

ผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยมที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SETESG

วันที่รับบทความ: 8 สิงหาคม 2568

วันแก้ไขบทความ: 30 ธันวาคม 2568

วันตอบรับบทความ: 27 กุมภาพันธ์ 2569

สุชาดา เจียมสกุล¹ และ ศิรดา จารุตากานนท์^{2*}

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุน และผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่าความนิยมที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SETESG โดยศึกษาข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างในระหว่างปีพ.ศ. 2562 - 2566 จำนวน 457 ตัวอย่าง จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท อย่างไรก็ตามผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ผลวิจัยนี้สนับสนุนทฤษฎีการจัดลำดับขั้นและทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดยแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SETESG ถูกใช้เป็นสินทรัพย์ในการก่อหนี้ได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน บริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงใช้ทางเลือกในการก่อหนี้แทนการระดมทุนจากผู้ถือหุ้น อาจเนื่องจากต้นทุนที่ต่ำกว่าและสามารถใช้ประโยชน์ของการประหยัดภาษีได้ อีกทั้งบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงใช้การก่อหนี้เป็นการส่งสัญญาณให้ทราบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเสี่ยงต่ำ

คำสำคัญ: สินทรัพย์ไม่มีตัวตน, ค่าความนิยม, โครงสร้างเงินทุน, ดัชนี SETESG

*Corresponding author e-mail: sirada@buu.ac.th

¹ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ e-mail: fbussdj@ku.ac.th

² อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยบูรพา e-mail: sirada@buu.ac.th

**งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนจากคณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณอย่างยิ่งสำหรับการสนับสนุนด้านงบประมาณซึ่งมีส่วนสำคัญต่อความสำเร็จของงานวิจัยฉบับนี้

The Effect of Intangible Assets and Goodwill on Capital Structure of The Companies Listed on The Stock Exchange of Thailand in SETESG Index

Received: 8 August 2025

Revised: 30 December 2025

Accepted: 27 February 2026

Suchada Jiamsagul¹ and Sirada Jarutakanont^{2*}

Abstract

The objective of this research is to study capital structure and the effect of intangible assets and goodwill on capital structure of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in SETESG index. The study examines data from a sample group during year 2019 to 2023, totaling 457 samples. According to multiple regression analysis, the researchers find that total intangible assets and intangible assets excluding goodwill have a statistically significant positive association with the company's capital structure. However, the researchers do not find an association between the company's goodwill and capital structure.

This research supports Pecking Theory and Signaling Theory by demonstrating that intangible assets of companies listed in the SETESG index can be used as collateral assets, like tangible assets. Companies with a high proportion of intangible assets often select debt financing instead of shareholder funding, possibly due to lower costs and advantage from tax savings. Furthermore, companies with a high proportion of intangible assets use debt financing to signal the low risk of their intangible assets.

Keywords: Intangible assets, Goodwill, Capital structure, SETESG Index

*Corresponding author e-mail: sirada@bua.ac.th

¹ Assistant Professor, Department of Accountancy, Faculty of Business Administration, Kasetsart University, e-mail: fbussdj@ku.ac.th

² Lecturer, Department of Accountancy, Burapha Business School, Burapha University, e-mail: sirada@bua.ac.th

**This research was funded by Faculty of Business Administration, Kasetsart University. The researchers would like to express their sincere gratitude for the financial support, which was a crucial factor in the success of this research.

บทนำ

ในการดำเนินงานของทุกธุรกิจล้วนมุ่งหวังในการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น ในส่วนของผู้ถือหุ้นเองย่อมคาดหวังให้ผู้บริหารจัดการทรัพยากรของกิจการให้มีประสิทธิภาพ และเกิดประโยชน์สูงสุดต่อการลงทุน ซึ่งรวมถึงการจัดการโครงสร้างเงินทุนให้มีความเหมาะสม มีต้นทุนเงินทุนในระดับต่ำ ทั้งนี้บริษัทที่มีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้สูงสะท้อนให้เห็นความเสี่ยงทางการเงินที่สูงกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้ต่ำ

ทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976, p. 308) อธิบายถึงบทบาทของผู้บริหารในฐานะตัวแทนที่ควรคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น การก่อหนี้เป็นเครื่องมือหรือกลไกอย่างหนึ่งในการกำกับดูแลผู้บริหาร และทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Kraus & Litzenberge, 1973, p. 911) นำเสนอไว้ว่า โดยผู้บริหารต้องพิจารณาความสามารถในการจ่ายชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ย รวมถึงเปรียบเทียบประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้กับต้นทุนล้มละลายที่อาจเกิดขึ้น นอกจากนี้ทฤษฎีการจัดลำดับชั้น (Myers, 1984, p. 581) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Ross, 1977, pp. 23-24) กล่าวว่า ผู้บริหารจะออกตราสารหนี้ก่อนออกตราสารทุน การก่อหนี้เป็นการส่งสัญญาณของผู้บริหารให้นักลงทุนทราบว่าโครงการที่กำลังจะลงทุนเป็นโครงการที่ดี และไม่ต้องการแบ่งประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่

การประกอบธุรกิจในยุคปัจจุบันเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจากเดิมที่มีการขับเคลื่อนธุรกิจด้วยสินทรัพย์ที่มีตัวตน ตัวอย่างเช่น สินค้า ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ และเครื่องจักร เข้าสู่การขับเคลื่อนธุรกิจด้วยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมถึงทรัพย์สินทางปัญญา อาทิเช่น แปรนต์ ลิขสิทธิ์ สิทธิบัตร ฐานข้อมูล ช่องทางการจัดจำหน่ายออนไลน์ รวมถึงปัญญาประดิษฐ์ (World Intellectual Property Organization, 2024) ทั้งนี้เพื่อช่วงชิงความได้เปรียบในการแข่งขัน รวมถึงการลดต้นทุนในการผลิต (Van Ark et al., 2009, pp. 63-65) และมีบทบาทสำคัญในการสร้างการเติบโตอย่างยั่งยืน และสร้างมูลค่าให้กับบริษัท (Garanina & Pavlova, 2011, p. 174; Ocak & Findik, 2019, p. 1) รวมถึงการที่บริษัทมีการมุ่งเน้นขยายธุรกิจผ่านวิธีการที่รวดเร็วขึ้นผ่านการซื้อธุรกิจ

ในปัจจุบันผู้บริหารบริษัทในประเทศไทยเลือกใช้กลยุทธ์ในการขยายธุรกิจผ่านการรวมหรือการซื้อธุรกิจ หลักฐานจากข้อมูลทางสถิติตั้งแต่ปีพ.ศ. 2562 จนถึงปัจจุบันพบว่า ประเทศไทยมีการรวมหรือซื้อธุรกิจเกิดขึ้นแล้ว 137 ราย มูลค่าการซื้อขายรวม 4.27 ล้านล้านบาท และมีแนวโน้มที่จะเกิดการรวมธุรกิจมากขึ้นในอนาคต (Bangkokbiznews, 2023) การรวมหรือซื้อธุรกิจอาจก่อให้เกิดค่าความนิยมได้ หากกิจการผู้ซื้อเต็มใจจ่ายซื้อสินทรัพย์สุทธิของกิจการผู้ถูกซื้อในราคาที่สูงกว่ามูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิ ค่าความนิยมจึงเป็นหลักฐานที่แสดงให้เห็นถึงความคาดหวังของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตที่จะได้รับการรวมธุรกิจ ในมุมมองของผู้ซื้อ (Federation of Accounting Professions, 2023c) โดยค่าความนิยมต้องแยกอย่างชัดเจนต่างหากจากสินทรัพย์อื่นในงบการเงินรวม ((Federation of Accounting Professions, 2023d)

