่ค่า t-statistic สูงถึง -3.5446 ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% เช่นเดียวกัน ผลจาก regression ทั้ง 2 กรณี มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งหมายความว่า เมื่ออัตราการเติบโตของ GDP ในงวดที่ผ่านมา มีแนวโน้มลดลง กิจการจะมีการใช้หนี้สินรวม ซึ่งความสัมพันธ์นี้มีระดับความเชื่อมั่นสูงถึง 99%

สาเหตุที่ อัตราการเติบโตของ GDP มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับการเปลี่ยนแปลงของ DA นั้น อาจเป็นผลมาจากการกระตุ้นภาคการบริโภคโดยรัฐบาล กล่าวคือ เมื่อการใช้จ่ายภาคการบริโภคลดลง (GDP ลดลง) รัฐบาลจะใช้นโยบายการคลังกระตุ้นภาคการบริโภค เช่น ลดภาษีธุรกิจเฉพาะ ลดค่าธรรมเนียมธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ หรือลงทุนใน Megaproject เป็นต้น และใช้นโยบายการเงิน เช่น อัตราดอกเบี้ยต่ำสำหรับสินเชื่อที่อยู่อาศัย เป็นต้น การใช้นโยบายต่าง ๆ เหล่านี้เป็นการเพิ่มอุปสงค์ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ (ฝ่ายการวิจัยนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม 2537; ศูนย์วิจัยกสิกรไทย 2550; โสภณ พรโชคชัย 2549) ผู้ประกอบการจึงมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ต่าง ๆ เช่น การลงทุน โครงการส่งเสริมการขาย การลงทุนในโครงการใหม่ เป็นต้น แต่เนื่องจากความสัมพันธ์ของ GDP มีอิทธิพลต่อหนี้สินรวมของตัวอย่างประชากรเพียงบริษัทเดียวในกรณีของ multivariate regression จึงไม่อาจจะระบุได้ว่า GDP เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของ DA ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

**1.2 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ (INT)** – เมื่อพิจารณาผลของ multivariate regression จากตารางที่ 5.4 พบว่ามีเพียง 5 บริษัทที่ปัจจัยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งได้แก่ AP MK SCP SPALI และ VNG ซึ่งทั้งหมดมีทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในเชิงบวก กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในอดีตมีแนวโน้ม

สูงขึ้นทำให้อัตรานี้สินต่อสินทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นด้วย จากตารางที่ 5.4 บริษัท AP SCP และ VNG มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.9487 2.9966 และ 3.6960 ตามลำดับ และทั้งหมดมีระดับความเชื่อมั่นอยู่ที่ 99% ส่วนบริษัท MK และ SPALI มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.4331 และ 2.2243 ตามลำดับโดยมีระดับความเชื่อมั่นอยู่ที่ 95% และเมื่อพิจารณาผลจากสมการในกรณีของ univariate regression ในตารางที่ 5.3 พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ก็ยังเป็นปัจจัยที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางเดียวกับกรณีของ multivariate regression ซึ่งปรากฏผลดังกล่าวเพียง 5 บริษัท คือ AP BLAND MK SCP และ SPALI โดยที่ AP BLAND และ SPALI มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.5949 2.6398 และ 2.1881 ตามลำดับ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ส่วน MK และ SCP มีค่า t-statistic สูงถึง 3.1402 และ 5.1492 ตามลำดับ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% สำหรับกรณีของ univariate regression นี้พบว่าผลจากสมการต่อบริษัท TGCI ได้แสดงให้เห็นว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของ DA ซึ่งเป็นเพียงบริษัทเดียวในอุตสาหกรรมที่มีผลจากสมการในทิศทางดังกล่าว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.2767 และ t-statistic เท่ากับ -2.0907 ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ทั้งนี้อาจเกิดจากการที่บริษัท TGCI มีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินในประเทศเป็นหลัก เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในอดีตลดลงจึงทำให้บริษัท TGCI ก่อหนี้เพิ่มขึ้นซึ่งเป็นเพียงบริษัทเดียวในอุตสาหกรรม

อย่างไรก็ดี การค้นพบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยอัตราดอกเบี้ยต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับหนี้สินนั้น ได้พบข้อแตกต่างที่สำคัญคือ บริษัทที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนนั้นส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ไม่เผชิญกับภาวะวิกฤตทางการเงิน ส่วนบริษัทที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนนั้น ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่เคยประสบปัญหาขาดทุนเกินทุนมาก่อนซึ่งไม่ใช่ผลจากการดำเนินงานตามปกติธุรกิจในช่วง โดยมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 20 บริษัท ดังนั้น จึงเหลือประชากรที่ข้อมูลเป็นปกติจำนวน 9 บริษัท บริษัทที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (INT) มีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุน มีจำนวนรวม 5 บริษัท คิดเป็น 56% ของอุตสาหกรรม ( $5 \div 9$ ) จึงสามารถสรุปได้ว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าวในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ซึ่งหมายความว่า เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในงวดที่ผ่านมามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ย่อมส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของระดับหนี้สินของกิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย สาเหตุอาจเกิดจากการที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้จากแหล่งอื่น ๆ นอกเหนือจากธนาคารพาณิชย์ซึ่งอาจมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่า ได้แก่ การออกตั๋วสัญญาใช้เงิน การออกหุ้นกู้ หรือแม้แต่การกู้ยืมจากต่างประเทศทั้งที่กู้โดยตรงและกู้ผ่านธุรกิจวิเทศธนกิจ เป็นต้น

**1.3 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) –** เมื่อพิจารณาผลของ multivariate regression จากตารางที่ 5.4 พบว่ามีเพียง 2 บริษัทที่กิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีลักษณะความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ซึ่งได้แก่ บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย (SCC) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.2144 ค่า t-statistic เท่ากับ 2.7496 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และ บมจ.อุตสาหกรรมพรหมไทย (TCMC) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.8972 มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.6008 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยทั้งสองบริษัทมีทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ในเชิงบวก หมายความว่าเมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในงวดที่ผ่านมาเพิ่มขึ้นส่งผลให้ระดับหนี้สินของกิจการมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นตาม สาเหตุอาจเกิดจากการที่บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้น เช่น มีรายรับจากการขายมากกว่ารายจ่ายทำให้กิจการต้องการลงทุนเพื่อเพิ่มยอดขายให้สูงขึ้นอีก โดยเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้ เป็นต้น

เมื่อพิจารณาผลจาก univariate regression ในตารางที่ 5.3 พบว่า กรณีของ บมจ.ปูนซิเมนต์ไทย (SCC) สามารถยืนยันความสัมพันธ์ระหว่าง CFO กับการเปลี่ยนแปลง DA ได้เป็นอย่างดี โดยมีสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1791 และมีค่า t-statistic เท่ากับ 2.7200 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% แต่สำหรับอีก 2 บริษัทคือ บมจ.ทักษิณคอนกรีต (SCP) และ บมจ.สุภาลัย (SPALI) กลับพบว่า มีลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวที่แตกต่างจาก SCC กล่าวคือ SCP และ SPALI มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.1266 และ -0.1807 ตามลำดับ โดยมีค่า t-statistic เท่ากับ -2.5711 และ -2.4291 ตามลำดับ โดยมีลักษณะความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งหมายความว่า เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานลดลงในงวดที่ผ่านมา จะทำให้ระดับการก่อหนี้เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น สามารถอธิบายสาเหตุของความสัมพันธ์นี้ได้ว่า เมื่อกิจการขาดแคลนเงินทุนมักจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้ก่อนแหล่งเงินทุนอื่น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเพียง 2 บริษัท จึงไม่อาจสรุปได้ว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับหนี้สิน หรืออาจกล่าวได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้สินรวมของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

**1.4 กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (CFI) –** เมื่อพิจารณาผลจากตารางที่ 5.3 และ 5.4 พบว่ากระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยพบว่าในกรณี multivariate regression นั้น ไม่มีบริษัทใดเลยที่กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุนมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สิน แต่เมื่อพิจารณาในกรณีของ univariate regression พบว่ามีเพียงบริษัทเดียวในอุตสาหกรรมที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ คือ บมจ.

ทักซิณคคอนกรีต (SCP) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.5697 มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.6660 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งหมายความว่า หากบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเพิ่มขึ้น ไม่ว่าจะมาจากการขายสินทรัพย์ดำเนินงาน หรือจากการขายหลักทรัพย์ลงทุน ก็จะทำให้กิจการมีการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นด้วย แสดงให้เห็นว่ากิจการอาจใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพื่อการลงทุนในโครงการใหม่ เช่น ซื้อสินทรัพย์ดำเนินงานใหม่แทนของเดิมที่ขายไป หรือเพื่อนำไปซื้อหลักทรัพย์ลงทุนใหม่แทนหลักทรัพย์เดิมที่ขายไปเป็นต้น แต่อย่างไรก็ดี ปัจจุบันถือว่าไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้สินรวมของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

**1.5 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (MCAP) –** เป็นปัจจัยที่เป็นตัวแทนด้านขนาดของกิจการ เมื่อพิจารณาผลของ univariate gression ในตารางที่ 5.3 พบว่า จากทั้งหมด 29 บริษัท มีเพียง 4 บริษัทที่ปัจจัยด้านขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันออกไป ซึ่งได้แก่ BLAND SCP ซึ่งขนาดกิจการมีลักษณะความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0167 และ -0.0104 ตามลำดับ มีค่า t-statistic เท่ากับ -2.3636 และ -2.4071 ตามลำดับ ส่วน TASCO และ TGCI ก็เป็นอีก 2 บริษัทที่ปัจจัยด้านขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินแต่เป็นไปในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ของ TASC0 และ TGCI เท่ากับ 0.0204 และ 0.0118 ในขณะที่ค่า t-statistic เท่ากับ 2.3106 และ 2.6169 ตามลำดับ และทั้งสองบริษัทมีระดับความเชื่อมั่น 95%

แต่เมื่อพิจารณาในส่วนของ multivariate regression ในตารางที่ 5.4 พบว่าจากทั้งหมด 29 บริษัท มีจำนวน 5 บริษัทที่ปัจจัยด้านขนาดกิจการมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และทั้งหมดมีลักษณะความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งแตกต่างจากกรณีของ univariate regression ซึ่งทั้ง 5 บริษัทนี้ได้แก่ บมจ.เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ดีเวลลอปเม้นท์ (AP) บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์ (TASCO) บมจ.ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม (TFD) บมจ.ยูนิเวนเจอร์ (UV) และ บมจ.วนชัยกรุ๊ป (VNG) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0115 0.0330 0.0477 0.0325 และ 0.0292 ตามลำดับ มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.0988 2.6251 2.1192 2.1151 และ 3.4028 ตามลำดับ จากผลการวิเคราะห์นี้สามารถอธิบายได้ว่า เมื่อขนาดของกิจการใหญ่ขึ้น (มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงขึ้น) จะทำให้กิจการมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้นตามไปด้วย โดยที่กิจการที่มีขนาดใหญ่ขึ้นหรือโตขึ้น การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สามารถทำได้ง่ายขึ้น เนื่องจากเจ้าหนี้เห็นว่ากิจการมีแนวโน้มทางธุรกิจที่ดีขึ้น

จากผลการวิเคราะห์พบว่า กิจการที่ปัจจัยดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินล้วนเป็นบริษัทที่เคยมีผลประกอบการขาดทุนเกินทุนมาก่อน และบาง

บริษัทมีระดับหนี้สินที่มีความสูง/ต่ำแบบผิดปกติ มีจำนวน 21 บริษัท เหลือบริษัทที่ข้อมูลเป็นปกติ จำนวน 8 บริษัท บริษัทที่ MCAP มีนัยสำคัญต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนมี 5 บริษัท คิดเป็น 63% ของประชากร (5÷8) ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ปัจจัยด้านขนาดกิจการ (MCAP) เป็นปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก

## 2. วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรและระบุปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

ในขั้นตอนนี้เป็นการวิเคราะห์ผลจากสมการที่ 7 – 12 ซึ่งได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ผลจากสมการที่ 7 – 11 แสดงไว้ในตารางที่ 5.5 และ ผลจากสมการที่ 12 แสดงไว้ในตารางที่ 5.6

ตารางที่ 5.5 ผล univariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 7 – 11

บริษัท	R <sup>2</sup>	a	b(GDP) <sub>t-1</sub>	c(INT) <sub>t-1</sub>	d(CFO/Asset) <sub>t-1</sub>	e(CFI/Asset) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
AP	0.0779	0.0245 (0.3384)				-2.0015 (-2.0135) **	
BLAND							
CNT							
DCC							
GEN							
HEMRAJ							
KMC							
KTP							
LH							
MK							
PF							
QH							
RAIMON							
RCI							
SAMCO	0.0980	0.4286 (2.3098)					-0.0633 (-2.2899) **
SCC							
SCCC							
SCP							
SPALI							
STEC							
TASCO	0.0821	-0.0326 (-0.4494)			2.5804 (2.0725) **		
TCMC							
TFD							
TGCI							
TIW	0.9482	0.0006 (1.2299)				1.4139 (14.1847) ***	
TPIPL	0.1263	2.1856 (2.1093)		-2.9873 (-2.6336) **			
	0.1182	-0.0515 (-1.5421)			0.7804 (2.5364) **		
	0.1286	-1.0086 (-2.7603)					0.1063 (2.6610) **
UMI							
UV							
VNG							

\*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

( ) หมายถึง ค่า t-statistic

ตารางที่ 5.6 ผล multivariate regression โดยใช้แบบจำลองสมการที่ 12

บริษัท	R <sup>2</sup>	a	b(GDP) <sub>t-1</sub>	c(INT) <sub>t-1</sub>	d(CFO/Asset) <sub>t-1</sub>	e(CFI/Asset) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
AP	0.1896	-0.8651 (-1.2363)				-2.2896 (-2.2758) **	
BLAND	0.1695	-1.2857 (-2.1961)				-1.6833 (-2.0524) **	0.1389 (2.1086) **
CNT							
DCC	0.1219	0.3767 (2.1218)					-0.0455 (-2.3629) **
GEN							
HEMRAJ							
KMC							
KTP							
LH							
MK							
PF							
OH							
RAIMON							
RCI							
SAMCO							
SCC							
SCCC							
SCP							
SPALI							
STEC							
TASCO	0.1760	-2.2495 (-1.9698)					0.3271 (2.0742) **
TCMC							
TFD							
TGCI							
TIW	0.9861	-0.0443 (-1.2754)		0.6290 (2.7091) **	0.0193 (3.4854) **	1.4002 (18.4027) ***	
TPIPL	0.4949	0.4655 (0.7909)	-1.7729 (-2.2492) **	-5.6203 (-3.7682) ***	1.9891 (4.8898) ***	-3.5695 (-4.1782) ***	
UMI							
UV	0.3824	-0.1324 (-1.6683)	-0.7691 (-4.8041) ***				0.0291 (3.2395) ***
VNG							

\*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

( ) หมายถึง ค่า t-statistic



**2.1 GDP** – ผลจาก univariate regression ในตารางที่ 5.5 พบว่าอัตราการเติบโตของ GDP ไม่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(DE) แต่เมื่อพิจารณาในกรณี multivariate regression กลับพบว่าจากทั้งหมด 29 บริษัท มีเพียง 2 บริษัทที่ GDP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลง DE ได้แก่ บมจ.ทีพีไอโพลีน (TPIPL) และบมจ.ยูนิเวนเจอร์ (UV) ซึ่งทั้งสองบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -1.7729 และ -0.7691 โดยที่ TPIPL มีค่า t-statistic เท่ากับ -2.2492 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในขณะที่ UV มีค่า t-statistic สูงถึง -4.8041 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% และมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบทั้งสองบริษัท ซึ่งหมายความว่า เมื่อ GDP ในอดีตมีแนวโน้มลดลง จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งผลจากสมการที่ 12 นี้ ให้ผลเช่นเดียวกับผลของสมการที่ 6 (DA) กล่าวคือ เป็นผลจากภาครัฐกระตุ้นการใช้จ่ายของประชาชนในยามที่ GDP มีแนวโน้มลดลง โดยใช้ธุรกิจก่อสร้างอิฐหิรัญเป็นเครื่องมือในการขับเคลื่อนนโยบาย ส่งผลให้เกิดการลงทุนของผู้ประกอบการภาคก่อสร้างอิฐหิรัญ และการลงทุนดังกล่าวทำให้ระดับหนี้สินระยะยาวเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ผลของสมการสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวได้เพียง 2 บริษัท จึงสรุปได้ว่า GDP ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจก่อสร้างอิฐหิรัญ

**2.2 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ (INT)** – เมื่อพิจารณาผล multivariate regression ในตารางที่ 5.6 พบว่ามีเพียง 2 บริษัทที่ปัจจัยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งได้แก่ บมจ.ไทยแลนด์ไอออนเวสต์ (TIW) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.6290 มีค่า t-statistic เท่ากับ 2.7091 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก และบมจ.ทีพีไอโพลีน (TPIPL) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -5.6203 มีค่า t-statistic สูงถึง -3.7682 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบ สำหรับบริษัท TPIPL เมื่อพิจารณาในกรณีของ univariate ในตารางที่ 5.5 พบว่าให้ผลในทิศทางเดียวกันกับกรณีของ multivariate คือมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.9873 มีค่า t-statistic เท่ากับ -2.6336 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% สำหรับสาเหตุที่ทั้ง 2 บริษัทมีทิศทางความสัมพันธ์ของปัจจัยดังกล่าวแตกต่างกัน อาจเกิดจากการใช้แหล่งเงินทุนที่แตกต่างกัน กล่าวคือ ในกรณีของ TPIPL บริษัทอาจมีการใช้แหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ลดลง ทำให้มีการก่อหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้นในโครงสร้างเงินทุน ส่วนกรณีของ TIW บริษัทอาจมีการใช้หนี้สินจากแหล่งอื่นที่มีต้นทุนเงินต่ำกว่าธนาคารพาณิชย์ เช่น การออกตั๋วสัญญาใช้เงินระยะยาว การออกหุ้นกู้ และแหล่งเงินกู้จากต่างประเทศ เป็นต้น

