

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND IN SET100 INDEX

Received: January 10, 2020

Revised: June 25, 2020

Accepted: October 16, 2020

ปิยะรัตน์ โพธิ์ย้อย*

Piyarat Poyoy*

พัทธนันท์ เพชรเชิดชู**

Pattanant Petchchhedchoo**

ศิริเดช คำสุพรหม***

Siridech Kumsuprom***

* นักศึกษาปริญญาเอก หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การบัญชี) วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

** Ph.D. Candidate, Doctor of Philosophy Program in Accountancy, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

* Email: piyarat__air@gmail.com

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ และปริญญาเอก รองอธิการบดีสายงานวิชาการ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

** Assistant Professor and Ph.D., Vice President for Strategic Alliances, Dhurakij Pundit University

** Email: pattanant.peo@dpu.ac.th

*** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ และปริญญาเอก คณบดี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

*** Assistant Professor and Ph.D., Dean, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University

*** Email: siridech.kum@dpu.ac.th

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ลักษณะปัจจัยที่เป็นตัวเงินที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยไม่รวมถึงกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559-2561 จำนวน 69 บริษัท 207 กลุ่มตัวอย่าง โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินรายปี สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา รวมถึงหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2559-2561 มีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้ระยะยาวเฉลี่ยคิดเป็น ร้อยละ 34.38 รวมถึงผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างสินทรัพย์ ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถทำกำไร ความอ่อนไหวทางการเงิน การจ่ายเงินปันผล และศักยภาพในการเติบโตไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว ส่วนสภาพคล่องทางการเงินและกระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว นอกจากนี้ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน หนี้สินระยะยาว ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The purpose of this research is to study the proportion of the capital structure, the monetary factors that influence the capital structure, and other factor that affect the capital structure of the registered companies in the Stock Exchange of Thailand. The group of 207 samples used in the study is the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in SET 100 Index, excluding 69 companies from the financial business industry, from 2016 to 2018, by using data from the annual financial statements. The statistics used for data analysis includes mean, standard deviation, the calculation of the Pearson product moment correlation coefficient, and multiple regression analysis.

The result of this research illustrates that the listed companies in the Stock Exchange of Thailand in SET 100 Index during 2016 - 2018, characterise the proportion of capital structure caused by long-term debt at an average of 34.38 percent. Factors like asset structure, business risk, profitability, financial distress, dividend payment and growth opportunities have no effect on long-term debt at the 0.05 level of significance. However, liquidity and free cash flow influence negative on the level of long-term debt. In addition, non-debt tax shields show a positive effect on the level of long-term debt at the 0.05 level of significance.

Keywords: Capital Structure, Long-term Debt, Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในการดำเนินธุรกิจเพื่อแสวงหากำไรและผลประโยชน์ตอบแทนต้องอาศัยความเชื่อมั่นในการบริหารระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) โดยผู้ถือหุ้นมีความต้องการที่ได้รับผลตอบแทนแก่ตนเองอย่างสูงสุด แต่ความเป็นจริงผู้บริหารอาจแสวงหาประโยชน์ให้ตัวเองไม่ว่าจะเป็นการลงทุนที่ไม่เหมาะสมและมีความเสี่ยง นำเงินซื้อสิ่งที่ไม่ต้องการผู้ถือหุ้นบริษัทต้องหาทางป้องกันถ้าได้ผู้บริหารที่ไม่ดีมาบริหารกิจการ ทางออกอย่างหนึ่งของแนวทางการแก้ปัญหา บริษัทควรก่อหนี้เพิ่มขึ้น การก่อหนี้นี้อาจทำให้ผู้บริหารจำเป็นต้องบริหารงานให้มีประสิทธิภาพเพราะต้องจ่ายชำระคืนแก่เจ้าหนี้และการบริหารงานที่ดีนั้นยังส่งเสริมให้บริษัทมีชื่อเสียงอีกด้วย (Jensen and Meckling, 1976) แต่การก่อหนี้ที่มากเกินไปก็อาจทำให้บริษัทได้รับความเสี่ยงเช่นกัน เนื่องจากการก่อหนี้จำเป็นต้องเป็นการก่อหนี้ที่เหมาะสมและถ้าบริษัทก่อหนี้ไว้เป็นจำนวนมากเกินไป ถึงเวลาที่บริษัทจะต้องลงทุนในโครงการที่สามารถทำกำไรได้มาก บริษัทอาจใช้แหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้ระยะยาวได้มากขึ้น

จากความสำคัญดังกล่าวข้างต้นผู้วิจัยเห็นว่าการกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ถือเป็นเครื่องมือเพื่อใช้ในการตัดสินใจทางการเงินระหว่างสัดส่วนการก่อหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โครงสร้างเงินทุนนับว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการดำเนินธุรกิจไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม การกำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้นเป็นหน้าที่สำคัญอย่างหนึ่งของผู้บริหารการเงินที่จะออกแบบและวางแผน โดยใช้ประสบการณ์คาดการณ์การใช้การคำนวณจากข้อมูลทางการเงิน (Titman and Wessel, 1988) การคาดคะเนที่เหมาะสมในการกำหนดแนวทางโครงสร้างเงินทุน ส่งผลให้เกิดการบริหารการเงินโดยไม่รับความเสี่ยงจากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นแต่ถ้าในทางตรงกันข้ามหากการตัดสินใจผิดพลาดในการบริหารโครงสร้างเงินทุน

อาจส่งผลต่อความเสียหายของธุรกิจตามมา โดยงานวิจัยฉบับนี้แสดงให้เห็นถึงปัจจัยที่เน้นตัวเงินที่มีอิทธิพลต่อแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาวเป็นสำคัญ เพื่อให้เกิดความสมดุลและเหมาะสม อีกทั้งสร้างความมั่นคงและเสถียรภาพทางการเงินให้กับธุรกิจได้อย่างยั่งยืน รวมไปถึงสะท้อนให้เห็นภาพรวมของประเทศในการดำเนินธุรกิจ ทำให้มีประเด็นคำถามในการวิจัยว่าปัจจัยใดที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้ระยะยาวของบริษัท และมีสัดส่วนการก่อหนี้ระยะยาวอยู่ในระดับใด

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
2. เพื่อศึกษาลักษณะปัจจัยที่เป็นตัวเงินที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
3. เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100

แนวคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

จากการที่ผู้วิจัยได้ศึกษาเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง จึงได้จำนวนตัวแปรที่ใช้อธิบายในการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีหลายตัวแปร แต่ในส่วนของงานวิจัยนี้ อธิบายถึงตัวแปรหลักที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาดังต่อไปนี้

โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนเป็นเรื่องท้าทายสำหรับบริษัทอย่างมาก โดยให้ความสำคัญต่อการพิจารณาถึงการผสมผสานที่เหมาะสมระหว่างการก่อหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญอย่างหนึ่งที่บริษัทต้องเปิดเผยต่อสาธารณชน ถ้าการตัดสินใจทางการเงินผิดพลาดอาจมีแนวโน้มที่จะขัดขวางการเพิ่มความมั่งคั่งของธุรกิจ ดังนั้นหากบริษัทต้องการบรรลุเป้าหมายของการเพิ่มความมั่งคั่งสูงสุด บริษัทควรจะต้องดำเนินการอย่างมีสติในทิศทางที่ถูกต้องและในเวลาที่เหมาะสมเพื่อระบุปัจจัยที่ต้องนำไปสู่ความเข้าใจในการกำหนดส่วนผสมทางการเงิน (Modugu, 2013) ปัจจัยต่าง ๆ มีหลักฐานเชิงประจักษ์ และหลากหลายปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ซึ่งเป็นเพียงแนวทางในการพิจารณาตัดสินใจวางแผนทางการเงินในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต่อไป

โครงสร้างสินทรัพย์ (Asset Structure) โครงสร้างสินทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยใช้สินทรัพย์ถาวร เป็นหลักประกันความสามารถในการชำระหนี้ การที่มีสินทรัพย์ถาวรในบริษัทมากทำให้ผู้เป็นเจ้าหนี้หรือผู้ลงทุนยังเกิดความมั่นใจว่าถ้า

บริษัทนั้นคาดว่าจะอาจไม่สามารถดำเนินงานต่อไปได้ ไม่มีเงินจ่ายให้กับเจ้าหนี้หรือผู้ลงทุนก็ยังสามารถบังคับขายสินทรัพย์เพื่อเอาเงินมาชำระหนี้คืนได้ จากการศึกษาของ Chen (2004) ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศจีน ไม่รวมธุรกิจการเงิน จำนวน 77 บริษัท พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม สินทรัพย์ที่เป็นรูปธรรมทำให้เป็นหลักประกันการชำระหนี้ ซึ่งสินทรัพย์เป็นเกณฑ์สำคัญในนโยบายความน่าเชื่อถือของบริษัท สินทรัพย์ถาวร สามารถรองรับระดับการก่อหนี้ที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ไม่มีตัวตน แต่ Thippayana (2014) ได้ทำการศึกษาโครงสร้างสินทรัพย์กับระดับการก่อหนี้ระยะยาว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าว นอกจากนี้ Amidu (2007) ได้ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนในธุรกิจธนาคารของประเทศกานา จำนวน 19 บริษัท พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแต่ในทางตรงกันข้าม Mazur (2007) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศโปแลนด์ จำนวน 238 บริษัท พบว่า โครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบต่อโครงสร้างทางการเงินในรูปของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งมีข้อสังเกตที่เห็นชัดในประเทศโปแลนด์ว่าความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นเกิดจากการก่อหนี้ระยะสั้นเป็นส่วนใหญ่ ประกอบไปด้วยสัดส่วนของ หนี้สินระยะสั้นเป็น 0.42 เท่าต่อสินทรัพย์รวม และหนี้สินระยะยาวเป็น 0.07 เท่าต่อสินทรัพย์รวม

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shields) ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เป็นตัวแปรที่ศึกษาเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดจากการก่อหนี้แทนดอกเบี้ย แต่สามารถนำมาใช้เพื่อให้ได้ผลประโยชน์ในการเสียภาษีที่น้อยลง เช่น การศึกษาของ DeAngelo and Masulis (1980) ให้ความเห็นว่าผลกระทบของภาษีเงินได้นิติบุคคลไม่เกี่ยวข้องกับการก่อหนี้ เช่น ค่าเสื่อมราคา เป็นสิ่งทดแทนสำหรับการใช้ประโยชน์ทางภาษีของการจัดหาเงินทุน เป็นผลให้บริษัทมีแนวทางเลือกการใช้ประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินที่มีมากขึ้น และส่งผลให้การก่อหนี้จากแหล่งภายนอกลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เสมือนโครงสร้างสินทรัพย์ถ้ามีอัตราส่วนค่าเสื่อมราคามากแนวโน้มการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมีความเป็นไปได้ที่จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย เช่นเดียวกับ Upneja and Dalbor (2001) พบว่าบริษัทสหรัฐอเมริกาจำนวน 211 บริษัท การใช้ประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินโดยวัดจากค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าการใช้ประโยชน์ในรูปแบบค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการก่อหนี้ เป็นรายการที่ไม่ได้นำเงินสดไปชำระทำให้ถ้าธุรกิจมีผลประโยชน์ทางภาษีค่อนข้างมาก การก่อหนี้จะน้อยลงตามไปด้วย ในทางตรงกันข้าม Rafiq (2008) จากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์การจี ของปากีสถานพบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทาง

บวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว เช่นเดียวกับ Güner (2016) พบว่าการใช้ประโยชน์จากภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว อย่างไรก็ตาม Karadeniz, Kandir, Balçilar, and Onal (2009) ได้ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อิสตันบูล ประเทศตุรกี พบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินของบริษัท ไม่พบความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ (Business Risk) ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ บริษัทที่มีการเติบโตของการเปลี่ยนแปลงกำไร การเติบโตที่สูงขึ้นหมายถึงการ เปลี่ยนแปลงของผลกำไรที่สูงขึ้นตามไปด้วย บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงอาจพบว่าการระดมทุนจากภายนอกทำได้ยาก เพราะผู้ให้กู้จะเรียกร้องผลตอบแทนที่สูงขึ้นตาม แต่ถ้ามีหลักประกันหนี้โดยใช้สินทรัพย์ถาวรก็มีความเป็นไปได้ที่จะกู้เงินได้ง่ายขึ้น งานวิจัยที่ผ่านมา Omran and Pointon (2009) ได้ศึกษาตลาดหลักทรัพย์ในอียิปต์พบว่า ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน แสดงให้เห็นว่าธุรกิจจะมีความเสี่ยงหรือไม่มีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจก็ไม่มีอิทธิพลต่อการก่อหนี้ระยะยาว อย่างไรก็ตาม Ezeoha (2011) ได้ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไนจีเรีย ไม่รวมธุรกิจการเงิน จำนวน 71 บริษัท ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจในรูปแบบของเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีไม่มีความสัมพันธ์ต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ส่วนงานวิจัยของ Ramjee and Gwatidzo (2012) ได้ศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์โจฮันเนสเบิร์ก จำนวน 178 บริษัทของแอฟริกาใต้ พบว่า ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจโดยวัดจาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรใน 5 ปีที่ผ่านมาของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมทั้งราคาตลาดและราคาตามบัญชี เนื่องจากธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงย่อมต้องการเงินมาลงทุนจากแหล่งเงินทุนต่าง ๆ เพื่อให้มีเงินทุนหมุนเวียนในกิจการอย่างเพียงพอ

