



ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้าง
เงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

โดย

นางสาววิราภานต์ รัชส์สมบูรณ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้าง
เงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

โดย

นางสาววิราภานต์ รักษ์สมบูรณ์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE IMPACT OF FIRM AND INDUSTRY EFFECTS ON THE DETERMINANTS
OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM THE MARKET FOR
ALTERNATIVE INVESTMENT (mai)

BY

MISS VIRAKARN RUKSOMBOON



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2016
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาววิรากานต์ รักษ์สมบูรณ์

เรื่อง

ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้าง
เงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

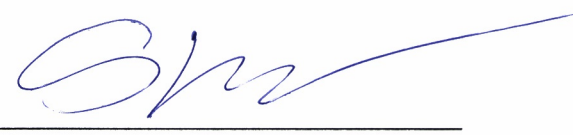
30 ส.ย. 2560

เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์สุพจน์ ชววีวรรณ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว)

คณบดี


(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)
ชื่อผู้เขียน	นางสาววิราภรณ์ รักษ์สมบูรณ์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

การศึกษาอิสระครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557-2559 จำนวน 89 บริษัท โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 7 อุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และขนาดของกิจการว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกหรือเชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

ผลการศึกษาพบว่าแต่ละอุตสาหกรรมมีโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งปัจจัยที่กำหนดอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่แตกต่างกัน โดยความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และขนาดของกิจการส่งผลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญกับอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ เช่นเดียวกับความมีตัวตนของสินทรัพย์ อัตราการเติบโต และรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ที่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับโครงสร้างเงินทุนในทุกอุตสาหกรรม

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Independent Study Title	THE IMPACT OF FIRM AND INDUSTRY EFFECTS ON THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (mai)
Author	Miss Virakarn Ruksomboon
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Suthikorn Kingkaew, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This paper studies the impact of firm and industry effects on determinants of capital structure and investigates the relationship between those determinants with tangible asset, profitability, growth, non-debt tax shield, firm size, short-term debt to total assets and long-term debt to total assets among 7 industries, which are agro and food industry, consumer products, industrial, property and construction, resources, services and technology, by using 89 companies, which listed in the market for alternative investment (mai) as a sample. The data collected from 2014-2016.

By using regression analysis, leverage ratio is found significantly varied across industries. The results show that profitability has a negative statistically significant relationship to the short-term debt to total assets and firm size has a positive relationship with long-term debt to total assets in most of industries. The same with tangible asset, growth, and non-debt tax shield have a statistically significant relationship to the short-term debt to total assets and long-term debt to total assets in all industries.

Keywords: Capital Structure, The Market for Alternative Investment (mai)

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาระดับปริญญาโท คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ โดยการศึกษาอิสระเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเกี่ยวกับ ปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งความสำเร็จในครั้งนี้จะเกิดขึ้นไม่ได้เลยหากขาดความอนุเคราะห์ของ อาจารย์ ดร.สุทธิกร กิ่งแก้ว อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาอิสระที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้แนวคิด ข้อเสนอแนะ ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ มาโดยตลอดจนการศึกษาอิสระนี้สำเร็จลุล่วง ผู้วิจัยจึง ขอขอบพระคุณท่านเป็นอย่างยิ่ง

นอกจากนี้ขอขอบคุณรองศาสตราจารย์สุพจน์ ชววิวรรธน์ ที่ได้ให้เกียรติและสละเวลา มาเป็นประธานกรรมการสอบการศึกษาอิสระ รวมทั้งการให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ในการแก้ไข ปรับปรุง และพัฒนาการศึกษาอิสระนี้ให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

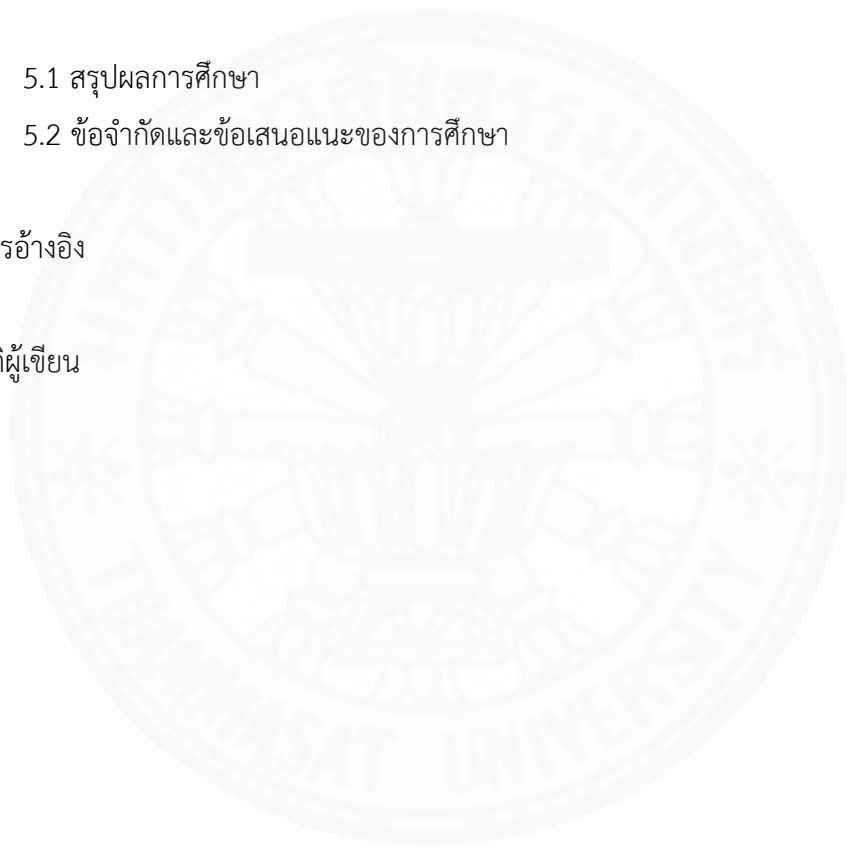
สุดท้ายนี้ขอขอบคุณทุกคนในครอบครัว และเพื่อน ๆ ทุกคนที่สนับสนุนและเป็นกำลังใจ ในการทำการศึกษาอิสระนี้มาโดยตลอด ตลอดจนเจ้าหน้าที่หลักสูตรควบตรี-โททางการบัญชีและ บริหารธุรกิจทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือทุกอย่างจนทำให้การศึกษาอิสระนี้สำเร็จลุล่วง ทั้งนี้ผู้เขียน ขอขอบคุณคุณผู้อ่านการศึกษานี้ทุกท่านที่ได้ให้ความสนใจต่อการศึกษานี้และขอให้ความสำเร็จ ในงานชิ้นนี้ของผู้ศึกษาเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจทุกท่าน

นางสาววิราภานต์ รักษ์สมบูรณ์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	4
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
1.4 ขอบเขตในการศึกษา	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.2 งานวิจัยและหลักฐานเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	9
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	14
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	14
3.3 แบบจำลองงานวิจัย	15
3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	16

บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	21
4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	21
4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบ Pearson Correlation	26
4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยของปัจจัยที่มีผลต่อการก่อกำเนิดของกิจการ	27
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	34
5.1 สรุปผลการศึกษา	34
5.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะของการศึกษา	36
รายการอ้างอิง	37
ประวัติผู้เขียน	42



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1	14
3.2	20
4.1	21
4.2	22
4.3	22
4.4	23
4.5	23
4.6	24
4.7	24
4.8	25
4.9	27
4.10	32
4.11	33

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
4.1	อัตราส่วนการก่อกำเนิดสปีชีส์และอัตราส่วนการก่อกำเนิดระยะยาวเฉลี่ยของแต่ละอุตสาหกรรม	26



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การตัดสินใจในเรื่องโครงสร้างเงินทุนเป็นองค์ประกอบที่สำคัญอย่างมากของแต่ละบริษัทในการบริหารและดำเนินงาน จึงเป็นเรื่องที่ปฏิเสธไม่ได้ว่าในแต่ละบริษัทจะมีความพยายามในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างไรให้เหมาะสมกับบริษัท ในตอนเริ่มต้นบริษัทจะต้องมีการจัดหาแหล่งเงินทุน (Source of Fund) เพื่อนำเงินทุนเหล่านั้นมาใช้ลงทุนและเป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในบริษัท ซึ่งแหล่งเงินทุนของบริษัทมาจากสองแหล่งด้วยกันคือมาจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยโครงสร้างเงินทุนหรือสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะสามารถแสดงถึงแหล่งที่มาของเงินทุน ความเสี่ยงหรือความมั่นคงของบริษัท อีกทั้งยังแสดงถึงแนวคิดของผู้บริหารอีกด้วยว่าเป็นประเภทชอบความเสี่ยง (Risk Lover) หรือหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) ดังนั้นบริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนเป็นอย่างไรขึ้นอยู่กับผู้บริหารว่าจะใช้แหล่งเงินทุนใดเพื่อให้เป็นไปตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายหรือเป็นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยที่ผู้บริหารจะต้องเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนการเงินที่ต่ำกว่าก่อน เพื่อให้ต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ของบริษัทมีค่าต่ำที่สุด และจะนำมาซึ่งมูลค่าของกิจการ (Firm Value) ที่เพิ่มสูงขึ้น

เมื่อบริษัทต้องการที่จะลงทุนในโครงการต่าง ๆ บริษัทจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนเพิ่มเติม โดยวิธีการจัดหาเงินทุนก็สามารถทำได้หลายช่องทางและแต่ละช่องทางก็มีความแตกต่างหรือข้อดีข้อเสียแตกต่างกันไป ยกตัวอย่างเช่น การที่ผู้บริหารเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกหรือการก่อหนี้ นั้น บริษัทจะสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายมาหักเป็นค่าใช้จ่ายและช่วยลดภาษีได้ ซึ่งการจัดหาเงินทุนโดยวิธีนี้ก็ยังคงเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้นอีกด้วย เนื่องจากผู้ถือหุ้นจะสามารถรักษาผลประโยชน์ส่วนตนอันได้แก่สิทธิในการออกเสียงและการบริหารได้ ในขณะที่เจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นกู้จะไม่ได้รับสิทธินี้ เช่นเดียวกับในช่วงเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน หากบริษัทมีการก่อหนี้และมีภาระหนี้สินที่ต้องชำระดอกเบี้ยและเงินต้นตามที่ได้ตกลงไว้ บริษัทก็จะได้รับประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงิน และทำให้บริษัทเสมือนจ่ายชำระหนี้ลดลง แต่ในทางกลับกันหากบริษัทมีการก่อหนี้ และบริษัทกำลังประสบปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) จากการขาดทุนจากการดำเนินงาน บริษัทก็ต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยและเงินต้นตามที่ได้สัญญาไว้ ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถจัดหาเงินมาจ่ายชำระได้ตามจำนวนและตามกำหนด จะทำให้เกิดความเสี่ยงที่บริษัทจะล้มละลาย (Bankruptcy Risk) อีกด้วย (เนาวรัตน์ ศรีพนากุล, 2556)

จากการศึกษาของ Kester (1986) และ Harris and Raviv (1991) พบว่าในแต่ละอุตสาหกรรมบริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินและสินทรัพย์และมีอัตราส่วนการก่อหนี้ที่คล้ายกัน นอกจากนี้ Hamada (1972) ใช้การเป็นสมาชิกในแต่ละอุตสาหกรรมเป็นตัวแทนระดับความเสี่ยง และพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของบริษัทที่มีความเสี่ยงจากการก่อหนี้ในแต่ละอุตสาหกรรมนั้นแตกต่างกัน เช่นเดียวกับการศึกษาของ Scott and Martin (1975) ที่ได้พบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการเป็นสมาชิกในแต่ละอุตสาหกรรม หลังจากนั้น DeAngelo and Masulis (1980) ศึกษาเกี่ยวกับอิทธิพลของอุตสาหกรรมและพบว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของแต่ละอุตสาหกรรมมีอยู่จริง สอดคล้องกับการศึกษาของ Lev (1969) ที่กล่าวว่าอัตราส่วนทางการเงินเฉลี่ยของอุตสาหกรรมสามารถใช้เป็นตัวแทนที่เหมาะสมของอัตราส่วนทางการเงินเป้าหมายและโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายในแต่ละอุตสาหกรรมได้