งานวิจัยหลายฉบับในอดีตอธิบายถึงความสำคัญของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อมูลค่าบริษัท (Garanina & Pavlova, 2011, p. 174; Ocak & Findik, 2019, p. 1) ผลการดำเนินงานของบริษัท (Stewart, 1995, p. 158; Lev et al., 2009, p. 275) และการกำหนดนโยบายทางการเงินของบริษัท (Qureshi & Siddiqui, 2020, p. 29) อย่างไรก็ตามสินทรัพย์ไม่มีตัวตนยังได้รับความสนใจค่อนข้างต่ำจากผู้ใช้งบการเงิน ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุน ผู้ให้กู้ รวมถึงผู้บริหาร เนื่องจากมองว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเสี่ยงและความไม่แน่นอนในการสร้างประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตให้แก่กิจการ และในบางกรณีอาจมีข้อจำกัดจากการที่ไม่สามารถวัดมูลค่าได้อย่างเชื่อถือ (Lim et al., 2020, p. 1) อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันสินทรัพย์ไม่มีตัวตนได้รับการยอมรับว่ามีความสำคัญมากขึ้น เนื่องจากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันหนี้สินในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้เทียบเท่ากับสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Peng et al., 2021, p. 144) ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลในประเทศไทยที่มีการสนับสนุนให้กิจการสามารถนำสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมาใช้เป็นหลักประกันทางธุรกิจเพิ่มมากขึ้นตามข้อกำหนดในพระราชบัญญัติหลักประกันทางธุรกิจ พ.ศ. 2558 (Thailand Development Research Institute, 2016) ด้วยเหตุผลดังกล่าวส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีส่วนของการก่อหนี้สินจากแหล่งภายนอกสูงขึ้น

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นศึกษาถึงผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน โดยวิเคราะห์ผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในสามมุมมอง ประกอบด้วย สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม สินทรัพย์ไม่มีตัวตนไม่รวมค่าความนิยม และค่าความนิยม เหตุผลที่มีการวิเคราะห์ค่าความนิยมแยกออกจากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นเนื่องด้วยค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีลักษณะเฉพาะ ไม่สามารถพัฒนาขึ้นเองได้ แต่ได้มาจากการซื้อหรือรวมธุรกิจเท่านั้น ในงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยเลือกใช้ประชากรเป็นกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SETESG เนื่องจากเป็นบริษัทที่เน้นเกี่ยวกับการเติบโตอย่างยั่งยืนมีแนวโน้มพึ่งพาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ และเป็นกลุ่มบริษัทที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนในตลาดทุนไทยอย่างสูง อีกทั้งเป็นกลุ่มบริษัทที่ให้ความสำคัญกับการเปิดเผยข้อมูลจึงช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล จึงทำให้สามารถแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่าความนิยมกับโครงสร้างเงินทุนได้อย่างถูกต้องมากยิ่งขึ้น

ทั้งนี้หากเป็นไปตามทฤษฎีการจัดลำดับขั้นและทฤษฎีการส่งสัญญาณ ความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มบริษัท อาจพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ บริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนจำนวนมากจะสามารถกู้ยืมเงินได้มากขึ้น อันยืนยันได้ว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้ได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน นอกจากนี้ การมีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนจำนวนมากจะช่วยส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนได้รู้ว่าการลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทมีความเสี่ยงไม่สูง และทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น อย่างไรก็ตามหากเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีแลกเปลี่ยน อาจพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกัน กล่าวได้ว่าผู้บริหารของบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมากมักจะไม่มีความต้องการก่อหนี้มาก ด้วยไม่ต้องการถูกควบคุมโดยการมีหนี้ ไม่ต้องการมีภาระผูกพันโดยการจ่ายหนี้สินและดอกเบี้ยตามเวลาที่กำหนด แม้การก่อหนี้อาจเอื้อประโยชน์ในการป้องกันภาษีแต่ต้องชดเชยด้วยต้นทุนการล้มละลาย ซึ่งหากมีหนี้สินสูงต้นทุนล้มละลายจะสูงตามไปด้วย

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นในการตอบคำถามว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทหรือไม่ โดยเน้นเฉพาะกรณีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SETESG ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่ามีการวิจัยหลายฉบับในประเทศไทยที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาทิเช่น Kannika & Banchuenvijit (2019, pp. 207-221), Ratchapaetayakom & Bangchokdee (2020, pp. 112-129), Jangruksakul et al. (2021), และ Noohuang & Pongsupatt (2021, pp. 16-29) แต่มีน้อยฉบับมากที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ผู้วิจัยพบว่ายังไม่มีงานวิจัยใดในประเทศไทยที่แยกศึกษาผลกระทบของค่าความนิยมที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ทั้งที่รายการค่าความนิยมของหลายบริษัทเป็นรายการสินทรัพย์ที่มีสาระสำคัญในงบการเงิน

วัตถุประสงค์การวิจัย

งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ

1. ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SETESG ที่มุ่งเน้นการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืน
2. ศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมถึงค่าความนิยม ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มบริษัทดัชนี SETESG

ขอบเขตการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาโครงสร้างเงินทุน และผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม และค่าความนิยม ต่อโครงสร้างเงินทุน โดยตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนีเติบโตยั่งยืน หรือ กลุ่ม SETESG Index ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปีพ.ศ. 2562-2566 โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน (ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต) และ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นที่มีนัยสำคัญ และไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และไม่รวมบริษัทที่รอบระยะเวลารายงานไม่ใช่สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยได้พัฒนากรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม และค่าความนิยม ต่อโครงสร้างเงินทุน ดังแสดงในภาพด้านล่าง



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ทบทวนวรรณกรรม

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดย Jensen & Meckling (1976, p. 30) กล่าวว่า ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นมีหน้าที่บริหารจัดการบริษัทเพื่อสร้างความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามปัญหาตัวแทน (Agency problem) เกิดขึ้นเนื่องจากมีความขัดแย้งเชิงผลประโยชน์ (Conflict of interest) และการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่ากัน (Asymmetry Information) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น ดังนั้น หากสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ผู้บริหารมีวินัยในการใช้เงินของบริษัทมากขึ้น เนื่องจากบริษัทมีภาระผูกพันต้องจ่ายชำระหนี้สินและดอกเบี้ยตามเงื่อนไขที่กำหนด การก่อหนี้สินของบริษัทจึงเป็นกลไกหนึ่งที่ใช้ในการควบคุมผู้บริหารให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อย่างไรก็ตามประโยชน์ที่ได้รับจากกลไกนี้อาจไม่เท่ากัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมของแต่ละบริษัทที่มีความแตกต่างกัน ทฤษฎีตัวแทนยังได้กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของบริษัท ทั้งนี้เนื่องจากการเพิ่มหนี้เพื่อใช้ในการลงทุนทำให้เจ้าหน้าที่ต้องรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นโดยได้ประโยชน์ที่จำกัดเท่าเดิม ดังนั้นในสัญญากู้ยืมจึงต้องมีการกำหนดข้อจำกัดหรือข้อตกลง (Debt Covenant) รวมถึงการเรียกร้องให้มีหลักทรัพย์ค้ำประกันมากขึ้น เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระที่อาจเกิดขึ้น

