สาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงิน

Causes and Effects of Financial Structure

ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์[1] ขวัญกมล ดอนขวา[2]

Chanisa Maneerattanarungrot[1], Kwunkamol Donkwa[2]

[1]หลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

[2]สาขาวิชาเทคโนโลยีการจัดการ สำนักวิชาเทคโนโลยีสังคม มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

[1]Doctor of Philosophy Program in Management, Suranaree University of Technology

[2] School of Management Technology, Institution of Social Technology, Suranaree University of Technology

E-mail: chanisa@sut.ac.th

บทคัดย่อ

แม้ว่าจะมีการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินมาเป็นระยะเวลานานแล้ว แต่ผลการวิจัยเกี่ยวกับสาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงินยังมีความหลากหลาย เนื่องจากงานวิจัยส่วนใหญ่เลือกวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงินเป็นสองแบบจำลอง ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างทางการเงิน หรือผลของโครงสร้างทางการเงิน อีกทั้งงานวิจัยส่วนใหญ่เลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียงหนึ่งอัตราส่วนเป็นตัวแทนในการวัดโครงสร้างทางการเงิน ดังนั้น การวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอิทธิพลของคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อโครงสร้างทางการเงิน และอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่าของกิจการ โดยวัดโครงสร้างทางการเงินจากหนี้สินรวม หนี้สินระยะยาว หนี้สินระยะสั้น และหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นด้วยเทคนิคการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน ส่วนมูลค่ากิจการวัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมและกระแสเงินสดอิสระ และวิเคราะห์อิทธิพลระหว่างตัวแปรโดยใช้แบบจำลองสมการโครงสร้าง ซึ่งตัวอย่างในการวิจัยเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 315 แห่ง ที่มีข้อมูลทางการเงินในระหว่างปี พ.ศ. 2554 ถึงปี พ.ศ. 2557 ทั้งนี้ ผลการวิจัยพบว่า สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวก ส่วนสภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงิน และโครงสร้างทางการเงินมีผลทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวม โดยผลการศึกษาจะช่วยเพิ่มองค์ความรู้เกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินในฐานะตัวแปรส่งผ่านของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

คำสำคัญ: โครงสร้างทางการเงิน มูลค่ากิจการ แบบจำลองสมการโครงสร้าง

Abstract

Studies on financial structure have been available for years, but the research results about its causes and effects are not definitive. Most studies analyzed either its causes or its effects and used a single indicator as a proxy for the financial structure. This study aims to explore how the firm characteristics affect the financial structure and how the financial structure affects the firm value. The financial structure is measured from the total debt ratio, long-term debt ratio, short-term debt ratio, and debt to equity ratio by using the confirmatory factor analysis technique. The firm value is measured from market value of total assets and free cash flow. The causal relationships are analyzed with the structural equation modelling technique. The financial data for four accounting periods from 2011 to 2014 of 315 firms listed on the Stock Exchange of Thailand are analyzed. This study finds tangibility positively affects the financial structure, but liquidity negatively affects the financial structure. Moreover, the financial structure has the positive effect on the firm value measured from market value of total assets. These findings will fill the gap of knowledge of the mediating role of financial structure of the listed firms in the Stock Exchange of Thailand.

Keywords: financial structure, firm value, structural equation

Paper Type: Research

1. บทนำ

ธุรกิจจำเป็นต้องบริหารงานด้านต่างๆ อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ที่มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการอย่างยั่งยืน ไม่ว่าจะเป็นบุคคลภายในและภายนอกกิจการ โดยกิจกรรมด้านการผลิต การตลาด การเงิน และอื่นๆ ของธุรกิจจำเป็นต้องมีการประสานงานและร่วมมือกันในการดำเนินงาน ทั้งนี้ ในส่วนของกิจกรรมด้านการเงิน ฝ่ายการเงินควรกำหนดโครงสร้างทางการเงินให้เหมาะสม เพื่อให้การดำเนินงานของฝ่ายการตลาด ฝ่ายการผลิต ฝ่ายบุคคล ฯลฯ เป็นไปอย่างราบรื่น และส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของกิจการ แต่ปัจจัยที่กิจการควรพิจารณาในการกำหนดโครงสร้างทางการเงินมีหลากหลายปัจจัย ไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงาน สภาพคล่อง สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง ฯลฯ ของกิจการ ถึงแม้ว่าทฤษฎีที่เกี่ยวข้องจะเสนอว่า คุณลักษณะเฉพาะของกิจการส่งผลต่อการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างทางการเงิน และโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะกับคุณลักษณะเฉพาะของกิจการสามารถช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ แต่ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) และทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (pecking order theory) กลับมีข้อเสนอด้านทิศทางอิทธิพลของคุณลักษณะของกิจการต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินทั้งเหมือนและแตกต่างกัน เช่น ทั้งสองทฤษฎีเสนอว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกการมีหนี้สิน ส่วนความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อการมีหนี้สินตรงกัน แต่ทั้งสองทฤษฎีมีข้อเสนอที่ขัดแย้งกันเกี่ยวกับอิทธิพลของผลการดำเนินงานและสภาพคล่องต่อโครงสร้างทางการเงิน โดยทฤษฎีตัวแทนเสนอว่าผลการดำเนินงานและสภาพคล่องมีผลบวกต่อการมีหนี้สิน ส่วนทฤษฎีการจัดหาตามลำดับเสนอว่าผลการดำเนินงานและสภาพคล่องมีผลลบต่อการมีหนี้สิน เป็นต้น (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984; Tudose, 2012)

นอกเหนือจากข้อเสนอจากทฤษฎีที่มีทั้งสอดคล้องและขัดแย้งกันแล้ว ผลการวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินที่ผ่านมาได้ข้อสรุปค่อนข้างหลากหลาย ไม่ว่าจะสรุปว่าคุณลักษณะกิจการมีอิทธิพลทางบวก ทางลบ หรือไม่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สิน และโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินมีอิทธิพลทางบวก ทางลบ หรือไม่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งการวิจัยส่วนใหญ่ศึกษาสาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงินโดยแยกเป็นสองแบบจำลอง คือ ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงิน หรือศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ รวมทั้งงานวิจัยส่วนใหญ่ยังเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินเพียงหนึ่งหรือสองอัตราส่วนเป็นตัวแทนของโครงสร้างทางการเงิน ไม่ว่าจะเป็นอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ฯลฯ นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ยังเลือกใช้ตัวแปรแทนเพียงหนึ่งตัวในการวัดมูลค่าของกิจการ ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหาความคลาดเคลื่อนในการวัด (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010)

จากข้อเสนอของทฤษฎีและผลการวิจัยข้อมูลเชิงประจักษ์ยังไม่สอดคล้องตรงกัน การวิจัยนี้จึงศึกษาปัจจัยที่เป็นสาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงินในแบบจำลองเดียว โดยศึกษาโครงสร้างทางการเงินในฐานะตัวแปรส่งผ่าน (mediating variable) และในฐานะตัวแปรแฝง (latent variable) รวมทั้งวัดมูลค่ากิจการจากตัวแปรแทน 2 ตัว คือ สินทรัพย์รวมและกระแสเงินสดอิสระ ในแบบจำลองสมการโครงสร้าง

2. วัตถุประสงค์การวิจัย

2.1. เพื่อศึกษาอิทธิพลของผลการดำเนินงาน สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่องและความเสี่ยงที่ส่งผลต่อโครงสร้างทางการเงิน

2.2. เพื่อศึกษาอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

3. การทบทวนวรรณกรรมและกรอบแนวคิด

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางการเงิน ประกอบด้วย 3 ประเด็นหลัก คือ ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางการเงิน และกรอบแนวคิดการวิจัย

3.1. ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดโครงสร้างทางการเงินแต่ละทฤษฎีต่างมีข้อกำหนดและบริบทในการประยุกต์ใช้ที่แตกต่างกันไป ในการวิจัยนี้ได้ใช้ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับเป็นแนวทางในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน และผลของโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

