



# ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

## The Determinants of Capital Structure of Listed Companies in Resource Sector in The Stock Exchange of Thailand

ศศิธร เนื่องจำนงค์\* และ รศ.เจียมจิตร ชาวากร\*\*

### บทคัดย่อ

การศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยมีสามปัจจัยคือ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงบวก สำหรับปัจจัยอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

### Abstract

The main objective of this study was to examine determinants of capital structure of listed companies in resource sector in stock exchange of Thailand. The results indicated that profitability, size, fix asset were statistically significantly correlated with the capital structure (the long term debt to long term capital) profitability presented in negative, size presented in positive and fix asset presented in positive. For other factor, there existed no any statistically significant relationship.

### ความสำคัญของเรื่องที่ศึกษา

การที่เศรษฐกิจของประเทศไทยเป็นระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยม ซึ่งโดยหลักการของระบบนี้เอกชนเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต มีองค์กรธุรกิจดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ รัฐมีหน้าที่ในการส่งเสริมกำกับดูแลให้เกิดความยุติธรรมในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ดังนั้นองค์กรธุรกิจจะอยู่ในฐานะเป็นตัวขับเคลื่อนความเป็นไปได้ของเศรษฐกิจ อนาคตของประเทศจะเป็นอย่างไรก็ขึ้นอยู่กับความเป็นไปได้ขององค์กรธุรกิจ หากองค์กรเหล่านี้มีปัญหาประเทศชาติย่อมมีปัญหา ในทางตรงกันข้ามหากองค์กรธุรกิจดำเนินกิจการได้เป็นอย่างดี ย่อมทำให้ประเทศเจริญและมั่นคงด้วย

\* นิสิตปริญญาโทภาควิชาบริหารธุรกิจ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900

\*\*อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ กรุงเทพฯ 10900

การดำเนินงานของภาคเอกชนไทยในอดีตที่ผ่านมาพบว่ามีปัญหาในเชิงโครงสร้างที่นำไปสู่ปัญหาวิกฤติทางการเงินและกระทบต่อความมั่นคงของระบบเศรษฐกิจ โดยรวมในอนาคตเนื่องจากการที่ภาคธุรกิจไทยมีโครงสร้างเงินทุนที่พึ่งพิงการก่อหนี้ในระดับที่สูง ตลอดจนปัญหาด้านการปราศจากธรรมเนียมบาลในภาคธุรกิจอันนำไปสู่การลงทุนเกินตัวหรือในธุรกิจที่ตนเองไม่ชำนาญ การขาดความรู้ความเข้าใจและความสามารถในการบริหารความเสี่ยงเกิดผลกระทบต่อผลประกอบการของธุรกิจ ซึ่งปัญหาดังกล่าวข้างต้นมีส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาการเคลื่อนย้ายเงินทุน ปัญหาค่าเงินบาท ปัญหาระบบสถาบันการเงินและวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 - 2541

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรเป็นภาคธุรกิจหนึ่งที่มีความสำคัญอย่างมากต่อเศรษฐกิจของประเทศ เพราะมีความเกี่ยวข้องทั้งกับภาคธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่น ๆ เช่น ภาคอุตสาหกรรม ภาคการเงิน เป็นต้น และยังมี ความเกี่ยวข้องกับภาคการบริโภคของประชาชนอีกด้วย การจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจพลังงานจึง นับว่ามีความสำคัญอย่างยิ่ง เพราะเป็นกลยุทธ์หนึ่งที่จะทำให้ธุรกิจดำรงอยู่อย่างยั่งยืนในระยะยาว ภายใต้ สภาพแวดล้อมทางการแข่งขัน และสภาพเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา

งานวิจัยนี้ได้มุ่งศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน กลุ่มทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจเลือก โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับบริษัทต่อไป

