

## บทที่ 5

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล มีลักษณะดังนี้

ในขั้นแรกจะเป็นผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติขั้นพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้(ตัวแปรทางบัญชี) จะเป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติได้แก่ ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรทางบัญชี ของตัวแปรสังเกตได้ (สัดส่วนหนี้สิน(หนี้สินระยะสั้นรวมกับหนี้สินระยะยาว)ต่อทุน, สัดส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม, สัดส่วนการป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, ดัชนีความอ่อนแอทางการเงิน, สัดส่วนการชำระหนี้สินต่อรายได้รวม, สัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม, การขาดดุลเงินสด, ล็อกการที่มธรรมชาติของมูลค่าตามตลาด, ล็อกการที่มธรรมชาติของสินทรัพย์รวม, สัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อยอดขาย และสัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม)

ในช่วงที่สองจะเป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้(ตัวแปรทางบัญชี) ที่ใช้ในการศึกษา เป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ด้วยวิธี Correlation เพื่ออธิบายความสัมพันธ์กันของข้อมูลแต่ละตัวแปรทางบัญชี

ในช่วงสุดท้ายเป็นการนำเสนอผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน จะเป็นส่วนที่สำคัญที่สุด คือเป็นการแสดงอิทธิพลของตัวแปรแฝงคุณสมบัติของกิจการต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุน และเป็นการสรุปทางสถิติว่าโมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนมีความสอดคล้องกับข้อมูลจริง รวมทั้งแสดงถึงความเที่ยงในการอธิบายแต่ละอิทธิพล

#### 5.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติพื้นฐานของตัวแปรสังเกตได้

เมื่อพิจารณาลักษณะทางสถิติขั้นพื้นฐานของข้อมูลของตัวแปรทางบัญชี จะเป็นลักษณะของสัดส่วนทางการเงินจำนวน 11 สัดส่วนทางการเงิน ได้แก่ สัดส่วนหนี้สิน(หนี้สินระยะสั้นรวมกับหนี้สินระยะยาว)ต่อทุน, สัดส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม, สัดส่วนการป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สินต่อสินทรัพย์รวม, ดัชนีความอ่อนแอทางการเงิน, สัดส่วนการชำระหนี้สินต่อรายได้รวม, สัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม, การขาดดุลเงินสด, ล็อกการที่มธรรมชาติของมูลค่าตามตลาด, ล็อกการที่มธรรมชาติของสินทรัพย์รวม, สัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อยอดขาย และสัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม โดยจะแสดงด้วยค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของแต่ละตัวแปรสังเกตได้(ตัวแปรทางบัญชี) ดังตารางที่

ตารางที่ 5.1 แสดงค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรทางบัญชี

ตัวแปรทางบัญชี	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
D/E	1.70	7.01
D/TA	0.04	0.03
NDT/TA	0.08	0.16
1/ZPROB	2.43	6.04
I/TR	0.09	0.21
PPE/TA	0.86	3.12
CASH	0.00	0.81
LN_MV	6.74	1.68
LN_AS	7.91	1.35
OI/S	0.25	0.36
OI/TA	0.16	0.17

ที่มา : คำนวณจากงบการเงินประจำปี 2538-2542

จากตารางที่ 5.1 จะพบว่าค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการอยู่ในระดับ 1.70 ในช่วงระยะเวลา 5 ปี จาก 282 กิจการ ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง แต่เมื่อพิจารณาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานจะพบว่ามีความผันผวนที่สูงมาก มากกว่าค่าเฉลี่ยกว่า 4 เท่า และเมื่อพิจารณาตัวแปรทางบัญชีต่างๆ จะพบว่าส่วนใหญ่จะมีความผันผวนสูงกว่าค่าเฉลี่ย เนื่องจากช่วงที่ทำการศึกษาคือเป็นช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ทำให้ข้อมูลที่ได้รับมีความผันผวนสูง มีเพียงตัวแปรทางบัญชีในประเด็นขนาดกิจการเท่านั้นที่มีความผันผวนต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย จากที่กล่าวมาสามารถสรุปได้ว่า ในช่วงที่ทำการศึกษาค่อนข้างเป็นช่วงที่มีความผันผวนสูงเนื่องจากช่วงเวลา que เลือกทำการศึกษา

## 5.2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ที่ใช้ในการศึกษาโมเดล ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน

จากตารางที่ 5.2 เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ ที่อยู่ภายในกลุ่มเดียวกันส่วนใหญ่จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าความสัมพันธ์อยู่ในช่วง 0.12 ถึง 0.60 ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ในกลุ่มตัวแปรแฝงขนาดกิจการจะมีค่าสูงสุด คือ ล็อกการที่มธรรมชาติของมูลค่าตามตลาดกับล็อกการที่มธรรมชาติของสินทรัพย์

รวม มีค่าเท่ากับ 0.594 ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวมกับการขาดดุลเงินสด พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าความสัมพันธ์อยู่ที่ 0.013 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับต่ำ

สำหรับค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ ที่อยู่ต่างกลุ่มตัวแปรแฝง ส่วนใหญ่จะมีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าความสัมพันธ์ส่วนใหญ่อยู่ในช่วง 0.00 ถึง 0.20 ซึ่งอยู่ในระดับต่ำ มีเพียงสองความสัมพันธ์คือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการป้องกันภาษีของส่วนที่มีโชन्हิ้นต่อสินทรัพย์รวมกับสัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อยอดขาย และความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการป้องกันภาษีของส่วนที่มีโชन्हิ้นต่อสินทรัพย์รวมกับสัดส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีค่าความสัมพันธ์สูงถึง 0.514 และ 0.845 ตามลำดับ

พิจารณาความสัมพันธ์ของตัวแปรสังเกตได้ระหว่างตัวแปรแฝงสิทธิทางภาษีจากโชन्हิ้นกับตัวแปรสังเกตได้ของตัวแปรแฝงอื่นๆ เฉพาะที่มีนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเป็นส่วนใหญ่ ยกเว้นความสัมพันธ์กับตัวแปรแฝงความสามารถในการทำกำไรที่มีทิศทางเดียวกัน

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ระหว่างตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินกับตัวแปรแฝงอื่นๆ เฉพาะที่มีนัยสำคัญทางสถิติ พบความสัมพันธ์ส่วนใหญ่จะมีทิศทางเดียวกันกับตัวแปรสังเกตได้ในตัวแปรแฝงขนาดของกิจการ และมีทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรแฝงความสามารถในการทำกำไร

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ระหว่างตัวแปรแฝงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพกับตัวแปรแฝงอื่นๆ เฉพาะที่มีนัยสำคัญทางสถิติ พบความสัมพันธ์ส่วนใหญ่จะมีทิศทางตรงกันข้ามกับตัวแปรสังเกตได้ในกลุ่มตัวแปรแฝงขนาดกิจการ

ตารางที่ 5.2 ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ (ตัวแปรทางบัญชี)

ตัวแปร	D/E	D/TA	NDT/TA	1/ZPROB	I/TR	PPE	CASH	LN_MV
D/E	1.00							
D/TA	-0.89	1.00						
NDT/TA	-0.099	0.124	1.00					
1/ZPROB	0.116	-0.052	-0.141	1.00				
I/TR	0.187	-0.093	-0.347	0.223	1.00			
PPE	0.102	0.187	-0.059	0.126	0.146	1.00		
CASH	-0.007	0.002	0.102	0.006	-0.096	0.013	1.00	
LN_MV	-0.052	-0.129	0.117	-0.125	-0.161	-0.112	0.12	1.00
LN_AS	0.06	-0.178	-0.119	0.054	0.211	-0.016	-0.058	0.594
OI/S	-0.071	-0.039	0.514	-0.056	-0.036	-0.051	0.08	0.202
OI/TA	-0.075	0.128	0.845	-0.188	-0.35	-0.067	0.112	0.154

ตัวแปร	LN_AS	OI/S	OI/TA
D/E			
D/TA			
NDT/TA			
1/ZPROB			
I/TR			
PPE			
CASH			
LN_MV			
LN_AS	1.00		
OI/S	0.044	1.00	
OI/TA	-0.16	0.591	1.00

\*p<0.05



### 5.3 ผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน

#### 5.3.1 ผลการวิเคราะห์เส้นทางอิทธิพลระหว่างตัวแปรของโมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

จากแผนภาพที่ 5.1 พบว่าความสัมพันธ์ส่วนใหญ่ระหว่างตัวแปรทางบัญชีกับตัวแปรแผนภูมิสมมติของกิจการมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ยกเว้นความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรการขาดดุลเงินสดกับตัวแปรแผนภูมิการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยค่าอิทธิพลแสดงในแผนภาพที่ 5.1