การกำหนดโครงสร้างเงินทุน

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทสามารถอธิบายโดยทฤษฎีแลกเปลี่ยน ทฤษฎีการจัดลำดับชั้น และทฤษฎีการส่งสัญญาณ ดังนี้

ทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off) โดย Kraus & Litzenberger (1973, p. 911) และ Myers (1984, p. 577) กล่าวว่า การก่อหนี้จะได้รับประโยชน์ทางภาษีจากเกราะป้องกันภาษี (Tax shielding profit) แต่อาจต้องชดเชยด้วยต้นทุนการล้มละลาย ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่เหมาะสมเกิดจากการเปรียบเทียบระหว่างต้นทุนล้มละลายและประโยชน์ของการก่อหนี้ หากมีหนี้สินปริมาณต่ำจะส่งผลให้ต้นทุนล้มละลายต่ำด้วย

ทฤษฎีการจัดลำดับชั้น (Pecking Theory) พัฒนาโดย Myers (1984, p. 581) ได้อธิบายว่า บริษัทมีการจัดลำดับในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุน กล่าวคือ บริษัทจะเริ่มใช้เงินทุนจากกำไรสะสมของกิจการก่อนเป็นอันดับแรก หากมีจำนวนไม่เพียงพอบริษัทจึงก่อหนี้หรือออกตราสารหนี้จากแหล่งภายนอก เนื่องจากแหล่งเงินทุนดังกล่าวมีต้นทุนเงินทุนต่ำด้วยมีประโยชน์ทางภาษี หากไม่สามารถระดมทุนจากการก่อหนี้หรือออกตราสารหนี้ได้แล้ว บริษัทจะดำเนินการออกจำหน่ายหุ้นสามัญ หรือออกจำหน่ายหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งถือว่าเป็นทางเลือกที่มีต้นทุนสูงเนื่องจากผู้ถือหุ้นเดิมอาจเสียสิทธิบางอย่างได้

นอกจากนี้ Myers (1984, p. 581) ยังกล่าวว่า บริษัทที่ถือครองสินทรัพย์มีตัวตนที่มีตลาดซื้อขายรองรับจะมีการกู้ยืมเงินน้อยกว่าบริษัทที่ถือครองสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมถึงโอกาสในการเติบโต อย่างไรก็ตามสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมถึงโอกาสในการเติบโตมีแนวโน้มที่จะสูญเสียมูลค่าหากบริษัทประสบภาวะวิกฤตทางการเงิน

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดย Ross (1977, pp. 23-24) กล่าวว่า การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ถือว่เป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน ให้ทราบว่าผลตอบแทนที่ดีจากการลงทุนในโครงการใหม่ไม่ต้องแบ่งผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายใหม่ เนื่องจากประโยชน์หรือส่วนต่างจากการลงทุนที่สูงกว่าต้นทุนจากการก่อหนี้จะตกเป็นของผู้ถือหุ้นเดิม อย่างไรก็ตามหากต้นทุนในการก่อหนี้มากกว่าประโยชน์ที่ได้รับจะทำให้บริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น

สินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยม

สินทรัพย์ไม่มีตัวตน หมายถึง สินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงินที่สามารถระบุได้ ควบคุมได้ ก่อประโยชน์เชิงเศรษฐกิจ และไม่มีลักษณะทางกายภาพ กิจการเริ่มรับรู้รายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตน เมื่อมีความเป็นไปได้ค่อนข้างแน่ที่กิจการจะได้รับประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคต อีกทั้งต้องสามารถวัดมูลค่าได้อย่างน่าเชื่อถือ ทั้งนี้การวัดมูลค่าเริ่มแรกใช้ราคาทุน และสามารถวัดมูลค่าภายหลังตามนโยบายการบัญชีของกิจการโดยวิธีราคาทุนหรือวิธีการตีราคาใหม่ และกิจการจะเปิดเผยข้อมูลสินทรัพย์ไม่มีตัวตน เกี่ยวกับ อายุการให้ประโยชน์ อัตราและวิธีการคิดค่าตัดจำหน่ายของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน (Federation of Accounting Professions, 2023b) อีกทั้งกิจการต้องประเมินการด้อยค่าของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนทุกรายการ อย่างน้อยปีละครั้ง หรือหากมีข้อบ่งชี้ภายในหรือภายนอก ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความแน่นอนของอายุการให้ประโยชน์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนนั้น (Federation of Accounting Professions, 2023a, p. 9) ค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนประเภทหนึ่ง

ที่เกิดจากการซื้อธุรกิจ โดยเป็นผลต่างที่เกิดจากจำนวนเงินที่จ่ายซื้อสูงกว่ามูลค่าธุรกรรมของสินทรัพย์สุทธิของกิจการที่ถูกซื้อ ค่าความนิยมจะไม่ถูกคิดค่าตัดจำหน่าย แต่กิจการต้องทดสอบการด้อยค่าความนิยมทุกปี

งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ส่วนใหญ่เป็นการนิยามและศึกษาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนโดยแบ่งเป็นสองส่วน คือ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้ และค่าความนิยม อาทิเช่น Dudney et al. (2024, pp. 203-221), Waenkaeo & Waroonkun (2023, pp. 103-115), Wongwean & Mokkavesa (2021, pp. 235-244) เป็นต้น อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยบางส่วนที่นิยามสินทรัพย์ไม่มีตัวตนแตกต่างกันไป เช่น Thessrimuang & Kaewprapa (2018, pp. 179-188) ศึกษาเฉพาะสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ได้มาแยกต่างหาก และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ได้จากการรวมธุรกิจ ส่วน Noohuang & Pongsupatt (2021, pp. 16-29) ศึกษาเฉพาะสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้ ส่วน Mohanlingam et al. (2021, pp. 1-17) ศึกษาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมได้ให้นิยามว่าเป็นยอดสุทธิจากค่าตัดจำหน่ายสะสมโดยไม่แยกต่างหากจากค่าความนิยม งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมซึ่งประกอบด้วย สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้ และค่าความนิยม

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่าความนิยม

งานวิจัยในต่างประเทศจำนวนหนึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุน ซึ่งพบความสัมพันธ์ทั้งในเชิงบวก และเชิงลบ ดังนี้

งานวิจัยในต่างประเทศที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย Jonassen & Corn  r (2021, pp. 1-40) ได้ศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของตลาดหลักทรัพย์ประเทศสวีเดน โดยใช้ 1,065 ข้อมูลบริษัท จาก 9 อุตสาหกรรม ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2020 ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น จึงสรุปได้ว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสามารถใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ยืมเงิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับนวัตกรรมระดับสูงมีแนวโน้มของการใช้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนในการค้ำประกันหนี้สิน Peng et al. (2021, p. 144) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุนในประเทศไต้หวัน ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้และค่าความนิยมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวันระหว่างปีค.ศ. 2013-2019 มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างของเงินลงทุนที่วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม จึงสรุปได้ว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสามารถใช้เป็นสินทรัพย์ค้ำประกันได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์มีตัวตน เนื่องจากช่วยเพิ่มความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัทได้มากขึ้นและ Dudney et al. (2024, p. 221) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนอื่นที่มีใช้ค่าความนิยมกับโครงสร้างเงินทุนของประเทศกลุ่มเอเชีย ผลการทดสอบพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนทั้งสองส่วนมีผลกระทบเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้นราคาตลาดและเมื่อขยายการทดสอบโดยแยกเป็นประเทศกลุ่มเอเชียที่พัฒนาแล้วกับประเทศกลุ่มเอเชียที่กำลังพัฒนา ผลการศึกษาพบว่าระดับความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีใช้ค่าความนิยมจะชัดเจนกว่าในกลุ่มประเทศเอเชียที่พัฒนาแล้ว