การพิจารณาถึงเรื่องโครงสร้างเงินทุนและปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเริ่มเป็นที่นิยมตั้งแต่ในปี ค.ศ. 1958 โดย Modigliani and Miller ทำการศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนและได้ตั้งสมมติฐานว่าตลาดเป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) นั่นคือไม่มีภาษี ไม่มีต้นทุนธุรกรรมและต้นทุนล้มละลาย บริษัทและนักลงทุนจึงสามารถกู้ยืมหรือก่อหนี้ภายใต้ต้นทุนการกู้ยืมที่เท่ากันไม่มีผลประโยชน์จากการใช้หนี้สิน ทำให้โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการไม่ว่าจะมีการก่อหนี้หรือไม่ก็ตาม อย่างไรก็ตามสมมติฐานข้างต้นก็ขัดกับหลักความเป็นจริงจึงทำให้หลังจากนั้นมีการศึกษาหรืองานวิจัยต่าง ๆ เกิดขึ้นมากมาย ไม่ว่าจะเป็นงานวิจัยของ Modigliani and Miller ในปีค.ศ. 1963 ที่ได้นำปัจจัยภาษีเงินได้นิติบุคคลเข้ามาร่วมพิจารณาหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมด้วย ซึ่งก็เป็นที่มาของทฤษฎีทางเลือก (The Trade-off Theory) โดย Kraus and Litzenberger (1973) กล่าวว่าบริษัทจะต้องมีสัดส่วนระหว่างหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) ด้วยการกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสมระหว่างผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ที่ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนทางการเงินที่เกิดขึ้น ส่วนทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory) เกิดจากการศึกษาของ Myer and Majluf (1984) ที่ได้ปฏิเสธทฤษฎีทางเลือกและโต้แย้งว่าบริษัทไม่มีอัตราส่วนหนี้สินที่เหมาะสมอยู่จริง เนื่องจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และนักลงทุน โดยเฉพาะผู้บริหารที่มีข้อมูลมากกว่า บริษัทจึงเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนแหล่งเงินทุนภายนอก เนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำกว่า และทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (The Market Timing Theory) ของ Baker and Wurgler (2002) กล่าวว่าบริษัทจะให้ความสนใจกับแหล่งเงินทุนภายนอกผ่านวิธีการออกตราสารทุนเพิ่มเมื่อต้นทุนส่วนเจ้าของมีค่าต่ำ และผ่านการออกตราสารหนี้เมื่อเห็นว่าต้นทุนส่วนเจ้าของมีค่าสูง นอกจากนี้ก็มีแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการพิจารณา

โครงสร้างเงินทุนอีกด้วย เช่น ความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) หรือ ปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เป็นต้น

ดังนั้นตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันได้มีงานวิจัยต่าง ๆ มากมายที่ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศผ่านการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งประกอบไปด้วย ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงต่อต้นทุนการล้มละลาย โครงสร้างสินทรัพย์ อัตราการเติบโต อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ความยืดหยุ่นทางการเงิน ขนาดของกิจการ รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ รวมถึงอัตราดอกเบี้ย และการพัฒนาตลาดตราสารทุนและตราสารหนี้ที่เป็นปัจจัยภายนอกและเป็นปัจจัยระดับประเทศ (อรรถวุฒิ เลหาภักดี, 2551)

ทั้งนี้นอกจากการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศต่าง ๆ แล้ว ก็ยังมีการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศต่าง ๆ เช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นการศึกษาของ Sogorb (2005) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปน พบว่า รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในขณะที่ขนาดของกิจการ ความสามารถในการเติบโต และโครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ซึ่งธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจะก่อหนี้เพื่อสินทรัพย์ถาวรด้วยหนี้สินระยะยาวและสินทรัพย์หมุนเวียนด้วยหนี้สินระยะสั้น หรือ Degryse et al. (2012) ที่ศึกษาผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของบริษัทและอุตสาหกรรมต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศเนเธอร์แลนด์ พบว่า ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทหรือกำไรในการช่วยลดระดับหนี้ อีกทั้งยังต้องการแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก อย่างไรก็ตามหากเป็นบริษัทที่กำลังเติบโต บริษัทก็จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกเพื่อเพิ่มทุน ซึ่งก็สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน

นอกจากนั้นบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมยังมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างไปจากบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมจะมีปัญหาในเรื่องของความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างเจ้าของและแหล่งเงินทุนภายนอก เนื่องจากงบการเงินมีความน่าเชื่อถือน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยหรือต้นทุนทางการเงินสูง ทำให้บริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมนี้มีอัตราการก่อหนี้ที่ต่ำกว่าและมีแนวโน้มจะใช้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทมากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Marsh (1982), Rajan and Zingales (1995), Booth et al. (2001) และ Deesomsak et al. (2004) ทำให้ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนการก่อหนี้ระยะยาว

ในการศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้ศึกษาลักษณะเฉพาะของบริษัทและอิทธิพลของอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นี้จัดว่าเป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพในการเติบโต

และต้องการที่จะขยายแหล่งเงินทุนผ่านการระดมทุนจากตลาดทุนได้ อีกทั้งการศึกษาหรืองานวิจัย โดยส่วนใหญ่ที่ผ่านมามักจะให้ความสำคัญและศึกษาเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้ จะสำคัญและเป็นประโยชน์ต่อบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมเป็นอย่างมาก และนำมาสู่คำถามวิจัยที่ว่าถ้าเป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จะมีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม

1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

1.2.1 เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลโครงสร้างเงินทุนกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

1.2.2 เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมในแต่ละอุตสาหกรรม

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาคั้งนี้เป็นประโยชน์หลายประการ อันได้แก่ ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดอัตราหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวของแต่ละอุตสาหกรรม และอิทธิพลของแต่ละอุตสาหกรรมที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของแต่ละกิจการ โดยเฉพาะธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่ไม่ได้อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) หรือต้องการที่จะเข้าตลาด จะสามารถเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของตนเองกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีลักษณะใกล้เคียงกับกิจการของตน เพื่อปรับปรุงแก้ไขและพัฒนาการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น อีกทั้งเนื่องจากโครงสร้างเงินทุนของแต่ละกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันจะมีลักษณะคล้ายคลึงกัน และจะแตกต่างกับกิจการในอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งโครงสร้างเงินทุนที่เป็นค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมจะเปรียบเสมือนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการที่อยู่ในแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายในและภายนอกกิจการสามารถใช้ประโยชน์จากการศึกษาคั้งนี้ได้ กล่าวคือ สำหรับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายในกิจการ เช่น ผู้บริหาร จะเห็นโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและนำมาปรับการดำเนินงานให้เป็นไปตามแนวทางดังกล่าว หรือสำหรับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียภายนอกกิจการ เช่น ผู้ถือหุ้น ผู้จัดการวัตถุดิบ คู่ค้า หรือเจ้าหนี้ ก็สามารถพิจารณาโครงสร้างเงินทุนของกิจการเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม เพื่อประเมินลักษณะการดำเนินธุรกิจ และหากกิจการนั้น ๆ มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างไปจากกิจการอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน ก็จะเป็นการช่วยผู้มีส่วนได้ส่วนเสียให้เพิ่มความระมัดระวังมากขึ้นก่อนการทำธุรกรรมต่าง ๆ

1.4 ขอบเขตในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้จะใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในช่วงปี พ.ศ. 2557-2559 โดยจำแนกบริษัทตามลักษณะกลุ่มอุตสาหกรรมที่ดำเนินการอยู่ ทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม ได้แก่ 1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2. สินค้าอุปโภคบริโภค 3. สินค้าอุตสาหกรรม 4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5. ทรัพยากร 6. บริการ และ 7. เทคโนโลยี ซึ่งปัจจัยที่นำมาศึกษา ได้แก่ ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต ขนาดของกิจการ รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ อย่างไรก็ตามการศึกษาครั้งนี้ จะไม่รวมถึงบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากอุตสาหกรรมนี้มีพื้นฐานข้อมูลทางบัญชีและข้อบังคับเกี่ยวกับการก่อหนี้ที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ทำให้บริษัทในอุตสาหกรรมนี้มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากบริษัททั่วไป



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทนั้น เริ่มต้นขึ้นจากทฤษฎีของ Modigliani and Miller (1958) กล่าวว่ามูลค่าตลาดของบริษัทขึ้นอยู่กับโครงสร้างเงินทุนของแต่ละบริษัท โดยได้ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ด้วยการจัดประเภทบริษัทออกเป็น 2 ประเภทที่มีโครงสร้างเงินทุนต่างกัน ได้แก่ บริษัทที่ไม่ได้มีการก่อหนี้เกิดขึ้น แต่ใช้แหล่งเงินทุนจากภายในหรือส่วนของผู้ถือหุ้น และบริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับหนึ่ง โดยที่ทฤษฎีนี้ตั้งอยู่ในสมมติฐานที่ว่าตลาดเป็นตลาดสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) นั่นคือไม่มีภาษี ไม่มีต้นทุนธุรกรรมและต้นทุนล้มละลาย บริษัทและนักลงทุนจึงสามารถกู้ยืมหรือก่อหนี้ภายใต้ต้นทุนการกู้ยืมที่เท่ากันไม่มีผลประโยชน์จากการใช้หนี้สิน ทำให้โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการไม่ว่าจะมีการก่อหนี้หรือไม่ก็ตาม

หลังจากนั้น Modigliani and Miller (1963) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติม โดยการคำนึงถึงภาษี และพบว่าภาระก่อกหนี้ทำให้เกิดผลประโยชน์ทางภาษี อีกทั้งการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้มีการคำนึงถึงต้นทุนความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากการก่อหนี้ แต่อย่างไรก็ตามการศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนได้รับความสนใจอย่างมาก และทำให้เกิดทฤษฎีหรือแนวคิดต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนออกมาในภายหลัง ซึ่งทฤษฎีที่ได้รับความนิยมและถูกอ้างอิงเป็นอย่างมาก ได้แก่ ทฤษฎีทางเลือก (The Trade-off Theory) ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory) และทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (The Market Timing Theory)

2.1.1 ทฤษฎีทางเลือก (The Trade-off Theory)

Kraus and Litzenberger (1973) ได้เสนอทฤษฎี Trade-off ขึ้นเป็นครั้งแรก กล่าวว่าบริษัทจะต้องมีสัดส่วนระหว่างหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Capital Structure) ด้วยการกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสมระหว่างผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ที่ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางภาษีกับต้นทุนทางการเงินที่เกิดขึ้น กล่าวคือ บริษัทจะต้องเผชิญกับสถานะความกดดันทางการเงิน (Financial Distress) หรือต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ซึ่งงานวิจัยของ Kraus and Litzenberger (1973) อยู่ภายใต้สมมติฐานที่ว่าบริษัทอยู่ในตลาดไม่สมบูรณ์ (Imperfect Capital Market) โครงสร้างเงินทุนจะส่งผลต่อมูลค่าบริษัท กล่าวคือ หากมีการก่อหนี้จะทำให้บริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งดอกเบี้ยจ่ายดังกล่าวสามารถนำไปรวมคิดเป็นค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ ทำให้กำไรก่อนภาษีหรือฐานภาษีลดลง ดังนั้นบริษัทจึงเสียภาษีน้อยลง ซึ่งจากการที่ดอกเบี้ยจ่ายสามารถช่วยลดต้นทุนให้กับบริษัทได้ ทำให้ต้นทุนของหนี้สิน (Cost of Debt) มีต้นทุนที่ต่ำกว่า

