

ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล และกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ

Determinants of the Capital Structure of Listed Companies in the Market for Alternative Investment (MAI) of the Groups of non-dividend and Low-profitability Companies

อุบลวรรณ ชุนทอง*

บทคัดย่อ

งานวิจัยในครั้งนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอของวงเงินกิจการในภาคการเงิน ของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำโดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจำนวน 58 บริษัทวิธีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและตัวแปรอิสระอื่นโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณ โดยผลที่ได้จากการศึกษาเป็นดังนี้ผลการศึกษาในกลุ่มของกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการและมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตรา

หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงข้ามกันคือสภาพคล่องและอัตราการเจริญเติบโต นอกจากนี้ผลการศึกษาโดยใช้สมการถดถอยพหุคูณโดยมีตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) 0.477, 0.358 และ 0.282 ตามลำดับ และกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) 0.479, 0.357 และ 0.274 ตามลำดับ

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน, ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

Abstract

The purpose of this study aimed to study factors determining capital structure of listed

*อาจารย์ประจำหลักสูตรการเงินและการธนาคาร
มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต

companies in The Market for Alternative Investment (MAI) of the groups of non-dividend and low-profitability companies, excluding financial institutions. Data were gathered through reviews of financial statements of 58 companies of such characteristics. Multiple regression analysis was used in analyzing relationship between capital structure and other independent variables. Results from such analyses of these 3 groups of companies revealed that factors affecting capital structure determination and reversely vary as debt-to-asset and short-term liabilities-to-assets were their liquidity and growth rates. In addition, results from analysis of multiple regression with dependent variables revealed that the proportion of total liabilities to total assets, short-term liabilities to total assets, and long-term liabilities to total assets of the non-dividend group had the coefficients of multiple determination (R-Squared) of 0.477, 0.358, and 0.282 respectively, while the group of low profitability had coefficients of multiple determination (R-Squared) of 0.479, 0.357, and 0.274 respectively.

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

บทนำ

เงินทุนเป็นปัจจัยเริ่มต้นที่ใช้ในการประกอบธุรกิจรวมทั้งบริษัทที่ต้องการขยายธุรกิจพัฒนาและเพิ่มโอกาสการเติบโตในอนาคตโดยทั่วไปทั้งนี้แหล่งเงินทุน

ประกอบด้วย 2 แหล่ง คือ 1) แหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Financing) เป็นเงินทุนถาวรที่ไม่มีพันธะผูกพันว่าต้องจ่ายผลตอบแทนให้เจ้าของและไม่มีภาระที่ต้องคืนเงินที่เจ้าของนำมาลงทุนแต่ผู้บริหารต้องตระหนักถึงหน้าที่ในการบริหารงานเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่เจ้าของเงินทุน (Maximize Shareholders' Wealth) 2) แหล่งเงินทุนจากหนี้สิน (Debt Financing) การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ที่บริษัทสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายมาหักเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อลดหย่อนภาระภาษีได้อีกทั้งการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้จะเป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นสามัญตรงที่ยังคงสามารถรักษาส่วนได้เสียของตนให้คงไว้เนื่องจากผู้ถือหุ้นกู้หรือเจ้าหนี้จะไม่มีสิทธิในการออกเสียงในการบริหารโดยหน้าที่ของผู้บริหารคือรักษาสมดุลระหว่างการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ และการจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

ในการพัฒนาเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันให้ความสำคัญต่อการส่งเสริมธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (Small and Medium sized enterprise: SME) ให้มีความแข็งแกร่งเพื่อเป็นรากฐานที่สำคัญที่จะสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศทั้งนี้ลักษณะของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจะมีความสามารถในการทำกำไรและมีอัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจค่อนข้างสูง แต่เนื่องจากธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมประสบปัญหาขาดแคลนเรื่องการเงินเข้าถึงแหล่งเงินทุนและมีต้นทุนทางการเงินที่สูง จึงทำให้ไม่สามารถขยายธุรกิจให้เติบโตอย่างรวดเร็วเท่าที่ควร ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เล็งเห็นถึงปัญหาการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม จึงได้จัดตั้งตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยได้เปิดอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน 2542 เพื่อให้ธุรกิจ