ในขณะที่งานวิจัยในต่างประเทศที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย งานวิจัยของ Xu et al. (2024, pp. 1-13) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 767 บริษัท ใน 8 กลุ่มอุตสาหกรรมในปีพ.ศ. 2562 ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และสรุปไว้ว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงมีแนวโน้มของการก่อหนี้ลดลง โดยเชื่อว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนบางชนิดมีความเสี่ยงต่อความผันผวนของตลาด การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี และปัจจัยอื่นที่มีความไม่แน่นอนจึงไม่สามารถเทียบกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน นอกจากนี้ยังให้ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคตโดยทดสอบแยกประเภทของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน อีกทั้งหาปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้าง Lim et al. (2020, p. 1) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุน ได้แบ่งสินทรัพย์ไม่มีตัวตนออกเป็นค่าความนิยม และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้ 2 ชนิด ได้แก่ Technology-related intangible และ Marketing-related intangible asset ของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริการะหว่างปีค.ศ. 2002-2014 ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างค่าความนิยมกับโครงสร้างเงินทุน และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้กับโครงสร้างเงินทุน จึงอธิบายว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน และในบริษัทที่มีค่าความนิยมจะลดบทบาทการใช้สินทรัพย์ที่มีตัวตนและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน อีกทั้งระบุว่ามีการใช้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนหลายประเภทนอกเหนือจากการใช้สิทธิบัตรเป็นหลักทรัพย์ในการค้ำประกัน และ Thakur et al. (2024, pp. 121-145) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยใช้กลุ่มตัวอย่างจากประเทศพัฒนาแล้ว 9 ประเทศ และประเทศกำลังพัฒนา 23 ประเทศ ในระหว่างปีค.ศ. 2010-2018 ผลการศึกษาพบว่าในประเทศที่พัฒนาแล้ว ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม แต่ในทางตรงกันข้ามสำหรับประเทศที่กำลังพัฒนาค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม นอกจากนี้ อัตราส่วนตราสารหนี้ต่อตลาดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเป็นตัวปรับของความสัมพันธ์เชิงบวกของประเทศกำลังพัฒนา

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่าความนิยมส่วนใหญ่มักศึกษาในกลุ่มตัวอย่างเฉพาะเจาะจงในอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง และผลวิจัยที่ได้มีทั้งพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวก เชิงลบ และไม่พบความสัมพันธ์ งานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกเป็นงานวิจัยของ Mohanlingam et al. (2021) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มบริษัทเทคโนโลยีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 33 บริษัท โดยไม่แบ่งแยกประเภทสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และใช้ข้อมูลปีพ.ศ. 2558-2562 ผลการศึกษาพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ตามจากงานวิจัยของ Semsomboon (2018, pp. 82-96) ที่ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้นโดยใช้ข้อมูลระหว่างปีพ.ศ. 2551-2559 ของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการจำนวน 112 ตัวอย่าง พบว่าค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อ

โครงสร้างเงินทุน และอธิบายไว้ว่าหากกิจการมีค่าความนิยมมาก อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะลดลง หรือมีความเสี่ยงทางการเงินลดลง เนื่องด้วยการควบรวมกิจการทำให้กิจการมีการกระจายความเสี่ยงและทำให้กิจการมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งมากขึ้น

ในขณะที่ Noohuang & Pongsupatt (2021, pp. 16-29) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นราคาตลาดจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ระหว่างปีพ.ศ. 2559-2563 แต่ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุนอาจเนื่องด้วยกิจการส่วนใหญ่ในกลุ่ม SET100 มีขนาดใหญ่แล้ว จึงไม่มีความจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนจากภายนอก

จากการทบทวนทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องเบื้องต้นสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนกับโครงสร้างเงินทุนได้ทั้งในเชิงบวกและในเชิงลบดังกล่าวมาแล้ว กล่าวโดยสรุปคือจากทฤษฎีการจัดลำดับชั้นและทฤษฎีการส่งสัญญาณสามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุนในเชิงบวกหรือในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีแลกเปลี่ยนอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวในเชิงลบหรือในทิศทางตรงกันข้าม อีกทั้งยังไม่พบบงานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SETESG ซึ่งในปัจจุบันได้รับความสนใจอย่างกว้างขวางในตลาดทุนไทย ผู้วิจัยจึงกำหนดสมมติฐานการวิจัยอย่างไม่กำหนดทิศทางเพื่อมุ่งตอบคำถามงานวิจัยว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SETESG มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนหรือไม่ ดังนี้

สมมติฐานวิจัยที่ 1: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานวิจัยที่ 2: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

สมมติฐานวิจัยที่ 3: ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน

ระเบียบวิธีวิจัย

กลุ่มตัวอย่างในการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

หลักเกณฑ์	2562	2563	2564	2565	2566	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในดัชนี SETESG	121	121	121	121	121	605
หัก บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(85)
บริษัทที่ระยะเวลาสิ้นสุดไม่ถึง 31 ธันวาคม	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(25)
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(16)	(8)	(5)	(5)	(4)	(38)
รวมจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย	83	91	94	94	95	457

ผู้วิจัยกำหนดกลุ่มตัวอย่างจากรายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้รับการเปิดเผยอยู่ในดัชนี SETESG รอบครึ่งปีแรกของปีพ.ศ. 2567 จำนวนทั้งสิ้น 121 บริษัท โดยรวบรวมข้อมูลของกลุ่มบริษัทดังกล่าวในระหว่างปีพ.ศ. 2562-2566 รวม 5 ปี โดย ปีพ.ศ. 2562 เป็นปีที่พบว่ามีกิจกรรมจำนวนมาก และปีพ.ศ. 2566 เป็นปีล่าสุดที่สามารถเก็บข้อมูลได้ มีจำนวนรวมทั้งสิ้น 605 ตัวอย่าง ก่อนตัดบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต จำนวน 85 ตัวอย่าง และไม่รวมบริษัทที่ระยะเวลาสิ้นสุดบัญชีไม่ใช่ 31 ธันวาคมจำนวน 25 ตัวอย่าง และหักตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนจำนวน 38 ตัวอย่าง คงเหลือจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 457 ตัวอย่าง ดังแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 2 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยแยกตามประเภทอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	รวม	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	59	13
สินค้าอุปโภคบริโภค	14	3
สินค้าอุตสาหกรรม	29	6
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	96	21
ทรัพยากร	107	23
บริการ	123	27
เทคโนโลยี	29	6
รวม	457	100

ตารางที่ 2 แสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในวิจัยแยกตามประเภทอุตสาหกรรมพบว่า จากตัวอย่างทั้งหมด 457 ตัวอย่าง จำนวนตัวอย่างมากที่สุดในกลุ่มบริการมีจำนวน 123 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 27 รองลงมาคือกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวน 107 ตัวอย่าง และ 96 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 23 และร้อยละ 21 ตามลำดับ

แบบจำลองและตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ และแบ่งเป็น 2 แบบจำลอง โดยแบบจำลองที่ 1 ใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1 ส่วนแบบจำลองที่ 2 ใช้สำหรับทดสอบสมมติฐานที่ 2 และ 3

แบบจำลองที่ 1:

$$TDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TIA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GUA_{it} + \beta_4 CUR_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 TIE_{it} + \beta_7 TB_{it} + Year + Industry + \epsilon_{it}$$

จากแบบจำลองที่ 1 ผู้วิจัยได้พัฒนาแบบจำลองที่ 2 โดยแยกส่วนประกอบของสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนรวม (TIA) ออกเป็นสองตัวแปร คือ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม (IA) และค่าความนิยม (GW)

แบบจำลองที่ 2:

$$TDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GW_{it} + \beta_2 IA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GUA_{it} + \beta_5 CUR_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 TIE_{it} + \beta_8 TB_{it} \\ + Year + Industry + \epsilon_{it}$$

โดย:

- TDA_{it} = โครงสร้างเงินทุนของบริษัท i ในปี t วัดด้วยหนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม
- GW_{it} = ค่าความนิยมของบริษัท i ในปี t วัดด้วยค่าความนิยม/สินทรัพย์รวม
- IA_{it} = สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมของบริษัท i ในปี t วัดด้วยสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ระบุได้/สินทรัพย์รวม
- TIA_{it} = สินทรัพย์ไม่มีตัวตนทั้งหมดของบริษัท i ในปี t วัดด้วยสินทรัพย์ไม่มีตัวตนทั้งหมด/สินทรัพย์รวม
- $SIZE_{it}$ = ขนาดของบริษัท i ในปี t วัดด้วยค่าล็อกการีทึมของสินทรัพย์รวม
- GUA_{it} = สินทรัพย์มีตัวตนใช้ค่าประกันของบริษัท i ในปี t วัดด้วย (สินค้ำคงเหลือ+ที่ดินอาคารและอุปกรณ์)/สินทรัพย์รวม
- CUR_{it} = สภาพคล่องทางการเงินของบริษัท i ในปี t วัดด้วย สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน
- $GROW_{it}$ = การเติบโตของบริษัท i ในปี t วัดด้วย (สินทรัพย์รวมในปี t - สินทรัพย์รวมในปี $t-1$)/สินทรัพย์รวมในปี $t-1$)
- TIE_{it} = ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัท i ในปี t วัดด้วยกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี/ดอกเบี้ยจ่าย
- TB_{it} = ผลประโยชน์ทางภาษีของบริษัท i ในปี t วัดด้วย (ค่าตัดจำหน่ายสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและการเปลี่ยนแปลงของด้อยค่าสะสมค่าความนิยม + ค่าเสื่อมราคาของอาคารและอุปกรณ์)/สินทรัพย์รวม
- Year = วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นของแต่ละปีที่เก็บข้อมูล
- Industry = วัดค่าเป็นตัวแปรหุ่นของแต่ละอุตสาหกรรมของตัวอย่าง
- ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อนของบริษัท i ในปี t

ผู้วิจัยวัดค่าตัวแปรโครงสร้างเงินทุนด้วยหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม เนื่องจากสะท้อนให้เห็นสัดส่วนของการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินที่ใช้ในลงทุนในสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นไปตามงานวิจัยของ Dudley et al. (2024, p. 221), Lim et al. (2020, p. 23) และ Peng et al. (2021, p. 146) การวัดค่าตัวแปรต้นและตัวแปรตามที่น่าสนใจศึกษา ผู้วิจัยปรับฐานข้อมูลของตัวแปรด้วยการหารด้วยสินทรัพย์รวม (Standardization) เพื่อลดความแปรปรวนที่เกิดจากความแตกต่างของขนาด (Scale Effect) ทั้งนี้เนื่องจากตัวแปรต้นและตัวแปรตามเป็นรายการที่อยู่ในฐานะการเงิน และสินทรัพย์รวมเป็นตัวหาร (deflator) ที่ใช้อย่างแพร่หลายในงานวิจัยบัญชี (Gil-Alana, Iniguez-Sanchez, & Lopez-Espinosa, 2011, p. 246)

นอกจากนี้ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรควบคุมที่อาจมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Jonassen & Corn  er, 2021, p. 20; Peng et al., 2021, p. 146) สภาพคล่องทางการเงิน (Lim et al., 2020, p. 15) โอกาสการเติบโต (Peng et al., 2021, p. 146) ประโยชน์ทางภาษี (Peng et al., 2021, p. 146) และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Hang et al., 2018, p. 213)

ผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้แสดงผลการวิจัยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ผลวิจัยในส่วนของสถิติเชิงพรรณนา และผลวิจัยในส่วนของสถิติเชิงอนุมาน

ตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
TDA	0.0024	0.8148	0.5098	0.1698
GW	0.0000	0.3903	0.0243	0.0540
IA	0.0000	0.8639	0.0476	0.1105
TIA	0.0000	0.8639	0.0719	0.1271
SIZE	9.1942	12.5391	10.6477	0.6547
GUA	0.0009	0.9390	0.5302	0.2271
CUR	0.0934	63.9820	1.8855	3.1319
GROW	- 0.4451	2.9109	0.1119	0.2703
TIE	-124.5443	961.7573	33.1185	103.7182
TB	0.0003	0.2197	0.0413	0.0336

จากตารางที่ 3 แสดงข้อมูลสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ศึกษา ผู้วิจัยพบว่าในส่วนของตัวแปรตามโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (TDA) มีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0024 และค่าสูงสุดเท่ากับ 0.8148 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในกลุ่ม SETESG ในระหว่างปีพ.ศ. 2562-2566 มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันอย่างชัดเจน ตั้งแต่บริษัทที่แทบไม่พึ่งพาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม ไปจนถึงบริษัทที่มีสัดส่วนการก่อหนี้ที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง เมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าของสินทรัพย์รวมของบริษัท โครงสร้างเงินทุนของบริษัท (TDA) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5098 แสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่ม SETESG มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท มีสัดส่วนในการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินและส่วนของผู้อถือหุ้นในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน สะท้อนให้เห็นถึงการบริหารโครงสร้างทางการเงินอย่างสมดุลของบริษัท

ในส่วนของตัวแปรต้น พบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม (IA) มีค่าเฉลี่ย 0.0476 เท่า ค่าความนิยม (GW) มีค่าเฉลี่ย 0.0243 เท่า และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม (TIA) มีค่าเฉลี่ย 0.0719 เท่า แสดงให้เห็นว่าค่าความนิยมเป็นรายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีสาระสำคัญของบริษัท เนื่องจากเมื่อนำค่าเฉลี่ยของค่าความนิยมเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมของบริษัทพบว่ามีสัดส่วน 54.65% ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม และผลวิจัยพบว่าจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 457 ตัวอย่าง มีจำนวนตัวอย่าง 264 ตัวอย่าง คิดเป็น 57.77% มีการแสดงรายการค่าความนิยมในงบการเงิน