ความสามารถทำกำไร (Profitability) ความสามารถทำกำไร เป็นสิ่งที่สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทได้ใช้ประโยชน์จากทรัพยากรที่มีอยู่ในบริษัทคุ้มค่าหรือไม่ ถ้าบริษัทมีกำไรที่สูงและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปีย่อมทำให้นักลงทุนมีความสนใจที่จะเสี่ยงลงทุนมากขึ้นเพราะส่วนใหญ่นักลงทุนย่อมแสวงหากำไรเป็นผลตอบแทน ซึ่ง Sofat and Singh (2017) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถทำกำไรกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอินเดีย (BSE) พบว่าความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบของสัดส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อธิบายได้ว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสะสมเพียงพอโดยไม่ต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก และเลือกที่จะใช้กำไรสะสมหรือกระแสเงินสดเป็นเงินทุนมากกว่า และเห็นได้ว่าบริษัทที่มีกำไรไม่ต้องการที่จะรับความเสี่ยงจากการกู้ยืม (Abor, 2005) ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าบริษัทที่ประสบความสำเร็จส่วนใหญ่ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก (Chen and Chen, 2011; Eldomiaty, 2007; Kim & Berger, 2008)

ความอ่อนไหวทางการเงิน (Financial distress) ความอ่อนไหวทางการเงิน บ่งบอกถึงการเปลี่ยนของรายได้ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง ถ้ามีรายได้ที่ลดลงตามสภาวะเศรษฐกิจ และบริษัทก่อก่อนระยะยาวมากเท่าไรภาระผูกพันทางกฎหมายก็ยิ่งมากขึ้นเท่านั้น ในช่วงที่เกิดอัตราดอกเบี้ยสูง อาจทำให้รายได้ที่ได้จากการดำเนินงานต้องไปจ่ายดอกเบี้ย ทำให้มีความกดดันทางการเงินมากขึ้น เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงรายได้จากการดำเนินงานที่ไม่แน่นอน บริษัทจำเป็นต้องอยู่รอดให้ได้ ซึ่งบริษัทอาจไม่สามารถชำระหนี้ได้ทั้งหมด (Eriotis, Vasiliou & Ventoura-Neokosmidi, 2007) ดังนั้นเมื่อบริษัทมีระดับก่อก่อนนี้สูงเกินไปประกอบกับความไม่แน่นอนจากความอ่อนไหวทางการเงินที่เพิ่มขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงิน และเพิ่มความเสี่ยงของนำไปสู่การล้มละลายได้ ทำให้มูลค่าโดยรวมของบริษัทลดลงตามไปด้วย งานวิจัยในอินเดีย Handoo and Sharma (2014) พบว่าความอ่อนไหวทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์ต่อระดับการก่อก่อนระยะยาว

การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment) การจ่ายเงินปันผลถือเป็นปัจจัยที่สามารถใช้ประโยชน์เพื่อการตัดสินใจในการก่อก่อนในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ที่การจ่ายเงินปันผลอาจเป็นตัวช่วยดูแลรักษาประโยชน์ของบริษัทเพื่อไม่ให้ใช้กระแสเงินสดอิสระมากเกินไป ในส่วนของผู้อถือหุ้นมักมีความต้องการที่จะได้รับเงินปันผลจากบริษัท (Fama & French, 2002) อย่างไรก็ตามบริษัทอาจจะนำเงินไปลงทุนให้แก่ผู้อถือหุ้นแทนที่จะจ่ายเงินปันผล ถ้าหากบริษัทยังคงนโยบายจ่ายเงินปันผลตามที่คาดการณ์ไว้บริษัทอาจมองว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นภาระผูกพันที่ควรทำ ซึ่งการจ่ายเงินปันผลอาจนำไปสู่ความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างการกู้ยืมและการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นถ้าผลกำไรของบริษัทและงบประมาณการลงทุนคงที่อาจมีความสัมพันธ์ทางลบระหว่างสัดส่วนหนี้สินและการจ่ายเงินปันผล อย่างงานวิจัยของ Al-Ajmi, Abo Hussain, and Al-Saleh (2009) ได้ศึกษาบริษัทในซาอุดีอาระเบียพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทางลบต่อโครงสร้างเงินทุนตามสมมติฐานที่ตั้งไว้แต่จะมีความสำคัญเมื่อมีการใช้ประโยชน์จากโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมนั้นหมายถึงการส่งสัญญาณทางการเงินอย่างหนึ่งที่ยืนยันได้ว่าบริษัทอาจกำลังมีปัญหาทางการเงินนั้นหมายถึงบริษัทอาศัยการก่อก่อนภายนอกมากขึ้น แต่ในทางตรงกันข้าม Ni and Yu (2008) พบว่าบริษัทในจีน การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะบริษัทต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้อถือหุ้น และการที่บริษัทจ่ายเงินปันผลก็เสมือนว่าได้เปิดเผยข้อมูลแก่บุคคลภายนอกมากขึ้นด้วย ในขณะที่บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นบริษัทที่มีความเป็นไปได้ที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน

กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flows) กระแสเงินสดอิสระตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ทิศทางบวกระหว่างกระแสเงินสดอิสระและสัดส่วนการก่อก่อนนี้

เนื่องจากบริษัทที่มีเงินสดเหลืออยู่เป็นจำนวนมากจะเผชิญความเสี่ยงจากปัญหาทางการเงินน้อยกว่าบริษัทที่มีเงินสดเหลือน้อย เพราะมีศักยภาพในการกู้ยืมในตลาดได้ง่าย (Jensen, 1986) อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์เชิงลบอาจมีการใช้ทฤษฎีลำดับชั้น เนื่องจากความต้องการเพิ่มขึ้นของเงินทุนภายในที่เกิดจากกระแสเงินสดอิสระ กระแสเงินสดอิสระเหล่านี้ถือว่าเป็นแหล่งเงินทุนภายในบริษัท (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) อย่างไรก็ตามในตลาดหลักทรัพย์อีลด์ลรูปพบว่ากระแสเงินสดอิสระไม่มีความเกี่ยวข้องกับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนในรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้น อธิบายได้ว่ากระแสเงินสดอิสระไม่ได้มีความสำคัญใด ๆ ต่อระดับการก่อหนี้ (Karadeniz et al., 2009)

สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) บริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงอาจสนับสนุนให้ความสามารถในการชำระหนี้ได้ดียิ่งขึ้น และสภาพคล่องสูงเป็นไปได้ที่จะก่อหนี้สูงตามไปในทิศทางเดียวกัน แนวคิดของ Khan (2012) ให้ความเห็นว่า ตามทฤษฎีแลกเปลี่ยนบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมาก ๆ จะสามารถเผชิญกับหนี้สินที่เกิดขึ้นในปัจจุบันได้ เพราะสามารถทำตามภาระผูกพันตามสัญญาการใช้หนี้ได้ในทางตรงกันข้ามทฤษฎีลำดับชั้นชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีภาวะสภาพคล่องสูงเลือกที่จะใช้เงินทุนภายในแทนการหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก เพราะไม่ยอมรับความเสี่ยงจากการชำระหนี้ที่เกิดขึ้น จากการศึกษาของ Serghiescu and Vaidean (2014) ได้ทำศึกษาตลาดหลักทรัพย์บูคาเรสต์ ในโรมาเนีย จำนวน 20 บริษัทพบว่า สภาพคล่องทางการเงินในรูปของเงินสดและเงินฝากธนาคารต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุนในรูปสัดส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อธิบายไว้ว่าธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูงจะทำให้ระดับการก่อหนี้ลดลง การบริหารสภาพคล่องของเงินสดที่มีอยู่ในมือเพียงพอไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม จากความสัมพันธ์ของการก่อหนี้จะเห็นได้ว่าถ้ามีสภาพคล่องทางการเงินที่เหมาะสม บริษัทอาจไม่ยากที่จะก่อหนี้เพิ่มเพราะถ้าก่อหนี้เพิ่มความเสี่ยงที่เกิดจากสภาวะล้มละลายและถูกฟ้องร้องอาจเพิ่มตามไปด้วย เพราะไม่สามารถชำระหนี้ได้ในทางกลับกันถ้าบริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินที่เพียงพอบริษัทจะเลือกใช้เงินทุนภายในกิจการมากกว่า ซึ่งหมายถึงบริษัทมีกำไรสะสมมากนั่นเอง (Mazur, 2007; Viviani, 2008)

ศักยภาพในการเติบโต (Growth Opportunities) ศักยภาพในการเติบโตของบริษัทเป็นตัวแปรที่สำคัญอีกหนึ่งตัวแปรที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าการเติบโตของบริษัทโดยเฉพาะเจ้าหนี้ที่เห็นว่าความสำเร็จของบริษัทในอนาคต และสามารถจับต้องได้ ได้แก่ ผลประกอบการที่ออกมาในรูปของผลการดำเนินงานที่ดี เจ้าหนี้มองว่าถ้าให้กู้ยืมแก่บริษัท บริษัทจะสามารถนำเงินมาชำระคืนได้ (Ramjee & Gwatidzo, 2012) และในส่วนของเจ้าของบริษัทต้องอยากได้ผลตอบแทนที่มากขึ้นในอนาคตเช่นกัน เนื่องจากเห็นว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตของธุรกิจที่สูงขึ้นย่อมต้องการเงินมาลงทุนจากแหล่งเงินทุนจากที่ต่าง ๆ มากขึ้นทำให้ระดับการก่อหนี้เพิ่มขึ้นตามไปด้วย รวมถึงงานวิจัยที่ผ่านมา öhman and Yazdanfar (2017) ได้ศึกษาธุรกิจโนสวีเดนพบว่าโอกาสการเติบโตของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในรูป

ของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ผลลัพธ์ที่ได้ถึงแม้ว่าสถานะธุรกิจอาจแตกต่างกันแต่ก็สะท้อนให้เห็นว่าโอกาสการเติบโตยิ่งสูงสัดส่วนการก่อหนี้ย่อมเพิ่มขึ้นตามไปด้วย แสดงให้เห็นว่าธุรกิจยังคงมีความต้องการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกในทางตรงกันข้าม Huang (2006) ได้ศึกษาบริษัทในประเทศจีนพบว่าโอกาสการเติบโตมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่อัตราการเติบโตสูง จะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ลดลง

จากการทบทวนวรรณกรรมที่งานวิจัยที่เกี่ยวข้องทำให้สามารถพัฒนาสมมติฐานในการวิจัยได้ดังนี้

- สมมติฐานข้อที่ 1: โครงสร้างสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 2: ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 3: ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 4: ความสามารถทำกำไรมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 5: ความอ่อนไหวทางการเงินมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 6: การจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 7: กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 8: สภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- สมมติฐานข้อที่ 9: ศักยภาพในการเติบโตมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน

1. โครงสร้างสินทรัพย์ (Asset Structure: ASST)
2. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shields: NDTS)
3. ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ (Business Risk: BRSK)
4. ความสามารถทำกำไร (Profitability: PROF)
5. ความอ่อนไหวทางการเงิน (Financial distress: FDIST)
6. การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment: DIVD)
7. กระแสเงินสดอิสระ (Free cash flows: FCF)
8. สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity: LIQD)
9. ศักยภาพในการเติบโต (Growth Opportunities: GROW)



ตัวแปรตาม
(Dependent Variables)
สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
(Capital Structure: CAPS)
- หนี้สินระยะยาวต่อ
หนี้สินระยะยาวบวกส่วนของ
ผู้ถือหุ้น

ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยทั้ง 9 ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 เป็นการวิจัยแบบเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ที่ผู้วิจัยได้ทบทวนแนวคิด ทฤษฎีวรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ข้อมูลทางการเงินที่ใช้ในการศึกษาเก็บรวบรวมจากรายงานประจำปี (แบบ 56-1) ฐานข้อมูลจาก SETSMART ก่อนเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยได้มีการใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) ได้แก่ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เป็นต้น รวมถึงการใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inference statistics) ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยเลือกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 แต่ไม่รวมถึงกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ที่ประกอบไปด้วยหมวดธุรกิจกลุ่มธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีรายการบัญชีแตกต่างจากกลุ่มอื่น ๆ โดยอยู่ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2559 - 2561