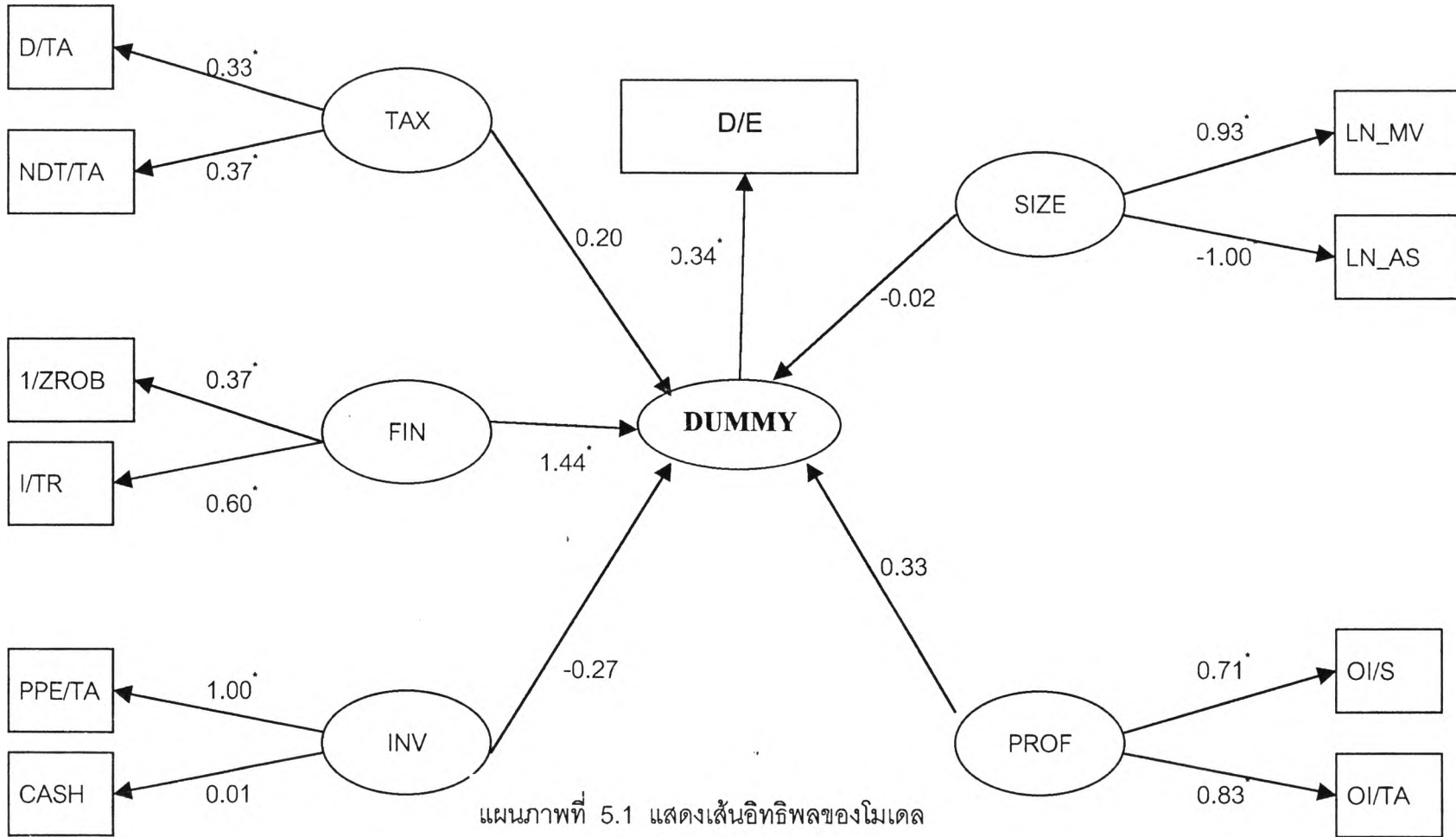
เมื่อพิจารณาตัวแปรทางบัญชีกับปัจจัยแผนภูมิทางภาษีจะพบว่ามีค่าอิทธิพลเป็นบวก และมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.33 และ 0.37 ทั้งสองอิทธิพลมีนัยสำคัญทางสถิติ และแสดงถึง ถ้ากิจการมีสัดส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวมกับสัดส่วนการป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้ผลประโยชน์ของหนี้สินในแง่ภาษีลดน้อยลง ดังนั้นจึงกำหนดให้ตัวแปรแผนภูมิทางภาษีหมายถึงการลดลงของสิทธิทางภาษีจากส่วนหนี้สิน