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 10.6477 สินทรัพย์มีตัวตนใช้ค่าประกันของบริษัท (GUA) มีค่าเฉลี่ย 0.5302 เท่า สภาพคล่องของบริษัท (CUR) มีค่าเฉลี่ย 1.8855 เท่า การเติบโตของบริษัท (GROW) มีค่าเฉลี่ย 0.1119 เท่า ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของบริษัท (TIE) มีค่าเฉลี่ย 33.1185 เท่า และผลประโยชน์ทางภาษีของบริษัท (TB) มีค่าเฉลี่ย 0.0413 เท่า

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	TDA	GW	IA	TIA	SIZE	GUA	CUR	GROW	TIE	TB
TDA	1									
GW	0.158	1								
IA	0.127	0.077	1							
TIA	0.174	0.619	0.905	1						
SIZE	0.358	0.295	0.039	0.181	1					
GUA	0.085	-0.190	-0.430	-0.420	-0.035	1				
CUR	-0.331	-0.285	-0.098	-0.124	-0.063	-0.095	1			
GROW	0.067	0.155	0.022	0.097	0.021	-0.050	-0.018	1		
TIE	-0.393	-0.109	-0.097	-0.126	-0.242	0.006	0.497	0.033	1	
TB	0.002	-0.035	0.147	0.119	-0.222	0.131	-0.119	-0.046	-0.018	1

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรโดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของ Pearson Correlation เพื่อวัดระดับและทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร จากข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอย ตัวแปรอิสระไม่ควรมีความสัมพันธ์กันหรือควรเป็นอิสระต่อกัน โดยค่าสหสัมพันธ์ไม่ควรเกิน 0.80 และ ไม่ควรต่ำกว่า -0.80 หากค่าสหสัมพันธ์เกิน 0.80 หรือต่ำกว่า -0.80 อาจทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ได้ (Shrestha, 2020, p. 40) อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่พบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระคู่ใดที่อยู่ในแบบจำลองเดียวกันที่มีค่าสหสัมพันธ์เกิน 0.80 หรือต่ำกว่า -0.80 อย่างไรก็ตาม เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าไม่เกิดปัญหาดังกล่าว ทางผู้วิจัยได้ตรวจสอบค่า VIF จากการวิเคราะห์ความถดถอยในแต่ละแบบจำลองพบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวมีค่า VIF น้อยกว่า 5 (Shrestha, 2020, p. 40) แสดงว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการวิเคราะห์ในแบบจำลองไม่มีความสัมพันธ์กันเองจนนำไปสู่ปัญหา Multicollinearity ดังแสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณของแบบจำลองที่ 1 และแบบจำลองที่ 2

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1		แบบจำลองที่ 2	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
Intercept	0.1793	0.194	0.1851	0.391
GW			-0.2472	0.103
IA			0.2831**	0.016
TIA	0.1849**	0.007		
Size	0.0394**	0.001	0.0474**	0.004
GUA	0.1261**	<0.001	0.1144**	0.045
CUR	-0.066**	<0.001	-0.0835**	<0.001
GROW	0.0432*	0.066	0.0204	0.435
TIE	-0.0002**	0.006	-0.0002*	0.053
TB	-0.4098	0.130	-0.6430**	0.040
Year	Yes		Yes	
Industry	Yes		Yes	
F	18.982		12.674	
p-value	< 0.001		< .001	
Adj. R ²	0.502		0.525	
VIF	1.071-1.604		1.225-2.148	
DW	2.0725		2.0895	

หมายเหตุ *p-value < 0.1, **p-value < 0.05, และ ***p-value < 0.01

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณจากแบบจำลองที่ 1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลอง 1 และ 2 มีค่าสถิติ F 18.982 และ 12.674 ตามลำดับ ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงว่าแบบจำลองมีความเหมาะสมในการศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยมที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน และแบบจำลองมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.502 และ 0.525 ตามลำดับ และพบว่าค่า Durbin-Watson มีค่าเข้าใกล้ 2.00 โดยมีค่าเท่ากับ 2.0725 และ 2.0895 ตามลำดับ แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน ซึ่งเป็นไปตามเงื่อนไขเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Lee, 2016, p. 115)

จากสมมติฐานวิจัย 1: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ผลวิจัยจากแบบจำลองที่ 1 แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม (TIA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (TDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1849 และ p-value เท่ากับ 0.007 จากผลวิจัยข้างต้นผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานวิจัยที่ 1 แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม (TIA) มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (TDA)

จากสมมติฐานวิจัย 2: สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทผลการวิจัยจากแบบจำลองที่ 2 แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม (IA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (TDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.2831 และ p-value เท่ากับ 0.016 จากผลวิจัยข้างต้นผู้วิจัยจึงยอมรับสมมติฐานวิจัยที่ 2 แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

จากสมมติฐานวิจัย 3: ค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ผลการวิจัยจากแบบจำลองที่ 2 ผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยม (GW) กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (TDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.2472 และ p-value เท่ากับ 0.103 จากผลวิจัยข้างต้นผู้วิจัยจึงปฏิเสธสมมติฐานวิจัยที่ 3 แสดงให้เห็นว่าค่าความนิยมไม่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าขนาดของบริษัท (SIZE) สินทรัพย์มีตัวตนที่ใช้ค่าประกัน (GUA) สภาพคล่องทางการเงิน (CUR) และความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIE) มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน (TDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองแบบจำลอง อัตราการเติบโต (GROW) มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน (TDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองที่ 1 และผลประโยชน์ทางภาษี (TB) มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน (TDA) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลองที่ 2

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SETESG ที่มุ่งเน้นการพัฒนาธุรกิจอย่างยั่งยืนมีโครงสร้างเงินทุนอย่างไร และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตน รวมถึงค่าความนิยมกับโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มบริษัทดัชนี SETESG

ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 พบว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SETESG มีค่าเฉลี่ยโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเท่ากับ 0.5098 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างบริษัทในกลุ่ม SETESG มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่มีสัดส่วนในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้และจากส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันแสดงให้เห็นถึงการรักษาสถิตในการบริหารโครงสร้างทางการเงินของบริษัทที่ไม่พึ่งพิงแหล่งใดแหล่งหนึ่งสูงเกินไป อันอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาความเสี่ยงทางการเงินในอนาคตได้

ในส่วนของการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 ที่ผู้วิจัยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ค่าความนิยม และโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มดัชนี SETESG นั้น ผู้วิจัยได้แบ่งการวิเคราะห์สินทรัพย์ไม่มีตัวตนออกเป็น 3 ตัวแปร ได้แก่ สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม, สินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม และค่าความนิยม ผลการวิจัยพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 1 แต่เมื่อผู้วิจัยได้แยกสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมโดยแบ่งเป็น ค่าความนิยม และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมนั้น ผู้วิจัยพบว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัยที่ 2 แต่ผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท จึงปฏิเสธสมมติฐานวิจัยที่ 3