## วิธีการศึกษา

### วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร เป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ได้แก่ งบการเงินของ บริษัทจดทะเบียนกลุ่มทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี 2548 - 2554 จำนวน 28 บริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมจาก โปรแกรมซอฟต์แวร์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com) และข้อมูลแนวคิดทฤษฎี ผลการศึกษาที่ผ่านมา และข้อมูลต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง รวบรวม จากเอกสาร วารสาร และหนังสือต่าง ๆ รวมถึงข้อมูลสารสนเทศทางอินเทอร์เน็ต

### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยทำการทดสอบปัจจัยเฉพาะที่มีอิทธิพลต่อ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร โดยตัวแปรที่ เกี่ยวกับปัจจัยด้านบริษัทและ โครงสร้างเงินทุนและวิธีการศึกษาที่ใช้ตามแนวทางของ Rajan and Zingales (2005), Booth, Aivazian and Maksimovic (2001) และ Chen (2003) โดยโครงสร้างเงินทุนจะวัดด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวกับส่วนของผู้ถือหุ้นตามบัญชี ในส่วนของปัจจัย ด้านบริษัท ได้แก่ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน สินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร ขนาด



ของกิจการ โอกาสในการเจริญเติบโต ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

## การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน

การสร้างความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของอัตราส่วนที่ใช้วัดโครงสร้างเงินทุนและตัวแปรของปัจจัยเฉพาะบริษัท ตามแนวทางการศึกษาของ Chen (2003), Rajan and Zingales (2005), Deesomsak, Paudyal and Pescetto (2004) และพิชนี อัมพันมาศ (2548) ที่แสดงความเป็นเหตุเป็นผลในการวางแผนกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยการวิเคราะห์สมการถดถอย ตามสมการ ดังนี้

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\text{PROF})_{i,t} + \beta_2 (\text{SIZE})_{i,t} + \beta_3 (\text{ASSET})_{i,t} + \beta_4 (\text{INT})_{i,t} + \beta_5 (\text{GROW})_{i,t} + \beta_6 (\text{EVOL})_{i,t} + \beta_7 (\text{SPP})_{i,t}$$

โดยที่  $Y_{i,t}$  = อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อเงินลงทุนระยะยาว (LLEQ)

$\alpha$  = จุดตัดแกน Y

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$  = ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

$(\text{PROF})_{i,t}$  = ความสามารถในการทำกำไร

$(\text{SIZE})_{i,t}$  = ขนาดของกิจการ

$(\text{ASSET})_{i,t}$  = สินทรัพย์ถาวร

$(\text{INT})_{i,t}$  = ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

$(\text{GROW})_{i,t}$  = โอกาสในการเจริญเติบโต

$(\text{EVOL})_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน

$(\text{SPP})_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

$i, t$  คือ ข้อมูลของบริษัท  $i$  ในปี 2548, 2549, 2550, 2551, 2552, 2553 และ 2554

## ทฤษฎีและความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

### 1. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

จากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (The pecking order theory) แสดงให้เห็นว่าบริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในเป็นอันดับแรกก่อนที่จะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเนื่องจากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในจะมีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost) ที่ต่ำกว่าและการออกหุ้นทุนแสดงถึงสัญญาณในทางลบต่อนักลงทุน ดังนั้นบริษัทที่มีผลกำไรที่สูงควรที่จะมีระดับอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำสะท้อนถึงความสัมพันธ์ทางลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับหนี้สิน

ในขณะที่ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off theory) แสดงความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับหนี้สิน เนื่องจากต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ภาษี และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy costs) เป็นปัจจัยกระตุ้นให้บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรเลือกแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ โดยเมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มสูงขึ้นจะส่งผลทำให้ต้นทุนการล้มละลายมีลดลง และการที่บริษัทสามารถนำดอกเบี้ยมาถือเป็นค่าใช้จ่ายทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางภาษีซึ่งทำให้กำไรเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ตามโมเดลตัวแทน (Agency models) ของ Jensen and Meckling (1976), Easterbrook (1984) และ Jensen (1986) ซึ่งให้เห็นว่าการก่อหนี้ที่เพิ่มสูงขึ้นนำมาช่วยในการควบคุมปัญหาจากตัวแทน (Agency problems) อีกทั้งยังได้รับการสนับสนุนจาก Ross (1977) ที่ว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับที่สูงจะสะท้อนถึงสัญญาณสถานะทางธุรกิจในอนาคตในทิศทางบวก