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวน (บริษัท)
SET 100	100
กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน/กลุ่มข้อมูลไม่ครบถ้วน	(31)
จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา	69

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

$$CAPS = \beta_0 + \beta_1(ASST) + \beta_2(NDTS) + \beta_3(BRSK) + \beta_4(PROF) + \beta_5(FDIST) + \beta_6(DIVD) + \beta_7(FCF) + \beta_8(LIQD) + \beta_9(GROW) + \varepsilon$$

โดยที่	CAPS	=	หนี้สินระยะยาวหารด้วยหนี้สินระยะยาวบวกส่วนของผู้อถือหุ้น
	ASST	=	สินทรัพย์ถาวรหารสินทรัพย์รวม
	NDTS	=	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่ายหารสินทรัพย์รวม
	BRSK	=	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของกำไรสุทธิใน 3 ปีที่ผ่านมา
	PROF	=	EBITDA หารด้วยสินทรัพย์รวม
	FDIST	=	เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงรายได้ที่แท้จริง
	DIVD	=	เงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น
	FCF	=	ผลรวมของกำไรก่อนภาษี ดอกเบี้ยจ่ายและค่าเสื่อมราคาหารสินทรัพย์รวม
	LIQD	=	สินทรัพย์หมุนเวียนหารหนี้สินหมุนเวียน
	GROW	=	ราคาตลาดต่อหุ้นหารมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น

ผลการวิจัย ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

ตารางที่ 2 สรุปผลการศึกษาลักษณะเชิงพรรณนาของสัดส่วนตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปร (n=207)	Min	Max	Mean	SD
ASST (เท่า)	.00	.83	.34	.24
NDTS (เท่า)	.00	.26	.04	.43
BRSK (S.D. ใน 3 ปีที่ผ่านมา)	6.52	58456.48	2499.92	5965.69
PROF (เท่า)	-.01	1.64	.14	.13
FDIST (%)	-47.60	770.42	11.73	56.99
DIVD (เท่า)	.00	28.45	3.09	2.96
FCF (เท่า)	-.01	.40	.15	.07
LIQD (เท่า)	.18	6.75	1.68	1.16
GROW (เท่า)	.28	222.45	16.88	33.74
CAPS (%)	.00	88.60	34.38	20.47

จากตารางที่ 2 พบว่าผลการศึกษาจากสัดส่วนตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์วัดจาก สินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ .000 หมายความว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์ถาวรมากหรือน้อยกว่าสินทรัพย์รวมได้แก่ที่ดินอาคารอุปกรณ์เป็นหลักประกันและมีบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์ถาวรมีค่าสูงสุดเท่ากับ .83 เท่าและค่าเฉลี่ยเท่ากับ .34 เท่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินวัดจาก ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่ายหารด้วยสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ .000 เท่า หมายความว่าไม่มีค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่ายเพื่อนำไปใช้ประโยชน์ทางภาษี และมีบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างมีค่าสูงสุดเท่ากับ .26 เท่า และค่าเฉลี่ย .04 เท่า ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจวัดจาก ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของกำไรสุทธิใน 3 ปีที่ผ่านมา ได้แก่ ค่า SD. ของปี 61 วัดจาก กำไรสุทธิของปี 61 ปี 60 ปี 59 ค่า SD. ของปี 60 วัดจาก กำไรสุทธิของปี 60 ปี 59 ปี 58 ค่า SD. ของปี 59 วัดจาก กำไรสุทธิของปี 59 ปี 58 ปี 57 มีค่าต่ำสุด 6.52 และค่าสูงสุด 58456.48 ค่าเฉลี่ย 2499.92 ความสามารถทำกำไรวัดจาก EBITDA หารด้วยสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -.01 เท่า หมายความว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำกำไรจากกำไรก่อนดอกเบี้ยภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดจ่ายติดลบ และในกลุ่มตัวอย่างมีความสามารถในการทำ

กำไรค่าสูงสุดเท่ากับ 1.64 เท่า ค่าเฉลี่ยเท่ากับ .14 เท่า ความอ่อนไหวทางการเงินวัดจากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงรายได้ที่แท้จริง ได้แก่ ข้อมูล ปี 61 มีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงรายได้จากปี 60 ส่วน ปี 60 มีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงรายได้จากปี 59 และปี 59 มีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงรายได้จากปี 58 มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -47.60 % หมายความว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการเปลี่ยนแปลงของรายได้ที่แท้จริงลดลงจากปีก่อนเป็นอย่างมาก มีบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการเปลี่ยนแปลงของรายได้ที่แท้จริงโดยมีค่าสูงสุดเท่ากับ 770.42% และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 11.73 % การจ่ายเงินปันผลวัดจากเงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรต่อหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ .00 เท่าหมายความว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างไม่มีการจ่ายเงินปันผล และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผลมีค่าสูงสุดเท่ากับ 28.45 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.09 เท่า กระแสเงินสดอิสระวัดจากผลรวมของกำไรก่อนภาษีดอกเบี้ยจ่ายและค่าเสื่อมราคาหารสินทรัพย์รวม มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -.01 เท่า หมายความว่า มีบริษัทกระแสเงินสดติดลบ และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีกระแสเงินสดมีค่าสูงสุดเท่ากับ .40 เท่า และค่าเฉลี่ยเท่ากับ .15 เท่า สภาพคล่องทางการเงินวัดจากสินทรัพย์หมุนเวียนหารหนี้สินหมุนเวียน มีค่าต่ำสุดเท่ากับ .18 เท่า หมายความว่าในกลุ่มตัวอย่างมีสภาพคล่องต่ำ และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าสูงสุดเท่ากับ 6.75 เท่า หมายความว่าในกลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียนทำให้มีสภาพคล่องสูง และค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.68 เท่า ศักยภาพในการเติบโตวัดจากราคาตลาดต่อหุ้นหารมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น มีค่าต่ำสุดเท่ากับ .28 เท่า และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 222.45 เท่า หมายความว่าในกลุ่มตัวอย่างราคาตลาดต่อหุ้นสูงมากกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น และมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.88 เท่า โครงสร้างเงินทุนวัดจากหนี้สินระยะยาวหารด้วยผลรวมหนี้สินระยะยาวกับส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าต่ำสุดร้อยละ .00 หมายความว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างไม่ใช้เงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาว และมีบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างใช้เงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาวสูงถึงร้อยละ 88.60 และค่าเฉลี่ยในการก่อหนี้ระยะยาวในกลุ่มตัวอย่างร้อยละ 34.38