ขนาดกลางและขนาดย่อมสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนระยะยาวที่มีความเสี่ยงต่ำ ปลอดภัยจากภาวะดอกเบี้ยและการคืนเงินต้นโดยผ่านกลไกของตลาดทุน ซึ่งเป็นตลาดที่บริษัทสามารถระดมเงินทุนได้โดยตรงจากนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ เพื่อเป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารเงินสดและลดต้นทุนทางการเงิน ซึ่งในงานวิจัยฉบับนี้ได้แสดงให้เห็นถึงปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ของกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ เพื่อเป็นแนวทางในการสร้างโอกาสในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อให้เกิดความสมดุลและสร้างเสถียรภาพทางการเงินให้แก่องค์กร

การทบทวนวรรณกรรม

1. แบบจำลองของ Modigliani - Miller (The Modigliani - Miller Models)

ในปี 1958 เมื่อศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller (MM) ได้ทำการวิจัยเกี่ยวกับพฤติกรรมการลงทุนจากการวิจัยของ MM (1958, 1963) สามารถสรุปได้เป็น 2 กรณีดังนี้

กรณีที่ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคลและบุคคลธรรมดาเข้ามาเกี่ยวข้องจะทำให้มูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เท่ากับมูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยไม่ก่อหนี้ซึ่งสรุปว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ

กรณีที่ภาษีเงินได้เข้ามาเกี่ยวข้องมูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้จะมากกว่ามูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการไม่ก่อหนี้ทั้งนี้เพราะรายจ่ายดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำไปเป็น

ค่าใช้จ่ายหักภาษีได้ซึ่งเป็นนัยว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของกิจการ

2. แบบจำลองเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade – off Model)

แบบจำลองนี้ได้อธิบายถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยการสร้างความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษี (Tax Benefit) ตามแบบจำลองของ MM (1963) โดยการก่อหนี้กับความยุ่งยากและค่าใช้จ่ายทางการเงินที่เกิดขึ้นในรูปของต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Costs) ซึ่งเกิดจากความน่าจะเป็นของการล้มละลายขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินสำหรับระดับความเสี่ยงทางธุรกิจยิ่งบริษัทกู้เงินมากขึ้นเท่าไรต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังก็จะยิ่งสูงขึ้นและมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญก็จะยิ่งลดต่ำลงต้นทุนล้มละลายจึงเป็นตัวจำกัดจำนวนหนี้ที่บริษัทนำมาใช้ในโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ซึ่งเป็นต้นทุนของความพยายามในการลดปัญหาเกี่ยวกับตัวแทนที่เป็นความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารหรือปัญหาระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่โดยในกรณีหลังนี้จะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารตัดสินใจเคลื่อนย้ายความมั่งคั่งของเจ้าหน้าที่ไปให้เจ้าของเจ้าหน้าที่จะตอบโต้การกระทำเช่นนี้โดยการกำหนดให้ทำสัญญาคุ้มครองในข้อตกลงกู้เงิน

3. แบบจำลองการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Model)

แบบจำลองนี้ได้อธิบายมาจากความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนและต้นทุนตัวแทน ดังนั้นเมื่อกิจการมีการประกาศเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นเพิ่ม นักลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นที่ออกจำหน่ายใหม่ไว้ต่ำ ทำให้ราคาหุ้นลดลง ดังนั้น

กิจการจึงไม่ควรออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นทางเลือกอันดับแรก แต่ขณะเดียวกันความสามารถในการทำกำไรก็มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับระดับหนี้สิน กิจการควรตัดสินใจเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนดังนี้ 1) ธุรกิจมักใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการมากกว่า 2) การพยายามหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผลทันที ผู้บริหารใช้วิธีเปลี่ยนอัตราการจ่ายเงินปันผลให้กลายเป็นโอกาสในการลงทุน 3) นโยบายเงินปันผลที่รัดกุมบวกกับความผันผวนของกำไรและโอกาสในการลงทุน และ 4) ถ้ากิจการต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอก กิจการจะเลือกออกตราสารที่มีความปลอดภัยที่สุดก่อนเริ่มจากการก่อหนี้ และการออกหุ้นทุนเป็นอันดับสุดท้าย (Ross, Westerfield, Jaffe, 2005; Shefrin, 2007)

ปัจจัยที่ควรพิจารณาในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

ในทางปฏิบัติ สิ่งที่จะต้องพิจารณาในการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดโครงสร้างเงินทุนมีดังนี้

1) **ความมั่นคงของรายได้ (Sales Stability)** กิจการที่มียอดขายหรือรายได้มั่นคงจะมีความสามารถในการก่อหนี้ระยะยาว 2) **โครงสร้างของสินทรัพย์ (Assets Structure)** กิจการที่มีสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ถาวรและอุปสงค์ของสินค้าที่ค่อนข้างแน่นอน จัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้ระยะยาว เนื่องจากสามารถใช้สินทรัพย์ในการค้ำประกันเงินกู้ได้ 3) **ภาระค่าใช้จ่ายดำเนินงานส่วนคงที่ (Operating Leverage)** กิจการที่มีภาระค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานส่วนคงที่ต่ำกว่า จะมีความสามารถในการใช้เงินทุนจากการกู้ยืมได้มากกว่า เพราะมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำกว่า 4) **อัตราการเจริญเติบโต (Growth Rate)** กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตเร็ว

กว่า จะมีความโน้มที่จะใช้เงินทุนจากภายนอกมากกว่า เงินทุนจากภายใน 5) **ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)** กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ 6) **อำนาจในการควบคุม (Control)** เนื่องจากการจัดหาเงินทุนทั้งโดยการก่อหนี้และโดยการออกหุ้นสามัญ จะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนแล้ว ยังมีผลต่ออำนาจในการควบคุม 7) **ทัศนคติของผู้บริหาร (Management Attitudes)** ทัศนคติของผู้บริหารมีส่วนสำคัญต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เพราะแต่ละคนมีดุลยพินิจที่แตกต่างกัน 8) **ทัศนคติของผู้ให้กู้และสถาบันจัดอันดับเครดิต (Lender and Rating Agency Attitudes)** การก่อหนี้ในระดับสูงส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงรวมของธุรกิจ (Stand-Alone Risk) 9) **สภาวะตลาด (Market Condition)** สภาวะของตลาดตราสารหนี้และตราสารทุนที่มีการเปลี่ยนแปลงไปจะมีผลสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการ 10) **สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible assets)** สินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นหลักทรัพย์ใช้ค้ำประกันในการขอกู้ 11) **ขนาดธุรกิจ (Size)** กิจการที่มีขนาดใหญ่สามารถจัดหาเงินทุนได้หลายทาง 12) **รายการช่วยเหลือภาษีที่มีไข่นี้ (Non-Debt Tax Shield)** ค่าเสื่อมและรายการตัดบัญชีที่มีความสัมพันธ์กับภาษี 13) **ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk)** ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ เป็นความเสี่ยงจากการที่ผู้กู้ไม่สามารถชำระคืนดอกเบี้ย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ของ

กลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ

ขอบเขตของการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ และเก็บข้อมูลบัญชีที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนและข้อมูลทางการเงินแบบรายงาน 56-1 และรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินที่มีข้อจำกัดโครงสร้างเงินทุน ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2557 ซึ่งมียุบรวมทั้งหมด 113 บริษัท (ณ วันที่ 9 กุมภาพันธ์

2558) และมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 58 บริษัทข้อมูลเกี่ยวข้องกับทฤษฎีและงานวิจัยต่าง ๆ ศึกษาและรวบรวมข้อมูลจากเอกสาร วารสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วิธีดำเนินการวิจัย

ศึกษาโดยใช้วิธีการทดสอบด้วยหลักสถิติสมการถดถอยพหุคูณเส้นตรง (Multiple Linear Regression) และประมาณค่าสัมประสิทธิ์โดยวิธี Ordinary Least Square (OLS) (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2545, หน้า 292 – 354) โดยใช้แบบจำลองดังนี้

$$CAP = \beta_0 + \beta_1(\text{PROF}) + \beta_2(\text{ROA}) + \beta_3(\text{TAX}) + \beta_4(\text{LIQ}) + \beta_5(\text{SIZE}) + \beta_6(\text{GROW}) + \beta_7(\text{SHARE}) + \beta_8(\text{DIV}) + \beta_9(\text{SELLE}) + \beta_{10}(\text{DFL}) + e$$

ตารางที่ 1 รายละเอียดของตัวแปรการวัดค่าและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังของตัวแปรอิสระต่อตัวแปรตาม

| ตัวแปร | ตัวชี้วัด | ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง | ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน |
|---|--|------------------------------|-----------------------|
| ตัวแปรตาม - อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (TDA) | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม | | |
| - อัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LDA) | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาวหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม | | |
| - อัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (SDA) | มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะสั้นหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม | | |
| ตัวแปรอิสระ - ประสิทธิภาพในการทำกำไร (PROF) | กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม | - | Pecking Order |
| - ขนาดบริษัท (SIZE) | ค่าล็อกการิทึมของยอดขาย | + | Static Trade-off |
| - อัตราภาษี (TAX) | ภาษีจ่ายต่อกำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ย | + | Static Trade-off |
| - การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (SHARE) | สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ | - | Agency Cost |
| - อัตราการเจริญเติบโต (GROW) | มูลค่าตามราคาตลาดของผู้ถือหุ้นบวกกับมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม | + | Pecking Order |

| ตัวแปร | ตัวชี้วัด | ทิศทางความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง | ทฤษฎีโครงสร้าง เงินทุน |
|--|--|----------------------------------|------------------------------|
| - สภาพคล่อง (LIQ) | อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนหาร ด้วยหนี้สินหมุนเวียน | - | Pecking Order |
| - ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อ ยอดขาย (SELLE) | ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย | - | Trade-off |
| - อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) | กำไรสุทธิด้วยสินทรัพย์รวม | - | Pecking Order |
| - อัตราการจ่ายเงินปันผล (DIV) | เงินปันผลจ่ายต่อกำไรต่อหุ้น | - | Pecking Order |
| - ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) | กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีต่อดอกเบี้ยจ่าย | - | Pecking Order / Trade-off |

สรุปผลการวิจัย

จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 174 ตัวอย่างพบว่า กลุ่มที่มีการใช้หนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในภาพรวมที่มีระดับสูงสุดคือกลุ่มของบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลซึ่งมีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 0.53 หรือ 53.0 % โดยมีการใช้หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม เท่ากับ 0.45 หรือ 45.0% และการใช้หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์

รวม เท่ากับ 0.08 หรือ 8.0% ส่วนกลุ่มของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย เท่ากับ 0.44 หรือ 44.0 % โดยมีการใช้หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม เท่ากับ 0.38 หรือ 38.0% และการใช้หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม เท่ากับ 0.06 หรือ 6.0%