**2.3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)** – ผลจาก multivariate regression ในตารางที่ 5.6 พบว่าจากทั้งหมด 29 บริษัท มีเพียง 2 บริษัทที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน

(CFO) มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก ได้แก่ บมจ.ไทยแลนด์ไอออนเว็คส์ (TIW) และบมจ.ทีพีไอโพลีน (TPIPL) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0193 และ 1.9891 ตามลำดับ มีค่า t-statistic สูงถึง 3.4854 และ 4.8898 ตามลำดับ เมื่อพิจารณาผลของ univariate ในตารางที่ 5.5 ปัจจัยดังกล่าวก็ยังสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนได้ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งมีจำนวน 2 บริษัท ได้แก่ บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์ (TASCO) และบมจ.ทีพีไอโพลีน (TPIPL) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.5804 และ 0.7804 ตามลำดับ และมีค่า t-statistic เท่ากับ 2.0725 และ 2.5364 ตามลำดับ ณ ระดับนัยสำคัญ 95% อย่างไรก็ตาม พบว่าผลจากแบบจำลองสมการที่ 12 นี้ ให้ผลในทิศทางเดียวกับสมการที่ 6 กล่าวคือ กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลในเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับที่มีอิทธิพลในเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ แต่เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวไม่สามารถอธิบายผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในภาพรวมของอุตสาหกรรมได้ จึงสรุปได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

2.4 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) – จากผล multivariate regression ในตารางที่ 5.6 พบว่ามีเพียง 4 บริษัทที่กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) แต่มีทิศทางความสัมพันธ์ที่แตกต่างกัน กลุ่มแรกคือ บมจ.เอเชียันพรีอเพอร์ตี (AP) บมจ.บางกอกแลนด์ (BLAND) และบมจ.ทีพีไอโพลีน (TPIPL) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.2896 -1.6833 และ -3.5695 ตามลำดับ ในขณะที่ t-statistic เท่ากับ -2.2758 -2.0524 และ -4.1782 ตามลำดับ ทั้งหมดมีทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวในเชิงลบ ซึ่งหมายความว่า เมื่อกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนลดลง เช่น มีการจ่ายเงินซื้อหลักทรัพย์เพื่อลงทุน มีการซื้อสินทรัพย์ดำเนินงานเพิ่มเติม เป็นต้น ก็จะทำให้กิจการมีการก่อหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้นในโครงสร้างเงินทุน โดยอาจมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวสำหรับโครงการใหม่ หรืออาจใช้ไถ่ถอนหนี้เก่า

สำหรับกลุ่มที่ 2 มีเพียงบริษัทเดียวคือ บมจ.ไทยแลนด์ไอออนเว็คส์ (TIW) พบว่าปัจจัย CFI สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญ โดยมีสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.4002 และค่า t-statistic สูงถึง 18.4027 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% เมื่อพิจารณาผลจาก univariate ในตารางที่ 5.5 พบว่าปัจจัยนี้ก็สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้เป็นอย่างดี โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.4139 ในขณะที่ค่า t-statistic สูงถึง 14.1847 ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก เช่นเดียวกัน หมายความว่า เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุนเพิ่มขึ้นซึ่งอาจได้มาจาก

การขายหลักทรัพย์ลงทุน หรือมีกำไรจากการจำหน่ายสินทรัพย์ดำเนินงานต่าง ๆ เป็นต้น ก็จะทำให้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น โดยหนี้สินที่เพิ่มขึ้นนี้อาจมีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปลงทุนต่อในหลักทรัพย์ลงทุนหรือซื้อสินทรัพย์ดำเนินงานแทนสินทรัพย์เดิมที่ขายไปนั่นเอง แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพื่อการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ของกิจการ เช่น การลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงาน การลงทุนซื้อหลักทรัพย์เพื่อลงทุน เป็นต้น

สำหรับบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มพบว่าส่วนใหญ่เคยมีการปรับโครงสร้างหนี้ บางบริษัทประสบปัญหาในช่วงวิกฤตค่าเงินบาทถึงขั้นอัตรา DE มีค่าติดลบ และบางบริษัทก็มีอัตราส่วน DE สูงผิดปกติในช่วงซึ่งทั้งหมดมีจำนวน 21 บริษัท ดังนั้น บริษัทที่ผลจากสมการมีนัยสำคัญจำนวน 5 บริษัทซึ่งคิดเป็น 63% ของอุตสาหกรรม จึงสรุปได้ว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน(CFI) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ถึงแม้ว่าจะมีบางบริษัทที่มีทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวในเชิงบวก แต่ก็มีเพียง 1 บริษัทเท่านั้น

**2.5 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (MCAP) – ขนาดของกิจการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้เป็นอย่างดี** ซึ่งให้ผลเช่นเดียวกันในกรณีของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(DE) กล่าวคือ ปัจจัยด้านขนาดของกิจการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินระยะยาวของกลุ่มธุรกิจได้ โดยพิจารณาจากผลของ multivariate ในตารางที่ 5.6 พบว่าจากทั้งหมด 29 บริษัท มี 4 บริษัทที่ขนาดของกิจการสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของ DE ในขณะที่บริษัทอื่นซึ่งส่วนใหญ่เคยมีค่า DE ติดลบในช่วงเกิดวิกฤตค่าเงินบาทนั้น พบว่าขนาดของกิจการไม่มีผลต่ออัตราส่วน DE สำหรับบริษัทที่ขนาดกิจการมีผลต่อ DE สามารถแบ่งได้ 2 กลุ่มเนื่องจากมีผลจากสมการที่ขัดแย้งกัน โดยแบ่งเป็น กลุ่มที่ 1 คือ บมจ.บางกอกแลนด์ (BLAND) บมจ.ทีปโก้แอสฟัลท์ (TASCO) และบมจ.ยูนิเวนเจอร์ (UV) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1389 0.3271 และ 0.0291 ตามลำดับ และค่า t-statistic เท่ากับ 2.1086 2.0742 และ 3.2395 ตามลำดับ ทั้ง 3 บริษัทมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก หมายความว่า เมื่อขนาดของกิจการใหญ่ขึ้นหรือมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น จะทำให้กิจการมีการก่อหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้นด้วย แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของขนาดกิจการทำให้เจ้าหน้าที่มองว่าธุรกิจมีอนาคตที่ดี กิจการจึงสามารถก่อหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้นได้

กลุ่มที่ 2 คือ บมจ.ไคนาสดีเซรามิก (DCC) กลับพบว่าปัจจัยด้านขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการก่อหนี้สินระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0455 ค่า t-statistic เท่ากับ -2.3629 ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% สาเหตุที่ DCC มีทิศทาง

ความสัมพันธ์ขัดแย้งกับกลุ่มที่ 1 อาจเกิดจากการที่บริษัทมีการปรับโครงสร้างเงินทุนโดยการลดอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ มีการใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนลดลง ถึงแม้ขนาดของกิจการจะโตขึ้นแต่ก็ไม่ทำให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้นตาม และเมื่อพิจารณาผลจาก univariate ในตารางที่ 5.5 พบว่า ผลของสมการอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปร ได้เพียง 2 บริษัท ซึ่งมีทิศทางขัดแย้งกันคือ บมจ.สัมมากร (SAMCO) มีทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงลบ และบมจ.ทีพีไอ โพลีน (TPIPL) มีทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงบวก

อย่างไรก็ตาม พบว่าบริษัทที่ผลจากสมการ ไม่มีนัยสำคัญ บางบริษัทมีอัตราส่วน DE สูงผิดปกติ บางบริษัทมีอัตราส่วน DE ตีลบ ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้ รวมจำนวนทั้งสิ้น 22 บริษัท ดังนั้น บริษัทที่ผลจากสมการมีนัยสำคัญจำนวน 4 บริษัทซึ่งคิดเป็น 57% ของอุตสาหกรรม จึงสรุปได้ว่า ขนาดของกิจการ (MCAP) เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ถึงแม้ว่าจะมีบางบริษัทที่มีทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวในเชิงลบ แต่ก็ไม่ถือว่าเป็นสาระสำคัญที่จะทำให้ทิศทางความสัมพันธ์ในภาพรวมของกลุ่มอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไปเนื่องจากมีเพียงบริษัทเดียวเท่านั้น

## ข้อสรุปที่ได้จากการค้นพบ

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลในตอนต้นที่ 1 และตอนที่ 2 สามารถสรุปได้ดังนี้

### 1. ลักษณะโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะในช่วงก่อนเกิดวิกฤตซึ่งผู้ประกอบการมีการกู้ยืมจากต่างประเทศ เนื่องจากมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าในประเทศ ตลอดช่วงเวลาที่ศึกษาพบว่ายังคงมีการใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนมาโดยตลอด และมีรูปแบบการก่อหนี้ที่หลากหลาย

### 2. การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

2.1 ระดับหนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมมีแนวโน้มลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับในอดีต

2.2 ในช่วงที่ 1 ถึงช่วงที่ 2 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีสัดส่วนหนี้สินเพิ่มสูงขึ้น และส่วนใหญ่นี้เป็นหนี้ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ ต่อมาในช่วงที่ 3 เศรษฐกิจฟื้นตัวตลาดทุนนิยมตราสารทุนมากกว่าทำให้การใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนลดต่ำลงอย่างมาก ช่วงที่ 4 เกิดเหตุการณ์ความไม่สงบภายในประเทศ วิกฤตน้ำมันแพง และผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจในสหรัฐอเมริกา ทำให้ตลาดทุนซบเซาอีกครั้ง การก่อหนี้ระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนจึงเพิ่มสูงขึ้นอีกครั้งเนื่องจากตลาดทุนซบเซา

### 3. ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน

3.1 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ (INT) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (MCAP) หรือขนาดของกิจการ และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมลงทุน (CFI) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ INT มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วน DA ในเชิงบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% แต่ไม่มีผลต่ออัตราส่วน DE ส่วน MCAP มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงทั้ง DA และ DE ในเชิงบวก ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และสำหรับกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI) พบว่ามีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของ DE ในเชิงลบ แต่ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของ DA

3.2 อัตราการเติบโตของ GDP และกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO) ไม่ใช่ปัจจัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

## บทที่ 6

### สรุปการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

ในบทนี้จะทำการสรุปวัตถุประสงค์การวิจัย วิธีดำเนินการวิจัย ตลอดจนผลการวิจัย ตามวัตถุประสงค์ที่กำหนดไว้ โดยเชื่อมโยงกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง พร้อมทั้งให้ ข้อเสนอแนะที่ได้จากการค้นพบในการวิจัยครั้งนี้

#### 1. สรุปการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาลักษณะ โครงสร้างเงินทุน วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลง โครงสร้างเงินทุน และระบุปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัด โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินการวิจัยเริ่มจากกำหนดขอบเขตของประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลงบการเงิน ครบถ้วนตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2539 -2/2552 จากขอบเขตนี้ทำให้มีประชากรจำนวนทั้งสิ้น 29 บริษัท จากนั้นทำการเก็บข้อมูลทุกัญญัติจากงบการเงินและแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ ซึ่งตัวแปรที่คาดว่าจะมี อิทธิพลต่อการจัด โครงสร้างเงินทุนซึ่งได้แก่

- GDP
- อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ (INT)
- กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)
- กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)
- มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (MCAP)

จากนั้นคำนวณอัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุน ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งเป็น 2 ขั้นตอน คือ

1. การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติพื้นฐานของตัวแปร เพื่ออธิบายลักษณะ โครงสร้าง เงินทุนและการเปลี่ยนแปลง โครงสร้างเงินทุน โดยใช้วิธีการ วิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis)

2. การวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน โดยใช้  
วิธี Time-Series Regression Analysis

สำหรับผลที่ได้จากการศึกษาจะอภิปรายผลโดยละเอียดในลำดับต่อไป

## 2. อภิปรายผล

ผลการวิจัยพบว่า

2.1 ลักษณะโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ มีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนทั้งจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น จากการศึกษาพบว่า การก่อหนี้สินของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้นถูกใช้ไปในวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนเป็นส่วนใหญ่ โดยเฉพาะในช่วงก่อนปี 2540 ซึ่งเป็นยุคที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความเจริญรุ่งเรือง ประชาชนและนักลงทุนต่างมีกำลังซื้อ ซึ่งช่วงนี้เป็นช่วงที่ธุรกิจมีระดับหนี้สินสูงมาก จากการศึกษาหมายเหตุประกอบงบการเงินพบว่าทั้งอุตสาหกรรมมีหนี้สินส่วนใหญ่ได้มาจากการกู้ยืมจากต่างประเทศโดยเฉพาะในสกุลดอลลาร์สหรัฐ และยิ่งไปกว่านั้นทั้งอุตสาหกรรมมิได้มีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนไว้แต่อย่างใด ดังนั้น เมื่อเกิดวิกฤตค่าเงินบาท จึงไม่น่าแปลกใจที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เกือบทั้งอุตสาหกรรม ต่างพากันเข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้เพื่อความอยู่รอดของธุรกิจ

นอกจากนี้ยังพบข้อสังเกตที่สำคัญ คือ บริษัทที่ผ่านวิกฤตค่าเงินบาทไปได้โดยไม่ต้องปรับโครงสร้างหนี้ ล้วนเป็นบริษัทที่มีระดับหนี้สินระยะยาวอยู่ในระดับต่ำ ถึงแม้จะไม่ได้มีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนก็ตาม ส่วนบริษัทที่ก่อหนี้ระยะยาวในระดับสูงแต่ไม่เข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้พบว่าเป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งมากซึ่งมีอยู่เพียง 2 บริษัทเท่านั้นในอุตสาหกรรม ผลจากการศึกษาในประเด็นนี้ สอดคล้องกับคำกล่าวของ อรรถวุฒิ เลาหศักดิ์ (2552) ว่า ปัญหาขององค์กรธุรกิจไทยคือความอ่อนแอในการจัดโครงสร้างเงินทุน หลายบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ องค์กรธุรกิจเหล่านี้จึงเข้าสู่ภาวะอ่อนแอทางการเงิน เกิดปัญหาสภาพคล่อง และพลาดโอกาสลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนสูง และยังสอดคล้องกับคำกล่าวของ Graham และ Harvey (2002) ที่ว่า บริษัทส่วนใหญ่มักใช้หลักวิชาการต่าง ๆ ในการประเมินโครงการลงทุน แต่กลับไม่สนใจหลักวิชาการในการจัดการโครงสร้างเงินทุน ในการศึกษาพบว่าถึงแม้ต่อมาเศรษฐกิจจะฟื้นตัวขึ้น หรือได้รับผลกระทบจากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและการเมืองอีกระลอก ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ก็ยังคงมีการใช้หนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุน แต่มีสัดส่วนที่แตกต่างกันออกไปตามช่วงเวลาที่แตกต่างกัน

กัน นอกจากนี้ผลการวิจัยของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ก็ยืนยันว่ากิจการในประเทศไทยมีระดับการใช้หนี้สินสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับมาเลเซีย สิงคโปร์ และออสเตรเลีย

จากการศึกษาลักษณะ โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของไทย พบว่าไม่เป็นไปตามทฤษฎี Trade Off และไม่เป็นไปตามทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) โดยในส่วนของ Trade Off นั้น เนื่องจากการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ไม่ได้เกิดจากการเปรียบเทียบผลประโยชน์จากการก่อหนี้และด้านภาษีตามหลักทฤษฎีดังกล่าว ซึ่งเห็นได้จากการที่เกือบทั้งอุตสาหกรรมมีภาระหนี้สินสูงจนเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดความอ่อนแอทางการเงิน และโดยปกติรัฐบาลมักจะมีข้อกเว้นบางประการทางด้านภาษีให้แก่บริษัทจดทะเบียนอยู่แล้ว ดังนั้นปัจจัยด้านภาษีจึงไม่ใช่เหตุที่โน้มนำให้กิจการทำการก่อหนี้ตามทฤษฎีดังกล่าว สำหรับทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) ซึ่งกล่าวว่า การก่อหนี้ของกิจการเป็นการส่งสัญญาณที่ดีต่อนักลงทุน จึงทำให้มูลค่าหุ้นสามัญสูงขึ้น หรืออีกนัยหนึ่งคือ การก่อหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าหุ้น นั้น จากการพิจารณาตามภาพที่ 6.1 และภาพที่ 6.2 กลับพบว่า เมื่อระดับการก่อหนี้เพิ่มขึ้น แต่มูลค่าการซื้อขายหุ้นมีทิศทางที่ตรงข้ามกัน ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนกรณีของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทย จึงไม่สามารถอธิบายได้ด้วย Signaling Theory

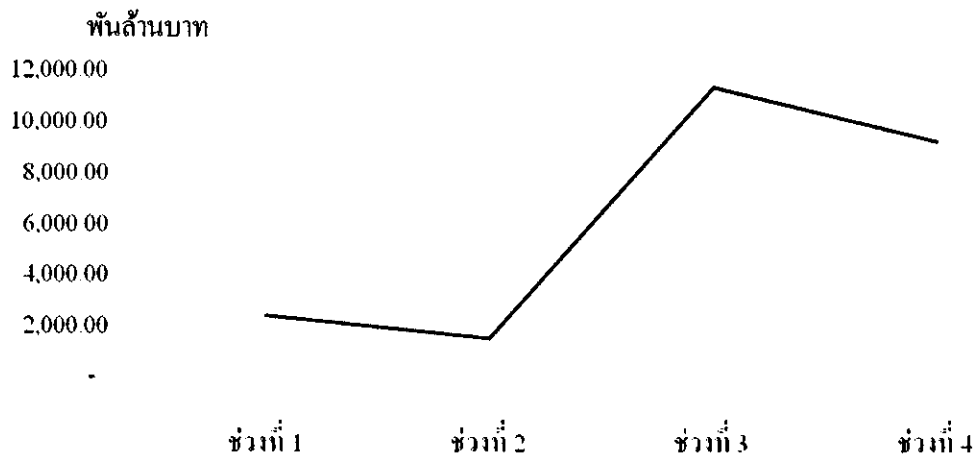
สำหรับการก่อหนี้ในระดับสูงของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เกิดจากปัจจัยแวดล้อมด้านอื่น ๆ เช่น การเจริญเติบโตของตลาดอสังหาริมทรัพย์ และอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด เป็นต้น นอกจากนี้ด้วยลักษณะของธุรกิจไทยที่มีความเป็น “เจ้าเก่า” สูง ดังคำกล่าวของ สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (2544) จึงทำให้ผู้ประกอบการต้องการที่จะรักษาผลประโยชน์จากการดำเนินธุรกิจเอาไว้เฉพาะในหมู่พวกพ้องของตน จึงนิยมก่อหนี้สินมากกว่าที่จะเพิ่มทุนหรือใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ดังนั้น อาจเป็นไปได้ว่าลักษณะโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อาจเข้าลักษณะตามทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งจะต้องมีการศึกษาในเชิงลึกต่อไป

