

บทที่ 5

สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2546-2550 พบว่ามีหลายปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ นอกจากนี้ยังพบว่า ผลที่ได้จากการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มกิจการที่มีลักษณะแตกต่างกันให้ผลที่ต่างกัน

จากผลการวิเคราะห์ในบทที่ 4 ซึ่งการวิเคราะห์แบ่งเป็น การวิเคราะห์โดยใช้ข้อมูลรวมทั้งหมด และการวิเคราะห์ในกลุ่มตัวอย่างย่อยอีก 6 กลุ่มคือกลุ่มกิจการที่จ่ายปันผล กลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายปันผล กลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง กลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ กลุ่มกิจการที่มีขนาดใหญ่ และกลุ่มกิจการที่มีขนาดเล็ก สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังตารางที่ 5-1 แสดงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยเรียงลำดับปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดไปหาต่ำสุด และแยกแสดงเป็นรายกลุ่ม

ตารางที่ 5-1 แสดงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยเรียงลำดับปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดไปหาต่ำสุด และแยกแสดงเป็นรายกลุ่ม

	ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน เรียงลำดับปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดไปหาต่ำสุด						
อันดับ	1	2	3	4	5	6	7
ข้อมูลรวม	PROF (-)	TAX (-)	DIV (-)	SIZE (+)	LIQ (-)		
กลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายปันผล	SIZE (+)	LIQ (-)					
กลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ	SIZE (+)	DIV (-)	LIQ (-)				
กลุ่มกิจการขนาดเล็ก	TAX (-)	DIV (-)	PROF (-)	SIZE (+)	LIQ (-)		
กลุ่มกิจการขนาดใหญ่	PROF (-)	DIV (-)	SIZE (+)	SDROA (-)	GROW (+)	LIQ (-)	
กลุ่มกิจการที่จ่ายปันผล	PROF (-)	SIZE (+)	TAX (-)	SHARE (-)	DIV (-)	GROW (+)	LIQ (-)
กลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง	PROF (-)	TAX (-)	SHARE (-)	DIV (-)	SIZE (+)	SDROA (+)	LIQ (-)

โดยที่ DA คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม
 DIV คือ อัตราการจ่ายปันผลต่อกำไรต่อหุ้น
 GROW คือ อัตราการเจริญเติบโต (Market To Book Ratio: MTB Ratio)
 LIQ คือ สภาพคล่อง (Current Asset / Current Liability)
 PROF คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Return On Asset: ROA)

SDROA	คือ	ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Standard Deviation of Return On Asset: Std. of ROA)
SHARE	คือ	การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่)
SIZE	คือ	ขนาดของกิจการ (Log of Sale)
TAX	คือ	อัตราภาษี
เครื่องหมายลบ (-)		หมายถึง มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นลบ
เครื่องหมายบวก (+)		หมายถึง มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก

ผลการศึกษา (ข้อมูลรวม) พบว่า บริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทยมีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนโดยเฉลี่ย 41.60 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรโดยเฉลี่ย เท่ากับ 8.30 % มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์โดยเฉลี่ย เท่ากับ 10.10 % และสภาพคล่องโดยเฉลี่ย เท่ากับ 2.485 เท่า (ดู ตารางที่ 4-2) และจากตารางที่ 5-1 พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนมี 5 ปัจจัยคือ อัตราการจ่ายปันผล สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และอัตราภาษี โดยปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการทำกำไร เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุด รองลงมาคือ อัตราภาษี และอัตราการจ่ายปันผล ตามลำดับ โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษี อัตราการจ่ายปันผล และสภาพคล่อง มีทิศทางเป็นลบ ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการพบว่ามีทิศทางเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทยจะมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาจากปัจจัยด้านประสิทธิภาพในการทำกำไรเป็นหลัก กล่าวคือ ถ้ากิจการมีการทำกำไรได้มาก จะมีแนวโน้มที่จะใช้เงินทุนจากแหล่งหนี้สินน้อยลง เนื่องจากแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มีมากพอที่จะใช้ลงทุนในกิจการ ประกอบกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ทำให้กิจการเลือกที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน

ในกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายปันผล พบว่า มีการใช้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ยสูงสุดใน 6 กลุ่ม คือ 51.20 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรโดยเฉลี่ย 2.80 % มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์โดยเฉลี่ยสูง คือ 10.50 % จากตาราง 5-1 พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการมี 2 ปัจจัยคือ ขนาดกิจการ และสภาพคล่อง ส่วนกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ มีการใช้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ย คือ 47.80 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรโดยเฉลี่ย -2.50 % มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์โดยเฉลี่ย 15.30 % และจากตาราง 5-1 พบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ

อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการมี 3 ปัจจัยคือ ขนาดของกิจการ อัตราการจ่ายเงินปันผล และสภาพคล่อง จะเห็นได้ว่าใน 2 กลุ่มนี้มีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนได้น้อยแหล่ง เนื่องจากเป็นกิจการที่มีผลประกอบการต่ำ กำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในจึงต่ำไปด้วย และเป็นกลุ่มที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ให้ความสนใจน้อย การเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจึงอาจไม่มากนัก การจะจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นทุนอาจทำให้ได้ราคาไม่ดี และยังกระทบถึงราคาตลาดของหุ้นเดิมอีกด้วย ดังนั้นจึงเป็นเหตุให้สองกลุ่มนี้มีการใช้หนี้สินมาก และเนื่องจากขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ ซึ่งหมายความว่ากิจการที่มีขนาดกิจการใหญ่กว่าจะมีโอกาสได้รับการพิจารณาอนุมัติเงินกู้ได้ง่ายกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ทำให้กิจการขนาดเล็กและมีผลประกอบการต่ำ หรือไม่จ่ายเงินปันผลอาจต้องเผชิญกับปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่ไม่เหมาะสมได้

ในกลุ่มกิจการขนาดเล็ก พบว่ามีการใช้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ยค่อนข้างต่ำคือ 35.80 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรโดยเฉลี่ย 8.00 % ซึ่งใกล้เคียงกับทั้งตลาด (ทั้งตลาดมีประสิทธิภาพในการทำกำไรโดยเฉลี่ย 8.30 %) และเป็นกลุ่มที่มีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยสูงสุดคือ 3.186 เท่า จากตาราง 5-1 พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการมี 5 ปัจจัยคือ อัตราภาษี อัตราการจ่ายปันผล ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และสภาพคล่อง (เรียงตามลำดับความมีอิทธิพลสูงสุดไปต่ำสุด) จะเห็นได้ว่าในกลุ่มนี้มีการใช้สัดส่วนหนี้สินค่อนข้างต่ำและมีผลประกอบการที่ค่อนข้างดี อีกทั้งมีสภาพคล่องที่มาก ทำให้กิจการในกลุ่มนี้อาจไม่ต้องเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่ไม่เหมาะสมเท่าสองกลุ่มแรก

ในกลุ่มกิจการที่มีขนาดใหญ่พบว่า อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ยเท่ากับ 48.60 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรเฉลี่ยเท่ากับ 9.50 % และมีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยเท่ากับ 1.752 เท่า จากตาราง 5-1 พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการมี 6 ปัจจัยคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการจ่ายปันผล ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราการเจริญเติบโต และสภาพคล่อง (เรียงตามลำดับความมีอิทธิพลสูงสุดไปต่ำสุด) จะเห็นได้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีการใช้สัดส่วนหนี้สินค่อนข้างสูง เนื่องจากกิจการมีอัตราการเติบโตค่อนข้างมาก จึงต้องการเงินทุนมากในการลงทุน ฉะนั้นแหล่งเงินทุนภายในเพียงแห่งเดียวอาจไม่เพียงพอ ประกอบกับที่กิจการในกลุ่มนี้มีขนาดใหญ่ทำให้การกู้ยืมเงินไม่ว่าจากสถาบันการเงิน หรือการออกหุ้นกู้ ก็จะทำได้ง่ายกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก เพราะมีความน่าเชื่อถือ มีสินทรัพย์ค้ำประกันมาก ในมุมมองของนักลงทุนภายนอกมักจะมองว่ากิจการขนาดใหญ่มีโอกาสล้มละลายต่ำ จึงทำให้มีการใช้หนี้สินค่อนข้างสูงในกลุ่มนี้ และปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนของกิจการขนาดใหญ่มากที่สุดคือ

ประสิทธิภาพในการทำกำไร คือถ้ากิจการสามารถทำกำไรได้มาก กิจการจะเลือกลงทุนโดยใช้เงินจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน

ส่วนกลุ่มกิจการที่จ่ายปันผลพบว่า อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ย คือ 36.60 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรเฉลี่ยคือ 11.20 % และมีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยค่อนข้างสูงคือ 2.535 เท่า จากตาราง 5-1 พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ มี 7 ปัจจัย คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของกิจการ อัตราภาษี การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายปันผล อัตราการเจริญเติบโต และสภาพคล่อง ส่วนกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูงพบว่า อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ย คือ 35.50 % มีประสิทธิภาพในการทำกำไรเฉลี่ยคือ 18.40 % และมีสภาพคล่องโดยเฉลี่ยค่อนข้างสูงคือ 2.741 เท่า จากตาราง 5-1 พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการมี 7 ปัจจัยคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษี การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายปันผล ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และสภาพคล่อง จะเห็นได้ว่ากิจการในสองกลุ่มนี้มีการใช้สัดส่วนหนี้สินค่อนข้างต่ำ เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนภายในค่อนข้างสูงและสูงพอที่จะจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ และปัจจัยที่มีอิทธิพลสูงสุดต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในสองกลุ่มนี้ คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร แสดงให้เห็นว่ากิจการในสองกลุ่มนี้มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการโดยพิจารณาจากแหล่งเงินทุนจากภายในก่อน ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงกู้ยืมจากแหล่งภายนอก นอกจากนี้ยังพบว่า ในสองกลุ่มนี้มีปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน แต่ในกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูงจะประสบปัญหานี้มากกว่า เนื่องจากปัจจัยด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (-) และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (+) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการสูงเป็นอันดับ 3 และอันดับ 6 ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มกิจการที่จ่ายปันผล พบว่า มีเพียงปัจจัยด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (-) ปัจจัยเดียว ที่ชี้ให้เห็นถึงปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน

หมายเหตุ : ค่าเฉลี่ยของตัวแปรในกลุ่มตัวอย่างย่อยดู ภาคผนวก ก

อภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 232 บริษัท ในช่วงปีพ.ศ. 2546-2550 วิธีการศึกษาใช้วิธีสมการถดถอยพหุคูณ และใช้ทฤษฎีหลัก 3 ทฤษฎีในการอธิบายการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ได้แก่ ทฤษฎี Pecking Order ทฤษฎี Agency Cost และทฤษฎี Static Trade-off ขั้นตอนการศึกษาแบ่งเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้ข้อมูลรวม และการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้กลุ่มตัวอย่างย่อยที่แบ่งตามลักษณะของกิจการ คือ กลุ่มของกิจการที่จ่ายเงินปันผล กลุ่มของกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล กลุ่มของกิจการที่มีขนาดใหญ่ กลุ่มของกิจการที่มีขนาดเล็ก กลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง และกลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ

ปัจจัยที่นำมาศึกษาในครั้งนี้ทั้งหมด 9 ปัจจัย คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายปันผล ขนาดของกิจการ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย อัตราการเจริญเติบโตและสภาพคล่อง ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการมีความแตกต่างกันในแต่ละกลุ่ม โดยจะอภิปรายแยกตามกลุ่มการวิเคราะห์ ดังนี้

กลุ่มที่ 1 ข้อมูลรวมทั้งหมด

ผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรวมทั้งหมด พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ อัตราการจ่ายปันผล สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการทำกำไร และอัตราภาษี ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการเป็นปัจจัยเดียวที่มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) อัตราการจ่ายปันผล พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวไว้กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่าเป็นกิจการที่มีการเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะกิจการจะต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และการที่กิจการจ่ายเงินปันผลก็เสมือนกิจการได้เปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้นด้วย ในขณะที่กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นกิจการที่มีโอกาสมากที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นกิจการใดสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ก็จะมีแนวโน้มการใช้หนี้สินน้อยกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Goyal และ Frank (2003) ที่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม

2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

3) ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Return On Asset: ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินน้อย เนื่องจากการที่บริษัทมีกำไรสูง ๆ สามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ และผลการศึกษาที่ได้นี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) ซึ่งตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไร กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมเช่นเดียวกับการศึกษานี้ ส่วน Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และ Mazur (2006) ใช้กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายเป็นตัวชี้วัด แต่ผลที่ได้เหมือนกันคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม

4) อัตราภาษี พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวว่าดอกเบี้ยสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง อัตราภาษียิ่งสูงก็จะยิ่งจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการใช้หนี้สินมากขึ้น แต่กลับสอดคล้องกับการศึกษาของกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และในการศึกษาของ Booth (2001 อ้างถึงใน กอบกุล จินตนาเวชกุล, 2547) กล่าวว่าภาษีจ่ายมีลักษณะที่จะเป็นตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไรมากกว่า เนื่องจากกิจการที่มีผลขาดทุนยังต้องรับภาระในการจ่ายภาษี ซึ่งทำให้กิจการมีผลขาดทุนจากภาษีสะสมเพิ่มขึ้นจากผลขาดทุนจากการทำธุรกิจที่มีอยู่แล้ว ทำให้การจูงใจของอัตราภาษีที่มีต่อการกู้ยืมของกิจการมีน้อยลง

5) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผย

ข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหน้าที่ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุครินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของบุครินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้สื่อการที่มิตระรมาชาติของยอดขาย เป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้สื่อการที่มิตระรมาชาติของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กลุ่มที่ 2 กลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายปันผล

ผลการศึกษาในกลุ่มกิจการที่ไม่จ่ายปันผล พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ สภาพคล่อง ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) สภาพคล่อง พบว่า มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

2) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหน้าที่ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุครินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของ

บุศรินทร์ บุณศักดา (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้ ลี้ออกการitimธรรมชาติของยอดขาย เป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้ ลี้ออกการitimธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กลุ่มที่ 3 กลุ่มกิจการที่จ่ายปันผล

ผลการศึกษาในกลุ่มกิจการที่จ่ายปันผล พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษีการกระจุยตัวของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายปันผล และสภาพคล่อง ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการและอัตราการเจริญเติบโตมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) อัตราการจ่ายปันผล พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวไว้กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่าเป็นกิจการที่มีการเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะกิจการจะต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และการที่กิจการจ่ายเงินปันผลก็เสมือนกิจการได้เปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้นด้วย ในขณะที่กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นกิจการที่มีโอกาสมากที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นกิจการใดสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ก็จะมีแนวโน้มการใช้หนี้สินน้อยกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Goyal และ Frank (2003) ที่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม

2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

3) ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Return On Asset: ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตาม

สมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินน้อย เนื่องจากการที่บริษัทมีกำไรสูง ๆ สามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ และผลการศึกษาที่ได้ก็ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) ซึ่งตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไร กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมเช่นเดียวกับการศึกษานี้ ส่วน Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และ Mazur (2006) ใช้กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายเป็นตัวชี้วัด แต่ผลที่ได้เหมือนกันคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม

4) อัตราภาษี พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้จึงไม่สอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวว่าดอกเบี้ยสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง อัตราภาษียิ่งสูงก็จะยิ่งจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการใช้หนี้สินมากขึ้น แต่กลับสอดคล้องกับการศึกษาของกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และในการศึกษาของ Booth (2001 อ้างถึงใน กอบกุล จินตนาเวชกุล, 2547) กล่าวว่าภาษีจ่ายมีลักษณะที่จะเป็นตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไรมากกว่า เนื่องจากกิจการที่มีผลขาดทุนยังต้องรับภาระในการจ่ายภาษี ซึ่งทำให้กิจการมีผลขาดทุนจากภาษีสะสมเพิ่มขึ้นจากผลขาดทุนจากการทำธุรกิจที่มีอยู่แล้ว ทำให้การจูงใจของอัตราภาษีที่มีต่อการกู้ยืมของกิจการมีน้อยลง

5) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุครินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของบุครินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้ล็อกการิทึมธรรมชาติของยอดขายเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้ล็อกการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาด

กิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

6) อัตราการเจริญเติบโต ซึ่งวัดโดยมูลค่าราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่ากิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงมักจะมีกำไรสะสม (แหล่งเงินทุนภายใน) ที่ไม่เพียงพอต่อการลงทุน ซึ่งกิจการจะหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยเลือกที่จะก่อหนี้ก่อน โดยผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของรจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และบุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ที่พบว่าอัตราการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

7) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Agency Cost ที่กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างตัวแทนคือ ในกิจการที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากจะมีแนวโน้มที่จะมีการก่อหนี้ น้อยเพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะไม่ต้องการการตรวจสอบจากภายนอก ซึ่งตรงตามแนวคิดของ Demsetz and Lehn (1985) ที่กล่าวว่า การลดต้นทุนจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารสามารถทำได้โดยการกระจายผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น เพื่อเป็นการปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบ และสอดคล้องกับการศึกษาของน้ำทิพย์ หงส์ปาน (2543) ที่พบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ

กลุ่มที่ 4 กลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง

ผลการศึกษาในกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษี การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายปันผล และสภาพคล่องส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการ และความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) อัตราการจ่ายปันผล พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวไว้กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่า

เป็นกิจการที่มีการเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะกิจการจะต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และการที่กิจการจ่ายเงินปันผลก็เสมือนกิจการได้เปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้นด้วย ในขณะที่กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นกิจการที่มีโอกาสมากที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นกิจการใดสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ก็จะมีแนวโน้มการใช้หนี้สินน้อยกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Goyal และ Frank (2003) ที่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกัน

2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถจ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

3) ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Return On Asset: ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินน้อย เนื่องจากการที่บริษัทมีกำไรสูง ๆ สามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ และผลการศึกษาที่ได้นี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) ซึ่งตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไร กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมเช่นเดียวกับการศึกษานี้ ส่วน Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และ Mazur (2006) ใช้กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายเป็นตัวชี้วัด แต่ผลที่ได้เหมือนกันคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม

4) อัตราภาษี พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวว่าดอกเบี้ยสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง อัตราภาษียิ่งสูงก็จะยิ่งจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการใช้หนี้สินมากขึ้น แต่กลับสอดคล้องกับการศึกษาของกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และในการศึกษาของ Booth

(2001 อ้างถึงใน กอบกุล จินตนาเวชกุล, 2547) กล่าวว่าภาษีจ่ายมีลักษณะที่จะเป็นตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไรมากกว่า เนื่องจากกิจการที่มีผลขาดทุนยังต้องรับภาระในการจ่ายภาษี ซึ่งทำให้กิจการมีผลขาดทุนจากภาษีสะสมเพิ่มขึ้นจากผลขาดทุนจากการทำธุรกิจที่มีอยู่แล้ว ทำให้การจูงใจของอัตราภาษีที่มีต่อการกู้ยืมของกิจการมีน้อยลง

5) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของบุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้สื่อการพิมพ์ที่มรรยาดีของยอดชาย เป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้สื่อการพิมพ์ที่มรรยาดีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

6) การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Agency Cost ที่กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างตัวแทนคือ ในกิจการที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากจะมีแนวโน้มที่จะมีการก่อหนี้สินน้อยเพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะไม่ต้องการตรวจสอบจากภายนอก ซึ่งตรงตามแนวคิดของ Demsetz and Lehn (1985) ที่กล่าวว่า การลดต้นทุนจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารสามารถทำได้โดยการกระจายผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น เพื่อเป็นการปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบ และสอดคล้องกับการศึกษาของน้ำทิพย์ หงส์ปาน (2543) ที่พบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ

7) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Standard Deviation of Return On Asset: Std. of ROA) พบว่า มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นที่กล่าวว่า กิจการที่มีความ

ผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มาก จะทำให้ความเสี่ยงจากธุรกิจมีมากตามไปด้วย ผู้บริหารจะหลีกเลี่ยงการก่อหนี้สินเพิ่มเพื่อไม่ให้ความเสี่ยงสูงขึ้นอีก และไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Crnigoj และ Mramor (2006) ที่พบว่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้าม แต่ผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Galai และ Masulis (1976 อ้างถึงในจรูญ กัลป์ปากรณ์ชัย, 2545) ที่พบว่าปัจจัยตัวนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม โดย Galai และ Masulis (1976) ได้วิเคราะห์ความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับเจ้าหนี้ว่า ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงก็ตาม เนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการถ่ายโอนผลประโยชน์จากเจ้าหนี้มาสู่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นจะไม่เท่ากับมูลค่าสูงสุดของกิจการอีกต่อไป และถ้าผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้บริหารด้วยจะยิ่งทำให้การถ่ายโอนผลประโยชน์นั้นสะดวกขึ้น

กลุ่มที่ 5 กลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ

ผลการศึกษาในกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ อัตราการจ่ายปันผล และสภาพคล่อง ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการ มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) อัตราการจ่ายปันผล อัตราการจ่ายปันผล พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวไว้ว่าการที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่าเป็นกิจการที่มีการเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะกิจการจะต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และการที่กิจการจ่ายเงินปันผลก็เสมือนกิจการได้เปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้นด้วย ในขณะที่กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นกิจการที่มีโอกาสมากที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นกิจการใดสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ก็จะมีแนวโน้มการใช้หนี้สินน้อยกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Goyal และ Frank (2003) ที่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน

2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับ

ทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับชั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถถ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

3) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่นั้นมีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของบุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้สื่อการพิมพ์ที่มรรยาธของยอดชาย เป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้สื่อการพิมพ์ที่มรรยาธของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

กลุ่มที่ 6 กลุ่มกิจการที่มีขนาดใหญ่

ผลการศึกษาในกลุ่มกิจการที่มีขนาดใหญ่ พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการจ่ายปันผล ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และสภาพคล่อง ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการ และอัตราการเจริญเติบโตมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) อัตราการจ่ายปันผล พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวไว้ว่าการที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่าเป็นกิจการที่มีการเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะกิจการจะต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และการที่กิจการจ่ายเงินปันผลก็เสมือนกิจการได้เปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้นด้วย ในขณะที่กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะ

เป็นกิจการที่มีโอกาสมากที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นกิจการใดสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ก็จะมีแนวโน้มการใช้หนี้สินน้อยกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Goyal และ Frank (2003) ที่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกัน

2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถจ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

3) ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Return On Asset: ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินน้อย เนื่องจากการที่บริษัทมีกำไรสูง ๆ สามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ และผลการศึกษาที่ได้ก็ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) ซึ่งตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไร กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมเช่นเดียวกับการศึกษานี้ ส่วน Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และ Mazur (2006) ใช้กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายเป็นตัวชี้วัด แต่ผลที่ได้เหมือนกันคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม

4) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของ

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้ ลีอ็อกการิทึมธรรมชาติของยอดขาย เป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้ ลีอ็อกการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

5) อัตราการเจริญเติบโต ซึ่งวัดโดยมูลค่าราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ พบว่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่ากิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงมักจะมีกำไรสะสม (แหล่งเงินทุนภายใน) ที่ไม่เพียงพอต่อการลงทุน ซึ่งกิจการจะหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยเลือกที่จะก่อหนี้ก่อน โดยผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของรจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และบุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ที่พบว่าอัตราการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

6) ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Standard Deviation of Return On Asset: Std. of ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า ผู้บริหารจะเลือกระหว่างประโยชน์ของหนี้สิน กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และต้นทุนล้มละลายที่เพิ่มขึ้นเมื่อมีหนี้สินมากขึ้น ดังนั้นถ้ากิจการมีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มาก จะทำให้ความเสี่ยงจากธุรกิจมีมากตามไปด้วย ผู้บริหารจะหลีกเลี่ยงการก่อหนี้เพิ่มเพื่อไม่ให้ความเสี่ยงสูงขึ้นอีก นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Crmigoj และ Mramor (2006) เช่นกัน

กลุ่มที่ 7 กลุ่มกิจการที่มีขนาดเล็ก

ผลการศึกษาในกลุ่มกิจการที่มีขนาดเล็ก พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการจ่ายปันผล อัตราภาษีและสภาพคล่อง ส่วนปัจจัยด้านขนาดของกิจการ มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นบวก โดยสามารถวิเคราะห์เหตุผลที่ตัวแปรอิสระดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้ดังนี้