## 2. ขนาดของกิจการ (Size)

ขนาดของกิจการเป็นตัววัดสำหรับโอกาสที่จะล้มละลาย ซึ่งวัดได้จากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม Warner (1977) และ Ang, Chua and McConnel (1982) ระบุว่าบริษัทขนาดเล็กค่อนข้างจะมีต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy cost) ที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ และ Titman and Wessels (1988) ซึ่งให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะกระจายการลงทุนและมีโอกาสที่จะล้มละลายต่ำกว่าดังนั้นจากทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off theory) จึงสะท้อนให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดกิจการกับระดับหนี้สิน

ในขณะที่ Fama and Jensen (1983) ซึ่งให้เห็นว่าในแง่ของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information asymmetry) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจัดหาข้อมูลที่ละเอียดและมีความชัดเจนให้แก่แก่นักลงทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นต้นทุนในการควบคุม (Monitoring cost) จึงมีต่ำในบริษัทขนาดใหญ่ ส่งผลให้มีศักยภาพในการระดมเงินทุนในตลาดทุนที่มากกว่า ดังนั้นตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) จึงคาดการณ์ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดกิจการกับระดับหนี้สิน

## 3. สินทรัพย์ถาวร (Asset)

สินทรัพย์ถาวรวัดได้จากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร (Fix asset) ต่อสินทรัพย์รวม (Total assets) เนื่องจากโครงสร้างทางสินทรัพย์ของบริษัทมีความสำคัญในการสะท้อนโครงสร้างเงินทุนโดยสินทรัพย์ถาวรสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ซึ่งส่งผลในการช่วยลดความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ให้แก่ผู้ให้กู้ยืม

Galai and Masululis (1976); Jensen and Meckling (1976); Myers (1977) กล่าวว่าการบริหารเงินโดยการก่อหนี้อาจนำไปสู่การลงทุนในระดับที่ต่ำกว่าความเหมาะสม (Underinvestment) หรือ การลงทุนที่เกินตัว (Overinvestment) ในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาทางด้านตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ตามทฤษฎีตัวแทน เป็นผลทำให้เจ้าหนี้ต้องการสินทรัพย์มาเป็น หลักประกันเพื่อลดความเสี่ยง ในขณะที่บริษัทที่ไม่สามารถจัดหาหลักประกันได้จะต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้น การก่อหนี้



จึงควรมีสัดส่วนที่เหมาะสมกับสินทรัพย์ถาวรที่กิจการครอบครองอยู่ ดังนั้นตามทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off theory) จะแสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับหนี้สินและสินทรัพย์ถาวร

ในทางตรงกันข้าม Grossman and Hart (1982) กล่าวว่าจากทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ซึ่งให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับหนี้สินและสินทรัพย์ถาวร เนื่องจากบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรอยู่น้อยจะมีผลทำให้มีหลักประกันในการกู้ยืมค่าและยากต่อการควบคุมการบริหารงานจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) ดังนั้นเพื่อลดต้นทุนทางด้านตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Agency cost) บริษัทจึงต้องเพิ่มระดับการก่อหนี้เพื่อให้การบริหารงานของบริษัทได้รับการควบคุมมากยิ่งขึ้นจากเจ้าหนี้และสถาบันการเงิน อีกทั้งการที่บริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมากจะทำให้บริษัทมีภาระในด้านต้นทุนคงที่สูงขึ้น ความเสี่ยงในด้านปฏิบัติการ (Operational risk) และโอกาสในการล้มละลายที่สูงขึ้นตาม ดังนั้นการมีสินทรัพย์ถาวรที่สูงขึ้นจะมีผลทำให้บริษัทมีการก่อหนี้ที่น้อยลง