**2.2 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ในภาพรวมพบว่าสัดส่วนหนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มลดลง ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตค่าเงินบาทมีระดับหนี้สินทั้งที่เป็นเงินบาทและเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอยู่ในระดับสูง เมื่อเกิดวิกฤตเงินบาทอ่อนค่า จึงทำให้ระดับหนี้สินในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็วถึงกว่า 2 เท่า จากนั้นการปรับโครงสร้างหนี้ทำให้ระดับหนี้สินทยอยลดลงมาเป็นลำดับ**



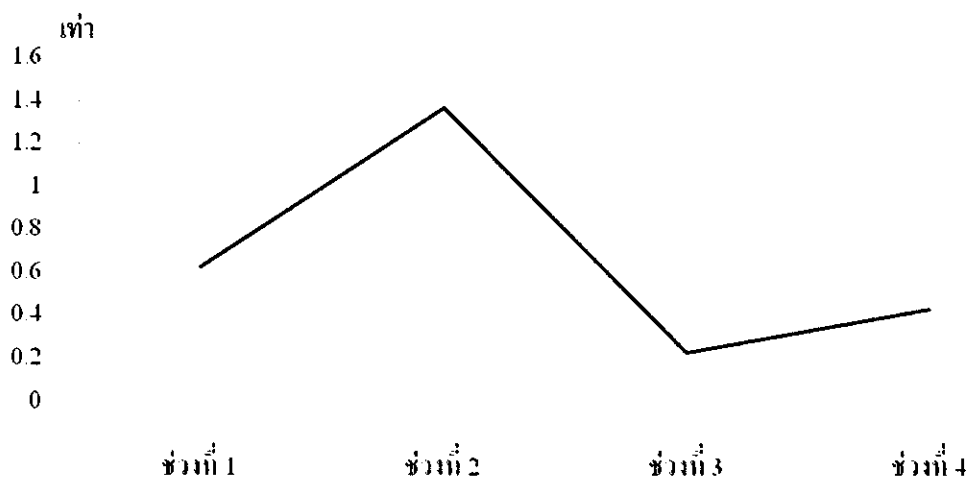
จากการศึกษาพบว่า ช่วงที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนอย่างเห็นได้ชัดอยู่ในช่วงปี 2545 – 2548 ในสมัยรัฐบาลทักษิณ 1 ซึ่งประชาชน ผู้ประกอบการและนักลงทุนต่างให้ความเชื่อมั่นกับรัฐบาลชุดนี้จึงทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สินระยะยาวอย่างเห็นได้ชัด กล่าวคือ ในขณะที่ราคาหุ้นมีการปรับตัวสูงขึ้น ทำให้นักลงทุนต่างให้ความสนใจในตราสารทุนมากกว่าตราสารหนี้ โดยพบว่าในช่วงเวลาดังกล่าวอุตสาหกรรมมีมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยสูงถึง 11,408.90 ล้านบาท ผู้ประกอบการจึงระดมเงินทุนจากตราสารทุน หรือผู้ประกอบการที่ไม่ระดมทุนเพิ่มอาจใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการแทน สาเหตุนี้จึงทำให้ระดับหนี้สินระยะยาวในช่วงนี้ปรับลดลงอย่างมาก และเมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจระลอกใหม่ในช่วงปี 2549 – 2552 ต้นทุนที่สูงขึ้นจากราคาน้ำมันแพง ทำให้โครงการต่าง ๆ ต้องใช้เงินลงทุนสูงขึ้น ความต้องการเงินทุนก็มีมากขึ้น แต่ตลาดทุนกลับซบเซา นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น นักลงทุนต่างชาติพากันเทขายหุ้นและนำเงินกลับไปเสริมสภาพคล่องยังประเทศของตน (กรณี Hamburger Crisis) ในช่วงนี้ตราสารทุนจึงไม่เป็นที่นิยมโดยมีมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยลดลงจากช่วงก่อนเหลือเพียง 9,317.95 ล้านบาท ทำให้ผู้ประกอบการหันมาระดมทุนโดยการก่อหนี้สินแทน จึงทำให้ระดับหนี้สินในช่วงนี้เพิ่มขึ้นจากเดิม

อย่างไรก็ตาม จุดที่น่าสังเกตจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของผู้ประกอบการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในครั้งนี้คือ ในช่วงก่อนวิกฤตค่าเงินบาท (ก่อนปี 2540) ผู้ประกอบการมุ่งลงทุนและใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเป็นหลัก แต่เมื่อผ่านพ้นวิกฤตค่าเงินบาทและเข้าสู่ภาวะปกติ สภาวะตลาดทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนมากขึ้น เพื่อให้เห็นการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินและภาวะตลาดทุนได้อย่างชัดเจน จึงได้แสดงการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวไว้ในภาพที่ 6.1 และ 6.2 ตามลำดับ



ภาพที่ 6.1 แนวโน้มมูลค่าการซื้อขายหุ้นของกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์แบ่งตามช่วงการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจตั้งแต่ปี 2539 – 2552

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.set.or.th>)



ภาพที่ 6.2 การเปลี่ยนแปลงของ DE ในช่วงต่าง ๆ ตั้งแต่ปี 2539 - 2552

จากภาพที่ 6.1 และ 6.2 สามารถชี้ให้เห็นได้ชัดเจนว่า ตลาดทุนมีบทบาทอย่างมากในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญอยู่ในช่วงที่ 3 (ปี 2545 - 2548) ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นฟูทำให้ตลาดหุ้นมีมูลค่าการซื้อขายสูงดังภาพที่ 6.1 จึงทำ

ให้ช่วงเวลาเดียวกันนี้ระดับหนี้สินลดลงดังภาพที่ 6.2 และต่อมาในช่วงที่ 4 (ปี 2549 – 2552) ประเทศไทยได้รับผลกระทบทางเศรษฐกิจมหภาค ทำให้ตลาดหุ้นซบเซาลง ส่งผลให้กิจการซึ่งต้องแบกรับภาระต้นทุนที่สูงขึ้นใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ จึงทำให้มีระดับหนี้สินเพิ่มขึ้นในโครงสร้างเงินทุน แต่สำหรับในช่วงที่ 1 และช่วงที่ 2 (ปี 2539 -2544) ซึ่งเป็นช่วงก่อนและหลังการประกาศค่าเงินบาทลอยตัวนั้น พบว่าการที่ระดับหนี้สินเพิ่มขึ้นไม่ได้เป็นผลมาจากตลาดทุน แต่เป็นผลมาจากการก่อหนี้ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐในสัดส่วนที่สูง โดยไม่มีการใช้เครื่องมือทางการเงินในการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน เมื่อเกิดวิกฤตดังกล่าวจึงทำให้ตลาดทุนซบเซามูลค่าการซื้อขายหุ้นจึงต่ำลง

สำหรับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในช่วงที่ 1 และช่วงที่ 2 นั้นไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวได้ด้วยทฤษฎี Trade Off และทฤษฎี Signaling แต่ในช่วงที่ 3 และช่วงที่ 4 นั้น อาจอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing Theory) ซึ่งกล่าวว่า กิจการจะจัดหาเงินทุนจากหุ้นสามัญเมื่อมูลค่าหุ้นสูงขึ้น และกิจการจะก่อหนี้เมื่อราคาหุ้นสามัญลดลง จากทฤษฎีดังกล่าว จะเห็นได้ว่าระดับหนี้สินและมูลค่าหุ้นสามัญมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งสอดคล้องกับภาพที่ 6.1 และภาพที่ 6.2 ในช่วงที่ 3 และช่วงที่ 4

### 2.3 ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน จากการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 6.1

ตารางที่ 6.1 ความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ต่อโครงสร้างเงินทุน

	GDP	INT	CFO	CFI	MCAP
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA)		+			+
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อผู้ถือหุ้น (DE)				-	+

จากตารางที่ 6.1 สามารถอธิบายได้ดังนี้

**2.3.1 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ (INT)** มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) อย่างมีนัยสำคัญและมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก แต่ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ในกรณีนี้หมายความว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์ไม่มีผลต่อระดับการใช้หนี้สินระยะยาวของอุตสาหกรรม แต่มีผลต่อระดับการใช้

หนี้สินระยะสั้นหรือหนี้สินหมุนเวียนมากกว่า และอุตสาหกรรมไม่ใช่แหล่งเงินทุนดังกล่าวจากธนาคารพาณิชย์ โดยพิจารณาจากทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวก กล่าวคือ เมื่ออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธนาคารพาณิชย์สูงขึ้น กิจการจะมีการก่อหนี้ระยะสั้นเพิ่มขึ้นด้วย โดยใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งอื่นที่มีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่า เช่น การออกตั๋วสัญญาใช้เงินระยะสั้น และการกู้ยืมจากต่างประเทศ เป็นต้น

เนื่องจากประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่ก่อตั้งมานาน ทำให้มีทางเลือกในการจัดหาแหล่งเงินทุนและมีอำนาจต่อรองเจ้าหนี้ได้มากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Hackbarth , Hennessy และ Leland (2004) ซึ่งกล่าวว่ากิจการที่มีความแข็งแกร่งดำเนินธุรกิจมานาน จะมีทางเลือกในการกำหนดแหล่งเงินทุนได้มากกว่ากิจการที่มีอายุน้อยกว่า อย่างไรก็ตาม ปัจจัยอัตราดอกเบี้ยที่ใช้ในการศึกษารุ่นนี้เป็นเพียงอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในประเทศซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับระดับหนี้สิน ผลที่ได้จึงสะท้อนออกมาในรูปของทางเลือกในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้ของธุรกิจ จึงทำให้มีความขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Julio, Kim and Weisbach (2008) ซึ่งพบว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับหนี้สินระยะยาวในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ดังกล่าวนี้เป็นอัตราดอกเบี้ยในระดั้มหาภาค และประชากรที่ใช้ศึกษาเป็นประชากรในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ผลการศึกษามีความขัดแย้งกัน และจากการที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้มีความสัมพันธ์เฉพาะกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว (DE) นั้น อาจเป็นการสนับสนุนผลการศึกษาของสถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย (2544) ที่กล่าวว่า ทฤษฎี Trade-off ไม่สามารถอธิบายลักษณะโครงสร้างเงินทุนในกรณีของประเทศไทยได้ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดระดับหนี้สินระยะยาว แสดงให้เห็นว่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไม่มีการใช้ผลประโยชน์ทางด้านภาษีจากการก่อหนี้ (Tax Shield)

**2.3.2 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (MCAP) หรือขนาดของกิจการ** พบว่ามีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DA) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้น จะยิ่งเพิ่มความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้ได้มากขึ้น เนื่องจาก credit rating ของกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่ามักจะอยู่ในอันดับที่ดีกว่ากิจการที่มีขนาดเล็กกว่า การก่อหนี้จึงทำได้ง่ายกว่าถึงแม้จะมีระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูงอยู่แล้วก็ตาม ดังนั้น ระดับหนี้สินของกิจการจึงเพิ่มขึ้นตาม นอกจากนี้ยังสามารถเลือกใช้เครื่องมือในการก่อหนี้ได้มากขึ้นด้วย เช่น การออกตั๋วสัญญาใช้เงิน การออกหุ้นกู้ การกู้ยืมจากสถาบันการเงินที่มีโชชนาคาร เป็นต้น

ผลดังกล่าวสอดคล้องกับผลการวิจัยของ อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) Mongkol Kamolchaisakkul (2008) Kobkul Chintanawetchakul (2004) John and Litov (2005) Gonenc (2002) Baral (2004) Rajan and Zingales (1995) ซึ่งทั้งหมดกล่าวว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับระดับหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ โดยที่ Julio, Kim and Weisbach (2008) ได้ศึกษาในรายละเอียดของหนี้แต่ละประเภทพบว่าลักษณะความสัมพันธ์เชิงบวกของขนาดกิจการกับการก่อหนี้นั้นจะโดดเด่นมากในกรณีของการก่อหนี้โดยออกหุ้นกู้ แต่ผลการศึกษาดังกล่าวไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Leary and Roberts (2005) ที่กล่าวว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ที่ผกผันกับระดับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญ อาจเป็นเพราะเขาได้ใช้ยอดขายเป็นตัวแบ่งขนาดของกิจการ โดยให้เหตุผลว่ากิจการที่มียอดขายสูง(กิจการขนาดใหญ่) ไม่ต้องการเงินทุนจากภายนอกจึงก่อหนี้ในระดับต่ำ แต่ในการวิจัยครั้งนี้ไม่สามารถใช้ยอดขายเป็นตัวแบ่งขนาดของกิจการได้ เนื่องจากศึกษาเฉพาะอุตสาหกรรมเดียว จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ผลที่ได้มีความขัดแย้งกัน

**2.3.3 กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน (CFI)** เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ จากผลการศึกษาที่แสดงให้เห็นว่าเมื่อกระแสเงินสดจากการลงทุนลดลง โดยกิจการอาจมีการจ่ายเพื่อลงทุนในโครงการต่าง ๆ หรือมีการจ่ายเงินเพื่อซื้อสินทรัพย์ดำเนินงาน หรือมีการซื้อหลักทรัพย์เพื่อลงทุน ล้วนส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินระยะยาวเพิ่มขึ้น ความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ อาจเป็นสัญญาณอันตรายต่อโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากการก่อหนี้ระยะยาวที่เพิ่มขึ้นภายหลังจากที่ได้มีการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ไปแล้วนั้น อาจทำไปเพื่อวัตถุประสงค์อื่นที่ไม่สอดคล้องกับการก่อหนี้ระยะยาว เช่น อาจมีการทำไปไถ่ถอนหุ้นกู้หรือหนี้อื่นที่ครบกำหนด หรืออาจนำเงินทุนจากหนี้ที่ได้ไปใช้เพื่อการอย่างอื่นที่ไม่สอดคล้องกับประเภทเงินทุน เป็นต้น

ผลงานวิจัยที่ทำการศึกษารองปัจจัยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน(CFI) ที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน นั้น ไม่ปรากฏผลการศึกษาดังกล่าวในประเทศไทย แต่ในต่างประเทศได้มีการศึกษาปัจจัยนี้โดยศึกษาในลักษณะของกระแสเงินสดสุทธิของกิจการ ซึ่งพบว่ามีความสอดคล้องกับผลการวิจัยในครั้งนี้ กล่าวคือ กระแสเงินสดของกิจการมีทิศทางความสัมพันธ์ในเชิงลบกับระดับหนี้สิน ซึ่งเป็นผลงานวิจัยของ Lemmon, Roberts and Zender (2008) นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Julio, Kim and Weisbach(2008) ซึ่งเสริมว่า กระแสเงินสดของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับหุ้นกู้ทุกประเภท ยกเว้นหุ้นกู้แปลงสภาพ

**2.3.4 GDP** พบว่าไม่ใช่ปัจจัยสำคัญต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ อาจเป็นเพราะปัจจัยดังกล่าวนี้เป็นปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการบริโภคโดยรวม จึงไม่

อาจจะนับเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลง โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ได้ และไม่พบงานวิจัยที่ใช้ตัวแปรนี้ในการศึกษาเกี่ยวกับ โครงสร้างเงินทุน

2.3.5 *กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (CFO)* เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่พบว่าไม่มีความสำคัญต่อการจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สาเหตุอาจเกิดจากการที่ระยะเวลาในการศึกษาครั้งนี้ไม่ครอบคลุมเพียงพอ จึงทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อน อีกทั้งประชากรส่วนหนึ่งมีการเข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้จึงทำให้โครงสร้างเงินทุนมีลักษณะผิดปกติในบางช่วง ทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความผิดปกติตามไปด้วย

### 3. ข้อจำกัดในการวิจัย

ในการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งนี้ มีข้อจำกัดบางประการดังนี้

3.1 ความจำกัดของแหล่งข้อมูล เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งได้เริ่มทำการซื้อขายหลักทรัพย์มาตั้งแต่ปี 2518 และเป็นแหล่งฐานข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด แต่มีการเผยแพร่ข้อมูลงบการเงินแก่ประชาชนทั่วไปย้อนหลังได้เพียงปี 2540 ทำให้ขนาดของกลุ่มตัวอย่างและจำนวนของข้อมูลไม่เพียงพอสำหรับการวิจัยในครั้งนี้

3.2 ตัวแปรทางเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการอาจไม่ครอบคลุมสภาพแวดล้อมของธุรกิจเพียงพอ กล่าวคือการจัดโครงสร้างเงินทุนอาจได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่น ๆ อาจทำให้ผลการศึกษาค้นคว้าคลาดเคลื่อนได้

3.3 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในช่วงที่ทำการศึกษานี้ ส่วนใหญ่อยู่ในช่วงหลังจากเกิดวิกฤตค่าเงินบาท และการปรับโครงสร้างหนี้ใช้เวลานานทำให้บางบริษัทมีอัตราส่วน DE ติดลบช่วงระยะเวลาหนึ่ง ทำให้ข้อมูลดังกล่าวมีการกระจายตัวค่อนข้างมาก ดังนั้น การนำข้อมูลไปใช้อาจต้องมีความระมัดระวังเนื่องจากผลการวิเคราะห์อาจมีความคลาดเคลื่อน