การวิเคราะห์ Pearson Correlation ดังตารางที่ 3 เป็นการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่นำมาศึกษา โดยค่าตัวแปรสหสัมพันธ์หากมีค่าใกล้ 1 ตัวแปรจะมีความสัมพันธ์กันสูง ซึ่งพบว่า ไม่เกิดปัญหา Muticollinearity จึงได้ทำการวิเคราะห์ Multiple Regression ในลำดับต่อไป

ตารางที่ 3 สรุปการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ Pearson Correlation (n=207)

ตัวแปร	ASST	NDTS	BRSK	PROF	FDIST	DIVD	FCF	LIQD	GROW	CAPS
ASST	1	.212**	.153*	.097	.198*	-.173*	.159*	-.268**	0.46	.120
NDTS		1	.111	.327**	-.050	-.032	.594**	-.238**	-.036	.088
BRSK			1	.127	-.008	.082	.053	.119	.326**	.038
PROF				1	-.087	.062	.554**	.101	.069	-.161*
FDIST					1	-.115	-.105	-.106	-.008	.165*
DIVD						1	.120	.114	.054	-.087
FCF							1	-.010	.023	-.211**
LIQD								1	.120	-.345**
GROW									1	.001
CAPS										1

จากตารางที่ 3 พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ (ASST) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ($r=0.120$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าสัดส่วนโครงสร้างสินทรัพย์ที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้น ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ($r=0.088$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าสัดส่วนผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ (BRSK) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ($r=0.038$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้น ความสามารถทำกำไร (PROF) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($r=-.161^*$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าสัดส่วนความสามารถทำกำไร (PROF) ที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวลดลง ความอ่อนไหวทางการเงิน (FDIST) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($r=0.165^*$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าความอ่อนไหวทางการเงินที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้นตามไปด้วย การจ่ายเงินปันผล (DIVD) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม ($r=-.087$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวลดลง กระแสเงินสดอิสระ (FCF) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ที่ระดับ 0.01 ($r=-.211^{**}$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าสัดส่วนกระแสเงินสดอิสระ ที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวลดลง สภาพคล่องทางการเงิน (LIQD) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ($r=-.345^{**}$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าสัดส่วนสภาพคล่องทางการเงินที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวลดลง และ ศักยภาพในการเติบโต (GROW) และสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (CAPS) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ($r=0.001$) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าสัดส่วนศักยภาพในการเติบโตที่เพิ่มมากขึ้นจะมีอิทธิพลให้ระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้น

ตารางที่ 4 สรุปผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET 100

ตัวแปรพยากรณ์	b	SE b	Beta	T	Sig
ค่าคงที่	.507***	.043	-	11.683	.000
ASST	.018	.061	.021	.299	.765
NDTS	1.025**	.402	.215	2.548	.012
BRISK	1.861	.000	.054	.777	.438
PROF	-.049	.126	-.030	.393	.695
FDIST	.000	.000	.106	1.624	.106
DIVD	9.801	.005	.001	0.21	.983
FCF	-.932***	.272	-.315	-3.423	.001
LIQD	-.049***	.012	-.281	-3.990	.000
GROW	.000	.000	.034	.506	.614

$R = .458$, $R^2 = .209$, $R^2 \text{ adj} = .173$, Durbin= 2.107, F overall= 5.798

* Denotes confidence level at 90%;

** Denotes confidence level at 95%;

*** Denotes confidence level at 99%

จากตารางที่ 4 สามารถนำตัวแปรทั้งหมดมาเขียนเป็นสมการถดถอยพหุคูณ โดยตัวแบบสามารถพยากรณ์ได้ร้อยละ 20.9 ($R^2 = .209$) และสามารถเขียนเป็นสมการถดถอยพหุคูณของในรูปคะแนนดิบได้ดังนี้

$$\hat{Y} = .507 + .018ASST + 1.025NDTS + 1.86BRISK - .49PROF + 0.98DIVD - .932FCF - .049LIQD$$

จากตารางที่ 4 พบว่าการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 พบว่าตัวแบบสามารถพยากรณ์ได้ร้อยละ 20.9 ($R^2=.209$) แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างกลุ่มของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามร้อยละ 45.8 ($R=.458$) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งเป็นรายข้อดังนี้

สมมติฐานข้อที่ 1 โครงสร้างสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า โครงสร้างสินทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน มากกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 2** ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลทางบวกต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 3** ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน มากกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 4** ความสามารถทำกำไรมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ความสามารถทำกำไรไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน มากกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 5** ความอ่อนไหวทางการเงินมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ความอ่อนไหวทางการเงินไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน มากกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 6** การจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า การจ่ายเงินปันผลไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน มากกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 7** กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า กระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางลบต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน **สมมติฐานข้อที่ 8** สภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า สภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลทางลบต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงยอมรับสมมติฐาน และ **สมมติฐานข้อที่ 9** ศักยภาพการเติบโตมีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า ศักยภาพการเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน มากกว่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงปฏิเสธสมมติฐาน

อภิปรายผล

ผลของการศึกษาพบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ไม่มีอิทธิพลต่อการหาแหล่งเงินทุนจากระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่า บริษัทจะมีสินทรัพย์ถาวรมากหรือน้อยก็ตามก็ไม่ได้บ่งบอกถึงความต้องการเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาวซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Thippayana (2014) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างสินทรัพย์กับระดับการก่อหนี้ระยะยาว ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ Chen (2004) ได้ทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศจีน พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว เนื่องด้วยมองว่าการมีสินทรัพย์ถาวรมากน่าจะเป็นหลักประกันการชำระหนี้ได้ ซึ่งสินทรัพย์เป็นเกณฑ์สำคัญที่ทำให้มีความน่าเชื่อถือของบริษัท เช่นเดียวกับ Amidu (2007) พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ถาวรมี ความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว บริษัทมีสินทรัพย์ถาวรมากเท่าไรก็ยังเป็นหลักค้ำประกันให้มีความสามารถในการก่อหนี้ที่สูงขึ้นตามไปด้วย แต่ในทางกลับกันพบว่าโครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบต่อการก่อหนี้สินระยะยาว (Chen & Chen, 2011; Mazur, 2007)

ผลของการศึกษาพบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลทางบวกต่อการหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่า ถ้าบริษัทสามารถประหยัดภาษีจากการก่อหนี้สิน บริษัทอาจเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้สิน ซึ่งตรงกับผลการศึกษาที่ผ่านมาของ Güner (2016) พบว่าการใช้ประโยชน์จากภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่าบริษัทอาจหาแหล่งเงินทุนจากสัดส่วนหนี้สินระยะยาวเพื่อจัดหาซื้อสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น แต่ในทางกลับกัน พบว่าการใช้ประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินโดยวัดจากค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่ายมีความสัมพันธ์ทางลบต่อการจัดหาเงินทุนระยะยาว แสดงให้เห็นว่าการใช้ประโยชน์ในรูปแบบค่าใช้จ่ายที่ไม่เกิดจากการก่อหนี้ เป็นรายการที่ไม่ได้นำเงินสดไปชำระจริงเปรียบเสมือนมีแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ทำให้ถ้าธุรกิจมีผลประโยชน์ทางภาษีค่อนข้างมาก จะก่อหนี้น้อยลงตามไปด้วย (Upneja & Dalbor, 2001)

ผลของการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจไม่มีอิทธิพลต่อการหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาว ซึ่งตรงกับผลงานวิจัยที่ผ่านมา พบว่า ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจไม่มีอิทธิพลต่อการหาแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้ระยะยาว (Ezeoha, 2011; Omran & Pointon, 2009) แต่ในทางตรงกันข้ามพบความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว เนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นกิจการจำเป็นต้องหาเงินมาหมุนเวียนในกิจการเพื่อให้กิจการยังดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง (Ramjee & Gwatidzo, 2012)

ผลของการศึกษาพบว่าความสามารถทำกำไรไม่มีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานและมีความสามารถในการทำกำไรจะมากหรือน้อยก็ตาม ก็ไม่ได้บ่งชี้ว่า บริษัทจะมีความต้องการแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาว

ซึ่งผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษา Abor (2005) ที่กล่าวว่าบริษัทที่ทำกำไรได้มากมีบทบาทสำคัญในการตัดสินใจที่จะก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นในโครงสร้างเงินทุนเพราะมีศักยภาพที่ดีในการใช้ประโยชน์จากการก่อหนี้ ในทางตรงกันข้าม ความสามารถทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบต่อการก่อหนี้ เห็นได้ว่าบริษัทที่มีกำไรและไม่ต้องการที่จะรับความเสี่ยงจากการกู้ยืม ถึงแม้ว่ากำไรจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถที่จะชำระหนี้ได้แม้กระทั่งเปรียบเทียบกับผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ก็ตามก็ยังคงที่จะใช้เงินทุนจากภายในกิจการก่อน (Eldomiaty, 2007)

ผลของการศึกษาพบว่าความอ่อนไหวทางการเงินไม่มีอิทธิพลต่อการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่า การเปลี่ยนรายได้ที่แท้จริงในแต่ละปี ไม่ได้บ่งชี้ถึงความต้องการเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาวซึ่งตรงกับผลการศึกษาของ Handoo and Sharma (2014) ไม่พบความสัมพันธ์ใด ๆ ระหว่างความอ่อนไหวทางการเงินกับระดับการก่อหนี้ระยะยาว แต่มุมมองของ Eriotis et al. (2007) ให้ความเห็นว่าบริษัทที่สภาพคล่องต่ำไม่สามารถจ่ายเงินออกได้ ประกอบกับมีรายได้ที่ไม่แน่นอนตามสถานะเศรษฐกิจ การได้รับเครดิตและความน่าเชื่อถือลดลง บริษัทที่ใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมากเท่าไรภาระผูกพันทางกฎหมายก็ยิ่งมากขึ้นเท่านั้น โดยเฉพาะช่วงที่เกิดอัตราดอกเบี้ยสูง อาจทำให้กำไรที่ได้จากการลงทุนต้องไปจ่ายดอกเบี้ย แต่บริษัทจำเป็นต้องดำเนินธุรกิจต่อไป ซึ่งบริษัทอาจไม่สามารถชำระหนี้ที่เกิดจากการกู้ยืมได้ทั้งหมด ดังนั้นเมื่อบริษัทมีหนี้สินมากเกินไปความอ่อนไหวทางการเงินจะเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ผลกระทบต้นทุนทางการเงินเหล่านี้จะเพิ่มความเสี่ยงของการล้มละลาย ซึ่งจะทำให้มูลค่าโดยรวมของบริษัทลดลงตามไปด้วย

ผลของการศึกษาพบว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่า อัตราการจ่ายเงินปันผล จะมีอัตรามากหรือน้อยก็ตาม ก็ไม่ได้บ่งชี้ถึงความต้องการเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาว ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาอย่าง Ni and Yu (2008) พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาวเพราะการจ่ายเงินผลจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่าบริษัทเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะบริษัทมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ในขณะที่บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นบริษัทที่มีความเป็นไปได้ที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะก่อหนี้สินมากกว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลก็เป็นได้ แต่ในทางตรงกันข้าม Al-Ajmi et al. (2009) พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ทางลบต่อระดับการก่อหนี้

ผลของการศึกษาพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีอิทธิพลทางลบต่อการหาแหล่งเงินทุนจากระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่า บริษัทอาจหาเงินจากกิจกรรมดำเนินงานได้ดี ทำให้ความต้องการจัดหาเงินทุนระยะยาวจากแหล่งภายนอกน้อยลง ซึ่งสอดคล้องกับการใช้ทฤษฎีลำดับขั้น เนื่องจากความต้องการเพิ่มขึ้นของเงินทุนภายในที่เกิดจากกระแสเงินสดอิสระ

กระแสเงินสดอิสระเหล่านี้ถือว่าเป็นแหล่งเงินทุนภายในบริษัท ที่ไม่ยอมรับความเสี่ยงจากการก่อหนี้ภายนอก (Myers & Majluf, 1984) อย่างไรก็ตาม ตามทฤษฎีแลกเปลี่ยนแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างกระแสเงินสดอิสระและสัดส่วนการก่อหนี้ระยะยาว เนื่องจาก บริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมากจะเผชิญความเสี่ยงจากปัญหาทางการเงินน้อยกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระน้อย ทำให้มีศักยภาพการกู้ยืมและสามารถวัดผลประโยชน์เหมาะสมจากการกู้ยืมได้ (Jensen, 1986)