ต้นทุนส่วนเจ้าของ (Cost of Equity) และเมื่อต้นทุนของหนี้สินลดลงแล้วส่งผลทำให้ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย หรือ WACC (Weighted Average Cost of Capital) ต่ำลงและทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นเพื่อให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มขึ้น บริษัทจึงควรเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกจากหนี้สิน อย่างไรก็ตามหากบริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มมากขึ้นเท่าไร จะทำให้บริษัทเสียผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากภาษีไปมากเท่านั้น กล่าวคือ ประโยชน์ที่ได้รับจากภาษีจะหมดไป ส่งผลทำให้บริษัทมีมูลค่าลดลง ซึ่งการที่บริษัทแบกรับภาระหนี้ที่สูงขึ้น ต้นทุนความเสี่ยงที่จะล้มละลายก็จะเพิ่มมากขึ้น ดังนั้นบริษัทต้องมีการกำหนดสัดส่วนระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นให้มีสัดส่วนที่เหมาะสมเพื่อที่จะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด

นอกจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นดังกล่าวแล้ว Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า ต้นทุนของตัวแทน (Agency Problem) เกิดขึ้นด้วย ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ฝ่าย คือ ตัวการ (Principle) และตัวแทน (Agent) เนื่องจากตัวการจะให้อำนาจในการตัดสินใจกับตัวแทนเพื่อกระทำการบางอย่างแทน โดยที่แนวคิดนี้อยู่ภายใต้สมมติฐานที่ว่าฝ่ายต่างแสวงหาประโยชน์สูงสุดให้กับตัวเอง ดังนั้นจึงทำให้ตัวการและตัวแทนมีเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ไม่ตรงกัน (Conflict of Interest) และหากไม่จัดการกับปัญหานี้จะส่งผลต่อมูลค่ากิจการในที่สุด โดยปัญหาตัวแทนนี้สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ ปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร และปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของกับเจ้าหน้าที่

2.1.1.1 ปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของกับผู้บริหาร เนื่องจากตามปกติผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนที่อยู่ในรูปของเงินเดือน ซึ่งเป็นเหตุจูงใจที่ทำให้ผู้บริหารไม่มีความพยายามที่จะดำเนินงานหรือบริหารบริษัทให้เป็นประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงถือเป็นต้นทุนให้กับผู้ถือหุ้น (Agency cost of equity) อีกทั้งเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหาร บริษัทจึงใช้วิธีการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอก เพื่อให้กระแสเงินสดของบริษัทไม่มากเกินไป และเป็นการลดความความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารจะนำเงินไปลงทุนหรือใช้จ่ายในทางที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากเห็นถึงประโยชน์ของตัวเองเป็นหลัก และการกู้ยืมจากภายนอกนี้เองทำให้บริษัทมีต้นทุนหรือภาระที่จะต้องชำระ นำมาซึ่งความเสี่ยงที่จะล้มละลาย ซึ่งวิธีนี้จะทำให้ผู้บริหารมีการคำนึงถึงความเสี่ยงเมื่อมีการลงทุนนั่นเอง

2.1.1.2 ปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของกับเจ้าหน้าที่ เกิดขึ้นเนื่องจากบริษัทมีการกู้ยืมเงินมาก เพื่อใช้ในการลงทุนโครงการที่มีความเสี่ยงมากหรือไม่เหมาะสม ซึ่งหากโครงการดังกล่าวเป็นไปได้ในทางที่ดีและได้กำไร เจ้าหน้าที่ยังคงได้รับผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยเท่านั้น ในขณะที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นจะได้รับผลประโยชน์มากขึ้นจากกำไรและผลตอบแทน จึงทำให้เกิดเป็นต้นทุนให้กับเจ้าหน้าที่ (Agency cost of debt) นั่นเอง อีกทั้งในทางกลับกันหากโครงการดังกล่าวเกิดขาดทุนและเลิกล้มในที่สุด เจ้าหน้าที่อาจจะต้องได้รับความเสียหายที่เกิดขึ้นด้วย เนื่องจากมูลค่าทรัพย์สินที่เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันกับเจ้าหน้าที่มีมูลค่าลดลง พร้อมทั้งลดมูลค่าหนี้สินที่ค้างชำระกับเจ้าหน้าที่อีกด้วย

ส่วนผู้ถือหุ้น เนื่องจากมีการจำกัดความรับผิดชอบ ทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าเจ้าหนี้ แต่หากเลิกกิจการเจ้าหนี้จะได้รับสิทธิก่อนผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เนื่องจากผู้บริหารส่วนใหญ่เกิดจากการคัดเลือกของผู้ถือหุ้น ดังนั้นเมื่อมีการตัดสินใจต่าง ๆ เกิดขึ้นภายในบริษัทจะคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก และผลักการไปยังเจ้าหนี้ในที่สุด ดังนั้นในสัญญากู้ยืม มักจะกำหนดข้อจำกัดต่าง ๆ ในการลงทุน เพื่อที่จะทำให้บริษัทไม่สามารถลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงมากเกินไปได้ อีกทั้งเจ้าหนี้ก็ควรที่จะได้รับข้อมูลที่โปร่งใส (Transparent Information) เพื่อรักษาผลประโยชน์และมีความมั่นใจในธุรกิจนั้น นำมาซึ่งความขัดแย้งระหว่างเจ้าของและเจ้าหนี้ที่ลดน้อยลง

2.1.2 ทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory)

Myer and Majluf (1984) ปฏิเสธทฤษฎี The Trade-off Theory โดยโต้แย้งว่าบริษัทไม่มีอัตราส่วนหนี้สินที่เหมาะสมอยู่จริง เนื่องจากปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร และนักลงทุน โดยเฉพาะผู้บริหารที่มีข้อมูลมากกว่า เนื่องจากผู้บริหารเป็นผู้ที่เข้าใจและเข้าถึงข้อมูลต่าง ๆ ในบริษัท รวมถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยบริษัทสามารถจัดหาแหล่งเงินทุนได้จาก 2 แหล่งที่มา ได้แก่ แหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก จากปัญหาที่เกิดขึ้นทำให้ต้นทุนทางการเงินจากต่างแหล่งที่มาไม่เท่ากัน และจากทฤษฎีบริษัทจะจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นโดยมีสมมติฐานว่าบริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน ซึ่งนั่นก็คือกำไรสะสมนั่นเอง เนื่องจากเป็นแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำสุด และหากไม่เพียงพอบริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเป็นลำดับถัดมา โดยการก่อหนี้หรือกู้ยืมก่อนการออกตราสารทุนใหม่เพื่อเป็นการเพิ่มทุนให้กับบริษัทจึงเป็นทางเลือกสุดท้ายของบริษัท Myers (1984) กล่าวว่าเนื่องจากทางเลือกออกตราสารทุนใหม่เป็นทางเลือกที่มีต้นทุนค่อนข้างสูง อีกทั้งเป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนว่าในปัจจุบันราคาหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงเกินความเป็นจริง หรือ Overvalued ทำให้นักลงทุนตีความว่าเป็นสัญญาณที่ไม่ดี กลายเป็นข่าวร้ายในมุมมองของนักลงทุน ส่งผลให้ในอนาคตราคาหุ้นอาจมีการปรับตัวลงได้ ดังนั้นกิจการจะไม่ออกตราสารทุนเพิ่มหากไม่จำเป็น

2.1.3 ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (The Market Timing Theory)

Baker and Wurgler (2002) ได้เสนอทฤษฎีการจับจังหวะตลาด และกล่าวว่าบริษัทจะให้ความสนใจกับแหล่งเงินทุนภายนอกผ่านวิธีการออกตราสารทุนเพิ่มเมื่อต้นทุนส่วนเจ้าของมีค่าต่ำ และผ่านการออกตราสารหนี้เมื่อเห็นว่าต้นทุนส่วนเจ้าของมีค่าสูง ดังนั้นจะเห็นว่าการผสมของการจับจังหวะในอดีตมีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งการที่บริษัทมีการออกตราสารทุนเพิ่ม จะสามารถแก้ปัญหาการไม่สมมาตรของข้อมูลได้ผ่านการประกาศข่าวให้กับนักลงทุนได้รับทราบ แต่กลับพบว่าอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีในอดีต (Market to book ratio) เป็นตัวแปรหลักที่ผู้บริหารใช้เป็นเครื่องมือในการจับจังหวะตลาดในการที่จะออกตราสารทุนเพิ่ม รวมถึงผ่านการสังเกตของผู้บริหารด้วย โดยทฤษฎีการจับจังหวะตลาดนี้จึงตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าผู้บริหารเชื่อว่าตนเอง

สามารถจับจ้งหว่าตลาดที่เหมาะสมในการเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากตลาดทุนได้ แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทตามปกติไม่ได้คำนึงถึงวิธีที่นำมาซึ่งการได้เงิน แต่บริษัทให้ความสนใจในวิธีที่ดีกว่าเท่านั้น เช่น การมีต้นทุนต่ำกว่า เป็นต้น

2.2 งานวิจัยและหลักฐานเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาโครงสร้างเงินทุนที่สำคัญส่วนมากมาจากการศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่นการศึกษาของ Bradley et al. (1984), Titman and Wessels (1988) และ Rajan and Zingales (1995) เป็นต้น อีกทั้งก็ได้มีการศึกษาของ Holmes and Kent (1991) ที่ได้ทำการศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนในอุตสาหกรรมการผลิตขนาดเล็กและขนาดใหญ่ของประเทศออสเตรเลีย โดยศึกษาว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันจะมีโครงสร้างเงินทุนเหมือนหรือแตกต่างกัน ซึ่งจากการศึกษาพบว่า บริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ในอุตสาหกรรมเดียวกันมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน โดยที่บริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มโครงสร้างเงินทุนเป็นไปตามทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กไม่สามารถที่จะจัดหาเงินทุนภายนอก เช่น การออกตราสาร ได้โดยง่าย ดังนั้นเพื่อเป็นการรักษากำไรสะสมที่มีอยู่ของบริษัท บริษัทจึงใช้วิธีจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ผ่านการก่อหนี้หรือกู้ยืมหรือใช้เงินทุนของเจ้าของเอง เช่นเดียวกับ Ang (1991) ที่กล่าวว่าธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีการใช้แหล่งเงินทุนจากการใช้เงินของเจ้าของมากกว่าการกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอก

นอกจากนี้ Sogorb (2005) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปน พบว่า รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในขณะที่ขนาดของกิจการ ความสามารถในการเติบโต และโครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ซึ่งธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม จะก่อหนี้เพื่อสินทรัพย์ถาวรด้วยหนี้สินระยะยาว และเพื่อสินทรัพย์หมุนเวียนด้วยหนี้สินระยะสั้น อีกทั้งยังพบว่าอัตราภาษีมีความสัมพันธ์เชิงลบกับหนี้สิน กล่าวคือ ยังมีอัตราภาษีนิติบุคคลสูง ยังมีการใช้แหล่งเงินทุนจากภายในน้อยและทำให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้นอีกด้วย เช่นเดียวกับ Saranya Piyawattanametha (2008) พบว่าความสามารถในการทำกำไร ความแปรปรวนของรายได้ และอัตราการเติบโตเป็นปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และ Wu and Xiao (2002) พบว่าความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต และรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์เป็นลบกับโครงสร้างเงินทุน ส่วนขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับโครงสร้างเงินทุน และจากการศึกษายังพบปัจจัยอื่น ๆ ที่มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ มูลค่ารับประกันของสินทรัพย์ (Guarantee Value) และสัดส่วนการถือหุ้นของรัฐ ส่วนการศึกษาของ

