

ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ SET 100

FACTORS AFFECTING CAPITAL STRUCTURE OF LISTED COMPANIES IN SET 100

Received: 22 January, 2021

Revised: 10 March, 2021

Accepted: 17 March, 2021

ศิริรัตน์ แจ้งรักษ์สกุล*, วิลาส วิถีไพโร**, เกริญจิตติ วิรัตน์***, ชัดติยา ฉายาพันธุ์****

Sirat Jangruksakul*, Wilas Witheeprai**, Kriangchitti Wirat***, Khattiya Chayapan****

ไตรรงค์ ทองหัตถา****, พัชฌนันท์ เพชรเชิดชู*****

Trairong Thonghattha****, Pattanant Petchchedchoo*****

*นักศึกษาระดับปริญญาโทบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

*Ph.D. Candidate, Doctor of Business Administration, College of Innovative Business and
Accountancy (CIBA), Dhurakij Pundit University (DPU), E-Mail: sirat.jan@dpu.ac.th

**นักศึกษาระดับปริญญาโทบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

**Ph.D. Candidate, Doctor of Business Administration, CIBA, DPU,
E-Mail: 627191030004@dpu.ac.th

***นักศึกษาระดับปริญญาโทบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

***Ph.D. Candidate, Doctor of Business Administration, CIBA, DPU,
E-Mail: Kwcleaning.ltd@gmail.com

****นักศึกษาระดับปริญญาโทบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

****Ph.D. Candidate, Doctor of Business Administration, CIBA, DPU,
E-Mail: Khattiyachayapan@gmail.com

*****นักศึกษาระดับปริญญาโทบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

*****Ph.D. Candidate, Doctor of Business Administration, CIBA, DPU,
E-Mail: 637191030004@dpu.ac.th

*****รองอธิการบดีสายงานวิชาการ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

*****Vice President for Academic Affairs, Dhurakij Pundit University,
Email: pattanant.peo@dpu.ac.th

บทคัดย่อ

การกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่ดีส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่เพิ่มมากขึ้น งานวิจัยฉบับนี้จึงศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ ขนาด สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง(สินทรัพย์) การเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ผลกระทบจากประโยชน์ทางภาษี สภาพคล่อง(เงินสด) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไร และโครงสร้างสินทรัพย์ โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ ในระหว่างปี 2560 - 2562 ซึ่งกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่าง 100 กิจการ จำนวนข้อมูลที่ครบถ้วน 216 ข้อมูล ผลลัพธ์จากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlations) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regressions) พบว่า ขนาด การเติบโต และผลประโยชน์ทางภาษี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน สภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, ดัชนี SET 100, ตลาดหลักทรัพย์, การวิเคราะห์สหสัมพันธ์, การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

Abstract

The proper determination of capital structure has certainly affected the higher corporate value. Thus, this leads to the study of factors influencing on the capital structure of companies listed in the index of SET 100 upon the Stock Exchange of Thailand (SET). These factors comprise size, tangible assets, liquidity of assets, growth, profitability, effect of tax benefits, liquidity of cash, operating cash flow, earning and asset structure, respectively. The secondary data were collected from an online database of SET between 2017 and 2019. This listed companies on the Stock Exchange of 100 examples, the number of complete information 216 data. Results analyzed by statistical methods of Pearson correlations and multiple regressions demonstrate that size, growth and effect of tax benefits have a positive correlation on the capital structure, while tangible assets, liquidity, profitability and operating cash flow have a negative correlation on the one.

Keywords: Capital Structure, Index of SET 100, Stock Exchange of Thailand, Correlation Analysis, Multiple Regression Analysis