ผลของการศึกษาพบว่าสภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลทางลบต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมีการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์หมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้ความต้องการในการก่อหนี้ระยะยาวลดลง ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยที่ผ่านมาของ Serghiescu and Vaidean (2014) พบว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบกับสัดส่วนการก่อหนี้ระยะยาว เนื่องจากบริษัทที่มีสภาพคล่องอยู่ในระดับที่ไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพิ่ม ซึ่งถ้าหากบริษัทสามารถใช้เงินทุนจากภายในไปใช้ในการลงทุนได้มากทำให้บริษัทพึ่งพาเงินทุนจากภายนอกลดลง ในทางตรงกันข้าม Abdulla (2017) พบว่าสภาพคล่องทางการเงินเป็นปัจจัยหลักของการใช้ประโยชน์จากการก่อหนี้ สภาพคล่องทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อระดับการก่อหนี้ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงความสามารถในกู้ยืมก็สูงขึ้นด้วยในทิศทางเดียวกันสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการใช้ประโยชน์จากการก่อหนี้ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ผลของการศึกษาพบว่า ศักยภาพในการเติบโตไม่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนระดับการก่อหนี้ระยะยาว อธิบายได้ว่า ศักยภาพการเติบโตของราคาตลาดที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ตาม ไม่ได้ทำให้สัดส่วนการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้นหรือลดลงแต่อย่างใด (Thippayana, 2014) ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ öhman and Yazdanfar (2017) พบว่าโอกาสการเติบโตของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อระดับการก่อหนี้ สะท้อนให้เห็นว่าโอกาสการเติบโตยิ่งสูงทำให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือทำให้ความสามารถก่อหนี้ย่อมเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าธุรกิจยังคงมีความต้องการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกเช่นกัน แต่ในทางตรงกันข้ามเป็นไปได้ที่โอกาสการเติบโตมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนรูปของสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่อัตราการเติบโตสูง จะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ลดลง (Huang, 2006; Sheikh & Qureshi, 2017)

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ผลลัพธ์แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยที่เป็นไปตามสมมติฐาน ได้แก่ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน กระแสเงินสดอิสระและสภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาว โดยผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลทางบวกต่อการก่อหนี้ระยะยาว กิจกรรมอาจก่อหนี้ระยะยาวเพื่อนำมาซื้อสินทรัพย์และใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ในการเพิ่มมูลค่าให้กิจการ โดยใช้ประโยชน์ในการลดหย่อนภาษีจากรายจ่ายที่ไม่ได้จ่ายไปจริง ส่วนกระแสเงินสดอิสระและปัจจัยด้านสภาพคล่องทางการเงินมีอิทธิพลทางลบต่อระดับการก่อหนี้ระยะยาวจะเห็นได้ว่ากิจการส่วนใหญ่ในกลุ่ม SET 100 มีเงินสดและสินทรัพย์หมุนเวียนเพียงพอที่ไม่ต้องการรับความเสี่ยงจากการก่อหนี้ระยะยาวเพิ่ม หรือเป็นไปได้ถ้ามีความต้องการก่อหนี้อาจนำเงินที่เกิดจากการก่อหนี้ไปซื้อสินทรัพย์ หรือลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ส่งผลให้ผู้บริหารต้องบริหารเงินสดอย่างระมัดระวังโดยไม่หาผลประโยชน์แก่ตนเอง ซึ่งงานวิจัยครั้งนี้เป็นเพียงแนวทางในการบริหาร วางแผนปรับปรุงการเงินโดยเจาะจงถึงสัดส่วนการก่อหนี้ระยะยาวกับส่วนของผู้ถือหุ้นให้มีความเหมาะสมยิ่งขึ้น โดยการศึกษาในครั้งต่อไปอาจศึกษาในกลุ่มตลาดกิจการที่มีขนาดกลางและขนาดเล็ก (MAI) หรือศึกษาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม รวมไปถึงศึกษาแต่ละกิจการ ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ที่น่าสนใจและอาจศึกษาเพิ่มเติม เช่น ประเภทอุตสาหกรรม สัดส่วนการถือหุ้น (% Free float) เป็นต้น

บรรณานุกรม

- Abdulla, Y. (2017). Capital structure in a tax-free economy: Evidence from UAE. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 102-116.
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445.
- Al-Ajmi, J., Abo Hussain, H., & Al-Saleh, N. (2009). Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of riba: The case of Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 460-476.
- Amidu, M. (2007). Determinants of capital structure of banks in Ghana: An empirical approach. *Baltic Journal of Management*, 2(1), 67-79.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351.
- Chen, S. Y., & Chen, L. J. (2011). Capital structure determinants: An empirical study in Taiwan. *African Journal of Business Management*, 5(27), 10974-10983.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Eldomiaty, T. I. (2007). Determinants of corporate capital structure: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Management*, 17(1/2), 25-43.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321-331.
- Ezeoha, A. E. (2011). Firm versus industry financing structures in Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 2(1), 42-55.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Güner, A. (2016). The determinants of capital structure decisions: New evidence from Turkish companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, 84-89.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*, 26(3), 170-182.

- Huang, G. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Management behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Balcilar, M., & Onal, Y. B. (2009). Determinants of capital structure: Evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594-609.
- Khan, A. G. (2012). The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), 245-262.
- Kim, H., & Berger, P. D. (2008). A comparison of capital structure determinants: The United States and the Republic of Korea. *Multinational Business Review*, 16(1), 79-100.
- Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: Evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495-514.
- Modugu, K. P. (2013). Capital structure decision: An overview. *Journal of Finance and Bank Management*, 1(1), 14-27.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ni, J., & Yu, M. (2008). Testing the pecking-order theory: Evidence from Chinese listed companies. *Chinese Economy*, 41(1), 97-113.
- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124.
- Omran, M. M., & Pointon, J. (2009). Capital structure and firm characteristics: An empirical analysis from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 8(4), 454-474.
- Rafiq, M. (2008). The determinants of capital structure of the chemical industry in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 13(1), 139-158.

- Ramjee, A., & Gwatidzo, T. (2012). Dynamics in capital structure determinants in South Africa. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 52-67.
- Serghiescu, L., & Vaidean, V. L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.
- Sheikh, N. A., & Qureshi, M. A. (2017). Determinants of capital structure of Islamic and conventional commercial banks: Evidence from Pakistan. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 24-41.
- Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of capital structure: An empirical study of manufacturing firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029-1045.
- Thippayana, P. (2014). Determinants of capital structure in Thailand. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 143, 1074-1077.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Upneja, A., & Dalbor, M. (2001). The choice of long-term debt in the US lodging industry. *UNLV Journal of Hospitality, Tourism and Leisure Science*, 1, 1-19.
- Viviani, J. L. (2008). Capital structure determinants: An empirical study of French companies in the wine industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2), 171-194.