Degryse et al. (2012) ได้ศึกษาผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของบริษัทและอุตสาหกรรมต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศเนเธอร์แลนด์ พบว่า ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทหรือกำไรในการช่วยลดระดับหนี้ อีกทั้งยังต้องการแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก อย่างไรก็ตามหากเป็นบริษัทที่กำลังเติบโตบริษัทก็จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกเพื่อเพิ่มทุน ซึ่งก็สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Demircuc-Kunt and Maksimovic (2002) และ Bancel and Mittoo (2004) ที่พบว่าปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละประเทศส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนเช่นกัน และงานวิจัยของ Booth et al. (2001) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยเฉพาะของแต่ละประเทศ ซึ่งประกอบไปด้วย การพัฒนาของตลาดตราสารทุนและอัตราการเติบโตของ GDP ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ De jong et al. (2007) ที่ได้ศึกษาอิทธิพลของลักษณะเฉพาะของประเทศต่ออัตราส่วนหนี้สิน และพบว่า การพัฒนาของตลาดตราสาร สิทธิของเจ้าหนี้ และอัตราการเติบโตของ GDP ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษาโครงสร้างเงินทุนระหว่างประเทศเริ่มเป็นที่นิยมหลังจากการศึกษาของ Rajan and Zingales (1995) ที่ศึกษาโครงสร้างเงินทุนในระหว่างประเทศ โดยศึกษากลุ่มประเทศ G7 และเทียบปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ได้ศึกษามาก่อน พบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศเหล่านี้มีความคล้ายกัน ซึ่งได้แก่ อัตราการเติบโต ขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไรและสินทรัพย์ที่มีตัวตน นอกจากนี้เนื่องจากแต่ละประเทศมีปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละประเทศ ทำให้ยังพบปัจจัยอื่น ๆ ที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนเช่นกัน ซึ่งประกอบไปด้วย การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น กฎหมายล้มละลายและมาตรฐานการบัญชีที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของแต่ละประเทศ อีกทั้ง Harris and Raviv (1991) ยังพบว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันมีลักษณะคล้ายกันมากกว่าบริษัทที่อยู่คนละอุตสาหกรรม และอัตราส่วนการก่อหนี้ของอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันตลอดช่วงเวลาที่ได้ทำการศึกษา ในขณะที่การศึกษาของ Balakrishnan and Fox (1993) และ Jordan et al. (1998) ได้แย้งว่าปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมไม่ได้มีอิทธิพลกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเท่ากับปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของบริษัท

ในส่วนของการศึกษาโครงสร้างเงินทุนในทวีปเอเชียนั้น Deesomsak et al. (2004) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก ได้แก่ ประเทศมาเลเซีย สิงคโปร์ ออสเตรเลียและไทย พบว่าขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากจะมีความสามารถในการกู้ยืมมากกว่า ส่วนโอกาสในการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ สภาพคล่องและผลการดำเนินงานที่พิจารณาจากอัตราผลตอบแทนของหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และกล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนของแต่ละบริษัทไม่เพียงแต่ขึ้นอยู่กับปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมเท่านั้น แต่ยังได้รับอิทธิพลจากปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละประเทศอีกด้วย ต่อมา พรราวเดือน ราชายนต์ (2555) ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศอาเซียน โดยศึกษาปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของบริษัทและลักษณะเฉพาะของประเทศต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว พบว่าปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของบริษัท ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร ความมีตัวตนของสินทรัพย์ การเติบโตและสัดส่วนการครองหุ้นของผู้ถือหุ้น และปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของประเทศ ได้แก่ การพัฒนาการของตลาดตราสารทุนและตราสารหนี้ ล้วนแต่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท อีกทั้งยังพบว่าประเทศที่กำลังพัฒนาอย่างประเทศอินโดนีเซียมีสัดส่วนการใช้หนี้สินระยะสั้นมากที่สุดในกลุ่มประเทศอาเซียน ในขณะที่ประเทศที่จัดว่าเป็นประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสิงคโปร์จะมีการเลือกใช้หนี้สินระยะยาวสูงกว่าประเทศอื่น ๆ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Charninun Sukontaman (2012) ที่ทำการศึกษารื่องโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมสถาบันการเงินในกลุ่มประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนในธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินมาใช้ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจสถาบันการเงิน เนื่องจากที่ผ่านมามีการวิจัยส่วนใหญ่จะศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรม แต่ยกเว้นอุตสาหกรรมสถาบันการเงิน เนื่องจากอุตสาหกรรมสถาบันการเงินนี้มีลักษณะเฉพาะ รวมถึงข้อกำหนดกฎหมายต่าง ๆ เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจที่ต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ ดังนั้นจึงได้ยกเว้นอุตสาหกรรมนี้ไป

สำหรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Yupana Wiwattanakantang (1999) พบว่าการมีตัวตนของสินทรัพย์และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนการก่อหนี้ ส่วนความสามารถในการทำกำไร รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนการก่อหนี้ สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน ในขณะที่ความแปรปรวนของยอดขายและความเสี่ยงของกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัท ซึ่งในงานวิจัยของ วรัญญา เรวัตบวรวงศ์ (2556) ศึกษาเกี่ยวกับอิทธิพลของอุตสาหกรรมของปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าแต่ละอุตสาหกรรมมีโครงสร้างเงินทุน และปัจจัยกำหนดอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวที่แตกต่างกัน โดยขนาดของกิจการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวของอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ แต่สินทรัพย์ที่มีตัวตนไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อทั้งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวของทุกอุตสาหกรรม ต่อมา ฐิติพร ศรีอรุณรุ่งเรือง (2557) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการกระจุกตัว

ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับสัดส่วนหนี้ต่อทุน แต่เมื่อศึกษาแยกรายอุตสาหกรรม กลับพบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้ต่อทุน ในขณะที่ ศึกษาตัวแปรควบคุมพบว่าขนาดของกิจการและอัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงบวก กับสัดส่วนหนี้ต่อทุน ความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบ กับสัดส่วนหนี้ต่อทุน ส่วนผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้ต่อ ทุน อีกทั้ง เนาวรัตน์ ศรีพนากุล (2558) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 50 โดยศึกษาปัจจัยด้านอัตราดอกเบี้ย ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง ขนาดของธุรกิจและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ พบว่า สภาพคล่อง อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือ หุ้น ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่อัตรา ดอกเบี้ยและความสามารถในการทำกำไรไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ ถือหุ้น

อีกทั้งจากการศึกษาที่ผ่านมา เช่น Rajan and Zingales (1995), Yupana Wiwattanakantang (1999) และ Deesomsak et al. (2004) ได้ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวม (Total Debt) เป็นตัวแปรตามแทนโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ Lee et al. (1999) ได้ทำการศึกษาโครงสร้าง เงินทุนในประเทศเกาหลี โดยได้แบ่งประเภทของหนี้สินเป็นหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว และ พบว่าอัตราการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ทั้งหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว ต่อมา Bevan and Danbolt (2002) ได้ใช้อัตราส่วนหนี้สินรวมในการศึกษาด้วย พบว่าการมีตัวตน ของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวมและหนี้สินระยะสั้น จากงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958, 1963) กล่าวว่าสามารถแทนหนี้สินรวมด้วยหนี้สินระยะยาวได้

การศึกษาของ สมศักดิ์ วงศบุญญาถาวร, รวิสมประภา รักเผาพันธ์, และศิริพร ศิริบุญญวัฒน์ (2540) ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับบทบาทสินเชื่อชนบทต่อการเจริญเติบโตของภาคเกษตรไทย ในระหว่างปี 2527-2539 และใช้แบบจำลองแบบ log-log Model พบว่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการ ประเมินการแสดงผลในรูปความยืดหยุ่น โดยที่การเพิ่มขึ้นของสินเชื่อชนบทร้อยละ 1 จะทำให้ ผลผลิตภาคเกษตรขยายตัวประมาณร้อยละ 0.107-0.152 และที่มพยากรณ์และนโยบาย สวนกลยุทธ์ นโยบายการเงิน สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย (2543) ที่ศึกษาเรื่องแบบจำลอง เศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation Targeting และใช้แบบจำลองแบบ log-log Model เช่นเดียวกันเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยและใช้แบบจำลองเป็นเครื่องมือ หนึ่งในกรอบการตัดสินใจสำหรับการจัดทำนโยบายการเงินต่าง ๆ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยจะศึกษาถึงตัวแปรประเภทหนี้สินแยกกัน ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว ไม่ได้คำนึงถึงอัตราส่วนหนี้สินรวม และใช้เพียง

อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-term Debt to Total Assets: STD) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-term Debt to Total Assets: LTD) เท่านั้น ส่วนตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนนั้นผู้วิจัยเลือกศึกษา 5 ตัวแปร ได้แก่ ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และขนาดของกิจการ และใช้แบบจำลองในรูปแบบของ log-log model เพื่อนำมาทดสอบและวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression Analysis)



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) กลุ่มตัวอย่างประกอบไปด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลครบถ้วนในช่วงปี พ.ศ. 2557-2559 ซึ่งมีทั้งสิ้น 89 บริษัท แบ่งเป็น 7 อุตสาหกรรม ดังแสดงในตารางที่ 3.1 อีกทั้งการศึกษานี้ไม่ได้มีการนำอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมารวมในกลุ่มตัวอย่างด้วย เนื่องจากอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินนี้มีลักษณะเฉพาะ รวมถึงข้อกำหนดกฎหมายต่าง ๆ เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจที่ต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ๆ ดังนั้นจึงได้ยกเว้นอุตสาหกรรมนี้ไป

ตารางที่ 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัย

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	เปอร์เซ็นต์
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	5	5.62%
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	7	7.87%
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	25	28.09%
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROPCON)	12	13.48%
ทรัพยากร (RESOURC)	8	8.99%
บริการ (SERVICE)	25	28.09%
เทคโนโลยี (TECH)	7	7.87%
รวมทั้งสิ้น	89	100.00%

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบไปด้วย ข้อมูลจากงบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด และราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลอยู่ระหว่างช่วงปี พ.ศ. 2557-2559 โดยทำการเก็บข้อมูลจากข้อมูลใน SETSMART

3.3 แบบจำลองงานวิจัย

การศึกษาครั้งนี้เริ่มจากผู้วิจัยจะใช้การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อแสดงถึงข้อมูลเชิงสถิติเบื้องต้นของอัตราส่วนการก่อหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในภาพรวม รวมถึงการแยกรายอุตสาหกรรม ในระหว่างช่วงปี พ.ศ. 2557-2559 และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบ Pearson Correlation เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

หลังจากนั้นจึงศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม โดยใช้มูลค่าตามบัญชีเป็นตัวคำนวณตัวแปร อ้างอิงจาก Myers (1984) ที่กล่าวว่ามูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแทนมูลค่าสินทรัพย์ที่กิจการถือครองอยู่ และ Bowman (1980) ซึ่งว่าค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างมูลค่าตามบัญชีและมูลค่าตลาดของหนี้สินมีค่าสูงมาก ดังนั้นความผิดพลาดที่จะใช้มูลค่าบัญชีแทนมูลค่าตลาดอาจมีเพียงเล็กน้อยเท่านั้น ซึ่งการศึกษาครั้งนี้จะใช้แบบจำลองในรูปของ log-log Model โดยอ้างอิงมาจากแบบจำลองของ สมศักดิ์ วงศปญญาถาวร และคณะ (2540) และธนาคารแห่งประเทศไทย (2543) และทดสอบด้วยวิธีการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) ตามสมการ ดังนี้

$$\ln_STD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln_TANG_{i,t} + \beta_2 \ln_PROF_{i,t} + \beta_3 \ln_GROW_{i,t} + \beta_4 \ln_NDTS_{i,t} + \beta_5 \ln_SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\ln_LTD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln_TANG_{i,t} + \beta_2 \ln_PROF_{i,t} + \beta_3 \ln_GROW_{i,t} + \beta_4 \ln_NDTS_{i,t} + \beta_5 \ln_SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