อภิปรายผล

จากผลการวิจัยที่พบว่า สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวมและสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงจะมีความสามารถในการจัดหาเงินจากการกู้ยืมเงินได้มากขึ้น เนื่องจากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสามารถนำมาใช้เป็นสินทรัพย์หรือหลักประกันในการก่อหนี้ได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์มีตัวตน ผลวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Lim et al. (2020, pp. 1-24), Jonassen & Corn  er (2021, pp. 1-40), Dudney et al. (2024, pp. 203-221), Mohanlingam et al. (2021) และ Peng et al. (2021) ผลการวิจัยสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับชั้น (Pecking Theory) โดยแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SETESG ถูกใช้เป็นสินทรัพย์ในการก่อหนี้หรือเป็นหลักประกันหนี้สินได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์มีตัวตน บริษัทที่มีสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงใช้ทางเลือกในการก่อหนี้ก่อนหรือแทนการระดมทุนจากผู้ถือหุ้น อาจเนื่องจากมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำกว่า และสามารถใช้ประโยชน์ของการประหยัดภาษีได้ และสอดคล้องกับทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เนื่องจากการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน และผู้ใช้งบการเงินได้รับรู้ว่า โครงการที่บริษัทก่อหนี้เพื่อจัดหาเงินมาลงทุนนั้น เป็นโครงการที่ดีที่ทำให้บริษัทได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่คุ้มค่าเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนการกู้ยืมที่เกิดขึ้น บริษัทที่มีมูลค่าของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนสูงใช้การก่อหนี้เป็นการส่งสัญญาณให้ทราบถึงว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากเจ้าหนี้รวมถึงสถาบันการเงินยอมรับให้บริษัทนำสินทรัพย์ไม่มีตัวตนมาเป็นหลักประกันของหนี้สินได้เช่นเดียวกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน

อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและโครงสร้างเงินทุน ผลวิจัยนี้แสดงให้เห็นว่าค่าความนิยมไม่มีผลกระทบต่อความสามารถในการก่อหนี้ซึ่งสะท้อนผ่านโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แม้ค่าความนิยมเป็นสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรายการหนึ่งของกิจการ แต่ผู้ใช้งบการเงินส่วนใหญ่ยังคงมีความไม่มั่นใจใน ความเกี่ยวข้องต่อการตัดสินใจ ความน่าเชื่อถือ ตลอดจนความเป็นไปได้ของประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตที่จะได้รับจากรายการค่าความนิยม เนื่องจากการรับรู้รายการและการวัดมูลค่าของรายการค่าความนิยมมีการใช้ดุลยพินิจค่อนข้างสูง (d'Arcy & Tarca, 2018, p. 2) ไม่ว่าจะเป็นการวัดมูลค่าเริ่มแรกที่เป็นผลต่างระหว่างจำนวนเงินจ่ายซื้อธุรกิจกับมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์สุทธิของธุรกิจที่ถูกซื้อ ตลอดจนการวัดมูลค่าภายหลังของรายการค่าความนิยมที่ต้องทดสอบการด้อยค่าทุกปี ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศของ Beatty, Weber & Yu (2008, p. 156) และ Frankel, Seethamraju & Zach (2008, p. 88) ที่พบว่า การกู้ยืมเงินจากกลุ่มสถาบันการเงิน (Syndicated Loan Agreements) ไม่อนุญาตให้นำค่าความนิยมมารวมคำนวณเป็นหลักประกันการกู้ยืม เนื่องจากผู้ให้กู้ไม่เชื่อถือความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดของรายการค่าความนิยม หากบริษัทมีรายการค่าความนิยมในงบการเงินจะส่งผลให้สินทรัพย์ไม่มีตัวตนถูกลดโอกาสในการนำมาเป็นหลักประกันหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าผู้ให้กู้ไม่ให้ความสำคัญกับรายการค่าความนิยมในงบการเงินของบริษัท ดังนั้น ค่าความนิยมจึงไม่มีผลกระทบต่อการจัดหาเงิน และโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

อย่างไรก็ตาม ผลวิจัยดังกล่าวไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยของ Noohuang & Pongsupatt (2021, pp. 16-29) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและโครงสร้างเงินทุน และงานวิจัยของ Semsomboon (2018, pp. 82-96) ที่พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าความนิยมและโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างบริษัทในอุตสาหกรรมบริการ ทั้งนี้มาจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยที่แตกต่างกัน งานวิจัยฉบับนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในดัชนี SETESG ซึ่งเป็นบริษัทที่มุ่งเน้นการดำเนินธุรกิจที่ให้ความสำคัญกับสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการ

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในทางปฏิบัติ

ผลวิจัยนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการนำผลการวิจัยไปพิจารณาวางแผนการลงทุนในสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด และกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมแก่บริษัท ผลวิจัยแสดงให้เห็นว่าบริษัทควรลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม นอกจากจะก่อให้เกิดประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตจากการใช้สินทรัพย์ดังกล่าวในการดำเนินธุรกิจแล้ว บริษัทยังสามารถนำสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมไปเป็นหลักประกันหนี้สินได้ การลงทุนในสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการก่อหนี้ได้เพิ่มขึ้น นอกจากนี้จากผลการวิจัยที่พบว่ารายการค่าความนิยมไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินลงทุนในการซื้อธุรกิจที่เกินกว่ามูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัทที่ถูกซื้อทำให้เกิดรายการค่าความนิยมขึ้นนั้น นอกจากทำให้บริษัทจ่ายเงินซื้อธุรกิจที่แพงเกินไปแล้ว ยังไม่ช่วยทำให้บริษัทมีความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ได้เพิ่มขึ้นอีกด้วย

ผลวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อเจ้าหนี้และสถาบันการเงินในการพิจารณาให้สินเชื่อเงินกู้ยืมแก่บริษัท โดยสามารถให้ความสำคัญโดยนำรายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมาประกอบการพิจารณาความสามารถในการกู้ยืมเงินแก่บริษัท และต้องลดความสำคัญกับรายการค่าความนิยมที่บริษัทมี เนื่องจากผลวิจัยแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน และความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัท ในขณะที่รายการค่าความนิยมไม่มีผลกระทบดังกล่าว

นอกจากนี้ผลวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อสภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์ ที่ทำให้ทราบถึงควมมีประโยชน์ของรายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่าความนิยมที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงิน จากผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่ารายการค่าความนิยมไม่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจทั้งในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และการพิจารณาความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ของบริษัท ผลวิจัยดังกล่าวเป็นประโยชน์ต่อสภาวิชาชีพบัญชีฯ ในการทบทวนวิธีปฏิบัติทางการบัญชีทั้งในส่วนของการรับรู้รายการ และการวัดมูลค่าของรายการค่าความนิยมให้เหมาะสมต่อไป

ข้อเสนอแนะในทางวิชาการ

งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ที่ศึกษาเกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน มักรวมรายการค่าความนิยมเข้าไปในรายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม ไม่ได้แยกออกมาเป็นรายการสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยม และค่าความนิยม อาจมีผลทำให้ผลวิจัยเกิดความคลาดเคลื่อนได้ เนื่องจากงานวิจัยฉบับนี้พบว่ารายการค่าความนิยมไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่สินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่ไม่รวมค่าความนิยมมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ดังนั้นงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน ควรแยกการวิเคราะห์รายการค่าความนิยมออกจากสินทรัพย์ไม่มีตัวตนรวม เพื่อให้ได้รับผลวิจัยที่มีความถูกต้องมากขึ้น

ข้อเสนอแนะงานวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาผลกระทบของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยมที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนแยกเป็นรายอุตสาหกรรมเพื่อให้ได้ผลวิจัยที่ลึกซึ้งมากขึ้น หรือศึกษาการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการที่มีระดับความเข้มข้นของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่แตกต่างกัน รวมถึงศึกษาความมีประโยชน์ของสินทรัพย์ไม่มีตัวตนที่มีต่อการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของผู้ใช้งบการเงินในมุมมองอื่นๆ นอกเหนือจากการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