พิจารณาตัวแปรทางบัญชีกับปัจจัยความอ่อนแอทางการเงินพบว่าค่าอิทธิพลมีค่าเป็นบวกและมีทิศทางเดียวกัน มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.37 และ 0.60 ซึ่งทั้งสองอิทธิพลมีนัยสำคัญทางสถิติ

พิจารณาตัวแปรทางบัญชีกับปัจจัยการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพพบว่า ค่าอิทธิพลมีค่าเป็นบวกและมีทิศทางเดียวกัน โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 1.00 และ 0.01 แต่มีเพียงสัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวมเท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

พิจารณาตัวแปรทางบัญชีกับปัจจัยขนาดกิจการ พบว่าค่าอิทธิพลมีค่าสวนทางกัน และมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งคู่ โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.93 และ -1.00 เนื่องจากขนาดกิจการที่อ้างอิงกับมูลค่าตามตลาดจะมีความผันผวนตามสภาพตลาดทุนมากกว่า ดังนั้นการศึกษานี้จึงเชื่อในอิทธิพลของลોકการที่มธรรมชาติของสินทรัพย์รวมมากกว่าลોકการที่มธรรมชาติของมูลค่าตามตลาด

พิจารณาตัวแปรทางบัญชีกับปัจจัยความสามารถในการทำกำไร พบว่ามีค่าอิทธิพลไปในทิศทางเดียวกัน มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.71 และ 0.83 โดยพบว่าทั้งสองค่าอิทธิพลมีนัยสำคัญทางสถิติ



แผนภาพที่ 5.1 แสดงเส้นอิทธิพลของโมเดล  
ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน

5.3.2 ผลการวิเคราะห์แยกค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และค่าสถิติผลการวิเคราะห์  
อิทธิพลของโมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิง  
ประจักษ์

ตารางที่ 5.3 ผลการวิเคราะห์แยกค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และค่าสถิติผลการวิเคราะห์  
อิทธิพลของโมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปรผล ตัวแปรแฝงคุณสมบัติกิจการ	DUMMY TE
TAX	0.20 (1.04)
FIN	1.44 <sup>*</sup> (2.81)
INV	-0.27 (-1.09)
SIZE	-0.02 (-0.14)
PROF	0.33 (0.87)

ค่าสถิติ  $p < 0.05$   
 ไค-สแควร์ = 0.83 ;  $p = 0.99$   $df = 6$   $GFI = 1.00$   $RMR = 0.0031$   
 ค่าความคลาดเคลื่อนในรูปคะแนนมาตรฐาน = 0.70  
 ตัวแปร D/TA NDT/TA 1/ZPROB I/TR PPE CASH LN\_MV LN\_AS OI/S OI/TA  
 ความเที่ยง 0.11 0.14 0.14 0.36 1.00 0.00 0.88 1.00 0.50 0.69  
 สมการโครงสร้าง DUMMY  
 R SQUARE 1.00

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่าทดสอบสถิติ t test

$p < 0.05$  ;  $t > 1.93$  ( $t = b/S.D.$ )

เมื่อพิจารณาทารางผลการวิเคราะห์โมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน จะเห็นว่าโมเดลมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ผลการทดสอบไค-สแควร์ (Chi-Square) มีค่า 0.83 ;  $p=0.99$  ท็องศาอิสระ = 6 และ  $GFI = 1.00$   $RMR = 0.0031$  กราฟคิวพล็อตมีความชันกว่าแนวทแยง มีค่าความคลาดเคลื่อนในรูปคะแนนมาตรฐาน = 0.70 ซึ่งมีค่าต่ำกว่าเกณฑ์ที่เหมาะสม (2.00) ค่าความเที่ยงของตัวแปรสังเกตอยู่ในช่วง 0.00 ถึง 1.00 โดยค่าความเที่ยงของตัวแปรสังเกตการที่มีธรรมชาติของสินทรัพย์รวมและสัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.00 ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์หรือ R Square ตัวแปรแฝงที่เป็นตัวแทนสัดส่วนหนี้สินต่อทุน (DUMMY) มีค่าเท่ากับ 1.00 แสดงว่าตัวแปรในโมเดลอธิบายความแปรปรวนในตัวแปรแฝงที่เป็นตัวแทนสัดส่วนหนี้สินต่อทุน (DUMMY) ได้ร้อยละ 100 แสดงถึงตัวแปรคุณสมบัติของกิจการสามารถทำการอธิบายสัดส่วนหนี้สินต่อทุนได้ดีมาก