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สมการพหุคูณโดยใช้ข้อมูลเฉพาะกลุ่มของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลโดยมีตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

| ตัวแปรอิสระ | ความสัมพันธ์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้น | TDA | | SDA | | LDA | |
|--------------------|---------------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | | Coefficient | Prob. | Coefficient | Prob. | Coefficient | Prob. |
| C | | 0.220 | 0.344 | 0.282 | 0.820 | 0.160 | 0.370 |
| DFL | ลบ | 0.004 | 0.443 | 0.174 | 0.185 | 0.012** | 0.004 |
| GROW | บวก | -0.001** | 0.021 | -0.282** | 0.037 | 0.001 | 0.944 |
| LIQ | ลบ | -0.020** | 0.016 | -0.174** | 0.042 | -0.003 | 0.675 |
| PROF | ลบ | -0.105 | 0.706 | 0.282 | 0.611 | -0.266 | 0.216 |
| ROA | ลบ | 0.190 | 0.526 | 0.174 | 0.526 | 0.406 | 0.081 |
| SELLE | ลบ | 0.037 | 0.345 | 0.282 | 0.338 | -0.006 | 0.853 |
| SHARE | ลบ | -0.194 | 0.062 | 0.174 | 0.641 | -0.140 | 0.079 |
| SIZE | บวก | 0.068** | 0.041 | 0.282** | 0.023 | -0.002 | 0.932 |
| TAX | บวก | -0.064 | 0.209 | 0.174 | 0.839 | -0.052 | 0.181 |
| R-squared | | 0.477 | | 0.358 | | 0.282 | |
| Adjusted R-squared | | 0.399 | | 0.262 | | 0.174 | |

หมายเหตุ **นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 2 พบว่าในการวิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล ในช่วงระยะเวลาในปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2557 โดยมีตัวแปรตามคือ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) มีค่าเท่ากับ 0.477 และ 0.399 ตามลำดับ ตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) มีค่าเท่ากับ 0.358 และ 0.262 ตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) มีค่าเท่ากับ 0.282 และ 0.174 ตามลำดับ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโต (GROW) สภาพคล่อง (LIQ) และขนาดของบริษัท (SIZE) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโต (GROW) สภาพคล่อง (LIQ) และขนาดของบริษัท (SIZE) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ ได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL)

ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไร พบว่ามีตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) มีค่าเท่ากับ 0.479 และ 0.417 ตามลำดับ ตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) มีค่าเท่ากับ 0.357 และ 0.279 ตามลำดับ ตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณ (R-Squared) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจพหุคูณที่ปรับแล้ว (Adjusted R-Squared) มีค่าเท่ากับ 0.274 และ 0.187 ตามลำดับ

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโต (GROW) สภาพคล่อง (LIQ) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (SHARE) ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราภาษี (TAX) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโต (GROW) สภาพคล่อง (LIQ) และขนาดของบริษัท (SIZE) ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ ได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (SHARE) ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการพหุคูณโดยใช้ข้อมูลเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำโดยมีตัวแปรตามคืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม

| ตัวแปรอิสระ | ความสัมพันธ์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้น | TDA | | SDA | | LDA | |
|--------------------|---------------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|
| | | Coefficient | Prob. | Coefficient | Prob. | Coefficient | Prob. |
| C | | 0.254 | 0.108 | 0.085 | 0.630 | 0.169 | 0.114 |
| DFL | ลบ | 0.005 | 0.285 | -0.006 | 0.229 | 0.010** | 0.001 |
| DIV | ลบ | -0.009 | 0.490 | -0.014 | 0.371 | 0.004 | 0.634 |
| GROW | บวก | -0.001** | 0.007 | -0.001** | 0.015 | 0.003 | 0.958 |
| LIQ | ลบ | -0.024** | 0.001 | -0.021** | 0.009 | -0.003 | 0.535 |
| PROF | ลบ | -0.165 | 0.553 | -0.030 | 0.924 | -0.135 | 0.474 |
| ROA | ลบ | 0.270 | 0.380 | 0.005 | 0.989 | 0.266 | 0.204 |
| SELLE | ลบ | 0.039 | 0.207 | 0.043 | 0.211 | -0.005 | 0.822 |
| SHARE | ลบ | -0.230** | 0.005 | -0.091 | 0.320 | -0.139** | 0.012 |
| SIZE | บวก | 0.064** | 0.004 | 0.068** | 0.007 | -0.004 | 0.803 |
| TAX | บวก | -0.065** | 0.045 | -0.030 | 0.412 | -0.035 | 0.107 |
| R-squared | | 0.479 | | 0.357 | | 0.274 | |
| Adjusted R-squared | | 0.417 | | 0.279 | | 0.187 | |