เอกสารอ้างอิง

- Bangkokbiznews. (2023). *Business mergers and acquisitions surge in 4 years, 137 cases, value exceeding 4 trillion baht*. Retrieved August 4, 2024, from <https://www.bangkokbiznews.com/business/economic/1093479>.
- Beatty, A., Weber, J., & Yu, J. J. (2008). Conservatism and debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 154-174. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.04.005>.
- d'Arcy, A., & Tarca, A. (2018). Reviewing IFRS Goodwill Accounting Research: Implementation Effects and Cross-Country Differences," *The International Journal of Accounting, Elsevier*, 53(3), 203-226. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2018.07.004>.
- Dudney, D; Haris, C., Li, Z., & Morillon, T. (2024). The impact of intangible assets on capital structure in Asia. *Journal of Accounting and Finance*, 24(2), 203-221. <https://doi.org/10.33423/jaf.v24i2.7054>.
- Farooq, O. (2015). Effect of ownership concentration on capital structure: evidence from the MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(1), 99-113. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-10-2013-0115>.
- Federation of Accounting Professions. (2023a). *Thai Accounting Standard No.36 (Bounded*



- Federation of Accounting Professions. (2023b). *Thai Accounting Standard No.38 (Bounded volume 2023) Intangible Assets*. Federation of Accounting Professions.
- Federation of Accounting Professions. (2023c). *Thai Financial Reporting Standard No.3 (Bounded volume 2023) Business Combination*. Federation of Accounting Professions.
- Federation of Accounting Professions. (2023d). *Thai Financial Reporting Standard No.10 (Bounded volume 2023) Consolidated Financial Statements*. Federation of Accounting Professions.
- Frankel, R., Seethamraju, C., & Zach, T. (2008). GAAP goodwill and debt contracting efficiency: Evidence from net worth covenants. *Review of Accounting Studies*, 13(1), 87–118. <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9045-0>.
- Garanina, T., & Pavlova, Y. (2011). Intangible assets and value creation of a company: Russian and UK evidence. *Proceedings of the 3rd. European Conference on Intellectual Capital*, 165-175.
- Gil-Alana, L. A., Iniguez-Sanchez, R., & Lopez-Espinosa, G. (2011). Endogenous problems in cross-sectional valuation models based on accounting information. *Rev Quant Finan Acc*, 37(2), 245–265. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0203-2>.
- Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., Rathgeber, A. W., & Stöckl, S. (2018). Measurement matters- a meta study of the determinants of corporate capital structure. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 211-225. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.11.011>.
- Jangruxsakul, S., Witheeprai, W., Wirat, K., Chayapan, K., Thonghattha, T., & Petchchedchoo, P. (2021). Factors Affecting Capital Structure of Listed Companies in SET 100. *Suthiparithat Journal*, 35(1), 175-193
- Jensen, M.C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3(4), 305-360.
- Jonassen, C., & Cornéer, P. (2021). *A quantitative study of how capital structure is affected by intangible assets - the case of Sweden*. Thesis of master's degree, Gothenburg University.
- Kannika, W., & Banchuenvijit, W. (2019). Factors Which Affect the Capital Structures of Lised Companies in SET CLMV. *Interdisciplinary Social Sciences and Communication Journal*, 2(3), 207-221.



- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>.
- Lee, M. Y. (2016). On the Durbin-Watson statistic based on a Z-test in large samples. *International Journal of Computational Economics and Econometrics*, 6(1), 114-121. <https://doi.org/10.1504/IJCEE.2016.073370>.
- Lev, B., Radhakrishnan, S., & Zhang, W. (2009). Organization capital. *Abacus*, 45(3), 275-298. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2009.00289>.
- Lim, S. V., Macias, A. J., & Moeller, T. (2020). Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 118(c), 1-24. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105873>.
- Mohanlingam S., Nguyen, L.T.P., & Mom, R. (2021). The effects of intangible assets on financial performance and financial policies of listed technology firms in Thailand. *Apheit International Journal*, 10(1), 1-17.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Noohuang, J., & Pongsupatt, A. (2021). Factors Affecting Capital Structure of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand 100 INDEX (SET 100). *Journal of Buddhist and Education and Research*, 7(3), 16-29.
- Ocak, M., & Findik, D. (2019). The impact of intangible assets and sub-components of intangible assets on sustain able growth and firm value: Evidence from Turkish listed firms. *Sustainability*, 11(19), 1-23. <https://doi.org/10.3390/su11195359>.
- Peng, Y. T., Zeng, J. Y., & Chang, J. S. (2021). Exploring the relevance of intangible assets and capital structure. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 12(6), 144-148. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2021.12.5.709>.
- Qureshi, M. J., & Siddiqui, D. A. (2020). The Effect of Intangible Assets on Financial Performance, Financial Policies, and Market Value of Technology Firms: A Global Comparative Analysis. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 12(1), 26-57. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v12i1.16655>.
- Ratchapaetayakom, S., & Bangchokdee, S. (2020). Firm Characteristics Related to Capital Structure of CG Rating Companies in The Stock Exchange of Thailand. *Srinakharinwirot Business Journal*, 11(2), 112-129.
- Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>.



- Semsomboon, M. (2018). The Relationship between Goodwill from Business Combinations and Financial Ratios of the Group of Companies in Service Industry Listed on the Stock Exchange of Thailand. *Kasem Bundit Journal*, 18(3), 82-96.
- Shrestha, N. (2020). Detecting Multicollinearity in Regression Analysis. *American Journal of Applied Mathematics and Statistics*, 8, 39–42. <https://doi.org/10.12691/ajams-8-2-1>.
- Stewart, T. A. (1995). Trying to grasp the intangible. *Fortune*, 137(2), 157–161.
- Thailand Development Research Institute. (2016). Can intellectual property be used as collateral for loans? Retrieved August 4, 2024, from <https://tdri.or.th/2016/10/2016-09-01>.
- Thakur, O.A., Tunde, M.B., Noordin, B. A., Alam, M. K., & Prabowo, M. A. (2024). The relationship between goodwill and capital structure and the moderating effect of financial market development. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 29(57), 121-145. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-04-2022-0107>.
- Thessrimuang, S., & Kaewprapa, K. (2018). The Relationship between Intangible Assets and Abnormal Returns of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Accountancy and Management*, 10(2), 179-188.
- Van Ark, B., A., Hao, J., Corrado, C., & Hulten, C. (2009). Measuring intangible capital and its contribution to economic growth in Europe. *European Investment Bank (EIB)*, 14(1), 62-93.
- Waenkaeo, K., & Waroonkun, S. (2023). The Value Relevance of Intangible Asset on Stock Price of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand in Technology Industry. *Journal of Humanities and Social Sciences Thonburi University*, 17(3), 103-115.
- Wongwean, A., & Mokkhavesa, B. (2021). Intangible Assets and Asset Management Efficiency That Affect Profitability of Listed Companies on the SET 100. *Journal of Social Science for Local Rajabhat Mahasarakham University*, 5(4), 235-244.
- World Intellectual Property Organization. (2024). *New WIPO Data Show Intangible Asset Investment Growing Fast, Spreading Globally*. Retrieved August 4, 2024, from https://www.wipo.int/pressroom/en/articles/2024/article_0008.html.
- Xu, X., Swatdikun, T., & Chen, X. (2024). The impact of intangible assets on capital structure: an empirical data of Thai listed companies. *Science, Technology, and Social Sciences Procedia*, 2024(5), 1-13.