โดยที่

$STD_{i,t}$	คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t
$LTD_{i,t}$	คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t
$TANG_{i,t}$	คือ อัตราส่วนมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ถาวรรวมสุทธิต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t
$PROF_{i,t}$	คือ กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t
$GROW_{i,t}$	คือ มูลค่ารวมของตลาดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t

$NDS_{i,t}$	คือ อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t
$SIZE_{i,t}$	คือ สินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t
$\epsilon_{i,t}$	คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของอุตสาหกรรม i ณ ปีที่ t

3.4 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

จากการทบทวนวรรณกรรมและการศึกษางานวิจัยต่าง ๆ พบว่ามีปัจจัยหลายอย่างที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของบริษัท ปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม และปัจจัยที่เป็นลักษณะเฉพาะของประเทศ เช่นการศึกษาของ Deesomsak et al. (2004) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก ได้แก่ ประเทศมาเลเซีย สิงคโปร์ ออสเตรเลียและไทย พบว่า ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ ขนาดของกิจการ ภาษีเงินได้ สภาพคล่อง ความผันผวนของธุรกิจและราคาหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับโครงสร้างเงินทุน เช่นเดียวกับ Degryse et al. (2012) ศึกษาผลกระทบจากลักษณะเฉพาะของบริษัทและอุตสาหกรรมต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศเนเธอร์แลนด์ โดยได้ศึกษาปัจจัย ขนาดของกิจการ สินทรัพย์มีตัวตน สินทรัพย์ไม่มีตัวตน อัตราการเติบโต อัตราภาษี รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ล้วนมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้ ผู้วิจัยจึงสนใจและได้เลือกศึกษาปัจจัยที่มีความสำคัญดังนี้ ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และขนาดของกิจการ

ดังนั้นเราจึงสามารถสรุปปัจจัยที่จะนำมาศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ได้ดังนี้

3.4.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

3.4.1.1 อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-term Debt to Total Assets: STD)

3.4.1.2 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-term Debt to Total Assets: LTD)

จากงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958, 1963) กล่าวว่า สามารถแทนหนี้สินรวมด้วยหนี้สินระยะยาวได้ ดังนั้นการศึกษาคั้งนี้จึงไม่ได้คำนึงถึงอัตราส่วนหนี้สินรวม และใช้เพียงอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (Short-term Debt to Total Assets:

STD) และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (Long-term Debt to Total Assets: LTD) เพื่อใช้ในการพิจารณาอัตราส่วนการก่อหนี้ (Leverage)

3.4.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

3.4.2.1 ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (Tangible Asset: TANG)

ในการศึกษานี้จะสามารถหาความมีตัวตนของสินทรัพย์ได้จากสินทรัพย์ถาวรรวมสุทธิต่อสินทรัพย์รวม

$$\text{ความมีตัวตนของสินทรัพย์ (TANG)} = \frac{\text{Tangible Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

การศึกษาของ Harris and Raviv (1990) พบว่าความมีตัวตนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน เช่นเดียวกับการศึกษาของ Frank and Goyal (2003) ที่บอกว่าตามหลักทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน การก่อหนี้ของบริษัทเป็นแรงจูงใจของผู้บริหารที่จะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง เมื่อบริษัทไม่สามารถใช้แหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทได้ ดังนั้นยิ่งบริษัทมีสินทรัพย์ที่มีตัวตน บริษัทยิ่งสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น เนื่องจากสินทรัพย์ที่มีตัวตนเหล่านี้สามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ ทำให้อัตราส่วนหนี้สินมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังได้มีการศึกษาที่นำเรื่องระยะเวลาถือครองสินทรัพย์และหนี้สินมาร่วมพิจารณาด้วย โดย Graham et al. (2000) และ Hall et al. (2000) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์กับระยะเวลาถือครองสินทรัพย์และหนี้สิน กล่าวคือ หนี้สินระยะสั้นควรใช้กับสินทรัพย์ที่มีอายุสั้น และหนี้สินระยะยาวก็ควรใช้กับสินทรัพย์ที่มีอายุยาว เนื่องจากในการศึกษาครั้งนี้ความมีตัวตนของสินทรัพย์ที่ใช้เป็นสินทรัพย์ที่มีอายุยาว ดังนั้นความมีตัวตนของสินทรัพย์ควรมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และมีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

H_1 : อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

H_2 : อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

3.4.2.2 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability: PROF)

ในการศึกษานี้จะสามารถหาความสามารถในการทำกำไรได้จากผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม หรือ Return on Asset (ROA) ซึ่งคำนวณจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ต่อสินทรัพย์รวม

$$\text{ความสามารถในการทำกำไร (PROF)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

จากการศึกษา Modigliani and Miller (1958) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับอัตราส่วนหนี้สิน แต่จากมุมมองด้านภาษีแล้วนั้น บริษัทที่มีกำไรมากมีแนวโน้มที่จะก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีกำไรน้อย เนื่องจากบริษัทต้องการใช้ประโยชน์ทางด้านภาษี อย่างไรก็ตามงานวิจัยส่วนมาก เช่น Rajan and Zingales (1995) และ Deesomsak et al. (2004) ที่พบว่าบริษัทที่มีกำไรสูงจะมีแหล่งเงินทุนภายในหรือกำไรสะสมมากด้วยเช่นกัน ดังนั้นจึงไม่จำเป็นที่จะต้องมีการก่อหนี้หรือกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุนที่กล่าวว่า หากบริษัทมีแหล่งเงินทุนภายในมากเท่าใดก็ไม่จำเป็นที่จะแสวงหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เนื่องจากบริษัทสามารถใช้กำไรสะสมได้ ในขณะที่บริษัทที่มีกำไรน้อย บริษัทก็จะใช้แหล่งเงินทุนภายนอกผ่านการกู้ยืมและออกหุ้นเพิ่มตามลำดับ ดังนั้นความสามารถในการทำกำไรควรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินทั้งระยะสั้นและระยะยาว

H_3 : ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

H_4 : ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

3.4.2.3 อัตราการเติบโต (Growth: GROW)

ในการศึกษานี้จะสามารถหาอัตราการเติบโตของกิจการได้จากมูลค่ารวมของตลาดต่อส่วนของเจ้าของ โดยที่มูลค่ารวมของตลาดคำนวณจากราคาปิด ณ วันสิ้นปีบัญชี คูณด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว

$$\text{อัตราการเติบโต (GROW)} = \frac{\text{Market Capitalization}}{\text{Total Equity}}$$

เนื่องจากงานวิจัยส่วนใหญ่ เช่น Rajan and Zingales (1995) และ Booth et al. (2001) กล่าวว่าบริษัทที่มีแนวโน้มการเติบโตสูงและมีรายได้ดี จะมีแนวโน้มที่จะก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น แต่บริษัทที่มีอัตราการเติบโตต่ำหรือไม่มีอัตราการเติบโต การก่อหนี้จะถูกจำกัด เนื่องจากเกิดปัญหาตัวแทน ซึ่งก็สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุน ที่กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีการเติบโตหรือต้องการที่จะขยายธุรกิจ จึงจำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก ดังนั้นแค่เพียงแหล่งเงินทุนภายในบริษัทอาจไม่เพียงพอ ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนภายนอก กล่าวคือ การเติบโตของกิจการควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนการก่อหนี้ แต่จากการศึกษาของ Myers (1977) และ Deesomsak et al. (2004) ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตจะมีแนวโน้มลงทุนในโครงการที่เสี่ยงมากขึ้นด้วย ซึ่งก็ทำให้สถาบันการเงินคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูง นำมาซึ่งต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นด้วย ดังนั้นบริษัทส่วนใหญ่จึงมีการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัทก่อน และหากเงินทุนที่ได้ยังไม่เพียงพอ บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกผ่านการออกตราสาร

แทนการก่อหนี้ ดังนั้นจึงทำให้อัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนการก่อหนี้ อย่างไรก็ตามจากการศึกษาของ Graham et al. (2000) ได้พบว่าปัญหาความขัดแย้งระหว่างกิจการกับแหล่งเงินทุนภายนอก อาจเกิดจากการก่อหนี้ระยะยาว ซึ่งหนี้สินระยะสั้นสามารถแก้ปัญหานี้ได้ ดังนั้นอัตราการเติบโตจึงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

H₅: อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

H₆: อัตราการเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

3.4.2.4 รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ (Non-debt Tax Shield: NDTs)

ในการศึกษานี้จะสามารถหารายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ได้จากค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อสินทรัพย์รวม

$$\text{รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ (NDTS)} = \frac{\text{Depreciation}}{\text{Total Assets}}$$

เนื่องจากบริษัทที่มีรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มากมีแนวโน้มจะมีการก่อหนี้ต่ำ เนื่องจากการจัดการเงินทุนโดยการก่อหนี้ถือเป็นข้อดีที่บริษัทสามารถใช้ผลประโยชน์จากภาษีได้ ซึ่งบริษัทสามารถใช้รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ได้จากค่าเสื่อมราคาหรือเครดิตภาษี เป็นต้น โดยจากการศึกษาของ Deesomsak et al. (2004) พบความสัมพันธ์ระหว่างรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้กับอัตราส่วนการก่อหนี้ทั้งระยะสั้นและระยะยาวในทิศทางตรงกันข้าม

H₇: รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนการก่อหนี้ระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

H₈: รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนการก่อหนี้ระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

3.4.2.5 ขนาดของกิจการ (Size: SIZE)

ในการศึกษานี้จะสามารถหาขนาดของกิจการได้จากค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม และ Rinda Wanvisavavit (2003) กล่าวว่าไม่ใช่ค่าลอการิทึมของยอดขาย เนื่องจากยอดขายมีความผันผวนมากกว่าสินทรัพย์รวม โดยเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำหรือเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนได้จากหลายแหล่ง เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ความผันผวนหรือความเสี่ยงที่บริษัทใหญ่จะมีกระแสเงินสดต่ำหรือจะล้มละลายน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นจึงทำให้สถาบันการเงินมีการอนุมัติปล่อยกู้ได้ง่ายกว่า ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีทางเลือกและตรงกับงานวิจัยส่วนใหญ่ เช่น Marsh (1982) พบว่าบริษัทขนาดใหญ่จะเลือกใช้หนี้สินระยะยาว ส่วนบริษัท

ขนาดเล็กจะเลือกใช้หนี้สินระยะสั้น เช่นเดียวกันหากพิจารณาในมุมของทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุน จะพบว่า บริษัทขนาดใหญ่มีปัญหาเรื่องความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างเจ้าของกับแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากงบการเงินของบริษัทขนาดเล็กขาดความน่าเชื่อถือ จึงทำให้บริษัทขนาดเล็กมีต้นทุนทางการเงินที่สูงจากการกู้ยืมจากแหล่งภายนอก ทำให้ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อีกทั้งจากการศึกษาของ Graham et al. (2000) ที่พบว่าการใช้หนี้สินระยะสั้นจะช่วยลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลได้ ดังนั้นขนาดของกิจการควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมควรเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

H_9 : ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม

H_{10} : ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 3.2 ความสัมพันธ์ที่คาดหวังระหว่างปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

เครื่องหมายแสดงการคาดคะเนทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปร

ปัจจัย	อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	-	+
ความสามารถในการทำกำไร	-	-
อัตราการเติบโต	+	-
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	-	-
ขนาดของกิจการ	-	+

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 การทดสอบสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ข้อมูลต่อไปนี้จะแสดงให้เห็นถึงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของแต่ละตัวแปรที่นำมาศึกษา ซึ่งประกอบไปด้วย ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และตัวแปรอิสระ ได้แก่ ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และขนาดของกิจการ

โดยข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนานี้จะประกอบไปด้วย จำนวนข้อมูล ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดของตัวแปรต่าง ๆ

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด

กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	267	0.8167	1.5185	0.0258	9.9482
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม	267	0.1852	0.4382	0.0014	3.6844
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	267	0.2315	0.2248	0.0003	0.8373
ความสามารถในการทำกำไร	267	0.0314	0.153	-0.8235	0.3566
อัตราการเติบโต	267	25.1315	329.3077	0.1033	5382.238
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	267	0.0632	0.0798	0.0011	0.6944
ขนาดของกิจการ	267	20.4682	1.2372	16.8517	24.4491

ตารางที่ 4.2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและ
อุตสาหกรรมอาหาร

เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	15	0.3734	0.2056	0.0678	0.6508
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	15	0.0851	0.1017	0.0014	0.3524
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	15	0.3955	0.2082	0.1493	0.6812
ความสามารถในการทำกำไร	15	-0.0113	0.1146	-0.1953	0.1815
อัตราการ์เดบิต	15	1.6180	0.6810	0.6737	2.5495
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	15	0.0620	0.0684	0.0176	0.2104
ขนาดของกิจการ	15	20.7502	0.5267	19.9862	21.5465

ตารางที่ 4.3 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภค
บริโภค

สินค้าอุปโภคบริโภค	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	21	0.2720	0.1401	0.0707	0.6096
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	21	0.0790	0.0791	0.0076	0.2638
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	21	0.2405	0.1410	0.0493	0.5136
ความสามารถในการทำกำไร	21	0.1091	0.0770	-0.0113	0.2627
อัตราการ์เดบิต	21	3.1278	3.6876	0.3920	13.7308
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	21	0.0300	0.0156	0.0152	0.0686
ขนาดของกิจการ	21	20.3956	0.4755	19.7582	21.5808

ตารางที่ 4.4 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

สินค้าอุตสาหกรรม	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	75	0.3540	0.1581	0.0788	0.7051
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	75	0.0670	0.0751	0.0033	0.3740
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	75	0.4135	0.1581	0.0468	0.7346
ความสามารถในการทำกำไร	75	0.0587	0.0801	-0.2391	0.2510
อัตรากาเรเดบิต	75	1.7290	1.6471	0.1885	9.5280
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	75	0.0515	0.0265	0.0084	0.1113
ขนาดของกิจการ	75	20.9130	0.6945	19.4516	23.3060

ตารางที่ 4.5 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์
และก่อสร้าง

อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	36	4.0484	2.2195	0.4590	9.9482
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	36	0.8590	0.9211	0.0028	3.6844
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	36	0.1427	0.1574	0.0016	0.7357
ความสามารถในการทำกำไร	36	0.0059	0.1764	-0.5340	0.2860
อัตรากาเรเดบิต	36	173.689	893.250	0.8165	5382.238
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	36	0.1477	0.1221	0.0070	0.5978
ขนาดของกิจการ	36	18.2263	1.0350	16.8517	20.9481

ตารางที่ 4.6 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

ทรัพยากร	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	24	0.2938	0.1816	0.0258	0.6248
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	24	0.1883	0.2037	0.0015	0.6404
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	24	0.3505	0.2550	0.0005	0.8374
ความสามารถในการทำกำไร	24	0.0450	0.0554	-0.0747	0.1501
อัตรากาเรเดบิต	24	2.1287	3.5281	0.1033	17.2948
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	24	0.0198	0.0160	0.0011	0.0677
ขนาดของกิจการ	24	21.8975	1.0707	20.3847	24.4491

ตารางที่ 4.7 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

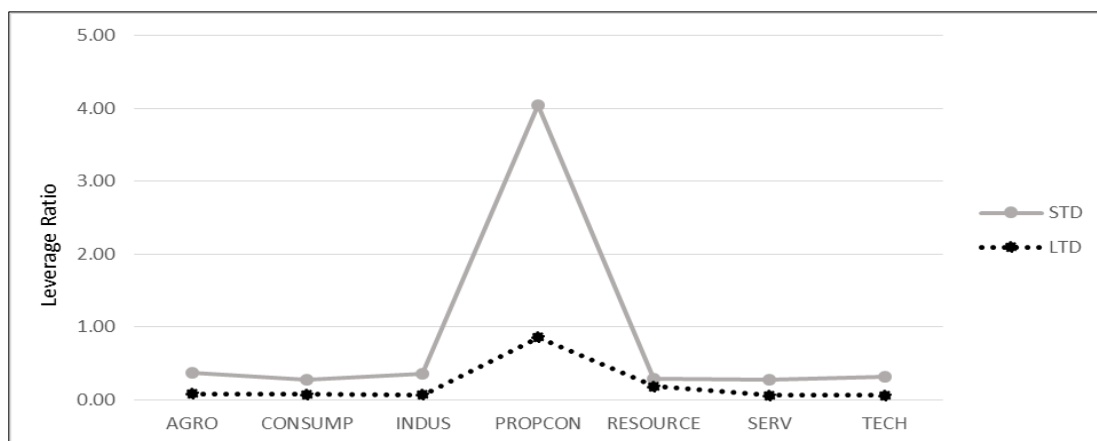
บริการ	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	75	0.2770	0.1530	0.0434	0.6201
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	75	0.0630	0.0764	0.0044	0.4050
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	75	0.0816	0.1632	0.0003	0.8080
ความสามารถในการทำกำไร	75	0.0142	0.2146	-0.8235	0.3566
อัตรากาเรเดบิต	75	1.8400	2.5613	0.1405	20.5494
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	75	0.0700	0.0944	0.0042	0.6944
ขนาดของกิจการ	75	20.5214	0.6866	19.2516	22.7202

ตารางที่ 4.8 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่าง ๆ ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

เทคโนโลยี	จำนวน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อ สินทรัพย์รวม	21	0.3155	0.1922	0.0414	0.6246
อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ สินทรัพย์รวม	21	0.0638	0.0683	0.0097	0.2120
ความมีตัวตนของสินทรัพย์	21	0.0068	0.0037	0.0006	0.0136
ความสามารถในการทำกำไร	21	-0.0238	0.1670	-0.6595	0.1443
อัตรากาเรเดบิต	21	2.3141	1.8360	0.5801	8.6713
รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้	21	0.0189	0.0168	0.0013	0.0504
ขนาดของกิจการ	21	20.7705	0.8972	19.2278	22.2033

จากตารางที่ 4.1 ถึง 4.8 ข้างต้นจะแสดงถึงข้อมูลเชิงสถิติเบื้องต้นของอัตราส่วนการก่อหนี้และปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในภาพรวม รวมถึงการแยกראยอุตสาหกรรมในระหว่างช่วงปี พ.ศ. 2557-2559 ซึ่งพบว่าในภาพรวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยอยู่ที่ 0.8167 และ 0.1852 ตามลำดับ โดยที่อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ยสูงสุด คือ 4.0484 และ 0.8590 ตามลำดับ

อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีอัตรากาเรเดบิต และรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้เฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 173.689 และ 0.1477 ตามลำดับ อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีความมีตัวตนของสินทรัพย์เฉลี่ยสูงสุด คือ 0.4135 ส่วนอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีความสามารถในการทำกำไรเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 0.1091 และอุตสาหกรรมทรัพยากรมีขนาดของกิจการเฉลี่ยสูงสุดที่ 21.8975 ในขณะที่อุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร และรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้เฉลี่ยต่ำสุดอยู่ที่ 0.0068 -0.0238 และ 0.0189 ตามลำดับ



ภาพที่ 4.1 อัตราส่วนการก่อหนี้สินระยะสั้นและอัตราส่วนการก่อหนี้ระยะยาวเฉลี่ย
ของแต่ละอุตสาหกรรม

หมายเหตุ : STD คืออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม LTD คืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม AGRO คือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร CONSUMP คือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค INDUS คือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม PROPCON คือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง RESOURCE คือกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร SERV คือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และ TECH คือกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบ Pearson Correlation

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์แบบ Pearson Correlation เพื่อวัดความสัมพันธ์ของตัวแปรระหว่างตัวแปรอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD) อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD) และตัวแปรความมีตัวตนของสินทรัพย์ (TANG) ความสามารถในการทำกำไร (PROF) อัตราการเติบโต (GROW) รายการช่วยเหลือภาษีที่ไม่ใช่หนี้ (NDTS) และขนาดของกิจการ (SIZE)

ตารางที่ 4.9 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Pearson Correlation)

	STD	LTD	TANG	PROF	GROW	NDTS	SIZE
STD	1.000						
LTD	0.547**	1.000					
TANG	-0.125*	0.000	1.000				
PROF	-0.232**	-0.098	0.102	1.000			
GROW	0.386**	0.007	-0.002	-0.229**	1.000		
NDTS	0.272**	0.147*	0.001	-0.249**	0.046	1.000	
SIZE	-0.140*	0.057	0.285**	0.034	-0.029	-0.146*	1.000

หมายเหตุ : * แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 95% ** แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 99%

จากผลการศึกษาตามตารางที่ 4.9 พบว่า ตัวแปรแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กัน และมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ไม่เกิน 0.700 แสดงว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์กันเองระหว่างตัวแปรอิสระมากกว่า 2 ตัวขึ้นไป (Multicollinearity) (เนาวรัตน์ ศรีพนากุล, 2558)

โดยความมีตัวตนของสินทรัพย์ และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับสถิติ 0.05 ส่วนความสามารถในการชำระหนี้ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับสถิติ 0.01 ในขณะที่อัตราการเติบโตและรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับสถิติ 0.01 ทั้งนี้รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับสถิติ 0.05 เช่นเดียวกัน

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยของปัจจัยที่มีผลต่อการก่อหนี้ของกิจการ

จากการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) และเลือกตัวแปรที่ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามออกจากสมการ ทำให้ได้สมการถดถอยที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้ดีที่สุด โดยสมการถดถอยตั้งต้น คือ

$$\ln_STD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln_TANG_{i,t} + \beta_2 \ln_PROF_{i,t} + \beta_3 \ln_GROW_{i,t} + \beta_4 \ln_NDTS_{i,t} + \beta_5 \ln_SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\ln_LTD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln_TANG_{i,t} + \beta_2 \ln_PROF_{i,t} + \beta_3 \ln_GROW_{i,t} + \beta_4 \ln_NDTS_{i,t} + \beta_5 \ln_SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

จากสมการตั้งต้นดังกล่าวและวิเคราะห์ถดถอย ทำให้ได้สมการที่สามารถพยากรณ์อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่ดีที่สุดและความสัมพันธ์ของตัวแปรในแต่ละอุตสาหกรรม ตามที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.10 และ 4.11 ซึ่งจากผลการศึกษาในแต่ละอุตสาหกรรมช่วงระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557-2559 พบว่า

4.3.1 ความมีตัวตนของสินทรัพย์

จากผลการศึกษา พบถึงความสัมพันธ์ของค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างความมีตัวตนของสินทรัพย์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมในเชิงลบของอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม และเทคโนโลยี ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H_1 และ H_2 ที่ตั้งเอาไว้ข้างต้น ซึ่ง จากผลการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าความมีตัวตนของสินทรัพย์เป็นปัจจัยที่สำคัญสำหรับการก่อหนี้ของกิจการ เนื่องจากความมีตัวตนของสินทรัพย์เปรียบเสมือนการเป็นหลักประกันสำหรับการกู้ยืม และถือเป็นการเพิ่มความมั่นใจให้กับผู้ให้กู้อีกด้วย ดังนั้นหากบริษัทใดมีความมีตัวตนของสินทรัพย์มาก บริษัทนั้นก็จะมีภาระก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น (Jensen and Meckling, 1976) นอกจากนี้ผลการศึกษา ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Graham et al. (2004) ที่ได้ทำการศึกษาในกลุ่มประเทศยุโรป และการจับคู่กันระหว่างสินทรัพย์และอายุของหนี้สิน อีกทั้งยังพบถึงการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินที่มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับความมีตัวตนของสินทรัพย์ ซึ่งได้สนับสนุนทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory) และปัญหาต้นทุนตัวแทน (Agency cost of debt) ในขณะที่ยอดอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร และบริการไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

4.3.2 ความสามารถในการทำกำไร

สำหรับปัจจัยความสามารถในการทำกำไร พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและสินค้าอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน H_3 และ H_4 และ ยังเป็นการสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory) โดย

บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไร บริษัทจะมีกำไรสะสมในระดับที่สูง ดังนั้นเมื่อมีการระดมทุน บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในบริษัทก่อน เนื่องจากมีอัตราต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อหนี้จากแหล่งภายนอก ทั้งนี้จากผลการศึกษายังแสดงให้เห็นว่ากิจการจะพึงพอใจในการใช้แหล่งเงินทุนภายในเป็นอันดับแรกก่อนการก่อหนี้ เพื่อนำมาใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน จึงส่งผลทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม ส่วนอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม แต่ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากหากบริษัทต้องการลงทุนในระยะยาว บริษัทอาจเกิดความไม่มั่นใจในการลงทุนและไม่ต้องการที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในทั้งหมด ทำให้เงินทุนบางส่วนมาจากการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกจากการใช้หนี้สินระยะยาว จึงส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์ไม่มีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลอดระยะเวลาการศึกษา ก็เป็นไปได้

4.3.3 อัตราการเติบโต

อัตราการเติบโต มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและเทคโนโลยี ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H₅ ในขณะที่ในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อัตราการเติบโตได้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเช่นกัน ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H₆ โดยถึงแม้ว่าจากการศึกษาส่วนใหญ่พบว่าโอกาสในการเติบโตมักจะมีสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราส่วนการก่อหนี้ เนื่องจากบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตจะมีแนวโน้มลงทุนในโครงการที่เสี่ยงมากขึ้นด้วย ซึ่งก็ทำให้สถาบันการเงินคิดอัตราดอกเบี้ยในอัตราที่สูง นำมาซึ่งต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นด้วย แต่อย่างไรก็ตามโอกาสในการเติบโตที่สูงผู้บริหารจึงย่อมต้องการบรรลุเป้าหมายของบริษัท ทำให้มีการขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มโอกาสในการพัฒนาในอนาคต ซึ่งจะทำให้โอกาสในการเติบโตนั้นมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกับการเพิ่มขึ้นของการก่อหนี้ ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Demircuc-Kunt and Maksimovic (1999) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราการเติบโตต่ออัตราส่วนหนี้สินรวมอย่างมีนัยสำคัญ

4.3.4 รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้

รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารและเทคโนโลยี ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H₇ ในขณะที่รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยสนับสนุนสมมติฐาน H₈ และสอดคล้องกับการศึกษาของ DeAngelo and Masulis (1980) เนื่องจากหากกิจการมีรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้มากขึ้น จะทำให้กิจการสามารถประหยัด

กระแสเงินสดเพื่อเก็บไว้ใช้ในการดำเนินกิจการหรือบริหารงานได้มากขึ้น ดังนั้นจะเป็นการช่วยให้กิจการสามารถลดการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้

4.3.5 ขนาดของกิจการ

ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม และบริการ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน H_9 แต่สำหรับอุตสาหกรรมทรัพยากรที่ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม ได้สนับสนุนสมมติฐาน H_9 และสำหรับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม ทรัพยากร บริการและเทคโนโลยี ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน H_{10} แต่กลับไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งจากความสัมพันธ์ข้างต้นทำให้เห็นว่าขนาดของกิจการเป็นไปตามทฤษฎีการจัดลำดับชั้นของเงินทุน (The Pecking Order Theory) โดยจากความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายต่ำกว่า ดังนั้นจึงส่งผลทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเจรจาต่อรอง และมีความสัมพันธ์กับสถาบันการเงินที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ทั้งนี้จากสมการ (1) และ (2) อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ถูกกำหนดโดย 5 ปัจจัย ได้แก่ ความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และขนาดของกิจการ การประมาณสมการที่ (1) และ (2) ใช้วิธีการทดสอบด้วยการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) โดยสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการแสดงความสัมพันธ์ทางสถิติระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม และแสดงผลการประมาณค่าความยืดหยุ่นตามตารางที่ 4.10 และ 4.11 ซึ่งพบว่า

สำหรับอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร การเพิ่มขึ้นของรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.94 และการเพิ่มขึ้นของขนาดของกิจการร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.09

อุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่า การเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 1.18 ขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.17 อีกทั้งหากความมีตัวตนของสินทรัพย์และขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

ต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.51 และ 0.11 ตามลำดับ ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 0.32

อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม พบว่า การเพิ่มขึ้นของควมมีตัวตนของสินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรร้อยละ 1 ทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 0.20 และ 0.55 ตามลำดับ ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของอัตรากาเรเติบโตและขนาดของกิจการร้อยละ 1 ทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.07 และ 0.04 ตามลำดับ ส่วนการเพิ่มขึ้นของควมมีตัวตนของสินทรัพย์ อัตรากาเรเติบโตและขนาดของกิจการร้อยละ 1 ทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.27 0.03 และ 0.04 ตามลำดับ และหากความสามารถในการทำกำไรและรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 0.21 และ 0.67 ตามลำดับ

อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่า การเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 1.40 ในขณะที่การเพิ่มขึ้นของรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 2.11

อุตสาหกรรมทรัพยากร พบว่า การที่ขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมลดลงร้อยละ 0.06 แต่ทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.12

อุตสาหกรรมบริการ พบว่า การเพิ่มขึ้นของขนาดของกิจการร้อยละ 1 ทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.04 และทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.06

และในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี การเพิ่มขึ้นของอัตรากาเรเติบโตและรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.17 และ 4.27 ตามลำดับ และหากควมมีตัวตนของสินทรัพย์และขนาดของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 8.80 และ 0.03 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการก่อหนี้ระยะสั้นของบริษัท

$$\text{สมการที่ใช้ในการทดสอบ } \ln_STD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln_TANG_{i,t} + \beta_2 \ln_PROF_{i,t} + \beta_3 \ln_GROW_{i,t} + \beta_4 \ln_NDTS_{i,t} + \beta_5 \ln_SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

ตัวแปร	เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร (AGRO)	สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง (PROPCON)	ทรัพยากร (RESOURC)	บริการ (SERV)	เทคโนโลยี (TECH)
Constant	-3.1142	-3.1232**	-0.4520	0.9736	1.5371**	-0.5237	0.0031
t-statistic	(-0.95)	(-2.95)	(-1.15)	(0.63)	(2.34)	(-1.28)	(0.03)
ln_TANG	-	-0.0080	-0.2087*	-0.0576	0.2533	-0.1527	-
t-statistic	-	(-0.03)	(-1.81)	(-0.10)	(1.23)	(-1.42)	-
ln_PROF	-	-1.1796***	-0.5521***	-1.3903***	-0.9983	-0.0423	0.0314
t-statistic	-	(-3.07)	(-3.22)	(-3.16)	(-1.63)	(-0.83)	(0.21)
ln_GROW	0.4917	0.0153	0.0705**	-0.0096	-	-	0.1672*
t-statistic	(-1.70)	(0.44)	(2.38)	(-0.13)	-	-	(1.96)
ln_NDTS	1.941**	-2.0850	-	-0.8132	-	-0.0606	4.2698*
t-statistic	(-2.47)	(-1.19)	-	(-0.84)	-	(-0.28)	(2.09)
ln_SIZE	0.1373	0.1728***	0.0376*	0.0366	-0.0602*	0.0378*	-
t-statistic	(-0.95)	(3.32)	(1.99)	(0.45)	(-1.92)	(1.91)	-
R-squared	0.4362	0.6329	0.1914	0.4336	0.2623	0.1047	0.2801
Adj R-squared	0.2824	0.5105	0.1451	0.3392	0.1517	0.0535	0.1530
No. Obs.	15	21	75	36	24	75	21

ที่มา: คำนวณและประมาณโดยผู้วิจัย

หมายเหตุ : * แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 90% ** แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 95% *** แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 99%

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนการก่อหนี้สินระยะยาวของบริษัท

$$\text{สมการที่ใช้ในการทดสอบ } \ln_LTD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln_TANG_{i,t} + \beta_2 \ln_PROF_{i,t} + \beta_3 \ln_GROW_{i,t} + \beta_4 \ln_NDTS_{i,t} + \beta_5 \ln_SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

ตัวแปร	เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร (AGRO)	สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP)	สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	อสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้าง (PROPCON)	ทรัพยากร (RESOURC)	บริการ (SERV)	เทคโนโลยี (TECH)
Constant	-1.7765	-2.2742***	-0.8325***	2.2913	-2.5196***	-1.1289***	-0.7198**
t-statistic	(-2.14)	(-4.88)	(-4.63)	(1.43)	(-3.61)	(-5.73)	(-2.41)
ln_TANG	-	0.5093***	0.2658***	0.8858	0.0162	0.0685	8.8020*
t-statistic	-	(4.14)	(4.40)	(1.41)	(0.08)	(1.35)	(1.91)
ln_PROF	-	-0.3281*	-0.2138***	0.2070	0.2334	0.0182	-0.0584
t-statistic	-	(-1.94)	(-2.78)	(0.45)	(0.46)	(0.76)	(-0.92)
ln_GROW	-	0.0162	0.0292**	-0.0060	0.0090	-0.0071	0.0072
t-statistic	-	(1.04)	(2.32)	(-0.08)	(0.26)	(-0.57)	(0.25)
ln_NDTS	0.5623	0.2816	-0.6728**	-2.1142**	1.1516	-0.0561	-0.7602
t-statistic	(1.65)	(0.36)	(-2.40)	(-2.09)	(0.60)	(-0.54)	(-0.74)
ln_SIZE	0.0878**	0.1102***	0.0394***	-0.0864	0.1203***	0.0581***	0.0348**
t-statistic	(2.20)	(4.81)	(4.55)	(-1.02)	(3.72)	(6.17)	(2.56)
R-squared	0.3512	0.8381	0.5369	0.1635	0.6786	0.3845	0.6060
Adj R-squared	0.2431	0.7841	0.5033	0.0241	0.5894	0.3400	0.4747
No. Obs.	15	21	75	36	24	75	21

ที่มา: คำนวณและประมาณโดยผู้วิจัย

หมายเหตุ : * แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 90% ** แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 95% *** แสดงนัยสำคัญที่ระดับความมั่นใจ 99%

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเปรียบเทียบระหว่างอุตสาหกรรม และศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม จากผลการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จำนวนทั้งสิ้น 89 บริษัท แบ่งเป็น 7 อุตสาหกรรมตามลักษณะกลุ่มอุตสาหกรรมที่ดำเนินการอยู่ ทั้งหมด 7 อุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทรัพยากร บริการ และเทคโนโลยี ช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2557-2559 โดยการเก็บข้อมูลทุติยภูมิผ่านทางฐานข้อมูล SETSMART

จากการที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแทนของโครงสร้างเงินทุนของกิจการ พบว่าในแต่ละอุตสาหกรรมมีอัตราส่วนการก่อหนี้เฉลี่ยที่แตกต่างกัน สอดคล้องกับ Myers (1984) ที่พบว่าโครงสร้างเงินทุนของแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นผลมาจากการที่แต่ละอุตสาหกรรมมีการเผชิญกับปัจจัยต่าง ๆ ที่มากระทบต่อการดำเนินงานของแต่ละบริษัทที่แตกต่างกัน ทั้งปัจจัยภายนอกที่เป็นปัจจัยเชิงนโยบายจากภาครัฐและภาคเอกชน เช่น ความเสี่ยงของสินทรัพย์หลักที่ใช้ในการดำเนินงาน นโยบายการลงทุน และอัตราภาษี เป็นต้น รวมถึงการที่ได้รับปัจจัยที่เป็นผลกระทบมาจากธรรมชาติของการดำเนินธุรกิจ

สำหรับปัจจัยที่ส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยแบ่งพิจารณาอัตราส่วนการก่อหนี้เป็นอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม พบว่า ความมีตัวตนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ความสามารถในการทำกำไร สอดคล้องกับทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน กล่าวคือ กิจการจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน หากไม่เพียงพอจึงก่อหนี้หรือพึ่งพาจากแหล่งภายนอก โดยการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบทั้งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ส่วนอัตรากาเรดิบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม ก็ได้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเช่นกัน ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานตามที่คาดการณ์ไว้ว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากการมีโอกาสในการเติบโตที่สูง ผู้บริหารจึงยอมต้องการบรรลุเป้าหมายของบริษัท ทำให้มีการขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มโอกาสในการพัฒนาในอนาคต ซึ่งจะทำให้โอกาสในการเติบโตนั้นมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกับการเพิ่มขึ้นของการก่อหนี้ ทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Demircuc-Kunt and Maksimovic (1999) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราส่วนการเติบโตต่ออัตราส่วนหนี้สินรวมอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับการศึกษาของ Scott (1977) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน เนื่องจากความมีตัวตนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับค่าเสื่อมราคาในระดับที่สูง เมื่อบริษัทมีความมีตัวตนของสินทรัพย์สูง บริษัทยังสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น เนื่องจากสินทรัพย์ที่มีตัวตนเหล่านี้สามารถใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ ทำให้อัตราส่วนหนี้สินมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่วนขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมของอุตสาหกรรม ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน แต่สอดคล้องกับการศึกษาของ Saranya Piyawattanametha (2008) และ วรรณญา เรวัตบรรวงศ์ (2556) ที่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนการก่อหนี้ในทิศทางเชิงบวก โดยกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีการจัดทำรายงานทางการเงิน มีข้อมูลเปิดเผยมากกว่า อีกทั้งความเสี่ยงที่จะล้มละลายก็ต่ำกว่า ดังนั้นจึงส่งผลทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการเจรจาต่อรองและมีความสัมพันธ์กับสถาบันการเงินที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ทั้งนี้จากการวิเคราะห์ถดถอย (Regression Analysis) โดยสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณการแสดงความสัมพันธ์ทางสถิติระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม พบว่าสำหรับอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้และขนาดของกิจการ ส่วนอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคโครงสร้างเงินทุนจะขึ้นอยู่กับความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการ ขณะที่อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับความมีตัวตนของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้และขนาดของกิจการ อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างโครงสร้างเงินทุนจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรและรายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ ส่วนอุตสาหกรรมทรัพยากรโครงสร้างเงินทุนจะขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการเพียงปัจจัยเดียว เนื่องจากอุตสาหกรรมทรัพยากรมีลักษณะเฉพาะที่ต้องใช้เทคโนโลยี หรือพื้นที่ เช่น แท่นขุดเจาะน้ำมัน เป็นต้น ทำให้การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์หรือขนาดของกิจการจะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน เช่นเดียวกับอุตสาหกรรมบริการที่โครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับขนาดของกิจการ เนื่องมาจากมูลค่าหลักทรัพย์รวมของตลาดค่อนข้างใหญ่ ทำให้มีการสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตและขนาดของ

กิจการที่เพิ่มมากขึ้น ดังนั้นยังมีขนาดของกิจการเพิ่มมากขึ้น ก็จะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ทั้งอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม สำหรับในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กับความมีตัวตนของสินทรัพย์ อัตราการเติบโต รายการช่วยลดภาษีที่ไม่ใช่หนี้ และขนาดของกิจการ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในแต่ละอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบจากปัจจัยที่แตกต่างกันไปที่จะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการนั้น ๆ

5.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะของการศึกษา

1. การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้ศึกษาถึงบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ว่ามีพฤติกรรมกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างไร หากมีการศึกษาถึงกลุ่มกิจการดังกล่าว อาจทำให้ผลของงานวิจัยแตกต่างออกไป
2. การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้นำปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น เข้ามาใช้ในการศึกษา ซึ่งปัจจัยดังกล่าวอาจมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท
3. การศึกษาครั้งนี้ไม่ได้ศึกษาบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปผู้วิจัยควรนำอุตสาหกรรมการเงินมาศึกษาด้วย ว่ามีความเหมือนหรือแตกต่างอย่างไรที่โครงสร้างเงินทุนได้รับผลกระทบจากปัจจัยต่าง ๆ
4. การศึกษาในอนาคตอาจทำการศึกษาโดยการเพิ่มกลุ่มตัวอย่าง ด้วยการขยายขอบเขตการศึกษา ในด้านระยะเวลา กลุ่มกิจการ หรือเป็นตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ เพื่อศึกษาโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันไป ว่ามีการเลือกใช้หนี้สินแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร

รายการอ้างอิง

การค้นคว้าอิสระ

ฐิติพร ศรีอรุณรุ่งเรือง. (2557). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของ
ผู้บริหาร กับโครงสร้างเงินทุน.* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, การบัญชีธุรกิจ.

เนาวรัตน์ ศรีพนากุล. (2556). *ปัจจัยที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนี SET 50.* (การค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจ
มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

พราวเดือน ราชายนต์. (2555). *การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มประเทศอาเซียน.
(การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).* มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์
และการบัญชี, การบริหารการเงิน.

วรัญญา เรวัตบวรวงศ์. (2557). *อิทธิพลของอุตสาหกรรมต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* (การค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต).

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, การบริหารการเงิน.

บทความวารสาร

อรรถวุฒิ เลาทักดี. (2551). *ทฤษฎีและปัจจัยที่มีผลต่อการจัดโครงสร้างเงินทุน.* Thai Journal of
Public Administration, 2, 9-42.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ทิมพยากรณ์และนโยบาย สวนกลยุทธ์นโยบายการเงิน สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2543). *แบบจำลองเศรษฐกิจสำหรับนโยบายการเงินภายใต้กรอบ Inflation
Targeting.* สืบค้นเมื่อวันที่ 10 พฤษภาคม 2560, จาก

https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Documents/12model_full_%20document_PDF.pdf

สมศักดิ์ วงศปญญาถาวร, รวิสมประภา รักเผาพันธ์, และศิริพร ศิริปญญวัฒน์. (2540). *บทบาทสินเชื่อชนบทต่อการเจริญเติบโตของภาคเกษตรไทย: บททดสอบเชิงประจักษ์ของข้อมูลระหว่างปี 2527-2539*. สืบค้นเมื่อวันที่ 10 พฤษภาคม 2560, จาก

https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Northern/DocLib_Article/254305@RolesofRuralCredit.pdf

Articles

- Ang, J. S. (1991). *Small business uniqueness and the theory of financial management*. The Journal of Small Business Finance, 1(1), 1-13.
- Baker, M. and J. Wurgler. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. Journal of Finance, 62, 1-32.
- Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). *Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure*. Strategic Management Journal, 14(1), 3-16.
- Bancel, F. and Mittoo, U. R. (2004). *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*. Financial Management, 33(4).
- Bevan, A. and Danbolt, J. (2002). *Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis*. Applied Financial Economics, 12(3), 159-170.
- Booth, L., V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt and V. Maksimovic. (2001). *Capital Structure in Developing Countries*. Journal of Finance, 56, 87-130.
- Bowman, H. E. (1980). *A risk/return paradox for strategic management*. Manuscript submitted for publication.
- Bradley, M.; Jarrell, G. A. and Kim, E. H. (1984). *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*. The Journal of Finance, 39(3), July, 857-878.
- DeAngelo, H. and Masulis, R. W. (1980). *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. Journal of Financial Economics, 8, 3-29.

- Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). *The determinants of capital structure: evidence from the Asia pacific region*. Journal of Multinational Financial Management, 14(4-5), 387-405.
- Degryse, H., Goeij, P. and Kappert, P. (2012). *The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure*. Small Business Economics, 38(4), 431-447.
- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic V. (1999). *Institutions, financial markets, and firm debt maturity*. Journal of Financial Economics, 54, 295-336.
- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic V. (2002). *Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data*. Journal of Financial Economics, 65, 337-363.
- De Jong A., Kabir, R. and Nguyen, Tt. (2007). *Capital Structure around the world: the roles of firm and country specific determinants*. Journal of Banking and Finance, 32(9), 1954-1969.
- Frank, M., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure*. Journal of Financial Economics, 67, 217-248.
- Graham, J. (2000). *How big are the tax benefits of debt?*. Journal of Finance, 55, 1901-1941.
- Hall, G.; Hutchinson, P. and Michaelas, N. (2000). *Industry effects on the determinants of unquoted SME's capital structure*. International Journal of the Economics of Business, 7(3), 297-312.
- Hamada, S. R. (1972). *The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks*. Journal of Finance, 27(2), 435-452.
- Harris, M. and Raviv, A. (1990). *Capital structure and the informational role of debt*. The Journal of Finance, 45(2), June, 321-349.
- Harris, M. and A. Raviv. (1991). *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance, 46, 297-355.
- Holmes, S., & Kent, P. (1991). *An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises*. Journal of Entrepreneurial Finance, 1(2), 141-154.

- Jensen and William Meckling. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
- Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). *Strategy and financial policy in UK small firms*. Journal of Business Finance and Accounting, 25(1&2), 1–27.
- Kester, Carl W. (1986). *Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations*. Financial Management, 5-16.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. H. (1973). *A state-preference model of optimal financial leverage*. The Journal of Finance, 28, 911-922.
- Lee, Jong-Wha and Lee, Young Soo. (1999). *The determination of corporate debt in Korea*. Mimeo.
- Lev B. (1969). *Industry averages as targets for financial ratios*. Journal of Accounting Research, 7, 290-299.
- Marsh, Paul. (1982). *The choice between equity and debt: An empirical study*. Journal of Finance, 37, 121-144.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review, 68(3), June, 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. The American Economic Review, 53(2), June, 433-443.
- Myers, S. C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Journal of Financial Economics, 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). *The capital structure puzzle*. The Journal of Finance, 39(3), July, 575-592.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, 13, 187-221.
- Rajan, R. and L. Zingales. (1995). *What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. Journal of Finance, 50, 1421–1460.
- Scott, F. D., & Martin D. J. (1975). *Industry influence on financial structure*. Financial Management, 4(1), 67-73.

- Scott, James, 1977, *Bankruptcy, secured debt and optimal capital structure*, Journal of Finance, 32, 1-19.
- Sogorb-Mira, F. (2005). *How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994–1998 Spanish data panel*. Small Business Economics, 25(5), 447–457.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). *The determinants of capital structure choice*. The Journal of Finance, 43(1), March, 1-19.
- Yupana Wiwattanakantang. (1999). *An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms*. Pacific-Basin Finance Journal, 7, 371–403.
- Wu, G., and Xiao, Z. (2002). *A generalized partially linear model of asymmetric volatility*. Journal of Empirical Finance, 9(3), 287-319

Independent Study

- Charninun Sukontaman. (2012). *Bank capital structure in Southeast Asian countries: Regulatory capital requirement and the standard determinants of capital structure*. (Master's independent study). Thammasat University, Faculty of commerce and Accountancy.
- Rinda Wangvisavavit. (2003). *An empirical examination of changes in the effect of capital structure determinants before and after Thailand financial crisis*. (Master's independent study). Thammasat University, Faculty of commerce and Accountancy.
- Saranya Piyawattanametha. (2008). *Dynamic optimal capital structure of family business in SET*. (Master's independent study). Thammasat University, Faculty of commerce and Accountancy.

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาววิรากานต์ รัชสมบูรณ์
วันเดือนปีเกิด	9 ตุลาคม 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