หมายเหตุ **นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

อภิปรายผล

กลุ่มที่ 1 กลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล

ผลการศึกษาในกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผลพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมด อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ทั้งหมด และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ทั้งหมด ปัจจัยด้านขนาดของบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นบวก ส่วนปัจจัยด้านสภาพคล่อง และ อัตราการเจริญเติบโต มีทิศทางความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกัน โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้ดังนี้

อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม และอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีปัจจัยที่มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญคือ 1) ขนาดของบริษัท (Log of Sale) ซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมและอัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่บริษัทมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และ

ตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547), Booth et al., (2001); Paudyal, Pescetto & Deesomsak (2004); Hsiao et al., (2009); Singh & Kumar (2008) ใช้สินทรัพย์ทั้งหมดเป็นตัวชี้วัดขนาดของกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกันคือ ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ 2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับชั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัท ซึ่งถ้าบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี สามารถขายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย บริษัทจะใช้เงินทุนจากภายในก่อนคือกำไรสะสมก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Myers & Majluf, (1984); Shyam-Sunder & Myers, (1999); Paudyal, Pescetto & Deesomsak, (2004); Eriotis, (2007); Mazur, (2007); รทวรรณ อภิโชติธนกุล, (2557) 3) อัตราการเจริญเติบโต พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีอัตราการเจริญเติบโตสูง ๆ มักจะมีกำไรสะสม(แหล่งเงินทุนภายใน) ที่ไม่เพียงพอต่อการลงทุน ซึ่งบริษัทจะหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยเลือกที่จะก่อหนี้ก่อน แต่กลับ

สอดคล้องกับการศึกษาของอุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้กล่าวว่อัตราการเจริญเติบโตเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม

อัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม
พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนด โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีปัจจัยที่มีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม คือ ความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นที่กล่าวว่กำไรจากการดำเนินงานจะสามารถลดลงได้มากน้อยเพียงใดก่อนที่บริษัทจะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยจ่ายต่อปีได้การที่บริษัทไม่สามารถชำระดอกเบี้ยได้นั้นให้นี้ อาจจะดำเนินการตามกฎหมายและอาจจะมีผลทำให้บริษัทล้มละลายได้ควรใช้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีในการคำนวณทั้งนี้ เพราะบริษัทจะชำระดอกเบี้ยก่อนที่จะชำระภาษีความสามารถในการที่จะชำระดอกเบี้ยของบริษัทจึงไม่ได้ถูกระทบโดยภาษีแต่อย่างใดโดยความสามารถในการจ่ายชำระดอกเบี้ยที่สูงจะแสดงถึงความสามารถในการก่อหนี้ที่สูงขึ้นของบริษัทซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน แต่กลับสอดคล้องกับทฤษฎีในการพิจารณาด้านทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) และสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับชั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัทของ Myers & Majluf, (1984); Shyam-Sunder & Myers, (1999); Paudyal, Pescetto & Deesomsak, (2004); Eriotis, (2007); Mazur, (2007)

กลุ่มที่ 2 กลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำการค้า

ผลการศึกษาในกลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำการค้า พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในทิศทางตรงกันข้าม คือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น อัตราภาษี สภาพคล่องและอัตราการเจริญเติบโต ส่วนปัจจัยด้านขนาดของบริษัท มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้ดังนี้