#### 4. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt tax shield)

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินวัดได้จากอัตราส่วนค่าเสื่อมราคาและรายการตัดบัญชี (Depreciation and amortization) ต่อสินทรัพย์รวม (Total assets) จากทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off theory) จะพบว่าผลประโยชน์ที่ได้จากการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการก่อหนี้คือ การเสียภาษีบริษัทที่น้อยลง (DeAngelo & Masulis, 1980) ซึ่งนอกจากบริษัทจะใช้ดอกเบี้ยในการลดการเสียภาษีแล้ว บริษัทยังคงมีทางเลือกในรายการอื่น (Non-debt tax shield) ที่ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีได้เช่นกัน เช่น ค่าเสื่อมราคา, กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ฯลฯ ดังนั้นบริษัทที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-debt tax shield) ที่ค่อนข้างสูงอยู่แล้วจะให้ผลประโยชน์ทางภาษีโดยการก่อหนี้ลดลงสะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับหนี้สินและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

## ผลการศึกษา

ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

ตารางที่ 1 ผลการศึกษาปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งได้แก่ อัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ตัวแปรตาม	R Square	F	Sig.
LLEQ	.337	11.107	.000 <sup>a</sup>

  

ตัวแปรอิสระ	สัมประสิทธิ์ความถดถอย	Sig
(Constant)	-.357	.001
PROF	-.885	.000
SIZE	.069	.005
ASSET	.696	.000
INT	.195	.621
GROW	.111	.107
EVOL	.002	.694
SPP	-.023	.485

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

สมการถดถอย :

$$LLEQ = 0.337 - 0.885PROF + 0.069SIZE + 0.696ASSET + 0.195INT + 0.111GROW + 0.002EVOL - 0.023SPP$$

(0.001) (0.000) (0.005) (0.000) (0.621) (0.107) (0.694) (0.485)

จากผลการวิเคราะห์ จะเห็นว่าสมการสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของข้อมูล ( $R^2$ ) ได้ร้อยละ 33.7 โดยมีค่า F-Statistic เท่ากับ 11.107 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ปัจจัยที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (Prof) ขนาดของกิจการ (Size) และสินทรัพย์ถาวร (Asset)



ความสามารถในการทำกำไร (Prof) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.885 กล่าวคือ เมื่อความสามารถในการทำกำไรเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะส่งผลทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาวลดลง 0.885 หน่วย แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรจะจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้ลดลง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

ขนาดของกิจการ (Size) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.069 กล่าวคือ เมื่อขนาดของกิจการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะส่งผลทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาวเพิ่มขึ้น 0.069 หน่วย แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีกิจการขนาดใหญ่จะสามารถปรับตัวให้เข้ากับสถานการณ์ได้ในระดับสูง สามารถกระจายความเสี่ยงได้มาก มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ ทำให้ง่ายต่อการขอกู้ยืมได้มาก เป็นไปตามทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย

สินทรัพย์ถาวร (Asset) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ 0.696 กล่าวคือ เมื่อสินทรัพย์ถาวรเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วย จะส่งผลทำให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาวเพิ่มขึ้น 0.696 หน่วย แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากจะทำการก่อหนี้มากขึ้นเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน

ในขณะที่ปัจจัยอื่นไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว

## สรุปผลการศึกษา

จากการที่ปัจจุบันประเทศไทยมีการส่งเสริมให้มีการแข่งขันทางการค้าอย่างเสรี การเปิดประเทศของจีนทำให้การแข่งขันทางการค้าเป็นไปอย่างเข้มข้นมากขึ้น ผู้ประกอบการจำเป็นต้องปรับปรุงประสิทธิภาพในการบริหารงานและการดำเนินงานของบริษัทเพื่อเพิ่มศักยภาพของการผลิตและขีดความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจไทยให้สามารถยืนหยัดอยู่ได้ภายใต้ภาวะการแข่งขันในตลาดโลก อีกทั้งความผันผวนของเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจของกิจการ ปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้ส่งผลทำให้ความต้องการเงินทุนของภาคเอกชนอยู่ในระดับที่เพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตามบทเรียนจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้น เนื่องจากการมีโครงสร้างเงินทุนที่มีการก่อหนี้จำนวนมากนำไปสู่ความเปราะบางทางการเงิน บริษัทหลายแห่งต้องปรับตัวเพื่อความอยู่รอด เช่น การปรับลดหนี้สิน การเพิ่มทุน การปรับโครงสร้างหนี้สิน ไปจนถึงการปิดกิจการล้มละลาย อีกทั้งยังเป็นปัญหาลูกโซ่ที่ส่งผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัย

หลักที่มีความสำคัญต่อการกำหนดความสำเร็จและการเจริญเติบโตของกิจการ รวมถึงมีผลต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว

ผลการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ มีสามปัจจัย ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (Prof) ขนาดของกิจการ (Size) สินทรัพย์ถาวร (Asset) โดยเป็นไปตามสมมติฐานดังต่อไปนี้

ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ในเชิงลบหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีกำไรจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการก่อน มีผลทำให้มีการก่อหนี้ลดลง เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า อีกทั้งยังเป็นการลดปัญหาของความไม่ทัดเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้จัดการและนักลงทุน ซึ่งความไม่ทัดเทียมกันของข่าวสารอาจเนื่องมาจากการที่ตลาดทุนของประเทศไทยยังอยู่ในช่วงระหว่างการพัฒนา

ขนาดของกิจการและสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีขนาดใหญ่ มีความมั่นคง จะสามารถปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้ในระดับสูง สามารถกระจายความเสี่ยงได้มาก มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ สามารถกู้ยืมเพื่อประหยัดภาษีได้เพิ่มขึ้น และบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้นและยังมีต้นทุนที่ต่ำ โดยขนาดของกิจการและสินทรัพย์ถาวรเข้ามามีบทบาทในการก่อหนี้ อาจเนื่องมาจากผลกระทบที่เกิดจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ จึงทำให้เจ้าหนี้คำนึงถึงความอยู่รอดของกิจการและตัวของเจ้าหนี้เองและคำนึงถึงความเสี่ยงในการผิคนัดชำระหนี้ของลูกหนี้มากขึ้นทำให้การปล่อยกู้มีความรอบคอบมากขึ้น เจ้าหนี้โดยส่วนใหญ่จะพยายามปล่อยกู้ให้แก่บริษัทที่มีขนาดใหญ่และมั่นคงและปล่อยกู้ให้แก่บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนไปใช้เป็นหลักประกันในการก่อหนี้ ส่วนปัจจัยเฉพาะบริษัทอื่น ๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## เอกสารอ้างอิง

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2553). *สถิติสำหรับงานวิจัย*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
- ดวงกมล รัตนสุกาญจน์. (2551). *ปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่*. ปัญหาพิเศษบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, สาขาบริหารธุรกิจ, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *โปรแกรม SETSMART (On line)*. เข้าถึงได้จาก

<http://www.setsmart.com>





- นพรัตน์ ทรัพย์อัครชัย. (2547). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปัญหาพิเศษบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย, สาขาบริหารธุรกิจ, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- พิชณี อัมพันมาส. (2548). ปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปัญหาพิเศษบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัย, สาขาบริหารธุรกิจ, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช. (2537). เอกสารการสอนชุดวิชาการประกันชีวิต 1. นนทบุรี: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, สาขาบริหารธุรกิจ, บัณฑิตวิทยาลัย, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Booth, L., Aivazian, V., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance (Online)*. Retrieved from [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com)
- Chen, J. J. (2003). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research (Online)*. Retrieved from [www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com)
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto. (2004). The determinants of capital structure evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management (Online)*. Retrieved from <http://ideas.repec.org>
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance (Online)*. Retrieved from [www.jstor.org](http://www.jstor.org)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. 262-297.
- Rajan, G. R., & Zingales, L. (2005). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance (Online)*. Retrieved from [www.jstor.org](http://www.jstor.org)