บทนำ

กิจการควรรบริหารงานในทุกๆ ด้านให้มีประสิทธิภาพเพื่อสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการอย่างยั่งยืน ในส่วนของกิจกรรมด้านการเงินควรกำหนดโครงสร้างทางการเงินให้เหมาะสมเพื่อให้การดำเนินงานในแต่ละฝ่ายเป็นไปอย่างราบรื่นและส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นซึ่งเป็นการสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ แต่ปัจจัยที่กิจการควรพิจารณาในการกำหนดโครงสร้างทางการเงินมีหลากหลายปัจจัยไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงาน สภาพคล่อง สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง ฯลฯ ของกิจการ ถึงแม้ว่าทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจะเสนอว่าคุณลักษณะเฉพาะของกิจการส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมและสามารถช่วยเพิ่มผลประโยชน์ของกิจการได้ แต่ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Pecking Order Theory) กลับมีข้อเสนอด้านทิศทางอิทธิพลของคุณลักษณะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินทั้งเหมือนและแตกต่างกัน เช่น ทั้งสองทฤษฎีเสนอว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อการมีหนี้สิน ส่วนความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อการมีหนี้สินตรงกัน แต่ทั้งสองทฤษฎีมีข้อเสนอที่ขัดแย้งกันเกี่ยวกับอิทธิพลของผลการดำเนินงานและสภาพคล่องต่อโครงสร้างทางการเงิน โดยทฤษฎีตัวแทนเสนอว่าผลการดำเนินงานและสภาพคล่องมีผลบวกต่อการมีหนี้สิน ส่วนทฤษฎีการจัดหาตามลำดับเสนอว่า ผลการดำเนินงานและสภาพคล่องมีผลลบต่อการมีหนี้สิน เป็นต้น (Kraus & Litztenberger, 1973; Myers & Majluf, 1984; Tudose, 2012) นอกเหนือจากข้อเสนอจากทฤษฎีที่มีทั้งสอดคล้องและขัดแย้งกันแล้ว ผลการวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินที่ผ่านมาได้ข้อสรุปค่อนข้างหลากหลาย ดังนั้นการวิจัยนี้จึงเน้นศึกษาคุณลักษณะที่หลากหลายของธุรกิจที่มีผลต่อโครงสร้างทางการเงิน โดยทำการศึกษาข้อมูลจากกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 ที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งกิจการดังกล่าวอยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยกฎระเบียบของภาครัฐอย่างเข้มงวด และเป็นกิจการที่มีข้อมูลผลการดำเนินงานในปี พ.ศ. 2560 - พ.ศ. 2562

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาคุณลักษณะของขนาดธุรกิจ สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง(สินทรัพย์) การเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ผลกระทบจากประโยชน์ทางภาษี สภาพคล่อง(เงินสด) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไรและโครงสร้างสินทรัพย์ ที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน

บททวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางการเงิน ประกอบด้วย 2 ประเด็นหลัก คือ 1) ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน และ 2) กรอบแนวคิดการวิจัย

1. ตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

1.1 โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) โครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยที่สำคัญสำหรับการตัดสินใจของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากกิจการได้รับผลกระทบโดยตรงจากการตัดสินใจดังกล่าว การกำหนดโครงสร้างที่เหมาะสมเป็นสิ่งสำคัญของกลยุทธ์ทางการเงินของกิจการในการพิจารณาตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน (Velnapy & Niresh, 2012) ซึ่งในการตัดสินใจทางการเงินที่สำคัญที่สุดที่กิจการต้องเลือกระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นทุน (Glen & Pinto, 1994) โดยพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ซึ่งอัตราส่วนดังกล่าวเป็นการแสดงถึงสัดส่วนเงินลงทุนของกิจการที่มาจากหนี้สิน เมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นและสินทรัพย์ (Ghosh & Moon, 2010)

1.2 ขนาดธุรกิจ (Size) งานวิจัยจำนวนมาก พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดย Liang, Liu, Troy, and Chen (2020) ชี้แจงว่ากิจการขนาดใหญ่ที่มีการลงทุนจำนวนมาก และไม่มีแนวโน้มที่จะล้มละลายจะสามารถสร้างหนี้ได้มากด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่ากิจการขนาดเล็ก ในขณะที่ กิจการขนาดใหญ่ มักมีความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นกับแหล่งเงินทุนจากภายนอก ทำให้กิจการขนาดใหญ่ที่ออกตราสารทุนอาจได้ผลเช่นเดียวกันกับกิจการขนาดเล็ก ส่งผลให้ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน

1.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) และโครงสร้างสินทรัพย์ (Asset Structure) สินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักประกันในการก่อหนี้ได้ (Liang et al., 2020) โดยสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เนื่องจากกิจการที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรมากมีแนวโน้มที่จะมีต้นทุนในการก่อหนี้ต่ำ ในขณะที่บางทฤษฎีเสนอว่า กิจการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนจำนวนมากจะทำให้ค่าของการออกตราสารทุนลดลงเนื่องจากการลงทุนอาจมีความเสี่ยงมาก อีกทั้งมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนคงที่และความแปรปรวนของรายได้ในอนาคตส่งผลให้สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

1.4 สภาพคล่อง (Liquidity) Deesomsak, Paudyal, and Pescetto (2004) กล่าวว่าหากกิจการมีสภาพคล่องสูงและต้องการเงินทุนเพิ่มจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายใน เช่น กำไรสะสมก่อนเป็นอันดับแรก หากไม่เพียงพอแล้วจึงเลือกแหล่งระดมทุนจากการก่อหนี้และออกหุ้นเพิ่มตามลำดับดังนั้นหากกิจการมีสภาพคล่องที่สูงจะทำให้สัดส่วนหนี้สินของกิจการนั้นต่ำ

1.5 การเติบโต (Growth) กิจการที่มีอัตราการเติบโตสูงจะมีประสิทธิภาพในการทำกำไรในสัดส่วนที่สูง กิจการก็จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนเป็นอันดับแรก หากแหล่งเงินทุนจากภายในไม่เพียงพอกิจการจึงใช้การออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่าการก่อหนี้ซึ่งสอดคล้องกับ Baker and Wurgler (2002) กล่าวว่า ในจังหวะที่กิจการมีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นจะมี

นโยบายในการเลือกแหล่งเงินทุนจากการออกตราสารทุนมากกว่าการก่อหนี้ และงานวิจัยในอดีตของ Adam and Goyal (2008) พบว่าหากกิจการมีมูลค่าตลาดของกิจการสูงกิจการมีแนวโน้มในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นมากกว่าการกู้ยืมเงิน ถ้าหากกิจการมีอัตราการเติบโตสูงจะมีแนวโน้มว่าอัตราหนี้สินของกิจการจะต่ำลง

1.6 กำไร (Earning) และ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) Gitman and Zutter (2012) กล่าวว่าธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงย่อมมีกำไรสะสมเป็นจำนวนมากจึงไม่จำเป็นต้องมีการก่อหนี้จำนวนมาก แต่ถ้าความสามารถในการทำกำไรต่ำจะมีกำไรสะสมน้อย จึงใช้เงินทุนจากการก่อหนี้เป็นจำนวนมาก (Rajan & Zingales, 1995) ดังนั้น ธุรกิจที่มีโครงสร้างเงินทุนที่เพิ่มขึ้นย่อมมีต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำลง ทำให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น จึงส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร แต่ถ้าธุรกิจที่มีอัตราหนี้สินมากกว่าระดับหนี้สิน ณ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะส่งผลให้โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร (Tongkong & Jantarakolica, 2013)

1.7 ผลกระทบจากประโยชน์ทางภาษี (Tax shields effects) Deesomsak et al. (2004) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนที่ตื้นจะคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดในการก่อหนี้และความเสี่ยงต่อการล้มละลาย หากกิจการจัดหาแหล่งเงินทุนด้วยการก่อหนี้ ต้นทุนทางการเงินที่เกิดขึ้นกิจการสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อลดหย่อนในภาวะภาษี DeAngelo and Masulis (1980) ผลประโยชน์ที่ได้คือ การเสียภาษีที่น้อยลง แต่ทำให้กิจการมีแนวโน้มของอัตราหนี้สินที่สูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกัน Michaelas, Chittenden, and Poutziouris (1999) กล่าวว่า หากกิจการสามารถประหยัดภาษีได้จากการก่อหนี้สิน ไม่ว่าจะ เป็นในรูปแบบดอกเบี้ยจ่าย ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นต้น กิจการก็จะเลือกจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุน

1.8 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating cash flow) แต่ละกิจการจะกำหนดสัดส่วนระหว่างแหล่งเงินทุนและกระแสเงินสดแต่ละประเภทแตกต่างกันซึ่งขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมของกิจการ (รวงฝน ใจสมุทร, 2558) ระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมกับกิจการ โดยกระแสเงินสดมีความสำคัญต่อการตัดสินใจการลงทุนของกิจการเพื่อให้เกิดผลตอบแทนที่ดีในอนาคต กิจการที่มีเงินสดสูงกว่าย่อมมีโอกาสลงทุนสูงกว่ากิจการที่มีเงินสดน้อยกว่า (Habib, 2011; สุรกิจ คำวงศ์ปิ่น, 2559) กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะสะท้อนให้เห็นความสามารถในการดำเนินงานของกิจการในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดที่เพียงพอเพื่อจ่ายชำระหนี้กู้ยืม

2. ทบวรรณกรรมอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

การทบทวนวรรณกรรมที่ศึกษาอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนพบว่า อิทธิพลระหว่างตัวแปรมีทั้งในทิศทางบวก ลบ และไม่มีอิทธิพล ดังตารางที่ 1 ทั้งนี้สรุปผลการทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

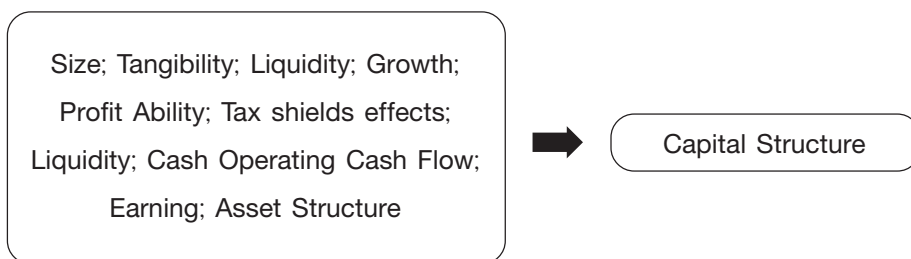
ตารางที่ 1 ทบทวนวรรณกรรมอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปร	การคำนวณ	ผล	อ้างอิง
ขนาดธุรกิจ (Size)	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ทั้งหมด	+	Benkraiem and Gurau (2013); Chakrabarti and Chakrabarti (2019); Khan, Bashir, and Islam (2020)
		-	Kester (1986); Titman and Wessels (1988)
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility)	สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนหารด้วยสินทรัพย์รวม	+	Aulov and Hlavsa (2013); Ebrahim, Girma, Shah, and Williams (2014); Lemma and Negash (2014); Mateev, Poutziouris, and Ivanov (2013); Ukaegbu and Oino (2014)
		-	Al-Hunnayan (2020); Khan et al. (2020)
สภาพคล่อง (Liquidity)	สินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน	+	Bradley, Jarrell, and Kim (1984); Kaur and Rao (2009)
		-	Ozkan (2001); Udomsirikul, Jumreornvong, and Jiraporn (2011)
การเติบโต (Growth)	ราคาหุ้นต่อมูลค่าหุ้นทางบัญชี (P/BV)	+	Omran and Pointon (2009)
		-	Kaur and Rao (2009); Nunkoo and Boateng (2010)
ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)	ผลตอบแทนสินทรัพย์: ROA	-	Baskin (1989); Griner and Gordon (1995); Shyam-Sunder and Myers (1999)
		+/-	Dammon and Senbet (1988); Givoly, Hayn, Ofer, and Sarig (1992)

ตัวแปร	การคำนวณ	ผล	อ้างอิง
ผลกระทบจาก ประโยชน์ทางภาษี (Tax shields effects)	อัตราส่วนของค่าเสื่อม ราคาต่อสินทรัพย์รวม	+	Bradley et al. (1984); Malenya, Olweny, Mutua, and Mukanzi (2017); Lei (2020)
		-	Nasution, Siregar, and Panggabean (2017)
สภาพคล่อง (Liquidity)	เงินสด/หนี้สิน หมุนเวียน	+	Bradley et al. (1984); Kaur and Rao (2009)
		-	Mazur (2007); Pathak (2010); Alom (2013)
กระแสเงินสด จากการดำเนินงาน (Operating cash flow)	กำไรสุทธิจากการ ดำเนินงานหลัง หักภาษี + ค่าเสื่อม	+	Upneja and Dalbor (2001)
		-	Mateeva et al. (2013)
กำไร (Earning)	ผลตอบแทนต่อ ผู้ถือหุ้น: ROE	-, +/-	Bistrova, Lace, and Peleckiene (2011); Phillips and Sipahioglu (2004)
โครงสร้างสินทรัพย์ (Asset Structure)	อัตราส่วนสินทรัพย์ ที่จับต้องได้ต่อ สินทรัพย์รวม	+	Chung (1993); Walsh and Ryan (1997)

3. กรอบแนวคิดวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า คุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินดังนี้



ภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

ศึกษาคุณลักษณะของขนาดธุรกิจ สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง(สินทรัพย์) การเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ผลกระทบจากประโยชน์ทางภาษี สภาพคล่อง(เงินสด) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน รายได้ และโครงสร้างสินทรัพย์ที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยทำการศึกษาข้อมูลจากกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 ที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งกิจการดังกล่าวอยู่ภายใต้การกำกับดูแล โดยกฎระเบียบของภาครัฐอย่างเข้มงวด และเป็นกิจการที่มีข้อมูลผลการดำเนินงานในปี พ.ศ. 2560 - พ.ศ. 2562 ทั้งนี้ ข้อมูลตัวแปรอิสระ ได้แก่ ขนาดธุรกิจ สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง การเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ผลกระทบจากประโยชน์ทางภาษี สภาพคล่อง(เงินสด) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน กำไร โครงสร้างสินทรัพย์ ในปี พ.ศ. 2560 - พ.ศ. 2562 และโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรตาม การศึกษานี้รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จากบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งมีกิจการจดทะเบียนในการศึกษาทั้งสิ้น จำนวน 100 แห่งตามดัชนี ดัชนี SET100 (ข้อมูลรายกิจการ/หลักทรัพย์, 2563) โดยมีการตรวจสอบหาค่าผิดปกติและตัดข้อมูลไม่ครบถ้วนออก การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการทางสถิติประกอบด้วย (1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรด้วยสถิติเชิงพรรณนา (2) การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlations) ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน และ (3) การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regressions) โดยวิธีการคัดเลือกตัวแปรแบบ Enter Selection เพื่อพิจารณาตัวแปรที่มีผลโครงสร้างเงินทุน (พวงรัตน์ ทวีรัตน์, 2543)

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

1 ข้อมูลทั่วไปเกี่ยวกับตัวอย่างและสถิติพื้นฐานของตัวแปร

กิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่าง 100 กิจการ จำนวนข้อมูล ที่ครบถ้วน 216 ข้อมูล โดยมาจากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (18.5%) บริการ (24.5%) สินค้าอุตสาหกรรม (2.8%) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (13.0%) และ เทคโนโลยี (8.3%) ทรัพยากร (32.9%) มีค่าเฉลี่ย ขนาดธุรกิจ (Size) เท่ากับ 10.986 อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) เท่ากับ 0.650 สภาพคล่อง (Liquidity CA/CL) เท่ากับ 1.627 การเติบโต (Growth) เท่ากับ 3.688 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เท่ากับ 0.222 ผลประโยชน์จากภาษี (Tax shields effects) เท่ากับ 0.046 สภาพคล่องเงินสด (Liquidity: Cash) เท่ากับ 0.388 กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flows) เท่ากับ 13924.503 กำไร (Earning: ROE) เท่ากับ 0.426 โครงสร้างสินทรัพย์ (Asset Structure) เท่ากับ 0.521 และอัตราโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) เท่ากับ 1.286 ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำนวน
Size	10.986	1.330	8.108	14.726	216
Tangibility	0.650	0.224	0.064	0.970	216
Liquidity CA/CL	1.627	1.051	0.206	5.348	216
Growth	3.688	3.214	0.520	21.090	216
Profitability	0.222	0.393	-0.060	2.294	216
Tax shields effects	0.046	0.053	0.000	0.530	216
Liquidity: Cash	0.388	0.429	0.001	2.320	216
Operating Cash Flow	13924.503	36519.882	-15503.120	306100.340	216
Earning	0.426	0.682	-0.412	3.108	216
Asset Structure	0.521	0.235	0.031	0.947	216

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วย Pearson Correlation พบว่า ตัวแปรขนาดธุรกิจ สินทรัพย์ที่มีตัวตน การเติบโต ผลประโยชน์จากภาษี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ตัวแปรสภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่องเงินสด มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน แสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรกับโครงสร้างเงินทุนด้วย Pearson Correlation

		Size	Tang.	Liq.	Growth	Profit.	Tax	y: Cash	O. C.F.	E.	Ass.St.
Capital	Pearson										
Struc.	Correlation	.289	.149	-.484	.160	-.228	.160	-.169	0.031	-0.089	-0.115
	Sig. (2-tailed)	0.000*	0.028*	0.000*	0.019*	0.001*	0.018*	0.013*	0.656	0.191	0.093

*ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.05

ผลการทดสอบ ดังตารางที่ 4 ทดสอบตัวแปรในด้านต่าง ๆ มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยแบบ Enter พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนทางบวก คือ ตัวแปรขนาดธุรกิจ การเติบโต ผลประโยชน์จากภาษี ส่วนตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนทางลบ คือ ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง สินทรัพย์ที่มีตัวตน และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบตัวแปรในด้านต่าง ๆ มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนด้วยการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regressions) แบบ Enter

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1.235	0.641	-	-1.927	0.055
Size	0.362	0.053	0.530	6.788	0.000*
Tangibility	-1.454	0.294	-0.359	-4.947	0.000*
Liquidity CA/CL	-0.477	0.075	-0.553	-6.386	0.000*
Growth	0.065	0.016	0.231	4.083	0.000*
Profitability	-0.954	0.422	-0.413	-2.259	0.025*
Tax shields effects	3.652	0.918	0.215	3.978	0.000*
Liquidity: Cash	0.283	0.152	0.134	1.863	0.064
Operating Cash Flow	-6.30E-06	0.000	-0.253	-3.819	0.000*
Earning	0.445	0.233	0.334	1.907	0.058
Asset Structure	-0.272	0.212	-0.070	-1.284	0.201

*ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.05

3.1 ขนาดธุรกิจ (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่มักมีความได้เปรียบในการแข่งขันทั้งในแง่ของส่วนแบ่งตลาด ความน่าเชื่อถือของกิจการ มีผลทำให้กิจการสามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีหนี้สินได้สูงกว่า กิจการขนาดเล็ก สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Khan et al. (2020) ที่ศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ในราชอาณาจักรราชอาณาจักรระเบียบ พบว่าขนาดของธนาคารมีผลเชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน

3.2 ลิควิดิตีที่มีตัวตน (Tangibility) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่า การมีสินทรัพย์มากกว่าความต้องการของกิจการก่อให้เกิดเป็นเงินทุนจม โดยไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ รวมถึงส่งผลให้กิจการมีสัดส่วนต้นทุนคงที่สูงกว่าต้นทุนผันแปร (operating leverage) ทำให้กิจการมีความเสี่ยงในการดำเนินงานสูงขึ้นและความน่าเชื่อถือของกิจการที่ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยหลายๆ งานวิจัยที่สรุปว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อมูลค่าบริษัท (Basu, Paeglis, & Rahnamaei, 2016; O'Brien, David, Yoshikawa, & Delios, 2014) สอดคล้องกับการศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อหนี้สินระยะสั้น (Mateeva et al., 2013) และ การศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา พบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบกับหนี้สินรวม (Dang, Kim, & Shin, 2014)

3.3 สภาพคล่อง (Liquidity CA/CL) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่า เมื่อกิจการมีสภาพคล่องสูงจะมีหนี้สินน้อย เนื่องจากมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอต่อความต้องการใช้งาน ดังนั้น เมื่อกิจการมีสภาพคล่องเพียงพอ กิจการจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้สินระยะสั้นเพิ่มขึ้น ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Arosa, Richie and Schuhmann (2014); Aulovi and Hlavsa (2013); Fauver and McDonald (2015); Gottardo and Maria Moiseello (2014) กิจการที่มีสภาพคล่องสูงควรจะมีหนี้สินน้อย แต่กิจการที่มีสภาพคล่องค่อนข้างสูงก็ควรเลือกระดมทุนด้วยการก่อหนี้ โดยเฉพาะหนี้สินระยะสั้น เนื่องจากกิจการสามารถชำระคืนเงินกู้ได้เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพียงพอ

3.4 การเติบโต (Growth) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่ากิจการที่มีการเติบโตสูงจะมีมูลค่าของกิจการสูงขึ้น ส่งผลดีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการในการนำเงินไปลงทุนและขยายกิจการ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Alipour, Mohammadi, and Derakhshan (2015) ที่พบว่า การเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการก่อหนี้เนื่องจากกิจการที่มีความเติบโตมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมากกว่าภายนอก

3.5 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่า ถ้ากิจการมีการทำกำไรได้มากจะมีแนวโน้มที่จะใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สินน้อยลง แหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มีมากพอที่ใช้ลงทุนในกิจการและสอดคล้องกับผลงานของ Myers and Majluf (1984) ที่อ้างถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรและระดับหนี้สิน

3.6 ผลประโยชน์ทางภาษี (Tax shield effect) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่าการวางแผนการใช้ผลประโยชน์จากภาษีมีต่อกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้นักลงทุนภายนอกเห็นเป็นนัยสำคัญในการให้เงินลงทุน รวมถึงหากสามารถประหยัดภาษีได้จากการก่อหนี้สิน กิจการก็จะเลือกจัดหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นซึ่งสอดคล้องกับ (Michaelas et al., 1999) ต้นทุนทางการเงินที่เกิดจากการก่อหนี้

สามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อลดหย่อนภาษีได้ และ Ali Ahmed and Hisham (2009) หากกิจการสามารถบริหารเงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพก็จะเป็นการต่อยอดธุรกิจทำให้สัดส่วนของการก่อหนี้มีความสัมพันธ์กับประโยชน์ทางภาษี

3.7 กระแสเงินสดการดำเนินงาน (Operating Cash Flows) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อโครงสร้างเงินทุน อธิบายได้ว่าเนื่องจากงบกระแสเงินสดคือข้อมูลที่สะท้อนผลการดำเนินงานและสภาพคล่องของกิจการ รวมถึงความสามารถในการชำระหนี้มากกว่าการแสดงผลการสร้างผลกำไรหรือมูลค่ากิจการ ขณะที่กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสามารถอธิบายกระแสเงินสดในอนาคตได้ดีกว่าด้านอื่น ๆ สอดคล้องกับ Livnat and Zerowin (1990) พบว่า กระแสเงินสดจากการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์และไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนต่าง ๆ ของกิจการได้ส่งผลให้นักลงทุนภายนอกเห็นเป็นนัยสำคัญในการให้เงินลงทุน

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่รวมบริษัทที่เป็นสถาบันทางการเงิน ที่อยู่ใน SET 100 ซึ่งเป็นหุ้นที่นำลงทุนสูงสุด 100 อันดับแรก โดยเก็บข้อมูลทุติยภูมิจากระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2560 - 2562 จากการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlations) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regressions) พบว่า ขนาดการเติบโต และผลประโยชน์ทางภาษี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่สินทรัพย์ที่มีตัวตน สภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไร และกระแสเงินสดการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างเงินทุน

ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องตามทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีการเติบโตมากขึ้น และได้รับผลประโยชน์ทางภาษี จะสามารถใช้แหล่งเงินทุนภายใน เช่น เงินสด หรือเงินลงทุนระยะสั้น เพื่อทำการลงทุนต่าง ๆ ได้ ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีสภาพคล่อง ความสามารถในการทำกำไรสูง มีแนวโน้มที่จะก่อหนี้น้อยเนื่องจากมีแหล่งทุนจากภายในให้ใช้ ส่วนกระแสเงินสดการดำเนินงานอาจไม่สามารถโน้มน้าวนักลงทุนจากภายนอกให้เห็นมูลค่าได้ และการที่บริษัทมีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากเกินไปอาจส่งผลให้ต้นทุนคงที่สูงขึ้นด้วย

ทั้งนี้ ผลลัพธ์จากการวิเคราะห์ พบว่า กำไรและโครงสร้างสินทรัพย์ ไม่มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่อยู่ในดัชนี SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อธิบายได้ว่า บริษัทอาจใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่แล้ว (ทศพร ดาราโพธิ์ และสุภา ทองคง, 2563) โดยไม่พิจารณากำไรหรือโครงสร้างสินทรัพย์ในการก่อหนี้เพิ่ม ซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎีการจัดหาตามลำดับที่บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนภายนอก

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งนี้

งานวิจัยในครั้งนี มีข้อจำกัดของข้อมูลจากกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนี SET100 ที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ดังนั้น ผลงานวิจัยที่ได้ผู้ที่จะนำผลงานวิจัยในครั้งนีไปใช้ จึงควรพิจารณาความเหมาะสมกับประเภทธุรกิจ

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษาครั้งต่อไปควรดำเนินการศึกษาเชิงคุณภาพ โดยศึกษาเจาะลึกเพื่อให้ค้นคว้าและค้นพบตัวแปรใหม่ ๆ ที่จะสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างการเงินของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการสัมภาษณ์เชิงลึกผู้มีประสบการณ์ด้านการเงินกับกิจการในตลาดหลักทรัพย์ก่อนที่จะทำการสรุปตัวแปรใหม่ ๆ และทำการเก็บข้อมูลเพื่อทดสอบอีกครั้ง และควรรวบรวมข้อมูลตัวแปรประเภทอัตราส่วนทางการเงินและทำการทดสอบทางสถิติอย่างอื่นเพิ่ม

บรรณานุกรม

- ทศพร ดาราโพธิ์, และสุภา ทองคง. (2563). ผลกระทบโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภคในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยราชภัฏจันทรเกษม*, 15(2), 109-122.
- พวงรัตน์ ทวีรัตน์. (2543). *วิธีการวิจัยทางพฤติกรรมศาสตร์และสังคมศาสตร์* (พิมพ์ครั้งที่ 7). กรุงเทพฯ : สำนักทดสอบทางการศึกษาและจิตวิทยา มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ.
- รวงฝน ใจสมุทร. (2558). *โครงสร้างเงินทุนพื้นฐานความสำเร็จของกิจการ*. สืบค้น 10 ธันวาคม 2563, จาก <http://www.thai-iod.com>.
- สุรกิจ คำสงศ์ปิ่น. (2559). *การวิเคราะห์รายงานทางการเงิน*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- Adam, T., & Goyal, V. K. (2008). The investment opportunity set and its proxy variables. *Journal of Financial Research*, 31(1), 41-63.
- Al-Hunnayan, S. H. (2020). The capital structure decisions of Islamic banks in the GCC. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(4), 745-764.
- Ali Ahmed, H. J., & Hisham, N. (2009). Revisiting capital structure theory: A test of pecking order and static order trade-of model from Malaysian Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 30, 58-65.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.
- Alom, K. (2013). Capital structure choice of Bangladeshi firm - An empirical investigation. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 320-334.
- Arosa, C. M. V., Richie, N., & Schuhmann, P. W. (2014). The impact of culture on market timing in capital structure choices. *Research in International Business and Finance*, 31, 178-192.
- Aulová, R., & Hlavsa, T. (2013). Capital structure of agricultural businesses and its determinants. *AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics*, 5(2), 14.

- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1- 32.
- Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, 18(1), 26-35.
- Basu, N., Paeglis, I., & Rahnamaei, M. (2016). Multiple blockholders, power, and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 66(c), 66-78.
- Benkraiem, R., & Gurau, C. (2013). How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 19(2), 149-164.
- Bistrova, J., Lace, N., & Peleckienė, V. (2011). The influence of capital structure on Baltic corporate performance. *Journal of Business Economics and Management*, 12(4), 655-669.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of optimal capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Chakrabarti, A., & Chakrabarti, A. (2019). The capital structure puzzle - evidence from Indian energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 13(1), 2-23.
- Chung, K. H. (1993). Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(1), 83-98.
- Dammon R., & Senbet L. (1988). The effect of taxes and depreciation on corporate investment and financial leverage. *Journal of Finance*, 43(2), 357-373.
- Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. *International Review of Financial Analysis*, 33(c), 226-242.
- DeAngelo, H., & Masulis, W. R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 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.
- Ebrahim, S. M., Girma, S., Shah, M. E., & Williams, J. (2014). Dynamic capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *International Review of Financial Analysis*, 31, 117-128.

- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34(c), 1-23.
- Ghosh, A. A., & Moon, D. (2010). Corporate debt financing and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5-6), 538-559.
- Gitman, L., & Zutter, C. (2012). *Principles of managerial finance* (13th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Givoly, D., Hayn, C., Ofer, R., & Sarig, O. (1992). Taxes and capital structure: Evidence from firm's response to the tax reform act of 1986. *The Review of Financial Studies*, 5(2), 331-355.
- Glen, J. D., & Pinto, B. (1994). Debt or equity?: *How firms in developing countries choose*. Washington, D.C: World Bank.
- Gottardo, P., & Maria Moisello, A. (2014). The capital structure choices of family firms Evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254-275.
- Griner E. H., & Gordon L. A. (1995). Internal cash flow, insider ownership and capital expenditures: A test of the pecking order and managerial hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22,179-199.
- Habib, A. (2011). Growth opportunities, earnings performance and the valuation of free cash flow, Australasian Accounting. *Business and Finance Journal*, 5(4), 101-122.
- Kaur, R., & Rao, N. K. (2009). Determinants of capital structure: experience of Indian cotton textile industry. *The XIMB Journal of Management*, 6(2), 97-112.
- Kester, W. (1986). Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, 15(1), 5-16.
- Khan, S., Bashir, U., & Islam, M. S. (2020). Determinants of capital structure of banks: evidence from the Kingdom of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- Kraus Alan, & Litzenberger, Robert H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

- Lei, L. (2020). Research on the impact of tax shield effect on corporate capital structure-empirical analysis based on a-share listed companies. *Modern Economy*, 11(1), 126-139.
- Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(1), 64-99.
- Liang, C. C., Liu, Y., Troy, C., & Chen, W. W. (2020). *Firm characteristics and capital structure: Evidence from ASEAN-4 Economies*. Emerald Publishing.
- Livnat, J., & Zarowin, P. (1990). The incremental information content of cash-flow components. *Journal of Accounting and Economics*, 13(1), 25-46.
- Malenya, A., Olweny, D. T., Mutua, D. M., & Mukanzi, D. C. (2017). Influence of tax shield on capital structure of private manufacturing firms in Kenya. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 8(3), 47-53.
- Mateeva, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure of Eastern and Central Europe - A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, 27(1), 28-51.
- Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495-514.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130.
- 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, 187-221.
- Nasution, A. A., Siregar, I., & Panggabean, R. (2017). The effect of profitability, asset tangibility, corporate tax, non-debt tax shield and inflation upon the financial capital structure of the manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange. *36(Icbmr)*, 65-74.
- O'Brien, J. P., David, P., Yoshikawa, T., & Delios, A. (2014). How capital structure influences diversification performance: A transaction cost perspective. *Strategic Management Journal*, 35(7), 1013-1031.

- 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.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1-2), 175-198.
- Pathak, J. (2010). *What determines the capital structure of listed firms in India? Some empirical evidence Indian capital market*. working paper. New York, NY; Baruch College. Retrieved April 15, 2014, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract__id=1561145
- Phillips, P. A., & Sipahioglu, M. A. (2004). Performance implications of capital structure: Evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal, Taylor & Francis Journals*, 24(5), 31-51.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Supa, T., & Tatre, J. (2013). Dynamic panel data model for capital structural of listed companies in SET. *Journal of Asia Pacific Business Innovation & Technology Management*, 3, 1-13.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Tudose, M. B. (2012). Corporate finance theories. challenges and trajectories. *Management & Marketing Challenges for the Knowledge Society*, 7(2), 277- 294.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 106-117.
- Ukaegbu, Ben, & Oino, Isaiah. (2014). The determinants of capital structure: A comparison of financial and non-financial firms in a regulated developing country - Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 5(3), 341-368.

- Upneja, A., & Dalbor, M. C. (2001). An examination of capital structure in restaurant industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 8(1), 54-59.
- Velnampy, T., & Niresh, J. A. (2012). The relationship between capital structure & profitability. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(13), 66-73.
- Walsh, E. J., & Ryan, J. (1997). Agency and tax explanations of security issuance decisions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7-8), 943-961.