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์

พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีปัจจัยที่มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามกันคือ 1) สภาพคล่อง ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัท ซึ่งถ้าบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย บริษัทจะใช้เงินทุนจากภายในคือกำไรสะสมก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Myers & Majluf, (1984); Paudyal, Pescetto & Deesomsak, (2004); Eriotis, (2007); Mazur, (2007) 2) อัตราอัตราการเจริญเติบโต พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าเมื่อบริษัทมีอัตราการเจริญเติบโตสูง ๆ มักจะมีกำไรสะสม(แหล่งเงินทุนภายใน) ที่ไม่เพียงพอต่อการลงทุน ซึ่งบริษัทจะหาแหล่ง

เงินทุนจากภายนอกโดยเลือกที่จะก่อหนี้ก่อน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของอูเวอรรนตั้งสัมพันธ์ (2552) ที่ได้กล่าวว่าอัตราการเจริญเติบโตเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้าม 3) ขนาดของบริษัท (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่บริษัทมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่นั้นมีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ บุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรช กัลป์ปากรณชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) , Booth et al., (2001); Paudyal, Pescetto & Deesomsak (2004); Hsiao et al., (2009); Singh & Kumar (2008)

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์

พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ มีปัจจัยที่มีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้าม คือ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม อัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Agency Cost ที่กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างตัวแทนคือ ในบริษัทที่มี

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากจะมีแนวโน้มที่จะมีการก่อหนี้น้อยเพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะไม่ต้องการการตรวจสอบจากภายนอก ซึ่งตรงตามแนวคิดของ Demsetz & Lehn (1985) ที่กล่าวว่าการลดต้นทุนจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารสามารถทำได้โดยการกระจายผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น เพื่อเป็นการปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบ และสอดคล้องกับการศึกษาของน้ำทิพย์ หงส์ปาน (2543) ที่พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญส่วนอัตราภาษี พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวว่าดอกเบี้ยสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง อัตราภาษียิ่งสูงจะยิ่งจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการใช้หนี้สินมากขึ้นแต่กลับสอดคล้องกับการศึกษาของกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และในการศึกษาของ Booth (2001) กล่าวว่าภาษีจ่ายมีลักษณะที่จะเป็นตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไรมากกว่า เนื่องจากบริษัทที่มีผลขาดทุนยังต้องรับภาระในการจ่ายภาษี ซึ่งทำให้บริษัทที่มีผลขาดทุนจากภาษีสะสมเพิ่มขึ้นจากผลขาดทุนจากการทำธุรกิจที่มีอยู่แล้วทำให้การจูงใจของอัตราภาษีที่มีต่อการกู้ยืมของบริษัทมีน้อยลง และความเสี่ยงทางการเงิน (DFL) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นที่กล่าวว่าการดำเนินการดำเนินงานจะสามารถลดลงได้มากน้อยเพียงใดก่อนที่บริษัทจะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยจ่ายต่อปีได้ อาจจะมีผลทำให้บริษัท

ล้มละลายได้ทั้งนี้เพราะบริษัทจะชำระดอกเบี้ยก่อนที่จะชำระภาษีความสามารถในการที่จะชำระดอกเบี้ยของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีในการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดจากการก่อหนี้ (Trade-off Theory) และสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัทของ Myers & Majluf, (1984); Shyam-Sunder & Myers, (1999); Paudyal, Pescetto & Deesomsak, (2004); Eriotis, (2007); Mazur, (2007)

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าใน 2 กลุ่ม คือ กลุ่มของบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล และ กลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ พบว่าทั้ง 2 กลุ่มนี้มีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนได้น้อยแหล่ง เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีผลประกอบการต่ำ กำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในจึงต่ำไปด้วย และเป็นกลุ่มที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสนใจน้อย การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจึงอาจไม่มากนัก การจะจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นทุนอาจทำให้ได้ราคาไม่ดี และยังกระทบถึงราคาตลาดของหุ้นเดิมอีกด้วย ดังนั้นจึงเป็นเหตุให้สองกลุ่มนี้มีการใช้หนี้สินมากโดยเฉพาะการก่อหนี้ระยะสั้น และเนื่องจากขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดต่ออัตราหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ของบริษัทของกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล ซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีโอกาสได้รับการพิจารณาอนุมัติเงินกู้ได้ง่ายกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ทำให้บริษัทขนาดเล็กและมีผลประกอบการต่ำ หรือไม่จ่ายเงินปันผลอาจต้องเผชิญกับปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่ไม่เหมาะสมได้ ส่วนกลุ่มบริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำพบว่าปัจจัยของสัดส่วนการถือครองของผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัท ซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือครองของผู้ถือ