3.1.1. ทฤษฎีตัวแทน เสนอว่า ความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้จัดการที่เกิดจากการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและการควบคุมกิจการ โดยผู้จัดการทำหน้าที่เป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการและต้องบริหารกิจการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้เป็นเจ้าของกิจการเป็นหลัก แต่เป้าหมายในการดำเนินงานของผู้จัดการอาจไม่สอดคล้องกับเป้าหมายของเจ้าของกิจการเสมอไป ในบางครั้งผู้จัดการอาจบริหารกิจการเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ส่งผลให้เจ้าของกิจการจำเป็นต้องสร้างกลไกในการกำกับดูแลกิจการ เพื่อจูงใจและกำกับให้ผู้จัดการบริหารกิจการเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการ ทำให้เกิดต้นทุนตัวแทนที่ประกอบด้วยต้นทุนในการจูงใจผู้จัดการให้ดำเนินงานเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ ต้นทุนกำกับดูแลและตรวจสอบการทำงานของผู้จัดการ เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้จัดการบริหารกิจการเพื่อประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้น การมีหนี้สินจึงช่วยลดต้นทุนตัวแทน (โครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินมีผล

ทางบวกต่อมูลค่ากิจการ) ด้วยการลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้จัดการสามารถนำไปใช้เพื่อตอบสนองเป้าหมายหรือผลประโยชน์ของตนเอง ส่วนคุณลักษณะกิจการที่มีผลต่อโครงสร้างทางการเงินตามทฤษฎีตัวแทน เสนอว่า ผลการดำเนินงาน สินทรัพย์มีตัวตนและสภาพคล่องมีอิทธิพลทางบวกต่อการมีหนี้สิน แต่ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อการมีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีผลการดำเนินและสภาพคล่องสูงจะมีกระแสเงินสดอิสระมาก การมีหนี้สินจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ และช่วยเป็นกลไกในการกำกับดูแลกิจการ ส่งผลให้ผู้จัดการเลือกลงทุนในโครงการที่ช่วยให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น แทนการลงทุนเพื่อตอบสนองเป้าหมายส่วนตัว สำหรับสินทรัพย์มีตัวตนนั้น สามารถลดปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าของและเจ้าหนี้ เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ เจ้าหนี้จึงเรียกร้องผลตอบแทนจากการให้กู้เงินน้อยลง แต่กิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ไม่ควรเพิ่มความเสี่ยงทางการเงินด้วยการก่อหนี้เพิ่มขึ้นอีก (Jensen & Meckling, 1976; Tudose, 2012) โดยทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรสรุปไว้ในตารางที่ 1

3.1.2. ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ เสนอว่ากิจการมีลำดับของการจัดหาเงินทุน โดยเมื่อกิจการมีความต้องการใช้เงินทุน กิจการจะใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการจากกำไรสะสมก่อน หากกำไรสะสมของกิจการมีไม่เพียงพอ กิจการจึงจะระดมทุนด้วยการก่อหนี้สิน และระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพิ่มเป็นลำดับสุดท้าย เนื่องจากการใช้เงินทุนภายในจากกำไรสะสมในการลงทุนโครงการต่าง ๆ ถือว่ามีต้นทุนในการระดมเงินทุนต่ำที่สุดและใช้เวลาในการดำเนินงานสั้นที่สุด แต่การระดมเงินทุนจากภายนอกจะมีต้นทุนระดมเงินทุนสูงกว่าและใช้เวลาดำเนินการนานกว่าการระดมเงินทุนจากภายในกิจการ ทั้งนี้การระดมเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่จะมีต้นทุนสูงกว่าและใช้เวลาดำเนินการนานกว่าการระดมเงินทุนจากเจ้าหนี้ ดังนั้นโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินจึงมีผลทางบวกต่อมูลค่ากิจการ ส่วนคุณลักษณะของกิจการที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ เสนอว่า ผลการดำเนินงาน สภาพคล่องและความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อการมีหนี้สิน ส่วนสินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อการมีหนี้สิน เนื่องจากกิจการที่มีกำไรหรือสภาพคล่องสูง จะมีแหล่งเงินทุนภายในกิจการเพียงพอต่อการลงทุน ส่งผลให้ก่อหนี้น้อยลง ส่วนกิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง มีโอกาสที่จะประสบปัญหาทางการเงินสูง จึงไม่ควรเพิ่มความเสี่ยงด้วยการก่อหนี้เพิ่มอีก แต่สินทรัพย์มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ จึงช่วยให้กิจการมีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มขึ้นได้ (Myers, 1984; Tudose, 2012) โดยทิศทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรสรุปไว้ในตารางที่ 1

3.2. ผลการวิจัยอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางการเงิน

ถึงแม้ว่าแต่ละทฤษฎีจะมีข้อสรุปว่าคุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงิน และโครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ แต่จากการทบทวนบทความวิจัยที่ศึกษาอิทธิพลระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างทางการเงินที่ตีพิมพ์ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - พ.ศ. 2558 พบว่า ผลการวิจัยพบอิทธิพลระหว่างตัวแปรมีทั้งในทิศทางบวก ลบและไม่มีอิทธิพล ดังตารางที่ 1 ทั้งนี้ สรุปผลการทบทวนบทความวิจัยประกอบด้วยอิทธิพลของผลการดำเนินงาน สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง และความเสี่ยงต่อโครงสร้างทางการเงิน และอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ ดังนี้

3.2.1. อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างทางการเงิน งานวิจัยกลุ่มแรกสรุปว่าผลการดำเนินมีผลบวกต่อโครงสร้างทางการเงินตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทน ซึ่งการศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (Dang, Kim, & Shin, 2014; Pornsit, Pandej, & Yixin, 2012) และธุรกิจขนาดย่อมของนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) พบว่าผลการดำเนินงานมีผลบวกต่อหนี้สินรวม นอกจากนี้ การศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไนจีเรีย ก็พบว่า ผลการดำเนินงานส่งผลบวกต่อหนี้สินระยะสั้น (Oino & Ukaegbu, 2015) แต่การวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่า ผลการดำเนินงานมีผลลบต่อโครงสร้างทางการเงินตามข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ โดยการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใน 36 ประเทศ (Arosa, Richie, & Schuhmann, 2014) และในไต้หวัน (Yang, Lee, Gu, & Lee, 2010) พบว่า ผลการดำเนินงานส่งผลลบต่อหนี้สินระยะยาว ส่วนการศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป พบว่า ผลการดำเนินงานมีผลต่อหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว (Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013) อีกทั้งการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (Danis, Rettl, & Whited, 2014) มาเลเซีย (Ebrahim, Girma, Shah, & Williams, 2014) ไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) จีน (Liang, Fang Li, & Song, 2014) และไต้หวัน (Pan, Lin, Lee, & Ho, 2015) ก็พบว่าผลการดำเนินงานส่งผลลบต่อหนี้สินรวม ทั้งนี้ บางงานวิจัยยังพบว่าผลการดำเนินงานส่งผลลบต่อทั้งหนี้สินระยะสั้น ระยะยาวและหนี้สินรวมอีกด้วย (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015; Handoo & Sharma, 2014; Lemma & Negash, 2014) อย่างไรก็ตาม การศึกษากิจการในอุตสาหกรรมเกษตรของสาธารณรัฐเช็ก พบว่าผลการดำเนินงานไม่มีผลต่อหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และหนี้สินรวม (Aulová & Hlavsa, 2013) ส่วนการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใน 19 ประเทศ (Fauver & McDonald, 2015) และใน 7 ประเทศที่นับถือศาสนาอิสลามและ 9 ประเทศที่นับถือศาสนาอื่นๆ (Gunn & Shackman, 2014) พบว่า ผลการดำเนินงานไม่มีผลกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

รวมทั้งการศึกษาธุรกิจภัตตาคารในสหรัฐอเมริกา (Park & Jang, 2013) และกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบราซิล (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) ก็พบว่า ผลการดำเนินงานไม่มีผลต่อหนี้สินรวม ดังนั้น การศึกษานี้จึงกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐานตามข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับและผลการวิจัยส่วนใหญ่ ดังนี้

H_1 ผลการดำเนินงานมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงิน

3.2.2. อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างทางการเงิน งานวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อโครงสร้างทางการเงินตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและการจัดหาตามลำดับ โดยสินทรัพย์มีตัวตนมีผลบวกต่อหนี้สินระยะยาวของธุรกิจเกษตรในสาธารณรัฐเช็ก (Aulová & Hlavsa, 2013) และกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 36 ประเทศ (Arosa et al., 2014) รวมทั้งยังมีผลบวกต่อหนี้สินรวมของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (Danis et al., 2014) มาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) อินเดีย (Handoo & Sharma, 2014) และ 9 ประเทศกำลังพัฒนาในทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) แต่การศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป พบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อหนี้สินระยะสั้น (Mateev et al., 2013) ส่วนการศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา พบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบกับหนี้สินรวม (Dang et al., 2014) เช่นเดียวกับการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิหร่าน ที่พบว่าสินทรัพย์มีตัวตนมีผลลบต่อหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินรวม (Alipour et al., 2015) นอกจากนี้ การศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมของอิตาลี ยังพบว่าสินทรัพย์มีตัวตนไม่มีผลใดๆ กับอัตราส่วนหนี้สินที่กู้จากสถาบันการเงิน (Gottardo & Maria Moisello, 2014) และการศึกษาธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของจีน ก็พบว่าสินทรัพย์มีตัวตนไม่มีผลต่อหนี้สินรวมของกิจการ (Liang et al., 2014) ดังนั้น การศึกษานี้จึงกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐานตามข้อเสนอแนะของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ รวมทั้งผลการวิจัยส่วนใหญ่ ดังนี้

H_2 สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างทางการเงิน

3.2.3. อิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างทางการเงิน การศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมใน 7 ประเทศของทวีปยุโรป พบว่าสภาพคล่องมีผลบวกต่อหนี้สินระยะยาว (Mateev et al., 2013) และการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอิหร่าน พบว่าสภาพคล่องมีผลบวกต่อหนี้สินระยะสั้นและระยะยาว (Alipour et al., 2015) ตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทน แต่ผลการวิจัยส่วนใหญ่พบว่าสภาพคล่องมีผลลบต่อโครงสร้างทางการเงินตามข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ โดยการศึกษากิจการในธุรกิจเกษตรของสาธารณรัฐเช็ก พบว่าสภาพคล่องมีผลลบต่อหนี้สินระยะสั้น ระยะยาวและหนี้สินรวม (Aulová & Hlavsa, 2013) รวมทั้งการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใน 36 ประเทศ พบว่าสภาพคล่องมีผลลบต่อหนี้สินระยะยาว (Arosa et al., 2014) นอกจากนี้การศึกษาธุรกิจครอบครัวในอิตาลียังพบว่าสภาพคล่องมีผลลบต่ออัตราส่วนหนี้สินที่กู้จากสถาบันการเงิน (Gottardo & Maria Moisello, 2014) และการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใน 19 ประเทศ พบว่าสภาพคล่องมีผลลบต่ออัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Fauver & McDonald, 2015) ทั้งนี้ งานวิจัยบางส่วนได้สรุปว่าสภาพคล่องไม่มีผลต่อโครงสร้างทางการเงิน โดยการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินเดียพบว่าสภาพคล่องไม่มีผลใดๆ ต่อหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และหนี้สินรวม (Handoo & Sharma, 2014) ส่วนการศึกษาในไต้หวัน พบว่าสภาพคล่องไม่มีผลต่อหนี้สินรวม (Pan et al., 2015) ดังนั้น การวิจัยนี้จึงกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐานตามข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับและผลการวิจัยส่วนใหญ่ ดังนี้

H_3 สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงิน

ตารางที่ 1 สรุปทิศทางอิทธิพลของสาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงิน

ตัวแปรอิสระ → ตัวแปรตาม	ข้อเสนอตามทฤษฎีและผลสรุปจากบทความวิจัย		
	อิทธิพลทางบวก	อิทธิพลทางลบ	ไม่มีอิทธิพล
ผลการดำเนินงาน → หนี้สิน	ทฤษฎีตัวแทน (Dang, Kim, & Shin, 2014; Hewa Wellalage & Locke, 2015; Oino & Ukaegbu, 2015; Pornsit, Pandej, & Yixin, 2012)	ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015; Arosa, Richie, & Schuhmann, 2014; Danis, Rettl, & Whited, 2014; Ebrahim, Girma, Shah, & Williams, 2014; Handoo & Sharma, 2014; Lemma & Negash, 2014; Liang, Fang Li, & Song, 2014; Mateev, Poutziouris, & Ivanov, 2013; Pan, Lin, Lee, & Ho, 2015; Ukaegbu & Oino, 2014; Yang, Lee, Gu, & Lee, 2010)	(Aulová & Hlavsa, 2013; Fauver & McDonald, 2015; Gunn & Shackman, 2014; Park & Jang, 2013; Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014)
สินทรัพย์มีตัวตน → หนี้สิน	ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Arosa et al., 2014; Aulová & Hlavsa, 2013; Danis et al., 2014; Ebrahim et al., 2014; Handoo & Sharma, 2014; Lemma & Negash, 2014)	(Alipour et al., 2015; Dang et al., 2014; Mateev et al., 2013)	(Gottardo & Maria Moisello, 2014; Liang et al., 2014)
สภาพคล่อง → หนี้สิน	ทฤษฎีตัวแทน (Alipour et al., 2015; Mateev et al., 2013)	ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Arosa et al., 2014; Aulová & Hlavsa, 2013; Fauver & McDonald, 2015; Gottardo & Maria Moisello, 2014)	(Handoo & Sharma, 2014; Pan et al., 2015)
ความเสี่ยง → หนี้สิน	(Ebrahim et al., 2014; Hewa Wellalage & Locke, 2015)	ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Arosa et al., 2014; Gottardo & Maria Moisello, 2014)	(Alipour et al., 2015; Danis et al., 2014; Lemma & Negash, 2014; Ukaegbu & Oino, 2014)
หนี้สิน → มูลค่ากิจการ	ทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ (Altan & Arkan, 2011; Chowdhury & Chowdhury, 2010; Olokoyo, 2013; Park & Jang, 2013)	(Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014; Ruan, Tian, & Ma, 2011; Yusuf, Al-Attar, & Al-Shattarat, 2015)	(Ahmed Sheikh & Wang, 2013; Hasan, Ahsan, Rahaman, & Alam, 2014)

3.2.4. อิทธิพลของความเสี่ยงต่อโครงสร้างทางการเงิน

งานวิจัยบางส่วนสรุปว่า ความเสี่ยงมีผลบวกต่อหนี้สินรวมสำหรับกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของมาเลเซีย (Ebrahim et al., 2014) และสำหรับธุรกิจขนาดย่อมในนิวซีแลนด์ (Hewa Wellalage & Locke, 2015) แต่การศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 36 ประเทศ พบว่าความเสี่ยงมีผลลบต่อหนี้สินระยะยาว (Arosa et al., 2014) อีกทั้งการศึกษาธุรกิจครอบครัวในอิตาลี ยังพบว่าความเสี่ยงมีผลลบต่ออัตราส่วนหนี้สินที่กู้จากสถาบันการเงิน (Gottardo & Maria Moisello, 2014) ตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและการจัดหาตามลำดับ ส่วนการศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา (Danis et al., 2014) และกิจการในอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไนจีเรีย (Ukaegbu & Oino, 2014) พบว่าความเสี่ยงไม่มีผลต่อหนี้สินรวม นอกจากนี้ การศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของ 9 ประเทศที่กำลังพัฒนาของทวีปแอฟริกา (Lemma & Negash, 2014) และ

ของอิหร่าน (Alipour et al., 2015) พบว่าความเสี่ยงไม่มีผลต่อหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และหนี้สินรวม ดังนั้น การวิจัยนี้จึงกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐานตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ ดังนี้

H_4 ความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงิน

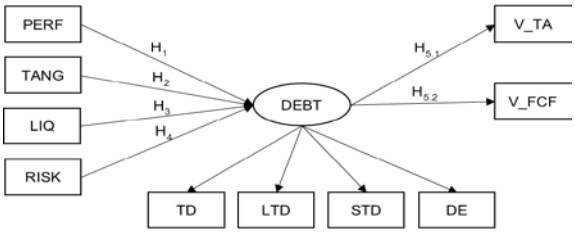
3.2.5. อิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ งานวิจัยกลุ่มแรกสรุปว่าโครงสร้างทางการเงินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและการจัดหาตามลำดับ จากการศึกษากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบังคลาเทศ พบว่าหนี้สินระยะยาวมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากราคาหุ้น (Chowdhury & Chowdhury, 2010) ส่วนการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของตุรกีพบว่าหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม (Altan & Arkan, 2011) นอกจากนี้ Olokoyo (2013) ยังพบว่าหนี้สินระยะสั้น หนี้สินระยะยาวและหนี้สินรวมมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไนจีเรีย และการศึกษาธุรกิจภัตตาคารในสหรัฐอเมริกาพบว่าหนี้สินรวมมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการ (Park & Jang, 2013) ส่วนงานวิจัยกลุ่มที่สองสรุปว่าโครงสร้างทางการเงินมีผลลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี โดยการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของจีน พบว่าหนี้สินรวมมีผลลบต่อมูลค่ากิจการ (Ruan, Tian, & Ma, 2011) ส่วนการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์บราซิล พบว่าหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวมีผลลบต่อมูลค่ากิจการ (Rodrigues Loncan & Frois Caldeira, 2014) อีกทั้งการศึกษาธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในสวีเดนก็พบว่าทั้งหนี้สินระยะสั้น ระยะยาว และหนี้สินรวมมีผลลบกับมูลค่ากิจการ (Yusuf, Al-Attar, & Al-Shattarat, 2015) ส่วนงานวิจัยกลุ่มสุดท้ายพบว่าโครงงานเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี ซึ่งการศึกษากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของปากีสถานพบว่าหนี้สินระยะสั้นไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (Ahmed Sheikh & Wang, 2013) และการศึกษาในบังคลาเทศพบว่าทั้งหนี้สินระยะสั้น ระยะยาวและหนี้สินรวมไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (Hasan, Ahsan, Rahaman, & Alam, 2014) ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ และผลการวิจัยส่วนใหญ่ การศึกษานี้จึงกำหนดให้มีการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

$H_{5.1}$ โครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม

$H_{5.2}$ โครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระ

3.3. กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ทฤษฎีโครงสร้างทางการเงิน เสนอว่า คุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน และโครงสร้างทางการเงินมีผลต่อมูลค่ากิจการ แต่ผลการวิจัยยังได้ข้อสรุปที่ยังไม่สอดคล้องกัน จึงเป็นที่มาของการกำหนดกรอบแนวคิดในการวิจัยตามภาพที่ 1 ซึ่งเป็นการวิเคราะห์โครงสร้างทางการเงินในฐานะตัวแปรส่งผ่านในแบบจำลอง นอกจากนี้ยังวัดโครงสร้างทางการเงินจากตัวแปรสังเกตได้ 4 ตัวแปร เพื่อลดความคลาดเคลื่อนในการวัดตัวแปร (Hair et al., 2010) โดยรายละเอียดการวัดตัวแปรในแบบจำลองแสดงในตารางที่ 2



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ตารางที่ 2 ตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปร	การวัดตัวแปร	ที่มา
ผลการดำเนินงาน (PERF)	อัตราส่วนกำไรสุทธิปี พ.ศ. 2555 หน่วย: %	Mateev et al. (2013); Ukaegbu and Oino (2014); Yang et al. (2010)
สินทรัพย์มีตัวตน (TANG)	อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรและสินค้าคงคลังต่อสินทรัพย์รวมปี พ.ศ. 2555 หน่วย: %	Aulová and Hlavsa (2013); Ebrahim et al. (2014); Lemma and Negash (2014); Mateev et al. (2013); Ukaegbu and Oino (2014); Yang et al. (2010)
สภาพคล่อง (LIQ)	อัตราส่วนทุนหมุนเวียนปี พ.ศ. 2555 หน่วย: เท่า	Alipour et al. (2015); Arosa et al. (2014); Aulová and Hlavsa (2013); Handoo and Sharma (2014); Liang et al. (2014); Mateev et al. (2013)
ความเสี่ยง (RISK)	อัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกำไรสุทธิปี พ.ศ. 2554-2555 หน่วย: %	Alipour et al. (2015); Lemma and Negash (2014)

โครงสร้างทางการเงิน (DEBT)	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD)ปี พ.ศ. 2556 หน่วย: %	Alipour et al. (2015); Handoo and Sharma (2014); Lemma and Negash (2014); Oino and Ukaegbu (2015)
	อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD)ปี พ.ศ. 2556 หน่วย: %	Alipour et al. (2015); Handoo and Sharma (2014); Lemma and Negash (2014); Oino and Ukaegbu (2015)
	อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD)ปี พ.ศ. 2556 หน่วย: % (เฉพาะหนี้สินที่ต้องชำระดอกเบี้ย)	Alipour et al. (2015); Handoo and Sharma (2014); Lemma and Negash (2014); Oino and Ukaegbu (2015)
	อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)ปี พ.ศ. 2556 หน่วย: %	Fauver and McDonald (2015); Gunn and Shackman (2014)
มูลค่ากิจการ (VAL)	มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมปี พ.ศ. 2557 (V_TA) หน่วย: พันล้านบาท	Altan and Arkan (2011)
	กระแสเงินสดอิสระปี พ.ศ. 2557 (V_FCF) หน่วย: พันล้านบาท	Kaviani, Faezinia, and Saghafi (2013)

4. วิธีวิจัย

สาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงินเป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (quantitative research) ในลักษณะของการศึกษาความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ (causal relationship) ที่เป็นการศึกษาตัวแปรตามสภาพการณ์ที่เป็นอยู่ และไม่มีการควบคุมความผันแปรด้วยการจัดกระทำใดๆ โดยศึกษาข้อมูลจากประชากร ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากกลุ่มบริษัทดังกล่าวอยู่ภายใต้การกำกับดูแลโดยกฎระเบียบของภาครัฐอย่างเข้มงวด และเป็นบริษัทที่มีข้อมูลผลการดำเนินงาน สินทรัพย์มีตัวตน สภาพคล่อง ความเสี่ยง โครงสร้างทางการเงิน และมูลค่ากิจการในปี พ.ศ. 2554 - พ.ศ. 2557 ทั้งนี้ ข้อมูลตัวแปรอิสระคุณลักษณะของกิจการ ได้แก่ ผลการดำเนินงาน สินทรัพย์มีตัวตน และสภาพคล่อง วัดจากข้อมูลในงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2555 ส่วนความเสี่ยงวัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 - พ.ศ. 2555 ในส่วนข้อมูลตัวแปรส่งผ่านโครงสร้างทางการเงินวัดจากข้อมูลในงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2556 และข้อมูลตัวแปรตามมูลค่ากิจการ วัดจากข้อมูลมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมและกระแสเงินสดอิสระในงบการเงินประจำปี พ.ศ. 2557 โดยมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมคำนวณจากผลรวมของมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมและมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นคำนวณจากราคาหุ้นคูณด้วยจำนวนหุ้นสามัญ ส่วนกระแสเงินสดอิสระคำนวณจากกำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ย บวกค่าใช้จ่ายที่ไม่เป็นเงินสด หักภาษีเงินได้ เงินลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและเงินลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Kaviani et al., 2013; Ross., Westerfield., & Jaffe., 2010)

การศึกษานี้รวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (secondary data) จากบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool) ซึ่งมีบริษัทจดทะเบียนในการศึกษาทั้งสิ้นจำนวน 354 แห่ง (The Stock Exchange of Thailand, 2015) โดยมีการตรวจสอบหาค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร (Multivariate Outliers) ด้วยการวัดระยะทางแบบมหาลาโนบิส (Mahalanobis distance) และตัดข้อมูลบริษัทที่เป็นค่าผิดปกติแบบหลายตัวแปร จำนวน 39 แห่ง ส่งผลให้ขนาดตัวอย่างในการวิเคราะห์มีจำนวน 315 แห่งเป็นไปตามเกณฑ์ขนาดตัวอย่างที่เหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Hair et al., 2010; Wolf, Harrington, Clark, & Miller, 2013)

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธีการทางสถิติประกอบด้วย (1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรด้วยสถิติเชิงพรรณนา (2) การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติของตัวแปรด้านการแจกแจงแบบโค้งปกติ ในกรณีที่ตัวแปรมีคุณลักษณะไม่สอดคล้องกับข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ จะแปลงค่าตัวแปรเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ (natural log) (3) การตรวจสอบคุณภาพแบบจำลองการวัดด้านความตรงเชิงโครงสร้าง (construct validity) ด้วยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน และ (4) การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย ด้วยสถิติเชิงอนุมานโดยการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง ด้วยโปรแกรม MPLUS 7.3 ทั้งนี้ ค่าความสอดคล้องของแบบจำลอง

กับข้อมูลเชิงประจักษ์จะพิจารณาจากค่าดัชนีไคสแควร์สัมพัทธ์ (normed χ^2) หรือ χ^2/df มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ 3.0 ค่าดัชนีความกลมกลืน (CFI หรือ TLI) มีค่าตั้งแต่ 0.90 ขึ้นไป และดัชนีรากของค่าเฉลี่ยกำลังสองของส่วนเหลือหรือความคลาดเคลื่อน (RMSEA หรือ SRMR ไม่เกิน 0.08 ส่วนการประเมินความตรงของแบบจำลองการวัด หรือความตรงเชิงสอดคล้อง (convergent validity) พิจารณาจากค่าเฉลี่ยความแปรปรวนสกัด (average variance extracted หรือ AVE) มีค่าตั้งแต่ 0.5 ขึ้นไป (Hair et al., 2010)

5. ผลการวิจัยและอภิปรายผล

5.1. ผลการวิจัย

ผลการวิจัยประกอบแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ ข้อมูลทั่วไปเกี่ยวกับตัวอย่างและสถิติพื้นฐานของตัวแปร ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน และผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง

5.1.1. ข้อมูลทั่วไปเกี่ยวกับตัวอย่างและสถิติพื้นฐานของตัวแปร บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่าง 315 แห่ง มาจากกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (22.86%) บริการ (22.86%) สินค้าอุตสาหกรรม (21.59%) เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (12.06%) สินค้าอุปโภคบริโภค (10.79%) และเทคโนโลยี (9.84%) มีค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงาน 9.47% สินทรัพย์มีตัวตน 41.77% ความเสี่ยง 35.92% สภาพคล่อง 2.98 เท่า และโครงสร้างทางการเงินส่วนใหญ่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีหนี้สิน 81.75% ของส่วนผู้ถือหุ้น อีกทั้งมีหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 17.61 พันล้านบาท และกระแสเงินสดอิสระเฉลี่ย 4.85 พันล้านบาท ทั้งนี้ตัวแปรส่วนใหญ่มีการกระจายไม่เป็นแบบโค้งปกติ โดยมีค่าความเบ้อยู่ระหว่าง -3.46 ถึง 6.76 และค่าความโด่งอยู่ระหว่าง -0.96 ถึง 91.49 จึงแปลงค่าตัวแปรเป็นค่าลอการิทึมธรรมชาติ ส่วนค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระคุณลักษณะของกิจการ (ผลการดำเนินงาน สินทรัพย์มีตัวตน ความเสี่ยง และสภาพคล่อง) อยู่ระหว่าง -0.13 ถึง 0.13 จึงไม่พบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองสูง ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโครงสร้างทางการเงินมีนัยสำคัญทางสถิติทุกคู่ ยกเว้นค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว และค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามอยู่ระหว่าง -0.41 ถึง 0.43 (รายละเอียดดังตารางที่ 3 - 4)

ตารางที่ 3 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรในการวิจัย

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าความเบ้	ค่าความโด่ง
PERF	9.466	23.652	-203.996	85.783	-3.455	29.009
TANG	41.774	24.947	0.000	97.369	0.086	-0.937
RISK	35.918	499.921	-2,688.202	6,468.435	6.759	91.487
LIQ	2.977	5.028	0.016	47.883	5.728	39.586
TD	37.524	19.876	0.508	86.244	0.052	-0.958
LTD	10.408	12.346	0.000	57.224	1.506	1.401
STD	12.293	14.109	0.000	66.374	1.375	1.578
DE	81.748	76.403	0.511	626.941	2.198	9.008
V_TA	17.613	37.727	0.326	292.135	4.707	26.284
V_FCF	4.854	7.695	0.002	65.104	5.044	31.285

หมายเหตุ:
- ตัวแปรอิสระผลการดำเนินงาน (PERF) สินทรัพย์มีตัวตน (TANG) ความเสี่ยง (RISK) และสภาพคล่อง (LIQ) รวบรวมจากข้อมูลประจำปี พ.ศ.2555
- ตัวแปรส่งผ่านหนี้สินรวม (TD) หนี้สินระยะยาว (LTD) หนี้สินระยะสั้น (STD) และหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ (DE) รวบรวมจากข้อมูลประจำปี พ.ศ.2556
- ตัวแปรตามมูลค่ากิจการ สินทรัพย์รวม (V_TA) และกระแสเงินสดอิสระ (V_FCF) รวบรวมจากข้อมูลประจำปี พ.ศ.2557

ตารางที่ 4 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	PERF	TANG	RISK	LIQ	TD	LTD	STD	DE	V_TA	V_FCF
PERF	1	-.131*	.042	.133*	-.083	.042	-.115*	-.070	.139*	-.034
TANG		1	-.101	-.097	.129*	.050	.151**	.027	-.213**	-.076
RISK			1	.014	.064	.182**	-.067	.032	.061	-.079
LIQ				1	-.408**	-.122*	-.267**	-.278**	-.065	-.011
TD					1	.481**	.671**	.895**	.256**	-.113*
LTD						1	0.002	.400**	.401**	-.075
STD							1	.618**	.040	-.063
DE								1	.258**	-.085
V_TA									1	-.070
V_FCF										1

หมายเหตุ: ** และ * หมายถึง ค่าสหสัมพันธ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และ .05 ตามลำดับ

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันโครงสร้างทางการเงิน

องค์ประกอบ	ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนักองค์ประกอบ	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.)	สัมประสิทธิ์การทำนาย (R^2)
DEBT	TD	.989**	.001	.978
(AVE = .660)	LTD	.485**	.043	.236
	STD	.661**	.032	.436
	DE	.994**	.001	.988

หมายเหตุ: χ^2 = 2.849, df = 2, p = 0.241, χ^2/df = 1.425 , CFI = 0.999, TLI = 0.998, RMSEA = 0.037, และ SRMR = 0.015
** และ * หมายถึง ค่าน้ำหนักองค์ประกอบมาตรฐานมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และ .05 ตามลำดับ
คำนวณด้วยโปรแกรม MPLUS 7.3

5.1.2. ผลการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน ผลการวิเคราะห์พบว่า แบบจำลองการวัดโครงสร้างทางการเงินมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจาก χ^2 = 2.849, df = 2, p-value = 0.241, χ^2/df = 1.425 , CFI = 0.999, TLI = 0.998, RMSEA = 0.037, และ SRMR = 0.015 รวมทั้งแบบจำลองมีความตรงเชิงสอดคล้อง ซึ่งพิจารณาจากค่าเฉลี่ยความแปรปรวนสกัด AVE = 0.660 (Hair et al., 2010) ทั้งนี้จากตารางที่ 5 พบว่า ทุกปัจจัยในองค์ประกอบโครงสร้างทางการเงินทุกตัวมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยปัจจัยที่มีความสำคัญมากที่สุดขององค์ประกอบโครงสร้างทางการเงินเรียงตามลำดับได้ดังนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

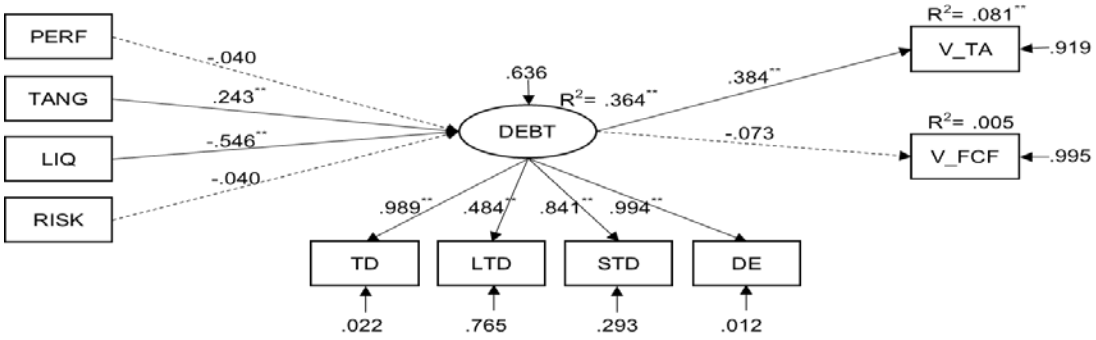
5.1.3. ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง ผลการวิเคราะห์พบว่า แบบจำลองสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยพิจารณาจาก χ^2 = 78.645, df = 28, p-value = 0.000, χ^2/df = 2.809 CFI = 0.969, TLI = 0.957, RMSEA = 0.076 และ SRMR = 0.039 (Hair et al., 2010) ทั้งนี้ จากตารางที่ 6 และภาพที่ 2 พบว่าตัวแปรคุณลักษณะของกิจการและโครงสร้างทางการเงินสามารถอธิบายความแปรปรวนของมูลค่ากิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมได้ร้อยละ 8.1 แต่อธิบายความแปรปรวนของมูลค่าของกิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระได้เพียงร้อยละ 0.5 ส่วนคุณลักษณะของกิจการอธิบายความแปรปรวนของโครงสร้างทางการเงินได้ร้อยละ 36.4 โดยคุณลักษณะของกิจการด้านผลการดำเนินงานและความเสี่ยงมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงินอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงปฏิเสธสมมติฐาน H_1 และ H_4 ส่วนสินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางบวกต่อโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐาน H_2 โดยหากกิจการมีสินทรัพย์มีตัวตนเพิ่มขึ้น 1% จะส่งผลให้โครงสร้างทางการเงินมีหนี้สินเพิ่มขึ้นได้ 24.3% แต่สภาพคล่องมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับสมมติฐาน H_3 ซึ่งหากกิจการมีสภาพคล่องลดลง 1% จะส่งผลให้โครงสร้างทางการเงินมีหนี้สินเพิ่มขึ้นได้ 54.6% กล่าวคือ หากกิจการมีสินทรัพย์มีตัวตนสูงและสภาพคล่องต่ำ จะมีหนี้สินมากกว่ากิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนต่ำและสภาพคล่องสูง แต่ผลการดำเนินงานและความเสี่ยงไม่มีผลใดๆ ต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของกิจการ นอกจากนี้ ยังพบว่าโครงสร้างทางการเงินมีอิทธิพลทางบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงยอมรับ

สมมติฐาน $H_{5.1}$ หมายถึง โครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินช่วยเพิ่มมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมของกิจการ หรือหากกิจการมีโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้มูลค่าของกิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นร้อยละ 38.4 แต่โครงสร้างทางการเงินมีผลลบต่อมูลค่าของกิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติจึงปฏิเสธสมมติฐาน $H_{5.2}$ กล่าวคือ โครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินไม่มีผลต่อกระแสเงินสดของกิจการ

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง “โครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ”

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	เบต้า	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (S.E.)	สัมประสิทธิ์การทำนาย (R^2)
DEBT	PERF	-.040	.044	.364**
	TANG	.243**	.043	
	LIQ	-.546**	.037	
	RISK	-.040	.043	
V_TA	DEBT	.384**	.050	.081**
V_FCF	DEBT	-.073	.055	.005

หมายเหตุ: χ^2 = 78.645, df = 28, p = 0.000, χ^2/df = 2.809 CFI = 0.969, TLI = 0.957, RMSEA = 0.076 และ SRMR = 0.039
** และ * หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน (เบต้า) หรือ R^2 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และ .05 ตามลำดับ
คำนวณด้วยโปรแกรม MPLUS 7.3



ภาพที่ 2 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง “โครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ”

หมายเหตุ: χ^2 = 78.645, df = 28, p = 0.000, χ^2/df = 2.809 CFI = 0.969, TLI = 0.957, RMSEA = 0.076 และ SRMR = 0.039
** และ * หมายถึง ค่าเบต้า ค่าน้ำหนักองค์ประกอบ หรือ R^2 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และ .05 ตามลำดับ
คำนวณด้วยโปรแกรม MPLUS 7.3

ตารางที่ 7 อิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อมและอิทธิพลรวมของแบบจำลองสมการโครงสร้าง

ตัวแปรอิสระ	อิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน (DEBT)			อิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (V_TA)			อิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ (V_FCF)		
	ทางตรง	ทางอ้อม	รวม	ทางตรง	ทางอ้อม	รวม	ทางตรง	ทางอ้อม	รวม
PERF	-.040	-	-.040	-	-.015	-.015	-	.003	.003
TANG	.243**	-	.243**	-	.093**	.093**	-	-.018	-.018
LIQ	-.546**	-	-.546**	-	-.209**	-.209**	-	.040	.040
RISK	-.040	-	-.040	-	-.015	-.015	-	.003	.003
DEBT	-	-	-	.384**	-	.384**	-.073	-	-.073

หมายเหตุ: - ** และ * หมายถึง ค่าเบต้ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และ .05 ตามลำดับ

ทั้งนี้ จากตารางที่ 7 ยังพบว่าคุณลักษณะของกิจการมีผลทางอ้อมต่อมูลค่าของกิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดสินทรัพย์รวม โดยสินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลทางอ้อมผ่านโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนสภาพคล่องมีอิทธิพลทางอ้อมผ่านโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยสภาพคล่องมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการสูงกว่าสินทรัพย์มีตัวตน ส่วนความเสี่ยงและผลการดำเนินงานไม่มีผลทางอ้อมผ่านโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ ปัจจัยที่มีอิทธิพลรวมต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมเรียงตามลำดับจากมากไปน้อยได้ คือ โครงสร้างทางการเงิน สภาพคล่อง และสินทรัพย์มีตัวตน อย่างไรก็ตาม คุณลักษณะของกิจการไม่มีผลทางอ้อมผ่านโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระ

5.2. อภิปรายผลการวิจัย

การอภิปรายผลการวิจัย แบ่งออกเป็น 5 หัวข้อย่อย ตามการทดสอบสมมติฐานในแบบจำลองสมการโครงสร้างดังนี้

5.2.1. อิทธิพลของผลการดำเนินงานต่อโครงสร้างทางการเงิน ผลการทดสอบปฏิเสธสมมติฐาน H_1 แม้ว่าผลการวิเคราะห์จะพบว่าผลการดำเนินงานจะมีอิทธิพลทางลบต่อโครงสร้างทางการเงิน ตามที่ทฤษฎีการจัดหาตามลำดับได้เสนอไว้ กล่าวคือ เมื่อกิจการมีผลการดำเนินงานดี ก็ย่อมมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอต่อการดำเนินงานและการลงทุนของกิจการ กิจการจึงไม่มีความจำเป็นต้องก่อหนี้สินเพิ่ม โดยเมื่อผลการดำเนินงานของกิจการดีขึ้นร้อยละ 1 กิจการจะมีหนี้สินลดลงร้อยละ 4.0 แต่ระดับอิทธิพลของผลการดำเนินงานยังไม่สูงพอที่จะมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการวิจัยจึงสรุปว่า ผลการดำเนินงานไม่มีผลต่อโครงสร้างทางการเงิน สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Aulová and Hlavsa (2013); Fauver and McDonald (2015); Gunn and Shackman (2014); Park and Jang (2013); Rodrigues Loncan and Frois Caldeira (2014) แต่ผลการวิจัยไม่สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ ทั้งนี้เนื่องจากการจัดสรรผลการดำเนินงานขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ เช่น นโยบายการจ่ายเงินปันผล อัตราเงินเฟ้อ ฯลฯ นอกเหนือจากความต้องการเงินลงทุนของกิจการ อีกทั้งในการพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนของกิจการก็ยังมีปัจจัยอื่นๆ เช่น โอกาสในการลงทุน อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย ฯลฯ ที่กิจการต้องนำมาใช้เพื่อประกอบการพิจารณานอกเหนือจากปัจจัยผลการดำเนินงานของกิจการเพียงอย่างเดียว

5.2.2. อิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างทางการเงิน ผลการทดสอบยอมรับสมมติฐาน H_2 เป็นไปตามข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ สินทรัพย์มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ส่งผลให้กิจการที่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูง มีความสามารถในการก่อหนี้สูงตามไปด้วย แต่ระดับอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนอยู่ในอันดับสองรองจากสภาพคล่อง โดยเมื่อสินทรัพย์มีตัวตนของกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 กิจการจะมีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 24.3 ซึ่งข้อสรุปทิศทางอิทธิพลของสินทรัพย์มีตัวตนต่อโครงสร้างทางการเงินนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Arosa et al. (2014); Aulová and Hlavsa (2013); Danis et al. (2014); Ebrahim et al. (2014); Handoo and Sharma (2014); Lemma and Negash (2014) แต่ผลการศึกษานี้ไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Alipour et al., (2015) และ Liang et al. (2014) เนื่องจากว่าแม้กลุ่มตัวอย่างจะเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แต่กิจการส่วนใหญ่มีภาครัฐถือหุ้นอยู่ในสัดส่วนค่อนข้างสูง ส่วนกลุ่มตัวอย่างของ Mateev et al. (2013) และ Gottardo & Maria Moisello (2014) เป็นกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม ที่มีความสามารถในการก่อหนี้ต่ำกว่ากิจการขนาดใหญ่ (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Tudose, 2012) ดังนั้น หากกิจการต้องการเงินลงทุนเพิ่มเติมและมีสินทรัพย์มีตัวตนค่อนข้างมาก กิจการควรพิจารณาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเป็นอันดับแรก เนื่องจากสินทรัพย์มีตัวตนสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันหนี้ อีกทั้งยังช่วยลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้อีกด้วย

5.2.3. อิทธิพลของสภาพคล่องต่อโครงสร้างทางการเงิน ผลการทดสอบยอมรับสมมติฐาน H_3 เป็นไปตามข้อเสนอของทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ กล่าวคือ เมื่อกิจการมีสภาพคล่องสูง จะมีหนี้สินน้อย เนื่องจากมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอต่อความต้องการใช้งาน ซึ่งจะเห็นได้ว่ากิจการที่เป็นตัวอย่างมีหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว (ค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะสั้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยหนี้สินระยะยาว รวมทั้งค่าน้ำหนักปัจจัยของหนี้สินระยะสั้นสูงกว่าค่าน้ำหนักปัจจัยของหนี้สินระยะยาว สำหรับปัจจัยโครงสร้างทางการเงิน) ดังนั้น เมื่อกิจการมีสภาพคล่องเพียงพอ กิจการจึงไม่จำเป็นต้องก่อหนี้สินระยะสั้นเพิ่มขึ้น โดยสภาพคล่องถือว่ามีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางการเงินสูงที่สุดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์มีตัวตนและความเสี่ยง ซึ่งเมื่อสภาพคล่องเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะทำให้กิจการมีหนี้สินลดลงร้อยละ 54.6 ทั้งนี้ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Arosa et al. (2014); Aulová and Hlavsa (2013); Fauver and McDonald (2015); Gottardo and Maria Moisello (2014) แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Alipour et al., (2015) เนื่องจากกิจการส่วนใหญ่ถือหุ้นโดยภาครัฐ การระดมทุนด้วยการก่อหนี้จึงทำได้สะดวกกว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่ม อย่างไรก็ตาม แม้ว่ากิจการที่มีสภาพคล่องสูงควรจะมีหนี้สินน้อย แต่กิจการมีที่สภาพคล่องค่อนข้างสูงก็ควรเลือกระดมทุนด้วยการก่อหนี้ โดยเฉพาะหนี้สินระยะสั้น เนื่องจากกิจการสามารถชำระคืนเงินกู้ได้เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพียงพอ เป็นการ

ช่วยลดต้นทุนของเงินทุนเมื่อเทียบกับการระดมเงินทุนระยะยาวจากหนี้สินระยะยาวหรือจากส่วนของผู้ถือหุ้น

5.2.4. อิทธิพลของความเสี่ยงต่อโครงสร้างทางการเงิน ผลการทดสอบปฏิเสธ H_4 แม้ว่าผลการวิเคราะห์จะพบว่า ความเสี่ยงมีผลลบต่อโครงสร้างทางการเงิน สอดคล้องกับข้อเสนอของทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ แต่อิทธิพลของความเสี่ยงต่อโครงสร้างทางการเงินน้อยมากจนไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นของความเสี่ยงทางธุรกิจร้อยละ 1 มีผลให้กิจการมีโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินลดลงเพียงร้อยละ 4.0 หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ความเสี่ยงไม่มีผลต่อโครงสร้างทางการเงิน สอดคล้องกับการศึกษาของ Alipour et al. (2015); Danis et al. (2014); Lemma & Negash (2014); Ukaegbu & Oino (2014) แต่ผลการวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Arosa et al. (2014) ที่พบว่าความเสี่ยงมีผลลบต่อหนี้สินระยะยาว เนื่องจากส่วนใหญ่กิจการในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยนิยมระดมทุนจากหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว อีกทั้งไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Gottardo and Maria Moisello (2014) และ Hewa Wellalage & Locke (2015) เนื่องจากทั้งสองบทความเลือกใช้อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ในการวัดความเสี่ยง ซึ่งสามารถใช้เป็นตัวแปรแทนในการวัดผลการดำเนินงานได้อีกด้วย ดังนั้น แม้ว่าความเสี่ยงจะมีอิทธิพลไม่มากพอที่จะมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของกิจการ แต่กิจการที่มีอัตรากำไรสุทธิในแต่ละปีค่อนข้างผันผวนก็ควรคำนึงถึงความเสี่ยงทางธุรกิจประกอบการพิจารณาทางเลือกในการระดมทุนด้วยการก่อหนี้ด้วย

5.2.5. อิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ จากผลการวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า โครงสร้างทางการเงินจะมีผลต่อมูลค่ากิจการหรือไม่นั้น ส่วนหนึ่งขึ้นอยู่กับวิธีการวัดมูลค่าของกิจการ โดยผลการทดสอบยอมรับสมมติฐาน $H_{5.1}$ แต่ปฏิเสธสมมติฐาน $H_{5.2}$ กล่าวคือ โครงสร้างทางการเงินช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม โดยหนี้สินช่วยลดต้นทุนตัวแทนด้วยการลดกระแสเงินสดอิสระและลดต้นทุนในการระดมเงินทุนจากภายนอกกิจการ สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการจัดหาตามลำดับ โดยพบว่าเมื่อกิจการมีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มูลค่าของกิจการที่วัดจากสินทรัพย์รวมจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 38.4 อย่างไรก็ตาม โครงสร้างทางการเงินทำให้มูลค่าของกิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระลดลง เนื่องจากการมีหนี้สินทำให้กิจการมีภาระผูกพันต่อเจ้าหนี้ ส่งผลให้กระแสเงินสดอิสระลดลง แต่อิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินไม่สูงพอที่จะทำให้เกิดนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ เมื่อกิจการมีหนี้สินเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มูลค่าของกิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระจะลดลงร้อยละ 7.3 ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Altan and Arkan (2011); Chowdhury and Chowdhury (2010); Olokoyo (2013); Park and Jang (2013) ในกรณีที่วัดมูลค่ากิจการจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม และสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Ahmed Sheikh and Wang (2013); Hasan et al. (2014) ในกรณีที่วัดมูลจากกิจการจากกระแสเงินสดอิสระ ดังนั้น ในการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน กิจการจึงไม่ควรพิจารณาเฉพาะประเด็นเรื่องการเพิ่มมูลค่าของกิจการเป็นหลัก แต่กิจการควรจะเลือกโครงสร้างทางการเงินที่มีส่วนช่วยให้การดำเนินงานในกิจกรรมหลักไม่ว่าจะเป็นงานด้านการผลิตหรือการตลาด สามารถดำเนินงานไปได้อย่างราบรื่น

6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้ใช้แบบจำลองสมการโครงสร้างเพื่อศึกษาสาเหตุและผลของโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพบว่าคุณลักษณะของกิจการด้านผลการดำเนินงานและความเสี่ยงทางธุรกิจไม่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน สินทรัพย์มีตัวตนมีอิทธิพลด้านบวก ส่วนสภาพคล่องมีอิทธิพลด้านลบต่อโครงสร้างทางการเงิน โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินมากที่สุด คือ สภาพคล่อง รองลงมาลงคือสินทรัพย์มีตัวตน นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่า โครงสร้างทางการเงินมีผลบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวม แต่ไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระ กล่าวคือ การกำหนดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมกับคุณลักษณะของกิจการสามารถช่วยให้มูลค่าของกิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นได้ แต่ไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการที่วัดจากกระแสเงินสดอิสระ

กิจการควรพิจารณาคุณลักษณะภายในของตนเองประกอบการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างทางการเงิน กล่าวคือ กิจการที่มีสภาพคล่องต่ำ แต่มีสินทรัพย์มีตัวตนสูง ควรมีโครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สิน แต่กิจการที่มีสภาพคล่องสูง แต่มีสินทรัพย์มีตัวตนน้อย ควรมีโครงสร้างทางการเงินที่เป็นส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ปัจจัยคุณลักษณะของกิจการตามแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของโครงสร้างทางการเงินของกิจการได้ร้อยละ 36.4 ดังนั้น กิจการควรคำนึงถึงปัจจัยภายในอื่นๆ เช่น โอกาสในการเติบโต ขนาดกิจการ นโยบายการจ่ายเงินปันผล ฯลฯ รวมทั้งปัจจัยภายนอกกิจการ เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราเงินเฟ้อ อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ สภาพคล่องของตลาดหลักทรัพย์ ฯลฯ ในการพิจารณากำหนดโครงสร้างทางการเงิน นอกจากนี้ การมีโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมเพียงอย่างเดียว อาจไม่เพียงพอที่จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ เนื่องจากตัวแปรต้นในแบบจำลองสามารถอธิบายความแปรปรวนของมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมและกระแสเงินสดอิสระได้เพียงร้อยละ 8.1 และ 0.5 ตามลำดับ ดังนั้น นอกเหนือจากการมีโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมแล้ว กิจการ

ควรจะมีความสามารถหลักในการดำเนินงานด้านการตลาด การผลิต และการบริการลูกค้าที่สอดคล้องกับความต้องการของลูกค้าด้วย เนื่องจากเมื่อพิจารณาโครงสร้างต้นทุนในงบกำไรขาดทุนแล้วจะพบว่า ต้นทุนของเงินทุนไม่ว่าจะเป็นดอกเบี้ย เงินปันผล หรือต้นทุนในการระดมเงินทุนถือว่ามีสัดส่วนน้อยมากเมื่อเทียบกับต้นทุนขายหรือต้นทุนด้านการตลาด

สำหรับการวิจัยเพิ่มเติมด้านปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน ควรเพิ่มทั้งตัวแปรปัจจัยภายในและภายนอกกิจการในแบบจำลอง เช่น โอกาสในการเติบโตหรือลงทุนของกิจการ นโยบายหรืออัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการ อัตราดอกเบี้ย อัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ อัตราเงินเฟ้อ ฯลฯ อีกทั้งอาจวัดมูลค่ากิจการด้วยวิธีการอื่นๆ เพิ่มเติม เช่น ราคาหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของสินทรัพย์รวม เป็นต้น นอกจากนี้ นักวิจัยอาจใช้ panel data ในการวิเคราะห์ข้อมูลตามแบบจำลองสมการโครงสร้าง “โครงสร้างทางการเงินที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ” เพื่อควบคุมความแตกต่างระหว่างกิจการที่เป็นตัวอย่างและความแตกต่างในปัจจัยอื่นๆ ที่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา

7. เอกสารอ้างอิง

Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance. **International Journal of Commerce and Management,** *23*(4), 354-368.

Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. **International Journal of Law and Management,** *57*(1), 53-83.

Altan, M., & Arkan, F. (2011). Relationship between firm value and financial structure: A study on firms in ISE industrial index**. Journal of Business & Economics Research,** *9*(9), 61-65.

Arosa, C. M. V., Richie, N., & Schuhmann, P. W. (2014). The impact of culture on market timing in capital structure choices. **Research in International Business and Finance,** *31*, 178-192.

Aulová, R., & Hlavsa, T. (2013). Capital structure of agricultural businesses and its determinants. **AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics,** *5*(2).

Chowdhury, A., & Chowdhury, S. P. (2010). Impact of capital structure on firm’s value: Evidence from Bangladesh. **Business and Economic Horizons,** *3*(3), 111-122.

Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2014). Asymmetric adjustment toward optimal capital structure: Evidence from a crisis. **International Review of Financial Analysis,** *33*, 226-242.

Danis, A., Rettl, D. A., & Whited, T. M. (2014). Refinancing, profitability, and capital structure. **Journal of Financial Economics,** *114*(3), 424-443.

Ebrahim, M. S., Girma, S., Shah, M. E., & Williams, J. (2014). Dynamic capital structure and political patronage: The case of Malaysia. **International Review of Financial Analysis,** *31*, 117-128.

Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. **Pacific-Basin Finance Journal***, 34*, 1-23.

Gottardo, P., & Maria Moisello, A. (2014). The capital structure choices of family firms. **Managerial Finance***, 40*(3), 254-275.

Gunn, T., & Shackman, J. (2014). A comparative analysis of the implications of the Islamic religion on corporate capital structures of firms in emerging market countries. **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management***, 7*(3), 277-287.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010**). Multivariate data analysis.** New Jersey: Pearson.

Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. **IIMB Management review,** *26*(3), 170-182.

Hasan, M. B., Ahsan, A. F. M. M., Rahaman, M. A., & Alam, M. N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. **International Journal of Business and Management,** *9*(5), 184-194.

Hewa Wellalage, N., & Locke, S. (2015). Impact of ownership structure on capital structure of New Zealand unlisted firms. **Journal of Small Business and Enterprise Development,** *22*(1), 127-142.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics,** *3*(4), 305-360.

Kaviani, M., Faezinia, V., & Saghafi, V. (2013). Valuation of Firm through CVFCFF and CVFCFE as New Models Based on Free Cash Flow. **International Journal of Economy**, *Management and Social Sciences, 2*(6), 329-333.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of finance,** *28*(4), 911-922.

Lemma, T. T., & Negash, M. (2014). Determinants of the adjustment speed of capital structure. **Journal of Applied Accounting Research,** *15*(1), 64-99.

Liang, J., Fang Li, L., & Song, H.-S. (2014). An explanation of capital structure of China's listed property firms. **Property Management**, *32*(1), 4-15.

Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in central and eastern Europe: A dynamic panel analysis. **Research in International Business and Finance,** *27*(1), 28-51.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The* **Journal of finance,** *39*(3), 574-592.

Oino, I., & Ukaegbu, B. (2015). The impact of profitability on capital structure and speed of adjustment: An empirical examination of selected firms in Nigerian Stock Exchange. **Research in International Business and Finance,** *35*, 111-121.

Olokoyo, F. O. (2013). Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: A panel data approach. **African Development Review,** *25*(3), 358-369.

Pan, L.-H., Lin, C.-T., Lee, S.-C., & Ho, K.-C. (2015). Information ratings and capital structure. **Journal of Corporate Finance,** *31*, 17-32.

Park, K., & Jang, S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. **International Journal of Hospitality Management,** *33*, 51-63.

Pornsit, J., Pandej, C., & Yixin, L. (2012). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. **Journal of financial services research : JFSR,** *42*(3), 139-158.

Rodrigues Loncan, T., & Frois Caldeira, J. (2014). Capital structure, cash holdings and firm value: A study of Brazilian listed firms. **Revista Contabilidade & Finanças-USP,** *25*(64).

Ross., S., Westerfield., R., & Jaffe., J. (2010). **Corporate finance.** New York: McGraw-Hill.

Ruan, W., Tian, G., & Ma, S. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal,** *5*(3), 73-92.

The Stock Exchange of Thailand. (2015). **Listing Information.** Retrieved from http://www.set.or.th/th/company/companylist.html

Tudose, M. B. (2012). Corporate finance theories. chanllenges and trajectories**. Management & Marketing,** *7*(2), 277-294.

Ukaegbu, B., & Oino, I. (2014). The determinants of capital structure. **African Journal of Economic and Management Studies,** *5*(3), 341-368.

Wolf, E. J., Harrington, K. M., Clark, S. L., & Miller, M. W. (2013). Sample size requirements for structural equation models: An evaluation of power, bias, and solution propriety. **Educational and psychological measurement,** *76*(6), 913-934.

Yang, C.-C., Lee, C.-f., Gu, Y.-X., & Lee, Y.-W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns—A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock markets. **The Quarterly Review of Economics and Finance,** *50*(2), 222-233.

Yusuf, A. N., Al-Attar, A. M., & Al-Shattarat, H. K. (2015). Empirical evidence on capital structure determinants in Jordan. **International Journal of Business and Management,** *10*(5), 134-152.