1) อัตราการจ่ายปันผล พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวไว้ว่าการที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการส่งสัญญาณกับตลาดว่า

เป็นกิจการที่มีการเผชิญปัญหาทางการเงินน้อยมาก เพราะกิจการจะต้องมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลจึงจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น และการที่กิจการจ่ายเงินปันผลก็เสมือนกิจการได้เปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดมากขึ้นด้วย ในขณะที่กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะเป็นกิจการที่มีโอกาสมากที่จะเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ดังนั้นกิจการใดสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ก็จะมีแนวโน้มการใช้หนี้สินน้อยกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Goyal และ Frank (2003) ที่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกัน

2) สภาพคล่อง พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวถึงลำดับขั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งถ้ากิจการมีสภาพคล่องที่ดี สามารถจ่ายโอนสินทรัพย์หมุนเวียนนั้นเป็นเงินสดได้โดยง่าย กิจการจะใช้เงินทุนจากภายในก่อน และผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) เช่นกัน

3) ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Return On Asset: ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีผลตอบแทนจากการลงทุนสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินน้อย เนื่องจากการที่บริษัทมีกำไรสูง ๆ สามารถใช้แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมได้ และผลการศึกษาที่ได้นี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) และ Mazur (2006) ซึ่งตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไร กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมเช่นเดียวกับการศึกษานี้ ส่วน Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้กำไรก่อนดอกเบี้ย ภาษีและค่าเสื่อมราคาหารด้วยสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัด และ Mazur (2006) ใช้กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยยอดขายเป็นตัวชี้วัด แต่ผลที่ได้เหมือนกันคือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม

4) อัตราภาษี พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้นี้ไม่สอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและไม่สอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวว่าดอกเบี้ยสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีได้ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง อัตราภาษียิ่งสูงก็จะยิ่งจูงใจให้มีการใช้ประโยชน์จากการใช้หนี้สินมากขึ้น แต่กลับสอดคล้องกับการศึกษาของกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และในการศึกษาของ Booth

(2001 อ้างถึงใน กอบกุล จินตนาเวชกุล, 2547) กล่าวว่าภาษีจ่ายมีลักษณะที่จะเป็นตัวชี้วัดของประสิทธิภาพในการทำกำไรมากกว่า เนื่องจากกิจการที่มีผลขาดทุนยังต้องรับภาระในการจ่ายภาษี ซึ่งทำให้กิจการมีผลขาดทุนจากภาษีสะสมเพิ่มขึ้นจากผลขาดทุนจากการทำธุรกิจที่มีอยู่แล้ว ทำให้การจูงใจของอัตราภาษีที่มีต่อการกู้ยืมของกิจการมีน้อยลง

5) ขนาดของกิจการ (Log of Sale) มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้เบื้องต้นและสอดคล้องกับทฤษฎี Static Trade-off ที่กล่าวไว้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทแก่เจ้าหนี้ เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะขอกู้ จะสามารถกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ต้นทุนในการควบคุม และตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งส่งผลให้กิจการที่มีขนาดใหญ่มีความสามารถในการกู้ยืมสูงกว่า ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับการศึกษาของบุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) และ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ซึ่งในการศึกษาของบุครินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และกอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ใช้สื่อการพิมพ์ที่มรรยาดีของยอดชาย เป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ ในขณะที่การศึกษาของ Paudyal, Pescetto และ Deesomsak (2004) ใช้สื่อการพิมพ์ที่มรรยาดีของสินทรัพย์รวมเป็นตัวชี้วัดขนาดกิจการ แต่ผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน คือ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยอีกปัจจัยหนึ่งที่ไม่ได้อภิปรายในกลุ่มการวิเคราะห์ข้างต้น เนื่องจากเป็นปัจจัยเดียวที่ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในกลุ่มใดเลย ปัจจัยตัวนี้คือ ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย ซึ่งอาจจะเป็นเพราะว่าปัจจัยที่ใช้เป็นตัวแทนในการอธิบายถึงความเป็นเอกลักษณ์ของผลิตภัณฑ์ในที่นี้มีเพียงตัวแปรเดียว คือ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย ซึ่งอาจไม่เพียงพอ ถ้าจะให้ผลที่ได้มีความชัดเจนและถูกต้องมากยิ่งขึ้นควรจะพิจารณา ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาควบคู่กันไปด้วย แต่เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้เป็นการใช้ข้อมูลทุติยภูมิที่ทางบริษัทเปิดเผยแก่สาธารณะทั่วไป ซึ่งข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนจะไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ผู้ศึกษาจึงไม่ได้นำปัจจัยตัวนี้มาศึกษาด้วย โดยผลที่ได้นั้นไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) และ Mazur (2006) ที่พบว่าค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขายมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ข้อค้นพบ

ผลที่ได้จากการศึกษาทั้งในการวิเคราะห์ในส่วนของข้อมูลทั้งหมด และในส่วนของ การวิเคราะห์กลุ่มตัวอย่างย่อย ทำให้ผู้ศึกษาได้ค้นพบประเด็นสำคัญของการบริหารจัดการ โครงสร้างเงินทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดังนี้

1. ในกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง และกลุ่มกิจการที่จ่ายปันผล พบว่าการกระทำของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรหนึ่งที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งให้เห็นว่าในสองกลุ่มนี้มีปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Problem) ค่อนข้างสูง ตามทฤษฎี Agency Cost ได้กล่าวถึงความขัดแย้งระหว่างตัวแทนคือ ในกิจการขนาดใหญ่ที่มีการกระทำของผู้ถือหุ้นมากจะมีแนวโน้มที่จะมีการก่อหนี้สินน้อยเพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะไม่ต้องการตรวจสอบจากภายนอก

และในกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง ที่ยังมีปัจจัยทางด้านความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนและมีความสัมพันธ์ในทางบวกยิ่งเป็นการสนับสนุนทฤษฎี Agency Cost ได้วิเคราะห์ความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับเจ้าหนี้ว่า ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงก็ตาม เนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการถ่ายโอนผลประโยชน์จากเจ้าหนี้มาสู่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นจะไม่เท่ากับมูลค่าสูงสุดของกิจการอีกต่อไป และถ้าผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้บริหารด้วยจะยิ่งทำให้การถ่ายโอนผลประโยชน์นั้นสะดวกขึ้น

2. ผลการวิเคราะห์ในทุกกลุ่มพบว่า อัตราการจ่ายปันผล สภาพคล่อง เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งให้เห็นถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ที่ผู้บริหารมักจะมีข้อมูลที่ดีกว่าเจ้าหนี้และนักลงทุนภายนอก ซึ่งตามทฤษฎี Pecking Order กล่าวว่าปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ทำให้กิจการไม่สามารถหาระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมได้ และเมื่อกิจการมีความต้องการเงินทุนเพื่อจะลงทุนในโครงการที่ดี กิจการควรที่จะมีสินทรัพย์ สภาพคล่องสูงสำรองไว้ เพราะการที่กิจการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกนั้น กิจการจำเป็นต้องเผชิญกับปัญหาต้นทุนของเงินทุน และปัญหาเกี่ยวกับการเลือกเงินทุนที่เหมาะสม

ตามสมมติฐานของ Shyam-Sunder and Myers (1999) ได้เสนอแนวคิดภายใต้ทฤษฎี Pecking Order ว่า หลังจากที่ได้มีการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering) ไปแล้วนั้น การที่กิจการจะประกาศขายหุ้นทุนนั้นเป็นสถานะที่ไม่น่าจะเกิดขึ้น

ของกิจการอันเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ผู้บริหารนั้นไม่สามารถที่จะถ่ายทอดข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ (เช่น โครงการลงทุนที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก) ไปยังนักลงทุนได้ เพราะว่าข้อมูลข่าวสารของผู้บริหารนั้นไม่น่าเชื่อถือ พิจารณาได้จาก เมื่อผู้บริหารค้นพบโครงการลงทุนที่น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคต ฝ่ายผู้บริหารก็จะประกาศโครงการดังกล่าวออกมาเพื่อที่จะช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ของกิจการให้มีราคาสูงขึ้น แต่นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะรู้ว่าจะเป็นอย่างนั้นจริงได้จนกว่าจะเกิดขึ้นจริง ดังนั้นนักลงทุนก็จะประมาณค่าเฉลี่ยต่ำสุดของราคาหลักทรัพย์ไว้ และจะทำการเข้าซื้อเมื่อราคานั้นต่ำกว่าราคาตลาด หรืออยู่ในช่วงที่ต่ำกว่าราคาที่นักลงทุนประมาณค่าไว้ว่าควรจะเป็น ซึ่งผู้บริหารจะเข้าใจปัญหาเหล่านี้ และมักจะไม่ได้ทำการลงทุนในโครงการที่ถึงแม้จะมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิที่เป็นบวก แต่จำเป็นจะต้องพึ่งเงินทุนจากการออกหุ้นกู้

นอกจากนี้ยังได้กล่าวอีกว่า กิจการที่มีความสามารถในการเลือกแหล่งเงินทุนได้หลายแหล่ง ได้แก่ กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง กิจการขนาดใหญ่ และกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง ส่วนกิจการที่มีข้อจำกัดในการเลือกแหล่งเงินทุน ได้แก่ กิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล กิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ และกิจการขนาดเล็ก ซึ่งจะมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้ในระดับต่ำ เนื่องจากความน่าเชื่อถือของกิจการ จะมีน้อยกว่าเมื่อเทียบกับกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่า จึงเป็นกิจการที่มีความไม่เท่าเทียมกันทางข้อมูลอยู่มากประกอบกับความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อกิจการขนาดเล็กมีน้อย ตัวกลางที่ทำหน้าที่ในการวิเคราะห์ข้อมูลของแต่ละกิจการและนักลงทุนสถาบันก็จะไม่ให้ความสำคัญในการวิเคราะห์ในกลุ่มนี้ ดังนั้นข้อมูลที่ออกมาสู่ตลาดจึงไม่สมบูรณ์และส่งผลให้กิจการกลุ่มนี้มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมาก และทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนได้กล่าวว่ากิจการที่เผชิญกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้นควรจะมีการจัดหาเงินทุนตามหลักการของทฤษฎี เนื่องจากการส่งข่าวสารที่ไม่มีประสิทธิภาพทำให้การออกหุ้นทุนส่งผลเสียต่อบริษัท