หุ้นรายใหญ่ที่มีสัดส่วนสูงจะมีโอกาสได้รับการ ครอบงำของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสัดส่วนต่ำ
พิจารณาอนุมัติเงินกู้ได้ง่ายกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือ

เอกสารอ้างอิง

- กฤตกรจิรานุเมศ. (2553). ผลของการมุ่งเน้นความเป็นผู้ประกอบการและกลยุทธ์ที่มีต่อความสามารถทาง
นวัตกรรม และผลการดำเนินงาน การศึกษาเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยวลัยลักษณ์.
- กอบกุล จินตนาเวชกุล. (2547). ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย. คุษฎี
นิพนธ์ปรัชญาดุษฎีบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2545). การวิเคราะห์สถิติ :สถิติสำหรับการบริหาร (พิมพ์ครั้งที่ 6). กรุงเทพฯ:
โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ดา. (2545). การทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาประเทศ
ไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- พันธุ์นิวัติ เหนียนเฉลย. (2543). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต เศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- รจเรช กัลป์ปากรณชัย. (2545). การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทยเกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนด
โครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาถึงสภาวะทางเศรษฐกิจลักษณะเฉพาะกิจการและข้อจำกัด
ทางการเงิน. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- รทวรรณ อภิโชติธินกุล. (2557). การจัดการโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตใน
ประเทศไทย. วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม ฉบับพิเศษ.
- อัศวพงศ์ อันทอง. (2550). คู่มือการใช้โปรแกรม EViews เบื้องต้น: สำหรับการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ.
สถาบันวิจัยสังคมมหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
ในประเทศไทย. บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital structure in developing
countries. *Journal of Finance*. 56, 87-130.
- Demsetz, Harold., & Lehn, Kenneth. (1985). The Structure Under Corporate Ownership : Causes and
Consequences. *Journal of Political Economy*. 6,(93), 155 - 1177.
- Eriotis, N. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial
Finance*. 33(5), 321-331.

- Frydenberg, Stein. (2004). **Theory of Capital Structure – A Review**. Retrieved Jan 12, 2008, from <http://papers.ssrn.com/sol3/oaoers.cfm>.
- Hsiao, J., Hsu, C. & Hsu, K. (2009). An empirical study on capital structure and financing decision – Evidences from East Asian Tigers. **The Business Review, Cambridge**. 13(1), 248-253.
- Mahira Rafique. (2011). Effect of Profitability & Financial Leverage on Capital Structure: A Case Of Pakistan's Automobile Industry. **Economics and Finance Review**. 1(4), 50 – 58.
- Mazur, K. (2007). **The determinants of capital structure choice: evidence from Polish Companies**. Working Paper, Gdansk: Gdansk Institute for Market Economics.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of Investment. **American Economic Review**. 48, 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate income tax and the cost of capital: A correction. **American Economic Review**. 53, 433-443.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial economics**. 13, 187-221.
- Paudyal, Krishna, Pescetto, Gioia & Deesomsak, Rataporn. (2004). **The determinant of capital structure : evidence from the Asia Pacific region**. [Online].
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2005). **Corporate Finance**. (7 th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. **Journal of finance economics**. (13), 253-282.
- Singh, P. & Kumar, B. (2008). **Trade off Theory or Pecking Order Theory: What explains behavior of the Indian firms?**. Working Paper, Ahmedabad: Indian Institute of Management Ahmadabad.