### 4. ข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้ มีข้อเสนอแนะต่าง ๆ ดังนี้

4.1 ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้เป็นประโยชน์ มีดังต่อไปนี้

4.1.1 *รัฐบาล* ควรส่งเสริมให้มีมาตรการกระตุ้นการลงทุนในรูปแบบที่หลากหลายนอกเหนือจากการใช้นโยบายการคลังกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เช่น การเพิ่ม

มาตรการจูงใจให้นักลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดทุนมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นผลประโยชน์ด้านภาษี รวมถึงการหักลดหย่อนต่าง ๆ และการให้ข้อเสนอพิเศษเพื่อจูงใจบริษัทนอกตลาดให้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากยิ่งขึ้น เป็นต้น เพื่อเป็นการเพิ่มทางเลือกให้แก่นักลงทุนและช่วยกระตุ้นอุปสงค์จากนักลงทุนในตลาดหุ้นได้อีกทางหนึ่ง ก็จะช่วยให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินลดลง

**4.1.2 หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง** เช่น กระทรวงพาณิชย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็นต้น ในการขับเคลื่อนนโยบายและการดำเนินมาตรการต่าง ๆ ควรคำนึงถึงปัจจัย ที่จะมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของระดับหนี้สินของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ให้มากยิ่งขึ้น ซึ่งได้แก่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ และขนาดของกิจการ

**4.1.3 สำหรับผู้ประกอบการ/ผู้บริหาร** การก่อหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนควรใช้หลักทฤษฎีต่าง ๆ ในการตัดสินใจ ควรมีการกำหนดระดับหนี้สินเป้าหมาย หรือโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายเพื่อให้การก่อหนี้สินนั้นสร้างประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้มากที่สุด นอกจากนี้ควรใช้เงินทุนจากหนี้สินให้ตรงตามวัตถุประสงค์ของการก่อหนี้ เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาสภาพคล่องในอนาคต เนื่องจากการใช้เงินผิดวัตถุประสงค์อาจทำให้กระแสเงินสดไม่เพิ่มขึ้น หรืออาจลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องตามมาในอนาคตได้

## 4.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยในครั้งต่อไป มีดังต่อไปนี้

**4.2.1 ฐานข้อมูลงบการเงิน** ควรเปิดเผยข้อมูลงบการเงินย้อนหลังได้จนถึงวันที่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้จำนวนข้อมูลมีจำนวนเพียงพอสำหรับการวิจัย

**4.2.2 ควรใช้ตัวแปรอื่น ๆ เพิ่มเติม** เช่น อัตราดอกเบี้ยในตลาดโลก ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ราคาน้ำมัน อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) อัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญ (Stock Return) ระดับความผันผวนของสินทรัพย์ เป็นต้น

**4.2.3 ศึกษาอุตสาหกรรมอื่น** ควรศึกษาเกี่ยวกับ โครงสร้างเงินทุนในอุตสาหกรรมอื่น ๆ เช่น ธุรกิจท่องเที่ยว ธุรกิจค้าปลีกค้าส่ง ธุรกิจอาหาร เป็นต้น

**4.2.4 การใช้แบบสอบถามเพิ่มเติม** ควรมีการเก็บข้อมูลปฐมภูมิโดยใช้แบบสอบถามไปยังผู้จัดการการเงินของแต่ละบริษัท เพื่อให้ข้อมูลมีความถูกต้องแม่นยำมากขึ้น

## บรรณานุกรม



## บรรณานุกรม

- ชนเดช มหโกไคย (2552) *รู้เท่าทันการเงิน เวลา อัตราความเสี่ยง* กรุงเทพมหานคร ชรรมนิติเพรส
- ชนิศา จิตรน้อมรัตน์ (2538) *การบริหารการเงิน: Financial Management (รวมหลักสูตรทฤษฎีและกรณีศึกษา)* พิมพ์ครั้งที่ 3 กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต
- ธานี หิรัญศรี และคนอื่นๆ (2551) *การบัญชีการเงิน Financial Accounting* พิมพ์ครั้งที่ 2 กรุงเทพมหานคร วิทย์พัฒน์
- นริศรา นันตาทิวัฒน์ (2550) "ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA<sup>®</sup>)" ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล  
กรณีศึกษา: บริษัทในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์" วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชิตมหาบัณฑิต ภาควิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- นิตยสารผู้จัดการ (2535) *นักลงทุนควรจับตามอง Capital Structure ของบริษัทให้ดี*  
ค้นคืนวันที่ 25 กรกฎาคม 2552 จาก  
<http://www.gotomanager.com/news/printnews.aspx?id=7290>
- บุศรินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) "การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน: กรณีศึกษาของประเทศไทย" วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- เบญจวรรณ รัศมีสุธี (2527) *การเงินธุรกิจ* กรุงเทพมหานคร ชวนพิมพ์
- เบอร์แมน, คารเน., ไนท์, โจ และเคส, จอห์น *ฉลาดรู้ทางการเงิน* แปลจาก Financial Intelligence โดย คมสัน ขจรชีพพันธุ์งาม และวีรยุทธ มาณะศิริรานนท์ (2552) กรุงเทพมหานคร ชรรมนิติเพรส
- ฝ่ายการวิจัยนโยบายเศรษฐกิจส่วนรวม (2537) "อสังหาริมทรัพย์" *ดัชนีหลักชี้เศรษฐกิจปี 2537 และโครงการนำร่องเพื่อสร้างฐานข้อมูลระดับชาติทางด้านธุรกิจอสังหาริมทรัพย์* กรุงเทพมหานคร สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนาประเทศไทย
- มัลลิกา ดันสอน และอดิศักดิ์ พันธุ์หอม (2546) *การจัดการการเงินในองค์กรธุรกิจ: Business Finance* พิมพ์ครั้งที่ 2 กรุงเทพมหานคร ชรรมนิติเพรส
- รจเลข กัลปากรณ์ชัย (2545) "การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาถึง สภาวะเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ

- และข้อจำกัดทางการเงิน" วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชา  
การเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย  
ศุภวดี สายเชื้อ (2552) "วิกฤตการเงินโลก" *วิกฤตการเงินโลก วิกฤตความมั่นคงไทย* 55  
(มีนาคม) : 7-13
- \_\_\_\_\_. (2552) *Hamburger Crisis วิกฤตการเงินสะท้านโลก พิมพ์ครั้งที่ 2 สมุทรปราการ*  
เกียวก โนซัน พรินด์ิง เซอร์วิส
- ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (2550) *10 ปี หลังวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ไทย: ทิศทางตลาดครึ่งหลังปี '50*  
ค้นคืนวันที่ 12 สิงหาคม 2552 จาก  
<http://www.positioningmag.com/Magazine/PrintNews.aspx?id=61833>
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548) *การลงทุนทางเลือกอื่น*  
(*Alternative Investment*) กรุงเทพมหานคร อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง
- สมนึก วิวัฒน์ (2546) "โครงสร้างของตลาดทุนไทย" ใน *อัญญา ชันชวิทย์ บรรณาธิการ*  
*กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย* หน้า 176 - 232 กรุงเทพมหานคร  
อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2544) *ภาษี การออม การลงทุน และ*  
*การระดมทุนในตลาดการเงินของไทย* กรุงเทพมหานคร สถาบันวิจัยเพื่อการพัฒนา  
ประเทศไทย
- สิตาภา บัวเกษ (2552) *ตลาดการเงินและสถาบันการเงิน* กรุงเทพมหานคร มหาวิทยาลัย  
เกษตรศาสตร์
- สุรเชียร จักรธรานนท์ (2552) "วิกฤตทุนนิยมโลก" *วิกฤตการเงินโลก วิกฤตความมั่นคงไทย* 55  
(มีนาคม) : 14-22
- โสภณ พรโชคชัย (2545) "ภาวะตลาดที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ในภูมิภาคอาเซียน" ใน *การ*  
*ประชุมสภาการวางแผนและเคหะแห่งอาเซียน(ASEAN Association for Planning and*  
*Housing – AAPH)* วันที่ 26 – 28 กรกฎาคม 2545 โรงแรมฮิลตัน สภาการวางแผน  
และเคหะแห่งอาเซียน ค้นคืนวันที่ 28 กันยายน 2552 จาก  
[http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market\\_view.php?strquery=market09.htm](http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market_view.php?strquery=market09.htm)
- \_\_\_\_\_. (2548) "อสังหาริมทรัพย์: เรื่องสำคัญของชีวิต" *ฐานเศรษฐกิจ บ้าน-ที่ดิน* 25, 1,972  
(มกราคม) ค้นคืนวันที่ 28 กันยายน 2552 จาก  
[http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market\\_view.php?strquery=market66.htm](http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market_view.php?strquery=market66.htm)
- \_\_\_\_\_. (2549, 15-18 ตุลาคม) "การเมืองกับอสังหาริมทรัพย์วันนี้" *ฐานเศรษฐกิจ* หน้า 37

- \_\_\_\_\_ . (2549) "วงจรกิจต์ตลาดที่อยู่อาศัยไทย" *วารสารธนาคารอาคารสงเคราะห์* 9, 47 (ตุลาคม) คำนับวันที่ 28 กันยายน 2552 จาก [http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market\\_view.php?strquery=market213.htm](http://www.thaiappraisal.org/thai/market/market_view.php?strquery=market213.htm)
- อังกณ ชูวะเจริญพานิช (2545) "การจับจ้งหะตลาดและโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" *วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณเจิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย*
- อัจฉรา ชีวะตระกูลกิจ (2550) "ต้นทุนเงินทุน โครงสร้างเงินทุน และนโยบายเงินปันผล" ใน *เอกสารการสอนชุดวิชาเศรษฐศาสตร์เพื่อการจัดการและการจัดการการเงิน* หน่วยที่ 14 หน้า 14-1 – 14-69 นนทบุรี มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช สาขาวิชาวิชาการจัดการ
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) "ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย" *การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณเจิต บริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่*
- Attawooth Laohapakdee (2009) "Capital Structure Management: Theories and Determinants". *Thai Journal of Public Administration* : 9-42.
- Baker, Malcolm., and Wurgler, Jeffrey. (2002) "Market Timing and Capital Structure" *The Journal of Finance* 1: 1-30
- Baral, Keshar J. (2004) "Determinants of Capital Structure: a Case Study of Listed Companies of Nepal" *The Journal of Nepalese Business Studies*. 1, 1 (December) : 1-13.
- Bierman, Harold Jr. (2003). *The Capital Structure Decision*. Massachusetts : Kluwer Academic Publishers.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen, Franklin. (2009). *Principles of Corporate Finance*. Singapore: McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene F. and Ehrhardt, Michael C. (2005) *Financial Management: Theory and Practice*. 11<sup>th</sup> ed. OH: Thomson Learning.
- Brigham, Eugene F. and Gapenski, Louis C. (1994) *Financial Management: Theory and Practice*. 7<sup>th</sup> ed. Orlando, Florida: The Dryden Press.
- Clauretje, Terrence M., and Sirmans, Stacy G. (2010). *Real Estate Finance Theory & Practice*. 6<sup>th</sup> ed. Mason OH : Nelson Education.

- Coyle, Brain. (2000). *Corporate Finance : Capital Structuring*. Chicago Illinois : Glenlake Publishing.
- Foronda, Oscar Lopez-de., and Iturriaga, Felix J. Lopez (2007) "Ownership structure, sharing of control and legal framework: International evidence" Working Paper, University of Burgos and University of Valladolid.
- Frank, Murray Z., and Goyal, Vidhan K., (2007) "Trade-off and Pecking Order Theories of Debt" Working Paper, University of Minnesota and HKUST.
- Gonenc, Halit. (2002) "Capital Structure Decisions Under Micro Institutional Settings: The Case of Turkey" Department of Management, College of Economics and Administrative Sciences, Hacettepe University.
- Graham, John and Harvey, Campbel. (2002) "How do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure". *Journal of Applied Corporate Finance*. 15, 1 (Spring) : 8-22
- Hackbarth, Dirk., Henessy, Christopher A., and Leland, Hayne E. (2004) "Can the Tradeoff Theory Explain Debt Structure" Finance Department, Olin School of Business, Washington University in St.Louis.
- Jiraporn, Pornsit and others. (2008) "Does Corporate Governance Affect Capital Structure". Working Paper. PSU, NDSU, NKU and SASIN.
- John, Kose., and Litov, Lubomir (2005) "Corporate Governance and Financing Policy: New Evidence" Working Paper, New York University and Washington University in St.Louis.
- Ju, Nengjiu and others (2005) "Horses and Rabbits? Trade-Off Theory and Optimal Capital Structure" *Journal of Finance and Quantitative Analysis*. 40, 2 (June) : 1-23.
- Julio, Brandon., Kim, Woojin and Weisbach, Michael S. (2008) "What Determines the Structure of Corporate Debt Issues" NBER Working Paper, London Business School, Korea University and OSU.
- Kobkul Chintanawetchakul. (2004) "An Investigation of Factors Related to Capital Structure of Thai Firm". Doctor of Philosophy Desseration. Business Administration. Ramkhamhaeng University.
- Kumar, Jayesh (2004) "Capital Structure and Corporate Governance" Working Paper, Xavier Institute of Management.

- Leary, Mark T. and Roberts, Michael R. (2005) "Do Firm Rebalance Their Capital Structures?". *The Journal of Finance*. LX, 6 (December) : 2575 – 2619.
- Lemmon, Michael L., Roberts, Michael R. and Zender, Jaime F. (2008) "Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure". *The Journal of Finance*. LXIII, 4 (August) : 1575 – 1608.
- Lyandres, Evgeny and Zhdanov, Alexei. (2007) "Investment Opportunities and Bankruptcy Prediction" School of Management, George Mason University.
- Marks, Kenneth M. and others. (2005) *The Handbook of Financing Growth*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Miao, Jianjun. (2005) "Optimal Capital Structure and Industry Dynamics". *The Journal of Finance*. LX, 6 (December) : 2621 – 2659.
- Mongkol Kamolchaisakkul (2008) "The Capital Structure of Thai Companies: Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data" Master Degree Research, School of Finance, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (1995) "What do we know about capital structure? Some evidence from international data" *The Journal of Finance* 50 : 1421-1460.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., and Jordan, Bradford D. (2008). *Corporate Finance Fundamentals*. 6<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill.
- Ross, Stephen A., and others. (2009). *Corporate Finance Core Principles and Application*. 2<sup>nd</sup> ed. China: McGraw-Hill.
- Schall, Lawrence D. and Haley, Charles W. (1981) *Introduction to Financial Management*. 3<sup>rd</sup> ed. McGraw-Hill.
- Shefrin, Hersh. (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decisions that create value*. Singapore: McGraw-Hill.
- <http://www.bot.or.th> Retrieved September 25, 2009.
- <http://www.nesdb.go.th> Retrieved September 25, 2009.
- <http://www.nso.go.th> Retrieved September 27, 2009.
- <http://www.reic.or.th/home/default.asp> Retrieved September 27, 2009.
- <http://www.set.or.th/th/index.html> Retrieved September 25, 2009.
- [http://www.setsmart.set/ism/ism\\_financialstatement.jsp](http://www.setsmart.set/ism/ism_financialstatement.jsp) Retrieved August 22, 2009.