ข้อเสนอแนะ

1. การแก้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนนั้น อาจทำได้โดยการกระจายการถือครองหุ้นให้มากขึ้น ทั้งนี้ยังสามารถลดต้นทุนในการควบคุมและตรวจสอบได้ ซึ่งตรงตามแนวคิดของ Demsetz และ Lehn (1985) ที่กล่าวว่า การลดต้นทุนจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารสามารถทำได้โดยการกระจายผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น เพื่อเป็นการปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบ

2. การที่พบว่าในการจัดการบริหารโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีปัญหาในเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งตามทฤษฎี Pecking Order ได้กล่าวถึงวิธีการจัดหาแหล่งเงินทุนของกิจการจะเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) ถึงนักลงทุนภายนอกได้ เช่น ถ้ากิจการจัดหาแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน แสดงว่ากิจการมีความสามารถในการที่จะทำกำไรในอนาคต แต่ถ้ากิจการจัดหาเงินทุนจากแหล่งทุนเช่น ออกหุ้นสามัญใหม่ แสดงว่าโอกาสในการเจริญเติบโตของกิจการในอนาคตมีน้อย ดังนั้นกิจการจึงควรวางแผนจัดการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อที่จะสื่อไปถึงนักลงทุนภายนอกได้อย่างถูกต้อง

นอกจากนี้ควรมีการสร้างมาตรการ หรือบทลงโทษให้เข้มงวดในเรื่องการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน เช่น ควรเปิดเผยข้อมูลแก่บุคคลภายนอกให้รับรู้ข้อมูลอย่างเท่าเทียมกับผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้นใหญ่ หรือเมื่อมีข่าวลือเกี่ยวกับบริษัทและมีผลกระทบต่อส่วนได้เสียกับผู้ถือหุ้น หรือเจ้าหน้าที่ของบริษัท ควรมีการชี้แจงให้แก่สาธารณชนทราบเพื่อให้เกิดความเข้าใจถูกต้องตรงกัน และควรชี้แจงให้รวดเร็วทันต่อเหตุการณ์ เพื่อให้เกิดผลกระทบน้อยที่สุด ถ้าบริษัทใดจงใจเพิกเฉย ไม่ทำตาม ควรมีบทลงโทษที่เข้มงวด ทั้งนี้เพื่อเป็นการพัฒนาระดับการให้ข้อมูลข่าวสารของตลาดทุนให้ก้าวหน้าทัดเทียมตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ในการศึกษาโดยใช้ข้อมูลทางเศรษฐศาสตร์ ซึ่งจะต้องอาศัยการเก็บรวบรวมจากแหล่งitudinal เป็นหลัก และข้อมูลที่ได้ส่วนใหญ่จะเป็นข้อมูลของบริษัทต่าง ๆ หลายบริษัท แล้วนำมารวบรวมเข้าไว้ด้วยกันเพื่อวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ต่อไป ซึ่งข้อมูลที่ประกอบไปด้วยบริษัทต่าง ๆ ที่มักจะมี ความแตกต่างในด้านขนาด ลักษณะการทำธุรกิจ เป็นต้น มีส่วนทำให้เกิดปัญหา Heteroscedasticity และการแก้ปัญหานั้นก็เป็นการยาก เนื่องจากการแก้ไขปัญหา Heteroscedasticity ได้ จะต้องรู้ค่าความแปรปรวนของประชากร และแก้ไขโดยวิธี Weighted Least Squares แต่ข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรมักเป็นข้อมูลitudinal ที่ได้จากการเก็บรวบรวมขององค์กรเอกชนหรือรัฐบาล ซึ่งไม่เหมือนการทำวิจัยทางวิทยาศาสตร์ที่ผู้วิจัยสามารถควบคุมตัวแปรต้นได้ การจะรู้ค่าความแปรปรวนของประชากรนั้นจึงทำได้ยาก (Gurajati, 1988: 338) การศึกษาในอนาคตอาจนำเอาเทคนิคการวิเคราะห์สมการแบบอื่นมาใช้วิเคราะห์แทน ซึ่งผลที่ได้ อาจมีความแตกต่างกันจากการศึกษาในครั้งนี้
2. ในการศึกษาในอนาคตอาจมีการศึกษาโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างย่อยในลักษณะอื่น เช่น แบ่งตามอัตราการเจริญเติบโต เป็นต้น เพื่อดูความแตกต่างของปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน
3. ในการศึกษาในอนาคตอาจนำเอาปัจจัยมหภาคมาศึกษาเพิ่มเติม เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ อัตราการเจริญเติบโตของอุตสาหกรรม เป็นต้น ซึ่งอาจจะเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน