

ความสัมพันธ์ระหว่างการเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย
กับทางเลือกในการจัดหาเงินทุน

Relationship Between Deviations from the Target Debt Ratio and Choices of Financing

ภริญา เกษมธนกิตติ* และโรจนา ธรรมจินดา**

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายกับทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและทางเลือกการไถ่ถอนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2554–2558 จำนวน 523 บริษัท โดยใช้วิธีประมาณค่าแบบ Tobit Model และ Logit Model จากการศึกษาพบว่า ระดับความแตกต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับทางเลือกในการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ ขณะที่ระดับความแตกต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินของกิจการกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับทางเลือกในการไถ่ถอนหุ้น และยังพบว่า ปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตนขนาดของกิจการ โอกาสในการเติบโต ความมีเอกลักษณ์ของสินค้า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประโยชน์ทางภาษีในส่วนที่ไม่ใช้หนี้ และการจับจังหวะตลาดเป็นปัจจัยสำคัญสำหรับการกำหนดทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและทางเลือกในการไถ่ถอนเงินทุน โดยผลที่ได้สามารถอธิบายพฤติกรรมในการกำหนดทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยตามแนวคิด Trade-off Theory

ABSTRACT

This paper aims to study the relationship between deviations from the target debt ratio and both financing and repurchasing choices of listed firms in the Stock Exchange of Thailand (SET) by using cross-sectional data over the period of 2011–2015 with total samples of 523 firms. Tobit and Logit models are employed in this paper. It is found that the deviation between the industry-mean debt ratio and the regression-based target debt ratio has a relationship with debt financing choice. Meanwhile, the deviation between the actual leverage from the industry-mean debt ratio has a relationship with equity repurchasing choice. Moreover, it is found that the tangible assets, size, growth opportunity, product uniqueness, profitability, non-debt tax shield, and market timing are important factors that can determine choices of financing and repurchasing. These findings also support that the trade-off theory can explain Thai listed firms' behavior in determining the choice of financing.

* นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** อาจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

บทนำ

ในช่วงที่ผ่านมตลาดทุนไทยมีการเติบโตเป็นอย่างมาก ซึ่งช่วยสนับสนุนให้ธุรกิจสามารถจัดหาเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยปกติเมื่อบริษัทเติบโตและมีความต้องการขยายการลงทุน ย่อมต้องการเงินลงทุนเพิ่ม ซึ่งการจัดหาเงินทุนใหม่ของบริษัทจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยโครงสร้างเงินทุนของบริษัทประกอบด้วย ส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งการจัดหาเงินทุนแต่ละประเภทบริษัทต้องเผชิญกับความเสี่ยงทางการเงินที่แตกต่างกัน ซึ่งจากพื้นฐานแนวคิดทฤษฎีแลกเปลี่ยนชนิดเซย์ (Trade-off Theory) มีแนวคิดที่ว่า บริษัทที่มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเป็นเป้าหมาย เพื่อให้มูลค่าของบริษัทสูงสุดและมีต้นทุนรวมของเงินทุนที่ต่ำที่สุด ดังนั้นผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะศึกษาว่า ผู้บริหารทางการเงินมีแนวโน้มในการปรับอัตราส่วนหนี้สินเข้าสู่อัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายหรือไม่ โดยพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายกับทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและทางเลือกในการไถ่ถอนเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของผู้ถือหุ้น

แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชนิดเซย์ (Trade-off Theory) ถูกเสนอเป็นครั้งแรกโดย Kraus and Litzenberger (1973) และภายหลังได้มีงานศึกษาของ Myers (1977) โดยมีแนวคิดว่าการก่อหนี้มากขึ้นเรื่อยๆ นั้น แม้จะทำให้ได้รับประโยชน์ในทางภาษี แต่บริษัทก็จะเผชิญกับความตึงเครียดทางการเงิน (Financial Distress) นั่นคือ การมีต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy cost) ทฤษฎีนี้มีสมมติฐานว่า **รูปแบบโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมควรอยู่ภายใต้ความสมดุลระหว่างมูลค่าปัจจุบันของประโยชน์ทางภาษีและต้นทุนการล้มละลาย** โดยการกำหนดขอบเขตของหนี้สินที่สามารถนำมาใช้เพื่อชดเชยผลกระทบทางภาษี และต้องหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการมีหนี้มากเกินไปด้วย

การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

1. สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible Assets) จากงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995) และ Frank and Goyal (2009) พบว่า สัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ เนื่องจากสินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถนำมาใช้เป็นหลักประกันในการก่อหนี้ และอาจทำให้บริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ด้วยต้นทุนที่ต่ำ
2. ขนาดของกิจการ (Size) จากงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995) และ Frank and Goyal (2009) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน โดยพบว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนจากหนี้สินได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจาก Credit rating ของบริษัทขนาดใหญ่มีอันดับที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้การก่อหนี้สามารถทำได้ง่ายกว่า
3. โอกาสในการเติบโต (Growth) จากงานวิจัยของ Frank and Goyal (2009) เสนอว่า บริษัทที่มีโอกาสเติบโตในระดับต่ำ มักจะมีการก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูง และมีแบบจำลองที่เสนอโดย Barclay et al. (2001) ที่สรุปว่า ระดับการก่อหนี้กับโอกาสในการเติบโตมีความสัมพันธ์กันในทางลบ โดยบริษัทที่มีราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสูง แสดงว่า บริษัทมีราคา

ตลาดของหุ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นจึงทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะออกตราสารทุนมากกว่าตราสารหนี้ เพราะการออกตราสารทุนในจังหวะที่ราคาตลาดสูง จะได้ประโยชน์มากกว่า

4. ความมีเอกลักษณ์ของสินค้า (Product Uniqueness) งานวิจัยของ Titman and Wessels (1988) พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขายสูง ทำให้ต้องแบกรับต้นทุนที่สูง ซึ่งหมายถึงบริษัทมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายสูง ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่ำ

5. ประโยชน์ทางภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้ (Non-debt Tax Shield) การศึกษาของ Fama and French (2002) พบว่า บริษัทที่มีค่าเสื่อมราคาหรือค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่สูงจะมีอัตราส่วนการกอบหนี้ที่ต่ำกว่าบริษัททั่วไป และการศึกษาของ Smith and Watts (1992) พบว่ากิจการที่มีผลขาดทุนจากภาษีสะสมมาหลายปี (Tax Loss Carry Forwards) จะมีแนวโน้มจัดหาเงินทุนจากการกอบหนี้ที่น้อยลง

6. ประสิทธิภาพในการทำกำไร (Profitability) งานวิจัยของ Fama and French (2002) พบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สิน โดยพบว่า บริษัทที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรในสัดส่วนที่สูงจะไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก

7. การจับจังหวะตลาด (Market Timing) งานวิจัยของ Baker and Wurgler (2002) นำเสนอว่า หลังจากที่บริษัทจัดหาเงินทุนโดยการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน และทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเป็นไปตามมูลค่าที่ควรจะเป็นแล้ว บริษัทก็ไม่จำเป็นต้องกอบหนี้เพิ่มเพื่อจะรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม แสดงให้เห็นถึงการจับจังหวะตลาดมีความสำคัญกว่าการรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Marsh (1982) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนจากส่วนของหนี้ หรือส่วนของทุนกับความแตกต่างระหว่างระดับสัดส่วนหนี้สินในปัจจุบันกับระดับหนี้สินที่บริษัทได้ตั้งเป้าหมายไว้ โดยพบว่า โอกาสที่กิจการจะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้และส่วนของทุนนั้น จะขึ้นอยู่กับความแตกต่างของระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในปัจจุบัน กับ ระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป้าหมายของบริษัท

Opler, et al. (1999) ได้นำเสนอแบบจำลองที่พยายามจะหาอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของที่เหมาะสมที่จะทำให้มูลค่าบริษัทสูงสุด โดยพิจารณาจากมูลค่าของผู้ถือหุ้นจากการใช้โครงสร้างเงินทุนที่ต่างกันซึ่งจะคำนึงถึงผลดีและผลเสียจากการกอบหนี้ โดยพบว่า โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) คือ การผสมผสานระหว่างหนี้สิน ทุนบุริมสิทธิ์ และหุ้นสามัญที่จะทำให้ราคาหุ้นสูงสุด และมีต้นทุนของเงินทุนต่ำสุด โดยการแลกเปลี่ยนชดเชยระหว่าง ผลกำไร (ROE และ EPS) ที่สูงขึ้นพร้อมกับความเสี่ยง (Risk) จากการกอบหนี้ที่มากขึ้น

Hovakimian, et al. (2001) ได้ศึกษาถึงการทางเลือกระหว่างการกอบหนี้และการออกหุ้นเพิ่มทุนกับการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา โดยได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ขั้นตอน คือ ขั้นตอนแรกศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายของกิจการ ขั้นตอนที่สอง ศึกษาถึงอิทธิพลของส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายที่มีต่อการตัดสินใจเลือกกอบหนี้หรือออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการ ซึ่งการศึกษาพบว่า

การปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา มีแนวโน้มเป็นไปตามอัตราส่วนหนี้สินตามเป้าหมาย

รจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) ได้ศึกษาถึงทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในไทย โดยพิจารณาถึงสถานะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า กิจการกลุ่มที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในลักษณะที่สอดคล้องกับสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยความแตกต่างของระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมเป็นปัจจัยหลักต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการ ส่วนกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินจะมีการกำหนดระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในลักษณะที่แปรผกผันกับสถานะทางเศรษฐกิจ และกิจการไม่ได้พยายามที่จะปรับอัตราส่วนหนี้สินเข้าสู่ระดับอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย

วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่อยู่ในระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2558 จำนวน 523 บริษัท โดยไม่รวมถึงบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยมีการวิเคราะห์ทั้งหมด 2 ขั้นตอน

ขั้นตอนที่ 1 เป็นการประมาณการค่าระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Target debt ratio) โดยใช้วิธีแบบจำลองโทบิท (Tobit Model) โดยเริ่มจากการวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสามารถทดสอบได้โดยสมการ ดังนี้

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 NOLC_{it} + \beta_3 RT_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 NDT S_{it} + \beta_6 SELLEXP_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 EFWAMB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

คำนิยามของตัวแปรอิสระและสมมติฐานของการศึกษานี้

ตัวแปรอธิบาย	ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน	อัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย	ส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย
มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (MB)	โอกาสในการเติบโต	-	-
ขาดทุนจากการดำเนินงานยกมา (NOLC)	ประโยชน์ทางภาษีใน ส่วนที่ไม่ใช้หนี้	-	+
อัตราผลตอบแทนของหุ้น (RT)	โอกาสในการเติบโต	-	-
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในอดีต (ROA)	ประสิทธิภาพในการทำกำไร	-	-
มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีในอดีต ถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยเงินทุนที่ระดม จากภายนอก (EFWAMB)	การจับจังหวะตลาด	-	-
ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (SELLEXP)	คุณลักษณะเฉพาะของสินค้า	-	
ขนาดของกิจการ (SIZE)	ขนาดของกิจการ	+	
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (TANG)	สินทรัพย์ที่มีตัวตน	+	
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (NDTS)	ประโยชน์ทางภาษีใน ส่วนที่ไม่ใช้หนี้	-	

หมายเหตุ : มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ หมายถึง สัดส่วนมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินบวกมูลค่าตลาดของส่วนทุน ต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม ขาดทุนจากการดำเนินงานยกมา หมายถึง สัดส่วนขาดทุนสะสมยกมาต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนของหุ้น หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหุ้น 1 ปีก่อนหน้า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ในอดีต หมายถึง ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 3 ปีก่อนหน้า มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีในอดีต ถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยเงินทุนที่ระดมจากภายนอก หมายถึง มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีในอดีตถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยผลรวมของทุนที่ออกและการก่อหนี้เพิ่ม ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย หมายถึง สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายต่อ ยอดขาย ขนาดของกิจการ หมายถึง ล็อกการที่มีธรรมชาติของสินทรัพย์รวม สินทรัพย์ที่มีตัวตน หมายถึง สัดส่วนที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิต่อสินทรัพย์รวม ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย หมายถึง สัดส่วนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อสินทรัพย์รวม

เนื่องจากในการศึกษานี้จะกำหนดอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย โดยเลือกใช้ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายเพียงอย่างเดียว (ดังตารางข้างต้น) โดยใช้สมการ ดังนี้

$$Lev_{it}^* = \beta_0 + \beta_1 SELLEXP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 NDTs_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

โดยที่ Lev_{it}^* = อัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายซึ่งจะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1

ขั้นตอนที่ 2 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างทางเลือกในการจัดหาเงินทุน (การก่อหนี้หรือการออกหุ้นเพิ่มทุน) กับส่วนต่างของอัตราส่วนหนี้สินจริงและอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Leverage Deficit) โดยใช้ แบบจำลองโลจิสติก (Logit Model) ซึ่งทดสอบโดยใช้สมการ ดังนี้

$$D_{it}^* = \gamma_0 + \gamma_1 (Tg - IM)_{it-1} + \gamma_2 (IM - Lev)_{it-1} + \gamma_3 (DTLD - DTLE)_{it-1} + \gamma_4 ROA_{it-1} + \gamma_5 NOLC_{it-1} + \gamma_6 RT_{it-1} + \gamma_7 MB_{it-1} + \gamma_8 Dummy MB + \gamma_9 EFWAMB_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

กำหนดให้

D_{it} = 1 แทนการระดมทุนเพิ่มจากการก่อหนี้ (การชำระคืนหนี้)
0 แทนการระดมทุนเพิ่มจากส่วนของเจ้าของ (การซื้อหุ้นคืน)

γ = ค่าสัมประสิทธิ์ที่กำหนดความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

$(Tg - IM)_{it-1}$ = ส่วนต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมของปีก่อนหน้า

$(IM - Lev)_{it-1}$ = ส่วนต่างระหว่างค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทของปีก่อนหน้า

$(DTLD - DTLE)_{it-1}$ = ส่วนต่างของค่าสัมบูรณ์ส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายหลังจากการจัดหาเงินทุนของปีก่อนหน้า

ผลการศึกษาและการอภิปรายผลการศึกษา

1 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราส่วนหนี้สินรวม และการประมาณการค่าระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Target debt ratio)

ตัวแปรอิสระ	ตาราง ก	ตาราง ข	ตาราง ค
ROA	-0.0314***		
EFWAMB	0.0002		
NOLC	-0.0276*		
RT	-0.0041***		
MB	-0.0223***		
SELLEXP	0.0174	0.0193	

ตัวแปรอิสระ	ตาราง ก	ตาราง ข	ตาราง ค
SIZE	0.0395***	0.0374***	0.0373***
TANG	0.0344**	0.0728***	0.0714***
NDTS	-0.4339***	-1.0007***	-0.9966***
Constant	-0.0490**	-0.1119***	-0.1098***
LR Test	647.9479***	316.9564***	316.7408***
Log Likelihood	948.0539	782.5581	782.4503

*** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% * แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราส่วนหนี้สิน โดยพบว่า ปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของกิจการ โอกาสในการเติบโต ประสิทธิภาพในการทำกำไร และประโยชน์ทางภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้ มีอิทธิพลในการกำหนดอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตามตาราง ก) สำหรับปัจจัยที่กำหนดอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย และการประมาณค่าอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย พบว่า ขนาดของกิจการ สินทรัพย์ที่มีตัวตน และค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย (ตามตาราง ข) และใช้ปัจจัยดังกล่าวในการประมาณค่าอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายของกิจการ

จากผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จากแบบจำลองทอบิต (Tobit Model) ตามตาราง ค จะได้ตัวแบบเพื่อประมาณค่าอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย ดังนี้

$$\text{Target Debt Ratio} = -0.1098 + 0.0373(\text{SIZE}) + 0.0714(\text{TANG}) - 0.9966(\text{NDTS}) \quad (4)$$

2. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและทางเลือกในการไถ่ถอนเงินทุนจากส่วนหนี้หรือส่วนทุน กับส่วนต่างของอัตราส่วนหนี้สินจริงและอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Leverage Deficit)

ตัวแปรอิสระ	ทางเลือกในการระดมทุน จากส่วนหนี้หรือส่วนทุน	ทางเลือกในการไถ่ถอน จากส่วนหนี้หรือส่วนทุน
Constant	1.373***	3.198***
TARGET-INMEAN	10.838***	-4.981
INMEAN-ACTUAL	0.259	-10.865***
DTLD-DTLE	6.593***	7.725**
ROA	0.056***	0.070**

ตัวแปรอิสระ	ทางเลือกในการระดมทุน จากส่วนหนี้หรือส่วนทุน	ทางเลือกในการไถ่ถอน จากส่วนหนี้หรือส่วนทุน
NOLC	-0.386	-0.04
RT	0.739***	-0.809
MB	-0.237***	0.104
DUMMY MB	0.147	-0.168
EFWAMB	-0.130*	0.094
Log likelihood	-326.712	-55.582
R ²	0.219	0.287
Observation = 1	617 (การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้)	493 (การไถ่ถอนหนี้สิน)
Observation = 0	175 (การจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้น)	18 (การไถ่ถอนหุ้น)
Total Observation	792	511

*** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% * แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างส่วนต่างของอัตราส่วนหนี้สินจริงและอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Leverage Deficit) กับทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและทางเลือกในการไถ่ถอนเงินทุน พบว่า ส่วนต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมมีอิทธิพลโดยตรงต่อทางเลือกในการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ สำหรับส่วนต่างระหว่างค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงมีอิทธิพลโดยตรงต่อทางเลือกในการไถ่ถอนส่วนทุนในส่วนของส่วนต่างของค่าสัมบูรณ์ส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายหลังการจัดหาเงินทุนพบว่า มีอิทธิพลโดยตรงต่อทางเลือกในการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้และทางเลือกในการไถ่ถอนหนี้สิน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ในการเลือกจัดหาเงินทุนและการเลือกไถ่ถอนเงินทุนจากส่วนหนี้และส่วนทุน ผู้บริหารทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยมีการพิจารณาถึงส่วนเบี่ยงเบนจากอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย เพื่อปรับโครงสร้างเงินทุนให้ใกล้เคียงกับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย นอกจากนี้ยังพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไรเป็นอีกปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดทางเลือกทั้งการจัดหาเงินทุนและการไถ่ถอน ส่วนอัตราผลตอบแทนของหุ้น โอกาสในการเติบโต และการจับจังหวะตลาดเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดทางเลือกในการจัดหาเงินทุน

บรรณานุกรม

- คมสัน สุริยะ. (2552). แบบจำลองโลจิสติก: ทฤษฎีและการประยุกต์ใช้ในการวิจัยทางเศรษฐศาสตร์. เชียงใหม่: ศูนย์การวิเคราะห์เชิงปริมาณ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- รจเรข กัลปากรณชัย (2545). การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึง สภาวะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการและข้อจำกัดทางการเงิน. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Barclay, M. J., Morellec, E. & Smith Jr, C. W. (2001). *On the Debt Capacity o Growth Opportunities*. Mimeo: University of Rochester.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important. *Financial management*, 38(1), 1–37.
- Hovakimian, A., Opler, T. & Titman, S. (2001). The Debt–equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1).
- Kraus, A. & Litzenberger, R. H. (1973). A State Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Marsh, P. (1982). The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, 37(1), 121–144.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147–175.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52 (1), 3–46.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Smith, C. W. & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.