## ภาคผนวก

**ภาคผนวก ก**  
**ข้อมูลเชิงปริมาณในการวิจัย**

ตารางที่ 1 ข้อมูลตัวแปรที่เป็นปัจจัยภายนอกกิจการ ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2539 ถึงไตรมาสที่ 2/2552

ไตรมาสที่	อัตราการเติบโตของ GDP	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์โดยเฉลี่ย
4/2539	9.2400%	13.3500%
1/2540	3.7197%	13.2500%
2/2540	1.7122%	13.1389%
3/2540	2.4038%	14.2917%
4/2540	2.7357%	15.2917%
1/2541	4.5544%	15.7083%
2/2541	-4.1689%	15.7500%
3/2541	-5.9188%	15.4444%
4/2541	-3.2889%	13.1389%
1/2542	-4.2141%	10.9167%
2/2542	-0.7414%	9.6528%
3/2542	3.6122%	9.1250%
4/2542	2.5091%	8.6944%
1/2543	6.1598%	8.5833%
2/2543	7.3176%	8.5833%
3/2543	5.1974%	8.4306%
4/2543	6.0174%	8.2083%
1/2544	4.3415%	7.9583%
2/2544	5.6498%	7.8333%
3/2544	4.7809%	7.8333%
4/2544	2.4923%	7.7500%
1/2545	5.4810%	7.4444%
2/2545	5.4068%	7.3750%
3/2545	5.8213%	7.3750%
4/2545	7.9315%	6.9167%
1/2546	8.6038%	6.8611%
2/2546	7.4959%	6.5833%
3/2546	8.4734%	5.8333%
4/2546	9.5992%	5.8333%
1/2547	7.6092%	5.8333%
2/2547	10.0739%	5.8333%
3/2547	10.1661%	5.8333%
4/2547	10.7729%	5.8333%



## ตารางที่ 1 (ต่อ)

ไตรมาสที่	อัตราการเติบโตของ GDP	อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของ ธนาคารพาณิชย์โดยเฉลี่ย
1/2548	8.3563%	5.8333%
2/2548	7.8978%	5.8333%
3/2548	10.8664%	6.3194%
4/2548	9.9739%	6.6667%
1/2549	13.2876%	7.3333%
2/2549	12.2746%	7.9167%
3/2549	9.2261%	8.0000%
4/2549	7.7942%	8.0417%
1/2550	7.8442%	8.0000%
2/2550	7.7789%	7.4861%
3/2550	7.6527%	7.2817%
4/2550	9.8848%	7.2817%
1/2551	9.5660%	7.2817%
2/2551	11.5183%	7.4100%
3/2551	10.8751%	7.6667%
4/2551	-2.3237%	7.5000%
1/2552	-5.1096%	6.7500%
2/2552	-4.7950%	6.4150%

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ AP

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFD)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFD) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.015725 t = 1.405232 prob = 0.1664	-0.212992 t = -1.418143 prob = 0.1626				
Equation 2	-0.048889 t = -2.299684 prob = 0.0259		0.603883 t = 2.594388 prob = 0.0125			
Equation 3	0.007304 t = 0.899816 prob = 0.3727			0.099308 t = 1.004678 prob = 0.3201		
Equation 4	0.002887 t = 0.403038 prob = 0.6887				0.095896 t = 0.9665 prob = 0.3386	
Equation 5	0.023482 t = 0.860665 prob = 0.3937					0.003483 t = -0.762162 prob = 0.4497
Equation 6	-0.170125 t = -2.580013 prob = 0.013300	-0.100681 t = -0.519988 prob = 0.605700	1.079672 t = 2.948654 prob = 0.005100	0.048568 t = 0.496479 prob = 0.622	0.10678 t = 1.126189 prob = 0.2662	0.011529 t = 2.098789 prob = 0.0416

$$DE_t - DE_{t-1} = a + b(CGDP)_{t-1} + c(IN)_{t-1} + d(CUF)_{t-1} + e(CF)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFD) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	0.126922 t = 1.083599 prob = 0.28400	-1.966148 t = -1.250698 prob = 0.2171				
Equation 8	-0.236891 t = -1.014683 prob = 0.3153		2.888587 t = 1.130252 prob = 0.264			
Equation 9	0.006095 t = 0.07133 prob = 0.9434			-0.184464 t = -0.177299 prob = 0.86000		
Equation 10	0.024489 t = 0.338382 prob = 0.7366				-2.001532 t = -2.013501 prob = 0.0497	
Equation 11	0.846240 t = 0.161695 prob = 0.8772					-0.004356 t = -0.119331 prob = 0.9055
Equation 12	-0.865851 t = -1.216329 prob = 0.222900	-1.31849 t = -1.730105 prob = 0.090600	5.074364 t = 1.306029 prob = 0.198300	-0.984499 t = -0.948432 prob = 0.3481	-2.289623 t = -2.215754 prob = 0.0278	0.081821 t = 1.403738 prob = 0.1674

ตารางที่ 3 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ BLAND

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - \Delta A_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	0.066591 t = 0.648485 prob = 0.5198	-0.24774 t = -1.816124 prob = 0.0756				
Equation 2	-0.056568 t = -2.998913 prob = 0.0056		0.563905 t = 2.639825 prob = 0.0112			
Equation 3	-0.007866 t = -1.18926 prob = 0.2402			0.086691 t = 0.588834 prob = 0.5587		
Equation 4	-0.007728 t = -1.165275 prob = 0.2497				0.016181 t = 0.140909 prob = 0.8885	
Equation 5	0.139879 t = 2.219306 prob = 0.0312					-0.016699 t = -2.36359 prob = 0.0222
Equation 6	0.055561 t = 0.682623 prob = 0.4984	0.017976 t = 0.093955 prob = 0.9256	0.454085 t = 1.657496 prob = 0.1045	-0.094061 t = -0.58626 prob = 0.5607	0.016652 t = 0.146039 prob = 0.8846	-0.012461 t = -1.36052 prob = 0.1806
$UP_t - \Delta UC_t = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(LR)_{t-1} + e(LP)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	-0.097065 t = -0.758506 prob = 0.4519	0.744745 t = 0.737566 prob = 0.4644				
Equation 8	-0.008741 t = -0.058133 prob = 0.9539		-0.061083 t = -0.37109 prob = 0.9706			
Equation 9	-0.014237 t = -0.297906 prob = 0.7671			0.125264 t = 0.117753 prob = 0.9068		
Equation 10	-0.013608 t = -0.295961 prob = 0.7685				-1.552008 t = -1.949468 prob = 0.0571	
Equation 11	-0.787657 t = -1.811749 prob = 0.0763					0.093141 t = 1.79627 prob = 0.0798
Equation 12	-1.285721 t = -2.196128 prob = 0.0334	-0.228707 t = -0.166192 prob = 0.8688	1.511992 t = 0.767292 prob = 0.447	0.333576 t = 0.284728 prob = 0.7772	-1.683341 t = -2.05241 prob = 0.0461	0.138918 t = 2.108624 prob = 0.0407

ตารางที่ 4 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ CNT

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	0.004067	-0.154517				
	t = 0.113034 prob = 0.9105	t = -0.319965 prob = 0.7504				
Equation 2	-0.051755		0.541382			
	t = -0.726589 prob = 0.471	t = 0.694304 prob = 0.4908				
Equation 3	-0.007886			-0.138842		
	t = -0.332747 prob = 0.7408	t = -0.442845 prob = 0.6599				
Equation 4	-0.000304				-1.14432	
	t = -0.013654 prob = 0.9892	t = -1.68583 prob = 0.0983				
Equation 5	-0.069420					0.009545
	t = -0.310341 prob = 0.7576	t = 0.290109 prob = 0.773				
Equation 6	-0.085986	-0.121267	0.188903	-0.220384	-1.145769	0.011019
	t = -0.329325 prob = 0.7435	t = -0.178636 prob = 0.859	t = 0.180734 prob = 0.8574	t = -0.625765 prob = 0.5347	t = -1.572786 prob = 0.1229	t = 0.258305 prob = 0.7974
$DE_t - DE_{t-1} = a + b(UDP)_{t-1} + c(INI)_{t-1} + d(LFV)_{t-1} + e(LFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	0.121961	-3.667058				
	t = 0.050373 prob = 0.96	t = -0.11285 prob = 0.9106				
Equation 8	1.167772		-14.52006			
	t = 0.242848 prob = 0.8092	t = -0.275836 prob = 0.7839				
Equation 9	0.0218		5.128541			
	t = 0.013663 prob = 0.9892	t = 0.242979 prob = 0.8091				
Equation 10	-0.083363				-1.648945	
	t = -0.054128 prob = 0.9571	t = -0.035112 prob = 0.9721				
Equation 11	-16.753978					2.56701
	t = -1.1278 prob = 0.265	t = 1.127578 prob = 0.2651				
Equation 12	-19.37686	-43.86767	-58.65982	-8.296974	4.190483	4.113807
	t = -1.091896 prob = 0.2808	t = -0.950758 prob = 0.3469	t = -0.825734 prob = 0.4134	t = -0.346775 prob = 0.7304	t = 0.084632 prob = 0.9329	t = 1.418805 prob = 0.163

ตารางที่ 5 ผลการ univariate และ multivariate regression ของ HEMRAJ

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
<b>DA-DA<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFI)<sub>t-1</sub> + f log(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 1		0.001069 t = 0.105839 prob = 0.9162	-0.07469 t = -0.55107 prob = 0.5841			
Equation 2		-0.025294 t = -1.274124 prob = 0.2088	0.254529 t = 1.171231 prob = 0.2473			
Equation 3		-0.00381 t = -0.612025 prob = 0.5434	0.085995 t = 1.677541 prob = 0.0999			
Equation 4		-0.003357 t = -0.522272 prob = 0.6039		-0.014837 t = -0.167951 prob = 0.8673		
Equation 5		-0.013809 t = -0.312778 prob = 0.7558				0.001336 t = 0.241779 prob = 0.81
Equation 6		-0.050372 t = -0.906324 prob = 0.3697	-0.015602 t = -0.078311 prob = 0.9379	0.309361 t = 1.141557 prob = 0.2598	-0.039919 t = -0.434488 prob = 0.6661	0.002568 t = 0.376692 prob = 0.7082
<b>DE-DE<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFI)<sub>t-1</sub> + f log(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 7		0.005758 t = 0.104638 prob = 0.9171	-0.265874 t = -0.359988 prob = 0.7204			
Equation 8		-0.019116 t = -0.174565 prob = 0.8622	0.109802 t = 0.091599 prob = 0.9274			
Equation 9		-0.01265 t = -0.373457 prob = 0.7105	0.465108 t = 1.667496 prob = 0.1019			
Equation 10		-0.00799 t = -0.228987 prob = 0.8199		0.21821 t = 0.454953 prob = 0.6512		
Equation 11		0.002391 t = 0.009953 prob = 0.9921				-0.001517 t = -0.050458 prob = 0.9600
Equation 12		0.02425 t = 0.078541 prob = 0.9378	-0.479812 t = -0.433526 prob = 0.6668	0.47831 t = 1.558258 prob = 0.1263	0.114935 t = 0.225184 prob = 0.8229	-0.000114 t = -0.003007 prob = 0.9976

ตารางที่ 6 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ KMC

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFL) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$D_{A,t} - D_{A,t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFL)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	0.025871	-0.471529				
	t = 1.222316 prob = 0.2276	t = -1.679369 prob = 0.0996				
Equation 2	-0.062535		0.702627			
	t = -1.497267 prob = 0.1409		t = 1.536765 prob = 0.1309			
Equation 3	-0.00209			-0.168492		
	t = -0.154238 prob = 0.8781		t = -0.632099 prob = 0.5303			
Equation 4	-0.002632				-0.103027	
	t = -0.191373 prob = 0.849			t = -0.421171 prob = 0.6755		
Equation 5	0.130571					-0.020252
	t = 1.509346 prob = 0.1378				t = -1.546997 prob = 0.1284	
Equation 6	0.062219	-0.332874	0.402429	-0.34044	-0.181803	-0.012583
	t = 0.483073 prob = 0.6314	t = -0.803711 prob = 0.4259	t = 0.699435 prob = 0.488	t = -1.164043 prob = 0.2507	t = -0.68269 prob = 0.4984	t = -0.704955 prob = 0.4846
$D_{E,t} - D_{E,t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFL)_{t-1} + e(CFL)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	-0.08409	1.055807				
	t = -0.246913 prob = 0.806	t = 0.230943 prob = 0.8183				
Equation 8	0.080689		-1.198182			
	t = 0.11918 prob = 0.9056		t = -0.161665 prob = 0.8722			
Equation 9	-0.006218			6.851142		
	t = -0.029692 prob = 0.9764		t = 1.662847 prob = 0.1029			
Equation 10	-0.025162				-0.222421	
	t = -0.115357 prob = 0.9086			t = -0.087335 prob = 0.9545		
Equation 11	0.471847					-0.075906
	t = 0.336726 prob = 0.7378				t = -0.357433 prob = 0.7223	
Equation 12	1.546295	6.693347	-2.604152	9.389284	-3.096365	-0.266272
	t = 0.747654 prob = 0.4586	t = 1.006426 prob = 0.3197	t = -0.281866 prob = 0.7794	t = 1.999305 prob = 0.0518	t = -0.724092 prob = 0.4728	t = -0.929033 prob = 0.3579

ตารางที่ 7 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ KTP

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t</sub>	e (CPI) <sub>t</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CPI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	-0.000842	0.128071				
	t = -0.026336 prob = 0.9791	t = 0.298324 prob = 0.7667				
Equation 2	-0.005084		0.1344			
	t = -0.079926 prob = 0.9366		t = 0.193026 prob = 0.8478			
Equation 3	0.002788			-0.002873		
	t = 0.130917 prob = 0.8964			t = -0.546979 prob = 0.5869		
Equation 4	0.006859				-0.044016	
	t = 0.338237 prob = 0.7367				t = -0.176414 prob = 0.8607	
Equation 5	-0.084843					0.014777
	t = -0.727344 prob = 0.4705					t = 0.796214 prob = 0.4298
Equation 6	-0.350465	-0.13393	1.192919	-0.155423	-0.060676	0.04168
	t = -1.434051 prob = 0.1586	t = -0.214918 prob = 0.8308	t = 1.140295 prob = 0.2603	t = -0.857465 prob = 0.3958	t = -0.231242 prob = 0.8182	t = 1.339233 prob = 0.1874
$DI_{t-1} - DI_{t-2} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CPI)_{t-1} + e \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	0.073424	-0.724631				
	t = 1.027496 prob = 0.3093	t = -0.755552 prob = 0.4536				
Equation 8	0.066648		-0.405167			
	t = 0.466848 prob = 0.6427		t = -0.259257 prob = 0.7965			
Equation 9	0.019281			-0.302328		
	t = 0.404649 prob = 0.6875			t = -0.795791 prob = 0.4301		
Equation 10	0.025548				0.393213	
	t = 0.650653 prob = 0.5184				t = 0.524744 prob = 0.6022	
Equation 11	0.299512					-0.043706
	t = 1.160161 prob = 0.2517					t = -1.053979 prob = 0.2972
Equation 12	0.830983	-0.763419	-3.264355	-0.197585	0.312361	-0.078734
	t = 1.535686 prob = 0.1318	t = -0.553284 prob = 0.5829	t = -1.409269 prob = 0.1658	t = -0.492116 prob = 0.6251	t = 0.537645 prob = 0.5935	t = -1.14257 prob = 0.2594

ตารางที่ 8 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ LH

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_{t-1} - DA_{t-2} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	-0.008355	0.078429				
	t = -0.795469 prob = 0.4303	t = 0.556362 prob = 0.5805				
Equation 2	-0.014803		0.128763			
	t = -0.709142 prob = 0.4817	t = 0.554726 prob = 0.5817				
Equation 3	-0.003612			-0.007102		
	t = -0.478825 prob = 0.6342	t = -0.059397 prob = 0.9529				
Equation 4	-0.004365				-0.146136	
	t = -0.655178 prob = 0.5155				t = -0.709056 prob = 0.4817	
Equation 5	-0.044432					0.00397
	t = -0.664766 prob = 0.5094					t = 0.610573 prob = 0.5444
Equation 6	-0.258176	0.048612	0.727185	0.060031	0.000225	0.018257
	t = -1.533666 prob = 0.1323	t = 0.232357 prob = 0.8173	t = 1.629338 prob = 0.1104	t = 0.40286 prob = 0.689	t = 0.000906 prob = 0.9993	t = 1.313084 prob = 0.196
$DE_{t-1} - DE_{t-2} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	0.648113	-0.72664				
	t = 1.316949 prob = 0.1941	t = -1.480698 prob = 0.1452				
Equation 8	-0.096484		1.184111			
	t = -1.328698 prob = 0.1904	t = 1.490163 prob = 0.1427				
Equation 9	0.022194			-0.238927		
	t = 0.844142 prob = 0.4028	t = -1.293247 prob = 0.2021				
Equation 10	0.002199				-1.069665	
	t = 0.094717 prob = 0.9249				t = -1.489513 prob = 0.1429	
Equation 11	0.087791					-0.007979
	t = 0.369493 prob = 0.7134					t = -0.345262 prob = 0.7314
Equation 12	-0.670628	-1.31849	1.25194	-0.770391	-1.369208	0.064732
	t = -1.216195 prob = 0.2304	t = -1.923948 prob = 0.0608	t = 0.857739 prob = 0.3957	t = -1.578316 prob = 0.1217	t = -1.682675 prob = 0.0995	t = 1.421288 prob = 0.1623



ตารางที่ 9 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ MK

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	-0.00267	-0.088475				
	t = -0.5341 prob = 0.5957	t = -1.318587 prob = 0.1936				
Equation 2	-0.03212		0.316668			
	t = -3.822311 prob = 0.0004	t = 3.140159 prob = 0.0029				
Equation 3	-0.007023			-0.029876		
	t = -1.908 prob = 0.0624		t = -0.420148 prob = 0.6763			
Equation 4	-0.008674				-0.317304	
	t = -2.563939 prob = 0.0135			t = -0.795334 prob = 0.4303		
Equation 5	0.022357					-0.004513
	t = 1.116972 prob = 0.2696					t = -1.524634 prob = 0.1339
Equation 6	-0.049032	0.028177	0.308366	-0.039373	0.180497	0.001122
	t = -1.351697 prob = 0.1834	t = 0.299229 prob = 0.7662	t = 2.433093 prob = 0.0191	t = -0.559168 prob = 0.5789	t = 0.413697 prob = 0.6811	t = 0.25989 prob = 0.7962
$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFI)_{t-1} + e(CFO)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	-0.008798	-0.150115				
	t = -0.139884 prob = 0.8893	t = -0.177832 prob = 0.8596				
Equation 8	0.041184		-0.677181			
	t = 0.330208 prob = 0.7427	t = -0.495966 prob = 0.6222				
Equation 9	-0.02424			0.266341		
	t = -0.532184 prob = 0.5971		t = 0.302704 prob = 0.7634			
Equation 10	-0.00824				3.283917	
	t = -0.196619 prob = 0.845				t = 0.664491 prob = 0.5096	
Equation 11	-0.092468					0.01123
	t = -0.365285 prob = 0.7165					t = 0.299973 prob = 0.7655
Equation 12	-0.076073	-0.63621	-0.581651	0.144667	2.353691	0.02264
	t = -0.154681 prob = 0.8778	t = -0.498343 prob = 0.6207	t = -0.268777 prob = 0.7894	t = 0.151541 prob = 0.8802	t = 0.397901 prob = 0.6926	t = 0.380518 prob = 0.7054

ตารางที่ 10 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ PF

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.043083	-0.821176				
	t = 0.603723 prob = 0.5489	t = -0.857384 prob = 0.3955				
Equation 2	-0.150994		1.692796			
	t = -1.069709 prob = 0.2901		t = 1.095517 prob = 0.2788			
Equation 3	-0.001865			-0.109391		
	t = -0.037184 prob = 0.9705			t = -0.117285 prob = 0.9071		
Equation 4	-0.006233				-0.060607	
	t = -0.118159 prob = 0.9064				t = -0.069457 prob = 0.9449	
Equation 5	0.058732					-0.009157
	t = 0.271191 prob = 0.7874					t = -0.297961 prob = 0.767
Equation 6	-0.420835	-0.909888	2.495182	0.153376	-0.481731	0.034174
	t = -0.900996 prob = 0.3725	t = -0.643404 prob = 0.5233	t = 1.09023 prob = 0.2815	t = 0.152601 prob = 0.8794	t = -0.403809 prob = 0.6883	t = 0.620189 prob = 0.5383
Equation 7	0.793782	-14.1106				
	t = 0.403038 prob = 0.6887	t = -0.533819 prob = 0.5959				
Equation 8	0.129018		-1.738388			
	t = 0.032864 prob = 0.9739		t = -0.404451 prob = 0.9679			
Equation 9	0.491738			-22.44421		
	t = 0.359754 prob = 0.7206			t = -0.882931 prob = 0.3817		
Equation 10	0.055581				2.564981	
	t = 0.038357 prob = 0.9696				t = 0.104508 prob = 0.9172	
Equation 11	3.574571					-0.565386
	t = 0.653701 prob = 0.5164					t = -0.672245 prob = 0.5047
Equation 12	11.84029	-7.016791	-48.12709	-21.6612	-0.05179	-1.021648
	t = 0.917645 prob = 0.3638	t = -0.179612 prob = 0.8583	t = -0.761215 prob = 0.4506	t = -0.780159 prob = 0.4395	t = -0.260549 prob = 0.7957	t = -0.671167 prob = 0.5056

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	0.793782	-14.1106				
	t = 0.403038 prob = 0.6887	t = -0.533819 prob = 0.5959				
Equation 8	0.129018		-1.738388			
	t = 0.032864 prob = 0.9739		t = -0.404451 prob = 0.9679			
Equation 9	0.491738			-22.44421		
	t = 0.359754 prob = 0.7206			t = -0.882931 prob = 0.3817		
Equation 10	0.055581				2.564981	
	t = 0.038357 prob = 0.9696				t = 0.104508 prob = 0.9172	
Equation 11	3.574571					-0.565386
	t = 0.653701 prob = 0.5164					t = -0.672245 prob = 0.5047
Equation 12	11.84029	-7.016791	-48.12709	-21.6612	-0.05179	-1.021648
	t = 0.917645 prob = 0.3638	t = -0.179612 prob = 0.8583	t = -0.761215 prob = 0.4506	t = -0.780159 prob = 0.4395	t = -0.260549 prob = 0.7957	t = -0.671167 prob = 0.5056

ตารางที่ 11 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ QH

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
<b>DA<sub>t</sub>-DA<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFI)<sub>t-1</sub> + flog(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 1	0.005438 t = 0.614767 prob = 0.5416	-0.128776 t = -1.084655 prob = 0.2835				
Equation 2	-0.032362 t = -1.883223 prob = 0.0657	0.350496 t = 1.863185 prob = 0.0686				
Equation 3	-0.003031 t = -0.496212 prob = 0.622		-0.05288 t = -0.439312 prob = 0.6624			
Equation 4	0.00014 t = 0.02168 prob = 0.9828			0.152005 t = 0.670892 prob = 0.5055		
Equation 5	0.053248 t = 1.092102 prob = 0.2802					
Equation 6	-0.061278 t = -0.346503 prob = 0.5675	-0.029809 t = -0.174451 prob = 0.8623	0.407988 t = 1.244255 prob = 0.22	-0.073369 t = -0.547991 prob = 0.5865	0.059777 t = 0.245866 prob = 0.8069	-0.006591 t = -1.140667 prob = 0.2597
						0.002991 t = 0.267078 prob = 0.7907
<b>DE<sub>t</sub>-DE<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFI)<sub>t-1</sub> + flog(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 7	0.237482 t = 1.027089 prob = 0.3095	-4.271789 t = -1.376548 prob = 0.175				
Equation 8	-0.642429 t = -1.401174 prob = 0.1676	7.308823 t = 1.456204 prob = 0.1518				
Equation 9	-0.054601 t = -0.340797 prob = 0.7347		-2.328021 t = -0.737257 prob = 0.4646			
Equation 10	0.043056 t = 0.252599 prob = 0.8017			3.717329 t = 0.622763 prob = 0.5364		
Equation 11	1.151628 t = 0.892743 prob = 0.3764					
Equation 12	-1.207776 t = -0.408346 prob = 0.685	-3.785884 t = -0.839921 prob = 0.4055	6.804494 t = 0.7867 prob = 0.4357	-3.168141 t = -0.897046 prob = 0.3746	0.30267 t = 0.047194 prob = 0.9626	-0.138491 t = -0.90594 prob = 0.3695
						0.091909 t = 0.311107 prob = 0.7572

ตารางที่ 12 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ RAIMON

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.083482 t = 0.903579 prob = 0.3707	-1.436617 t = -1.15898 prob = 0.2522				
Equation 2	-0.179349 t = -0.974304 prob = 0.3348		2.07566 t = 1.030051 prob = 0.3081			
Equation 3	0.002659 t = 0.039892 prob = 0.9683			0.036381 t = 0.071995 prob = 0.9429		
Equation 4	0.006987 t = 0.115843 prob = 0.9083				0.495991 t = 0.514738 prob = 0.6091	
Equation 5	-0.057324 t = -0.25224 prob = 0.8019					0.009851 t = 0.263228 prob = 0.7935
Equation 6	-0.428857 t = -1.035891 prob = 0.3059	-2.306537 t = -1.286743 prob = 0.2149	1.354705 t = 0.507658 prob = 0.6142	0.261523 t = 0.382563 prob = 0.7039	0.523566 t = 0.474462 prob = 0.6375	0.079825 t = 1.385811 prob = 0.1728

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	0.004001 t = 0.005714 prob = 0.9955	-0.16822 t = -0.0179 prob = 0.9858				
Equation 8	0.250214 t = 0.179868 prob = 0.858		-2.95472 t = -0.194029 prob = 0.847			
Equation 9	0.06463 t = 0.129769 prob = 0.8973			1.153655 t = 0.30558 prob = 0.7612		
Equation 10	0.023475 t = 0.051959 prob = 0.9588				2.212102 t = 0.306458 prob = 0.7606	
Equation 11	0.751166 t = 0.442679 prob = 0.66					-0.129075 t = -0.461929 prob = 0.6462
Equation 12	1.833624 t = 0.573157 prob = 0.5695	1.916929 t = 0.138388 prob = 0.8906	-0.201378 t = -0.446211 prob = 0.6576	1.161119 t = 0.219802 prob = 0.827	3.340516 t = 0.39292 prob = 0.6963	-0.177028 t = -0.39771 prob = 0.6928

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

$$UI_t - UI_{t-1} = a + b(\Delta UI)_{t-1} + c(\Delta C)_{t-1} + d(CR)_{t-1} + e(CU)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

ตารางที่ 13 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ SAMCO

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
<b>DA<sub>t</sub> - DA<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFI)<sub>t-1</sub> + f log(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 1	-0.005176	0.053946				
	t = -0.681567 prob = 0.4988	t = 0.529247 prob = 0.5991				
Equation 2	0.004537		-0.0716156			
	t = 0.300404 prob = 0.7652		t = -0.460386 prob = 0.6472			
Equation 3	-0.00256			0.04225		
	t = -0.523144 prob = 0.6033		t = 0.31235 prob = 0.6108			
Equation 4	-0.001676				0.125025	
	t = -0.348259 prob = 0.7292			t = 0.72846 prob = 0.4699		
Equation 5	-0.000280					-0.000266
	t = -0.00379 prob = 0.997					t = -0.02413 prob = 0.9808
Equation 6	0.093783	0.091854	-0.127247	0.017458	0.149761	-0.01342
	t = 0.77675 prob = 0.4415	t = 0.640971 prob = 0.5249	t = -0.537925 prob = 0.5933	t = 0.177316 prob = 0.8601	t = 0.710992 prob = 0.4808	t = -0.800284 prob = 0.4278
<b>DA<sub>t</sub> - DA<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFI)<sub>t-1</sub> + f log(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 7	0.039385	-0.429187				
	t = 1.498303 prob = 0.1406	t = -1.630501 prob = 0.1095				
Equation 8	-0.051664		0.649402			
	t = -1.320771 prob = 0.1928		t = 1.516559 prob = 0.1359			
Equation 9	0.006			-0.119135		
	t = 0.463576 prob = 0.645		t = -0.546361 prob = 0.5873			
Equation 10	0.003709				-0.285718	
	t = 0.291049 prob = 0.7723			t = -0.628451 prob = 0.5327		
Equation 11	0.428635					-0.063318
	t = 2.509775 prob = 0.0252					t = -2.289918 prob = 0.0265
Equation 12	0.55817	-0.119346	0.036181	-0.077877	-0.102473	-0.052145
	t = 1.1657 prob = 0.25	t = -0.327257 prob = 0.745	t = 0.060104 prob = 0.9523	t = -0.309622 prob = 0.7583	t = -0.191169 prob = 0.8493	t = -1.221904 prob = 0.2282

ตารางที่ 14 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ SPALI

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.000105	-0.045861				
	t = 0.011988 prob = 0.9905	t = -0.496557 prob = 0.6218				
Equation 2	-0.03796		0.400362			
	t = -2.27181 prob = 0.0276		t = 2.18881 prob = 0.0335			
Equation 3	-0.000652			-0.180673		
	t = -0.121517 prob = 0.9038			t = -2.429114 prob = 0.0189		
Equation 4	-0.005404				-0.31437	
	t = -0.896705 prob = 0.3744				t = -0.87952 prob = 0.3835	
Equation 5	0.002678					-0.000851
	t = 0.095273 prob = 0.9245					t = -0.216271 prob = 0.8297
Equation 6	-0.095826	0.026093	0.5962	-0.140498	0.036337	0.80595
	t = -1.680763 prob = 0.0999	t = 0.174496 prob = 0.8623	t = 2.254318 prob = 0.0313	t = -1.630326 prob = 0.1102	t = 0.09619 prob = 0.9238	t = 1.017313 prob = 0.3146

$$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	0.722039	-12.69585				
	t = 0.555002 prob = 0.5815	t = -0.727108 prob = 0.4707				
Equation 8	-0.397943		4.460825			
	t = -0.153107 prob = 0.879		t = 0.156783 prob = 0.8761			
Equation 9	-0.060995			3.39711		
	t = -0.072401 prob = 0.9426			t = 0.290767 prob = 0.7725		
Equation 10	-0.128229				-17.27829	
	t = -0.142428 prob = 0.8873				t = -0.323581 prob = 0.7477	
Equation 11	-1.062877					0.150651
	t = -0.254893 prob = 0.7999					t = 0.257209 prob = 0.7981
Equation 12	-6.677424	-26.69936	13.78694	9.349297	-35.84513	0.947174
	t = -0.717357 prob = 0.4769	t = -1.093606 prob = 0.2801	t = 0.315049 prob = 0.7542	t = 0.664488 prob = 0.5098	t = -0.581185 prob = 0.5641	t = 0.991966 prob = 0.3266

ตารางที่ 15 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ STEC

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	-0.0072	-0.030017				
	t = -0.02023 prob = 0.9839	t = -0.062817 prob = 0.9502				
Equation 2	-0.044576		0.486293			
	t = -0.632554 prob = 0.53		t = 0.630376 prob = 0.5314			
Equation 3	-0.003045			0.076853		
	t = -0.135335 prob = 0.8929		t = 0.383196 prob = 0.7033			
Equation 4	-0.003233				-0.082194	
	t = -0.141148 prob = 0.8883			t = -0.17535 prob = 0.8615		
Equation 5	-0.090992					0.011592
	t = -0.816336 prob = 0.4183					t = 0.810745 prob = 0.4215
Equation 6	-0.537403	-0.394971	2.119596	0.064322	-0.010154	0.049032
	t = -2.085762 prob = 0.0428	t = -0.569023 prob = 0.5722	t = 1.789105 prob = 0.0805	t = 0.218471 prob = 0.8281	t = -0.019065 prob = 0.9849	t = 1.949433 prob = 0.0576
$UE_t - UE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFI)_{t-1} + e(CF)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	1.043726	-18.38159				
	t = 0.780913 prob = 0.4387	t = -1.024714 prob = 0.3106				
Equation 8	0.2291		-2.857374			
	t = 0.085328 prob = 0.9324		t = -0.097217 prob = 0.923			
Equation 9	0.072358			-11.81901		
	t = 0.086834 prob = 0.9312		t = -1.590964 prob = 0.1182			
Equation 10	-0.007706				1.128891	
	t = -0.008864 prob = 0.993			t = 0.063449 prob = 0.9497		
Equation 11	2.264685					-0.298911
	t = 0.533457 prob = 0.5962					t = -0.548915 prob = 0.5856
Equation 12	7.050003	-33.87732	-41.40549	-12.85227	-6.322521	-0.194505
	t = 0.722829 prob = 0.4736	t = -1.292767 prob = 0.2028	t = -0.92716 prob = 0.3589	t = -1.673805 prob = 0.1013	t = -0.313643 prob = 0.7553	t = -0.204318 prob = 0.839

ตารางที่ 16 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ TFD

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.001627 t = 0.101359 prob = 0.9197 t = 0.095613 prob = 0.9242	0.020604				
Equation 2	0.000569 t = 0.017821 prob = 0.9859	0.025967 t = 0.074336 prob = 0.9411				
Equation 3	0.002699 t = 0.243827 prob = 0.8084		0.00107 t = 0.026769 prob = 0.9788			
Equation 4	-0.003364 t = -0.289305 prob = 0.7736			-0.060278 t = -1.048899 prob = 0.2995		
Equation 5	-0.197034 t = -1.843432 prob = 0.0714					0.032769 t = 1.87768 prob = 0.0665
Equation 6	-0.243617 t = -2.102854 prob = 0.0412	-0.306529 t = -1.010252 prob = 0.3179	-0.198647 t = -0.404099 prob = 0.6881	0.039823 t = 0.901227 prob = 0.3724	-0.057085 t = -0.915284 prob = 0.365	0.047726 t = 2.119192 prob = 0.0398

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	-0.006942 t = -0.217524 prob = 0.8287	0.425309 t = 0.992889 prob = 0.3257				
Equation 8	-0.011585 t = -0.181229 prob = 0.857		0.337315 t = 0.482035 prob = 0.632			
Equation 9	0.022033 t = 0.993827 prob = 0.3253			-0.039575 t = -0.494253 prob = 0.6234		
Equation 10	0.014862 t = 0.629735 prob = 0.5319				-0.027018 t = -0.231634 prob = 0.8178	
Equation 11	-0.390797 t = -1.823309 prob = 0.0745					0.066969 t = 1.913612 prob = 0.0616
Equation 12	-0.397275 t = -1.550037 prob = 0.1283	0.456553 t = 0.735976 prob = 0.4657	0.674993 t = 0.671612 prob = 0.5053	0.023347 t = 0.258433 prob = 0.7973	-0.009096 t = -0.071333 prob = 0.9435	0.053541 t = 1.162818 prob = 0.2512



ตารางที่ 17 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ UV

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_t + c(INT)_t + d(CFO)_t + e(CFI)_t + f \log(MCAP)_t$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t</sub>	c (INT) <sub>t</sub>	d (CFO) <sub>t</sub>	e (CFI) <sub>t</sub>	f log(MCAP) <sub>t</sub>
Equation 1	0.018076	-0.290283				
	t = 1.302419 prob = 0.199	t = -1.57984 prob = 0.1258				
Equation 2	0.028331		-0.323529			
	t = 1.049485 prob = 0.2992		t = -1.05749 prob = 0.2956			
Equation 3	0.006499			0.091345		
	t = 0.055488 prob = 0.956			t = 0.777123 prob = 0.4409		
Equation 4	0.003502				0.108098	
	t = 0.380509 prob = 0.7052				t = 0.937377 prob = 0.3533	
Equation 5	-0.042841					0.00698
	t = -0.833942 prob = 0.4084					t = 0.872612 prob = 0.3872
Equation 6	-0.122781	-0.960277	-0.246435	0.065762	0.197299	0.032491
	t = -0.969937 prob = 0.3374	t = -3.8933 prob = 0.0004	t = -0.500049 prob = 0.6195	t = 0.615982 prob = 0.5411	t = 1.876755 prob = 0.0672	t = 2.115092 prob = 0.0401

$$DB_t - DB_{t-1} = a + b(GDP)_t + c(INT)_t + d(CFO)_t + e(CFI)_t + f \log(MCAP)_t$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t</sub>	c (INT) <sub>t</sub>	d (CFO) <sub>t</sub>	e (CFI) <sub>t</sub>	f log(MCAP) <sub>t</sub>
Equation 7	0.022845	-0.233279				
	t = 2.475942 prob = 0.0169	t = -1.802981 prob = 0.0777				
Equation 8	0.025664		-0.181482			
	t = 1.565301 prob = 0.1785		t = -0.881966 prob = 0.3822			
Equation 9	0.010943			-0.112882		
	t = 1.845165 prob = 0.0712			t = -1.454969 prob = 0.1522		
Equation 10	0.009505				-0.021601	
	t = 1.528424 prob = 0.133				t = -0.277171 prob = 0.7828	
Equation 11	-0.027405					0.005905
	t = -0.799701 prob = 0.4278					t = 1.106648 prob = 0.274
Equation 12	-0.13242	-0.769114	0.054271	-0.1322	0.046778	0.029127
	t = -1.668305 prob = 0.1024	t = -4.804052 prob = 0	t = 0.175625 prob = 0.8614	t = -1.974857 prob = 0.0546	t = 0.796633 prob = 0.4817	t = 3.023945 prob = 0.0042

ตารางที่ 18 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ DCC

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	-0.008154 t = -0.508397 prob = 0.6135	0.143598 t = 0.667088 prob = 0.5079				
Equation 2	-0.00328 t = -0.10243 prob = 0.9188		0.039519 t = 0.112748 prob = 0.9107			
Equation 3	0.00708 t = 0.46152 prob = 0.6465			-0.066228 t = -0.602348 prob = 0.5498		
Equation 4	0.007226 t = 0.523584 prob = 0.603				0.175304 t = 0.754184 prob = 0.4544	
Equation 5	0.028979 t = 0.671932 prob = 0.5048					-0.00397 t = -0.687823 prob = 0.4949
Equation 6	0.206517 t = 1.4173 prob = 0.1634	0.488427 t = 1.643391 prob = 0.1074	-0.689486 t = -1.018597 prob = 0.314	0.039396 t = 0.184438 prob = 0.8545	0.26832 t = 1.064008 prob = 0.2931	-0.022324 t = -1.456245 prob = 0.1524
$UB_t - UB_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFU)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	-0.00081 t = -0.039449 prob = 0.9687	0.009096 t = 0.033017 prob = 0.9738				
Equation 8	-0.003906 t = -0.095756 prob = 0.9241		0.041817 t = 0.093364 prob = 0.9258			
Equation 9	0.001412 t = 0.071969 prob = 0.9429			-0.016191 t = -0.115171 prob = 0.9088		
Equation 10	0.007652 t = 0.434626 prob = 0.6658				0.196433 t = 0.662441 prob = 0.5109	
Equation 11	0.049114 t = 0.897464 prob = 0.374					-0.0068 t = -0.928598 prob = 0.3577
Equation 12	0.3767 t = 2.12178 prob = 0.0395	0.437781 t = 1.17558 prob = 0.2469	-1.143381 t = -1.346052 prob = 0.1852	0.377014 t = 1.406546 prob = 0.1666	0.310148 t = 0.980063 prob = 0.3324	-0.045456 t = -2.362948 prob = 0.0226

ตารางที่ 19 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ GEN

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CF)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CF) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.021212	-0.434049				
	t = 0.728719 prob = 0.4697	t = -1.11104 prob = 0.2721				
Equation 2	-0.062612		0.999088			
	t = -1.440496 prob = 0.1562	t = 1.448041 prob = 0.1541				
Equation 3	-0.009758			-0.411624		
	t = -0.515653 prob = 0.6085	t = -1.242164 prob = 0.2202				
Equation 4	-0.006777				-0.387936	
	t = -0.355076 prob = 0.7241				t = -0.637108 prob = 0.5271	
Equation 5	0.060956					
	t = 0.790597 prob = 0.4331					
Equation 6	-0.082123	-0.279182	0.81432	-0.488455	-0.658083	0.002391
	t = -0.611988 prob = 0.5437	t = -0.501188 prob = 0.6187	t = 1.024655 prob = 0.3111	t = -1.37073 prob = 0.1774	t = -1.027433 prob = 0.3098	t = 0.114649 prob = 0.9092

$$DB_t - DB_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CU)_{t-1} + e(CF)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CF) <sub>t-1</sub>	e (CF) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	34.179536	-591.6663				
	t = 0.133717 prob = 0.8942	t = -0.172466 prob = 0.8638				
Equation 8	-89.15831		1029.228			
	t = -0.175515 prob = 0.8614	t = 0.185086 prob = 0.8539				
Equation 9	28.21346			1972.64		
	t = 0.170015 prob = 0.8657	t = 0.678805 prob = 0.5005				
Equation 10	7.965321				1063.436	
	t = 0.047932 prob = 0.962				t = 0.200601 prob = 0.8419	
Equation 11	-10.529390					
	t = -0.015624 prob = 0.9876					
Equation 12	1.374681	-82.50565	605.2972	2063.911	1381.665	2.108558
	t = 0.001126 prob = 0.9991	t = -0.016277 prob = 0.9871	t = 0.083701 prob = 0.9337	t = 0.636501 prob = 0.5277	t = 0.237059 prob = 0.8137	t = -0.009673 prob = 0.9923

ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ RCI

$$DA_t - DA_{t-1} = \alpha + \beta(GDP)_{t-1} + \gamma(INT)_{t-1} + \delta(CFO)_{t-1} + \epsilon(CFD)_{t-1} + \eta \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFD) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.01152	-0.245942				
	t = 0.655113 prob = 0.5155	t = -1.042061 prob = 0.3026				
Equation 2	-0.026674		0.276879			
	t = -0.758787 prob = 0.4517		t = 0.719507 prob = 0.4753			
Equation 3	0.000976			-0.131968		
	t = 0.080886 prob = 0.9359		t = -0.79373 prob = 0.4301			
Equation 4	-0.006277				-0.148625	
	t = -0.478136 prob = 0.6347		t = -0.523021 prob = 0.6034			
Equation 5	0.070348					-0.013624
	t = 1.375883 prob = 0.1752					t = -1.462666 prob = 0.1501
Equation 6	0.107856	0.004595	-0.215417	-0.015043	-0.221395	-0.018108
	t = 0.988881 prob = 0.3281	t = 0.012463 prob = 0.9901	t = -0.382227 prob = 0.7041	t = -0.07265 prob = 0.9424	t = -0.71726 prob = 0.477	t = -1.097713 prob = 0.2783

$$DE_t - DE_{t-1} = \alpha + \beta(GDP)_{t-1} + \gamma(INT)_{t-1} + \delta(CFU)_{t-1} + \epsilon(CFU)_{t-1} + \eta \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFU) <sub>t-1</sub>	e (CFU) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	2.619898	-45.34076				
	t = 0.185091 prob = 0.8539	t = -0.238668 prob = 0.8124				
Equation 8	1.922988		-22.20058			
	t = 0.068321 prob = 0.9458		t = -0.072052 prob = 0.9429			
Equation 9	1.597028			-57.47326		
	t = 0.165395 prob = 0.8693		t = -0.433121 prob = 0.6669			
Equation 10	2.043063				84.67785	
	t = 0.195136 prob = 0.8461			t = 0.373628 prob = 0.7103		
Equation 11	-0.433976					1.75975
	t = -0.2268 prob = 0.8215					t = 0.232223 prob = 0.8174
Equation 12	-26.67875	-182.9975	-84.60152	-123.9963	158.4651	9.67166
	t = -0.310192 prob = 0.7641	t = -0.612761 prob = 0.5432	t = -0.185288 prob = 0.8539	t = -0.73916 prob = 0.4637	t = 0.63368 prob = 0.5296	t = -0.723677 prob = 0.4731

ตารางที่ 21 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ SCC

Equation	Intercept	(GDP) <sub>t-1</sub>	(INT) <sub>t-1</sub>	(CFO) <sub>t-1</sub>	(CFT) <sub>t-1</sub>	log(MCAP) <sub>t-1</sub>
<b>DA<sub>t</sub> - DA<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFT)<sub>t-1</sub> + f log(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 1	-0.008224	0.083085				
	t = -0.826495 prob = 0.4126	t = 0.622168 prob = 0.5168				
Equation 2	0.002155		-0.064399			
	t = 0.108659 prob = 0.9139		t = -0.29657 prob = 0.7681			
Equation 3	-0.012228			0.179142		
	t = -1.823931 prob = 0.0744			t = 2.720045 prob = 0.0091		
Equation 4	-0.0033454				-0.002102	
	t = -0.544393 prob = 0.5887				t = -0.045282 prob = 0.9641	
Equation 5	-0.064813					0.005259
	t = -0.731326 prob = 0.4681					t = 0.694449 prob = 0.4907
Equation 6	0.836261	0.161938	0.19688	0.214424	-0.0000607	-0.006565
	t = 0.241615 prob = 0.8102	t = 0.870492 prob = 0.3888	t = 0.660136 prob = 0.5126	t = 2.749562 prob = 0.0086	t = -0.001353 prob = 0.9989	t = -0.535341 prob = 0.5951
<b>DE<sub>t</sub> - DE<sub>t-1</sub> = a + b(GDP)<sub>t-1</sub> + c(INT)<sub>t-1</sub> + d(CFO)<sub>t-1</sub> + e(CFT)<sub>t-1</sub> + f log(MCAP)<sub>t-1</sub></b>						
Equation 7	-0.000178	-0.31662				
	t = -0.00083 prob = 0.9993	t = -0.110131 prob = 0.9128				
Equation 8	0.118013		-1.575721			
	t = 0.277505 prob = 0.7826		t = -0.338474 prob = 0.7365			
Equation 9	-0.094523			1.5473		
	t = -0.618739 prob = 0.539			t = 1.030994 prob = 0.3077		
Equation 10	-0.011723				0.082892	
	t = -0.126636 prob = 0.8998				t = 0.083253 prob = 0.934	
Equation 11	-0.326200					0.026362
	t = -0.170827 prob = 0.8651					t = 0.161559 prob = 0.8723
Equation 12	0.930199	-0.625767	-1.713729	1.705506	0.018019	-0.072613
	t = 0.268746 prob = 0.7894	t = -0.145853 prob = 0.8847	t = -0.24915 prob = 0.8044	t = 0.948266 prob = 0.3482	t = 0.017398 prob = 0.9862	t = -0.256743 prob = 0.7986

ตารางที่ 22 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ SCCC

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-2</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFT) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	-0.02114 t = -1.269706 prob = 0.2103	0.272905 t = 1.221276 prob = 0.2279				
Equation 2	-0.009351 t = -0.278346 prob = 0.7819	0.045947 t = 0.124941 prob = 0.9011				
Equation 3	-0.021274 t = -1.436695 prob = 0.1573		0.162987 t = 1.51268 prob = 0.1369			
Equation 4	-0.008892 t = -0.748674 prob = 0.4577			-0.271888 t = -0.66339 prob = 0.5103		
Equation 5	-0.009752 t = -0.058199 prob = 0.9538				0.000417 t = 0.026197 prob = 0.9792	
Equation 6	0.571332 t = 0.978875 prob = 0.333	0.643449 t = 1.834577 prob = 0.0733	-0.271523 t = -0.29046 prob = 0.1845	0.17602 t = 1.348163 prob = 0.1845	-0.279094 t = -0.583032 prob = 0.5628	-0.058225 t = -1.162371 prob = 0.2514

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-2</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFT) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	-0.012334 t = -0.019304 prob = 0.9847	-0.10081 t = -0.011755 prob = 0.9907				
Equation 8	0.368038 t = 0.290127 prob = 0.773		-4.458614 t = -0.321073 prob = 0.7495			
Equation 9	-0.631756 t = -1.129981 prob = 0.2641			6.288683 t = 1.545811 prob = 0.1287		
Equation 10	-0.096849 t = -0.215121 prob = 0.8306				-6.076698 t = -0.391142 prob = 0.6974	
Equation 11	-4.791284 t = -0.761125 prob = 0.4503					8.454739 t = 0.759784 prob = 0.4511
Equation 12	-33.52981 t = -1.499595 prob = 0.1409	-17.4499 t = -1.298729 prob = 0.2008	46.1174 t = 1.287803 prob = 0.2045	7.485405 t = 1.496582 prob = 0.1416	14.83685 t = 0.809073 prob = 0.4228	2.856895 t = 1.488791 prob = 0.1437

ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ SCP

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.014082	-0.239146				
	t = 2.801363 prob = 0.0073	t = -3.544627 prob = 0.0009				
Equation 2	-0.043713		0.507702			
	t = -4.852234 prob = 0.0000		t = 5.149218 prob = 0.0000			
Equation 3	0.002512			-0.126643		
	t = 0.727253 prob = 0.4706		t = -2.5711 prob = 0.0133			
Equation 4	0.005736				0.569722	
	t = 1.467198 prob = 0.1488				t = 2.665993 prob = 0.0104	
Equation 5	0.053168					-0.010355
	t = 2.391154 prob = 0.0208					t = -2.407059 prob = 0.0200
Equation 6	-0.06343	-0.089252	0.417622	-0.067046	0.201818	0.007008
	t = -2.099569 prob = 0.0506	t = -0.994801 prob = 0.3253	t = 2.996561 prob = 0.0045	t = -1.261931 prob = 0.2136	t = 0.760521 prob = 0.451	t = 1.261236 prob = 0.2139

$$MB_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	-3.03801	52.67666				
	t = -0.223373 prob = 0.8242	t = 0.288578 prob = 0.7741				
Equation 8	-1.78976		20.72911			
	t = -0.066159 prob = 0.9475		t = 0.069998 prob = 0.9445			
Equation 9	0.562168			-53.86245		
	t = 0.108516 prob = 0.914			t = -0.426063 prob = 0.672		
Equation 10	0.514756				52.99893	
	t = 0.050983 prob = 0.9596				t = 0.096016 prob = 0.9239	
Equation 11	-3.431255					0.672137
	t = -0.060468 prob = 0.952					t = 0.061277 prob = 0.9514
Equation 12	-17.59924	159.0375	5.468244	-113.17	374.0076	2.650905
	t = -0.179442 prob = 0.8584	t = 0.570482 prob = 0.5713	t = 0.012627 prob = 0.99	t = -0.685514 prob = 0.4966	t = 0.453582 prob = 0.6524	t = 0.15353 prob = 0.8787

ตารางที่ 24

ผลของ univariate และ multivariate regression ของ TASCO

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.001285 t = 0.1374 prob = 0.8913	0.014755 t = 0.117528 prob = 0.9069				
Equation 2	-0.005612 t = -0.302462 prob = 0.7636		0.069475 t = 0.440488 prob = 0.6616			
Equation 3	0.000547 t = 0.16043 prob = 0.8732			0.121783 t = 1.199928 prob = 0.2361		
Equation 4	0.002131 t = 0.336059 prob = 0.72				0.002505 t = 0.039718 prob = 0.9685	
Equation 5	-0.162963 t = -2.273684 prob = 0.0275					0.020309 t = 2.310582 prob = 0.0252
Equation 6	-0.239857 t = -2.632169 prob = 0.0117	-0.04342 t = -0.27946 prob = 0.7812	-0.275085 t = -0.936734 prob = 0.354	0.061057 t = 0.591377 prob = 0.5573	0.094574 t = 1.305745 prob = 0.1984	0.033803 t = 2.625107 prob = 0.0119

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	0.014137 t = 0.119838 prob = 0.9051	-0.371366 t = -0.234556 prob = 0.8156				
Equation 8	-0.043129 t = -0.183903 prob = 0.8549		0.413395 t = 0.161025 prob = 0.8727			
Equation 9	-0.032255 t = -0.449444 prob = 0.6551			2.580364 t = 2.072518 prob = 0.0436		
Equation 10	-0.009659 t = -0.131041 prob = 0.8963				0.028143 t = 1.052854 prob = 0.2977	
Equation 11	-1.215700 t = -1.297368 prob = 0.2007					0.149226 t = 1.293513 prob = 0.202
Equation 12	-2.249501 t = -1.969848 prob = 0.0552	-1.389546 t = -0.713652 prob = 0.4792	-4.029146 t = -1.094829 prob = 0.2795	1.90883 t = 1.475299 prob = 0.1473	1.554199 t = 1.697924 prob = 0.0966	0.32706 t = 2.074206 prob = 0.0439



ตารางที่ 25 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ TCMC

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 1	-0.23914	0.314331				
	t = -1.069698 prob = 0.2901	t = 1.047623 prob = 0.3001				
Equation 2	-0.20843		0.170776			
	t = -0.457752 prob = 0.6492		t = 0.347611 prob = 0.7297			
Equation 3	-0.014436			0.526418		
	t = -0.993619 prob = 0.3254		t = 1.88107 prob = 0.066			
Equation 4	-0.006775				-0.093839	
	t = -0.463522 prob = 0.6451			t = -0.318648 prob = 0.7514		
Equation 5	-0.006626					0.000158
	t = -0.03806 prob = 0.9698					t = 0.005044 prob = 0.996
Equation 6	0.146953	0.602768	0.723393	0.897165	-0.590587	-0.049122
	t = 0.678982 prob = 0.5007	t = 1.56017 prob = 0.1259	t = 1.236661 prob = 0.2228	t = 2.600754 prob = 0.0126	t = -1.732129 prob = 0.0903	t = -1.2982 prob = 0.201
$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$						
Equation 7	-1.181193	20.32119				
	t = -1.096671 prob = 0.2783	t = 1.40575 prob = 0.1662				
Equation 8	0.098683		-1.220011			
	t = 0.045181 prob = 0.9642		t = -0.051025 prob = 0.9595			
Equation 9	0.108145			-6.97879		
	t = 0.148163 prob = 0.8828		t = -0.496377 prob = 0.6219			
Equation 10	-0.130279				-11.29403	
	t = -0.184365 prob = 0.8545			t = -0.793368 prob = 0.4315		
Equation 11	-4.493707					0.811959
	t = -0.532584 prob = 0.5968					t = 0.533552 prob = 0.5961
Equation 12	-4.240767	30.9552	28.98413	-6.722873	-6.650197	-0.003096
	t = -0.378861 prob = 0.7066	t = 1.54557 prob = 0.1294	t = 0.955806 prob = 0.3444	t = -0.375917 prob = 0.7088	t = -0.376239 prob = 0.7085	t = -0.001578 prob = 0.9987

ตารางที่ 26 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ TGCI

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFO) <sub>t</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	-0.003121 t = -0.507794 prob = 0.6139	0.1498 t = 1.815705 prob = 0.0757				
Equation 2	0.029504 t = 2.440151 prob = 0.0184		-0.276725 t = -2.090719 prob = 0.0419			
Equation 3	0.008352 t = 1.936241 prob = 0.0587			-0.134117 t = -1.555805 prob = 0.1265		
Equation 4	0.002224 t = 0.504922 prob = 0.6159				-0.102064 t = -1.624277 prob = 0.1109	
Equation 5	-0.078647 t = -2.428418 prob = 0.019					0.011804 t = 2.616935 prob = 0.0118
Equation 6	-0.037894 t = -0.694079 prob = 0.4913	0.018308 t = 0.167444 prob = 0.8678	-0.067008 t = -0.366713 prob = 0.7156	-0.097896 t = -0.991933 prob = 0.3266	-0.052728 t = -0.658009 prob = 0.514	0.006804 t = 0.959111 prob = 0.3427

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFO) <sub>t</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	-0.033567 t = -0.364339 prob = 0.7172	1.207647 t = 0.976659 prob = 0.3336				
Equation 8	0.190876 t = 1.040722 prob = 0.3032		-1.785556 t = -0.889335 prob = 0.3783			
Equation 9	0.031316 t = 0.483966 prob = 0.6306			0.233126 t = 0.180191 prob = 0.8578		
Equation 10	0.049993 t = 0.756181 prob = 0.4532				0.424906 t = 0.450607 prob = 0.6543	
Equation 11	-0.414042 t = -0.82375 prob = 0.4142					0.063134 t = 0.901875 prob = 0.3716
Equation 12	-0.587464 t = -0.696839 prob = 0.4896	0.524264 t = 0.312229 prob = 0.7563	-1.377135 t = -0.488104 prob = 0.6279	1.464495 t = 0.961008 prob = 0.3418	1.562704 t = 1.262934 prob = 0.2133	0.102721 t = 0.937667 prob = 0.3535

$$DE_{t-1} = \alpha + \beta(GDP)_{t-1} + \gamma(INT)_{t-1} + \delta(CFO)_{t-1} + \epsilon(CFO)_t + \eta \log(MCAP)_{t-1}$$

ตารางที่ 27 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ TIW

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	-0.012044	0.109714				
Equation 2	0.025614	-0.361571				
Equation 3	-0.000477					
Equation 4	-0.005276					
Equation 5	-0.094525					
Equation 6	0.232923					
Equation 7	-0.000879	0.039835				
Equation 8	0.025681					
Equation 9	-0.0003					
Equation 10	0.000631					
Equation 11	-0.066760					
Equation 12	-0.04426					

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	-0.876015	0.594568	-0.509029	-0.078878	-0.71873	0.893542
Equation 2	0.948198	0.047848	-0.807457	-0.116536	-0.099187	-0.029968
Equation 3	-0.048277	0.175441	-1.222966	-1.410009	-0.067551	-0.679549
Equation 4	-0.60442	0.8615	0.2049	0.1656	0.9464	0.5003
Equation 5	-0.94736	0.2049	-1.286905	-1.410009	-0.067551	-0.679549
Equation 6	0.232923	0.8615	0.2049	0.1656	0.9464	0.5003
Equation 7	-0.232818	0.981535	-0.311732			
Equation 8	0.56933					
Equation 9	-0.10117					
Equation 10	1.229918					
Equation 11	-0.644261					
Equation 12	-1.275396					

ตารางที่ 28 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ TPIPL

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	-0.00163 t = -0.1773 prob = 0.8597	-0.134648 t = -1.093587 prob = 0.2796				
Equation 2	-0.015178 t = -0.823232 prob = 0.4144	0.066583 t = 0.329898 prob = 0.7429				
Equation 3	-0.008369 t = -1.441125 prob = 0.156		-0.072242 t = -1.348968 prob = 0.1837			
Equation 4	-0.011634 t = -1.949734 prob = 0.0571				-0.153069 t = -1.390666 prob = 0.1707	
Equation 5	0.016513 t = 0.253783 prob = 0.8007					-0.002845 t = -0.400034 prob = 0.6909
Equation 6	-0.025538 t = -0.192141 prob = 0.8485	-0.198544 t = -1.115395 prob = 0.2707	-0.108472 t = -0.322041 prob = 0.7489	-0.03243 t = -0.35301 prob = 0.7258	-0.106685 t = -0.55297 prob = 0.5831	0.003942 t = 0.30363 prob = 0.7628

$$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(INT)_{t-1} + d(CF)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CF) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	-0.065745 t = -1.183009 prob = 0.2426	0.442203 t = 0.59286 prob = 0.5561				
Equation 8	0.218561 t = 2.109273 prob = 0.0402		-2.987299 t = -2.633574 prob = 0.0113			
Equation 9	-0.051452 t = -1.542129 prob = 0.1296			0.780428 t = 2.536392 prob = 0.0145		
Equation 10	-0.038853 t = -1.063224 prob = 0.293				0.092266 t = 0.136875 prob = 0.8917	
Equation 11	-1.008605 t = -2.760255 prob = 0.0082					0.106293 t = 2.661048 prob = 0.0106
Equation 12	0.465451 t = 0.790851 prob = 0.4333	-1.772864 t = -2.249205 prob = 0.0296	-5.62027 t = -3.76819 prob = 0.0005	1.98914 t = 4.889781 prob = 0	-3.569522 t = -4.178229 prob = 0.0001	0.000338 t = 0.005872 prob = 0.9953

ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ UMI

$$DA_t - DA_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(NT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 1	0.008389	-0.138557				
	t = 0.509987 prob = 0.6124	t = -0.627604 prob = 0.5332				
Equation 2	-0.036906		0.430499			
	t = -1.141509 prob = 0.2593	t = 1.216351 prob = 0.2298				
Equation 3	0.006102			-0.240744		
	t = 0.508172 prob = 0.6137	t = -0.935069 prob = 0.3544				
Equation 4	0.001763				0.057691	
	t = 0.153157 prob = 0.8789	t = 0.281764 prob = 0.7793				
Equation 5	0.858348					
	t = 1.048174 prob = 0.2998					
Equation 6	0.007477	0.085749	0.344505	-0.138785	-0.047846	
	t = 0.073389 prob = 0.9414	t = 0.276515 prob = 0.7834	t = -0.709818 prob = 0.4816	t = -0.475622 prob = 0.6367	t = -0.184223 prob = 0.8547	t = -0.455401 prob = 0.6511

$$DE_t - DE_{t-1} = a + b(GDP)_{t-1} + c(NT)_{t-1} + d(CFO)_{t-1} + e(CFI)_{t-1} + f \log(MCAP)_{t-1}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>t-1</sub>	c (INT) <sub>t-1</sub>	d (CFO) <sub>t-1</sub>	e (CFI) <sub>t-1</sub>	f log(MCAP) <sub>t-1</sub>
Equation 7	0.977687	-16.858664				
	t = 0.126971 prob = 0.8995	t = -0.163128 prob = 0.8711				
Equation 8	0.977724		-11.24665			
	t = 0.063875 prob = 0.9493	t = -0.067119 prob = 0.9468				
Equation 9	-1.253432			52.90897		
	t = -0.222263 prob = 0.8251	t = 0.43759 prob = 0.6636				
Equation 10	-0.494989				-20.83299	
	t = -0.092162 prob = 0.927	t = -0.218118 prob = 0.8283				
Equation 11	-6.836823					1.166189
	t = -0.260571 prob = 0.7955	t = 0.265296 prob = 0.7919				
Equation 12	-7.704142	-53.93299	3.440016	55.73161	-25.86597	1.463294
	t = -0.160388 prob = 0.8733	t = -0.366398 prob = 0.7158	t = 0.014932 prob = 0.9882	t = 0.402373 prob = 0.6894	t = -0.209809 prob = 0.8348	t = 0.207226 prob = 0.8368

ตารางที่ 30 ผลจาก univariate และ multivariate regression ของ VNG

$$DA_{i,t} = a + b(GDP)_{i,t} + c(INT)_{i,t} + d(CFO)_{i,t} + e(CFI)_{i,t} + f \log(MCAP)_{i,t}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>i,t</sub>	c (INT) <sub>i,t</sub>	d (CFO) <sub>i,t</sub>	e (CFI) <sub>i,t</sub>	f log(MCAP) <sub>i,t</sub>
Equation 1	-0.002103 t = -0.188311 prob = 0.8514	0.000382 t = 0.00255 prob = 0.998				
Equation 2	-0.034256 t = -1.58263 prob = 0.1201		0.371459 t = 1.567704 prob = 0.1235			
Equation 3	-0.003205 t = -0.361755 prob = 0.7191		0.016412 t = 0.209362 prob = 0.8351			
Equation 4	0.001458 t = 0.168824 prob = 0.8666			0.064182 t = 0.702624 prob = 0.4857		
Equation 5	-0.039778 t = -0.942676 prob = 0.3506					0.004815 t = 0.905883 prob = 0.3695
Equation 6	-0.329031 t = -4.0587 prob = 0.0002	-0.123421 t = -0.623835 prob = 0.536	1.231065 t = 3.694598 prob = 0.0006	0.095196 t = 1.22269 prob = 0.228	0.133471 t = 1.477429 prob = 0.1467	0.029159 t = 3.402818 prob = 0.0014

$$DE_{i,t} = a + b(GDP)_{i,t} + c(INT)_{i,t} + d(CFO)_{i,t} + e(CFI)_{i,t} + f \log(MCAP)_{i,t}$$

Equation	Intercept	b (GDP) <sub>i,t</sub>	c (INT) <sub>i,t</sub>	d (CFO) <sub>i,t</sub>	e (CFI) <sub>i,t</sub>	f log(MCAP) <sub>i,t</sub>
Equation 7	6.364334 t = 0.126145 prob = 0.9001	-110.4441 t = -0.163104 prob = 0.8711				
Equation 8	11.38701 t = 0.113549 prob = 0.9101		-131.6625 t = -0.119934 prob = 0.905			
Equation 9	-0.50908 t = -0.012708 prob = 0.9899		7.176843 t = 0.020248 prob = 0.9839			
Equation 10	-0.227201 t = -0.005793 prob = 0.9954				-3.896297 t = -0.009173 prob = 0.9927	
Equation 11	22.995600 t = 0.119578 prob = 0.9053					-2.93941 t = -0.121345 prob = 0.9039
Equation 12	117.1429 t = 0.269849 prob = 0.7885	-152.4769 t = -0.143926 prob = 0.8862	-542.2609 t = -0.303913 prob = 0.7626	-27.33186 t = -0.065557 prob = 0.948	-35.15897 t = -0.072679 prob = 0.9424	-7.048377 t = -0.171044 prob = 0.865

ภาคผนวก ข  
สรุปข้อเสนอพระราชบัญญัติ

สรุปข้อเสนอทรายบริษัท ซึ่งได้รวบรวมเฉพาะบริษัทที่ใช้เป็นประชากรในการ  
วิจัยครั้งนี้ รวมจำนวนทั้งสิ้น 29 บริษัท มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

**1. บริษัท เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)**

2527	วันที่ 20 กรกฎาคม 2527 วันก่อตั้งบริษัทในชื่อ บจก.พื้นสำเร็จรูป ซี พี เอ็ม
2535	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท.เมื่อวันที่ 30 กันยายน 2535 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ AP โดยใช้ชื่อ บริษัท พื้นสำเร็จรูป ซี พี เอ็ม จำกัด (มหาชน) ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 2,383,289,729.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 2,339,871,416.00 บาท

**2. บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)**

2516	วันที่ 19 เมษายน 2516 วันก่อตั้งบริษัท
2535	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท.เมื่อวันที่ 5 กุมภาพันธ์ 2535 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ BLAND ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 27,829,788,993.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 17,791,445,931.00 บาท

**3. บริษัท คริสเตียนีและนิลเสน (ไทย) จำกัด (มหาชน)**

2473	วันที่ 10 กันยายน 2473 วันก่อตั้งบริษัท
2534	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 1 มีนาคม 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ CNT ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 401,162,888.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 401,161,682.00 บาท

**4. บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)**

2531	วันที่ 15 สิงหาคม 2531 วันก่อตั้งบริษัท
2535	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 10 กรกฎาคม 2535 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ HEMRAJ ทุนจดทะเบียนปัจจุบัน 6,000,000,000.00 บาท



มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 3,882,074,476.40 บาท

**5. บริษัท กฤษดามหานคร จำกัด (มหาชน)**

2525 วันที่ 9 พฤศจิกายน 2525 วันก่อตั้งบริษัท

2534 เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 10 พฤษภาคม 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ KMC

ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 8,105,015,183.50 บาท

มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 2,021,396,827.80 บาท

**6. บริษัท เคปเปล ไทย พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)**

2526 ก่อตั้งบริษัท

2536 เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 11 มกราคม 2536 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ KTP

ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 2,200,000,000.00 บาท

มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 2,200,000,000.00 บาท

**7. บริษัท แลนด์แอนด์เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)**

2526 วันที่ 30 สิงหาคม 2526 วันก่อตั้งบริษัท

2532 เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 17 กุมภาพันธ์ 2532 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ LH

ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 10,354,268,670.00 บาท

มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 10,025,921,523.00 บาท

**8. บริษัท มั่นคงเคหะการ จำกัด (มหาชน)**

2516 วันที่ 19 ธันวาคม 2516 วันก่อตั้งบริษัท

2533 เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 26 มีนาคม 2533 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ MK

ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 867,616,848.00 บาท

มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 866,684,157.00 บาท

**9. บริษัท พร็อพเพอร์ตี้ เพอร์เฟค จำกัด (มหาชน)**

2528	วันที่ 14 สิงหาคม 2528 วันก่อตั้งบริษัท
2536	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 1 มิถุนายน 2536 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ PF
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 6,552,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 4,726,344,720.00 บาท

**10. บริษัท ควอลิตี้เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)**

2526	วันที่ 21 ตุลาคม 2526 วันก่อตั้งบริษัท
2534	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 11 กันยายน 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ QH
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 8,883,558,370.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 8,477,339,715.00 บาท

**11. บริษัท ไรมอน แลนด์ จำกัด (มหาชน)**

2530	วันที่ 14 กันยายน 2530 วันก่อตั้งบริษัท
2536	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 10 กันยายน 2536 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ RAIMON
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 3,250,385,569.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 3,250,385,569.00 บาท

**12. บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)**

2513	วันที่ 13 กรกฎาคม 2513 วันก่อตั้งบริษัท
2536	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 2 มิถุนายน 2536 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ SAMCO
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 530,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 450,000,000.00 บาท

**13. บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)**

2532	วันที่ 26 มิถุนายน 2532 วันก่อตั้งบริษัท
2536	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 17 พฤศจิกายน 2536 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ SPALI
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,770,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 1,716,553,249.00 บาท

**14. บริษัท ชิโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)**

2505	ก่อตั้งบริษัท
2535	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 31 สิงหาคม 2535 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ STEC
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,186,208,619.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 1,186,208,619.00 บาท

**15. บริษัท ไทยพัฒนาโรงงานอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)**

2520	วันที่ 11 พฤศจิกายน 2520 วันก่อตั้งบริษัท
2534	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 15 พฤษภาคม 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ TFD
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 836,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 701,357,785.00 บาท

**16. บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)**

2523	วันที่ 13 สิงหาคม 2523 วันก่อตั้งบริษัท
2531	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 9 ธันวาคม 2531 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ชื่อย่อหลักทรัพย์ UV
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 764,770,615.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 764,770,615.00 บาท

**17. บริษัท ไดนาสตีเซรามิค จำกัด (มหาชน)**

2532	วันที่ 1 สิงหาคม 2532 วันก่อตั้งบริษัท
------	--

2535	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 3 มกราคม 2535 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ DCC ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 408,000,000.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 408,000,000.00 บาท
------	---

**18. บริษัท เจนเนอร์ล เอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)**

2505	วันที่ 14 กันยายน 2505 วันก่อตั้งบริษัท
2534	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 29 มีนาคม 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ GEN ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,544,302,083.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 939,119,199.00 บาท

**19. บริษัท โรแยล ซีรามิก อุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)**

2512	วันที่ 11 กันยายน 2512 วันก่อตั้งบริษัท
2532	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 28 กันยายน 2532 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ RCI ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 314,285,710.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 314,285,710.00 บาท

**20. บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)**

2456	วันที่ 8 ธันวาคม 2456 วันก่อตั้งบริษัท
2518	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 25 เมษายน 2518 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ SCC ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,600,000,000.00 บาท มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 1,200,000,000.00 บาท

**21. บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)**

2512	วันที่ 16 พฤษภาคม 2512 วันก่อตั้งบริษัท
2520	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 15 เมษายน 2520 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ SCCC

ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน	2,800,000,000.00 บาท
มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว	2,300,000,000.00 บาท

## 22. บริษัท ทักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน)

2522	วันที่ 28 สิงหาคม 2522 วันก่อตั้งบริษัท
2534	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 20 มิถุนายน 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ SCP
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 300,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 300,000,000.00 บาท

## 23. บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)

2522	วันที่ 15 มิถุนายน 2522 วันก่อตั้งบริษัท
2534	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 1 มีนาคม 2534 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ TASC0
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,525,476,630.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 1,525,476,630.00 บาท

## 24. บริษัท อุตสาหกรรมพรมไทย จำกัด (มหาชน)

2510	ก่อตั้งบริษัท
2521	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 30 มิถุนายน 2521 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ TCMC
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 376,460,964.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 376,460,964.00 บาท

## 25. บริษัท ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี จำกัด (มหาชน)

2512	ก่อตั้งบริษัท
2523	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 17 พฤศจิกายน 2523 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ TGCI
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,816,098,502.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 986,098,502.00 บาท

**26. บริษัท ไทยแลนด์ไอออนเว็คส์ จำกัด (มหาชน)**

2501	วันที่ 10 เมษายน 2501 วันก่อตั้งบริษัท
2536	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 25 มกราคม 2536 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ TIW
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 100,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 60,000,000.00 บาท

**27. บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)**

2530	วันที่ 24 กันยายน 2530 วันก่อตั้งบริษัท
2533	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 20 พฤศจิกายน 2533 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ TPIPL
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 24,815,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 20,190,000,000.00 บาท

**28. บริษัท สหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)**

2516	วันที่ 6 มิถุนายน 2516 วันก่อตั้งบริษัท
2532	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 6 ตุลาคม 2532 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ UMI
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 576,000,000.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 478,002,740.00 บาท

**29. บริษัท วนชัย กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)**

2532	วันที่ 23 กุมภาพันธ์ 2532 วันก่อตั้งบริษัท
2538	เข้าจดทะเบียนกับ ตลท. เมื่อ 14 กันยายน 2538 ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง หมวดวัสดุก่อสร้าง ชื่อย่อหลักทรัพย์ VNG
	ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียน 1,425,839,127.00 บาท
	มูลค่าที่เรียกชำระแล้ว 1,305,839,127.00 บาท

**ประวัติผู้วิจัย**

<b>ชื่อ</b>	นางรุจิรา ชินสุข
<b>วัน เดือน ปีเกิด</b>	28 กุมภาพันธ์ 2518
<b>สถานที่เกิด</b>	จังหวัดสิงห์บุรี
<b>ประวัติการศึกษา</b>	ปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต(การบัญชีต้นทุน) สถาบันเทคโนโลยีราชมงคล วิทยาเขตพิษณุโลกพระนคร ปี 2541
<b>สถานที่ทำงาน</b>	ธนาคารออมสินสาขาบางระจัน จังหวัดสิงห์บุรี
<b>ตำแหน่ง</b>	พนักงานอำนวยสินเชื่อ
<b>ทุนการวิจัยที่ได้รับ</b>	ทุนอุดหนุนการทำวิทยานิพนธ์ ของมหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาราช ประจำภาคต้น ปีการศึกษา 2553