เมื่อพิจารณาทารางแสดงอิทธิพลที่ส่งผลต่อตัวแปรแฝงที่เป็นตัวแทนสัดส่วนหนี้สินต่อทุน (DUMMY) พบว่า ตัวแปรแฝงที่เป็นตัวแทนสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ได้รับอิทธิพลจากตัวแปรความอ่อนแอทางการเงิน เพียงอย่างเดียวที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนค่าอิทธิพลของตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินที่ส่งไปผลไปยังตัวแปรแฝงที่เป็นตัวแทนสัดส่วนหนี้สินต่อทุน (DUMMY) มีค่าเท่ากับ 1.44

ดังนั้นการศึกษานี้สามารถสรุปอิทธิพลที่ส่งผลต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจากคุณสมบัติกิจการต่างๆ ได้ดังตารางด้านล่างนี้

ตารางที่ 5.5 แสดงอิทธิพลของคุณสมบัติกิจการต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการ

	สิทธิทางภาษี จากหนี้สินลดลง	ความอ่อนแอ ทางการเงิน	การลงทุนที่ไม่มี ประสิทธิภาพ	ขนาดของกิจการ	ความสามารถ ในการทำกำไร
สัดส่วนหนี้สิน ต่อทุน	0.07 (0.07)	0.50 (0.18)	-0.09 (0.09)	-0.01 (0.04)	0.11 (0.13)

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บ คือ ค่าทดสอบสถิติ t test

$$p < 0.05 ; t > 1.93 \quad (t = b/S.D.)$$

จากผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นถึงการแก้ปัญหาด้วยระบบสมการลิสเรล ได้ผลค่อนข้างดี โดยโมเดลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ได้สูง สังเกตได้จากดัชนีความกลมกลืนหลายตัวอยู่ในระดับที่ดี และความเที่ยงตรงทั้งแง่ของการอธิบายตัวแปรแฝงส่วนใหญ่และในแง่ของการอธิบายปัจจัยคุณสมบัติของกิจการต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ก็สามารถอธิบายก็มีค่าอยู่ในระดับที่เหมาะสม แต่จากผลการวิเคราะห์ทางสถิติระหว่างความ



สัมพันธ์ของตัวแปรแฝงคุณสมบัติของกิจการกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุน พบเพียงความสัมพันธ์ระหว่างความอ่อนแอทางการเงินกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนเท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ

#### การวิเคราะห์ค่าอิทธิพล

ตัวแปรแฝงการลดภาระทางภาษีเป็นตัวแปรบ่งชี้ในประเด็นภาระทางภาษีของกิจการ เนื่องจากตัวแปรสังเกตได้ทั้งสองตัวมีทิศทางบวกกับตัวแปรแฝงการลดภาระทางภาษี นั่นก็คือ สัดส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม และการปกป้องส่วนที่มีใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น ทำให้ภาระทางภาษีของกิจการน้อยลง ดังนั้นแรงจูงใจต่อกิจการในการออกหนี้สินเพื่อนำดอกเบี้ยมาหักการคำนวณภาษีของกิจการได้น้อยลง โดยความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางบัญชีกับตัวแปรแฝงมีนัยสำคัญ ถ้าสัดส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ตัวแปรแฝงการลดภาระทางภาษีจากหนี้สินเพิ่มขึ้น 0.33 หน่วย และถ้าสัดส่วนการปกป้องทางภาษีจากส่วนที่มีใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ตัวแปรแฝงการลดภาระทางภาษีจากหนี้สินเพิ่มขึ้น 0.37 หน่วย แต่ในส่วนของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงการลดภาระทางภาษีกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ

อาจเป็นเพราะกิจการส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์ ได้รับการส่งเสริมการลงทุน โดยการส่งเสริมที่สำคัญในแง่ของการยกเว้นภาษี คือกิจการได้รับสิทธิพิเศษนี้จะได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลจากกำไรสุทธิ ทำให้กิจการไม่ต้องมีภาระทางภาษี ดังนั้นแรงจูงใจทางภาษีของหนี้สินจึงไม่มีอิทธิพลต่อการใช้หนี้สินหรือทุน รวมทั้งในช่วงที่ทำการศึกษาในปี 2540-2542 กิจการส่วนใหญ่ประสบปัญหาผลประกอบการขาดทุน ดังนั้นจึงไม่มีภาระภาษี จากสองปัจจัยนี้ สนับสนุนแนวความคิดที่ปัจจัยทางภาษีนั้นจะไม่มีผลต่อการเลือกใช้หนี้สินหรือทุนของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงิน เป็นตัวบ่งชี้ที่มีนัยสำคัญทางสถิติจากตัวแปรทางบัญชี (ดัชนีความอ่อนแอทางการเงินและสัดส่วนการชำระหนี้สินต่อรายได้รวม) คือเมื่อสองตัวแปรทางบัญชีมีค่าเพิ่มขึ้น ตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินก็จะเพิ่มขึ้นตาม ซึ่งจากผลการวิเคราะห์พบว่า ถ้าดัชนีความอ่อนแอทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินจะเพิ่มขึ้น 0.37 หน่วย และถ้าสัดส่วนการชำระหนี้สินต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินจะเพิ่มขึ้นตาม 0.60 หน่วย เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุน พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ มีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.50 แสดงว่าถ้าความอ่อนแอทางการเงินเพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะทำให้ใช้หนี้สินมากขึ้น

0.50 หน่วย ซึ่งตรงข้ามกับสมมติฐานการวิจัยในขั้นต้นที่ตั้งสมมติฐานว่ากิจการที่อ่อนแอทางการเงินจะใช้หนี้สินลดลง เนื่องจากการใช้ส่วนทุนจะช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินของกิจการได้

การที่ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงความอ่อนแอทางการเงินกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนมีทิศทางตรงกันข้ามกับที่ตั้งสมมติฐานไว้ อาจเป็นเพราะโครงสร้างตลาดทุนของประเทศไทยจะมีลักษณะเล็กและไม่สมบูรณ์ ดังนั้นถ้ากิจการที่มีความอ่อนแอทางการเงินทำการระดมทุนกิจการอาจจะไม่ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุนได้และช่วงที่ทำการศึกษาวงหนึ่งเป็นช่วงที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจทำให้สถานะตลาดทุนไม่เอื้ออำนวย โดยการเพิ่มทุนนั้นจะได้ราคาต่ำหรือไม่ได้เงินทุนตามจำนวนที่ต้องการ และการแก้ไขปัญหาทางการเงินส่วนใหญ่ของกิจการที่มีความอ่อนแอทางการเงินจะใช้วิธีการปรับโครงสร้างหนี้มากกว่าการเพิ่มทุนทำให้กิจการที่อ่อนแอทางการเงินเลือกใช้การยืดระยะเวลาการชำระหนี้หรือเปลี่ยนจากหนี้สินระยะสั้นมาเป็นระยะยาวมากหรือการออกหุ้นกู้มากกว่า เพราะตลาดหุ้นกู้มีอัตราการเจริญเติบโตสูงจากการที่ภาครัฐเข้ามาสนับสนุน สรุปได้ว่ากิจการที่มีความอ่อนแอทางการเงินมากขึ้นจะมีการใช้หนี้สินมากขึ้นเนื่องจากสภาพตลาดเงินทุนในประเทศไทย

ตัวแปรแฝงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ พบว่าตัวแปรทางบัญชีสามารถอธิบายตัวแปรแฝงได้อย่างมีนัยสำคัญเพียงตัวแปรเดียว ซึ่งก็คือ สัดส่วนสัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม โดยถ้าตัวแปรสังเกตได้สัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1.00 หน่วย จะทำให้ตัวแปรแฝงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น 1.00 หน่วย และเมื่อพิจารณาตัวแปรแฝงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนก็พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากการสร้างตัวแปรแฝงการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพนั้นใช้สัดส่วนของทรัพย์สินที่เป็นที่ดินและอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวมเท่านั้นที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผิดข้อตกลงเบื้องต้นที่จะต้องมียังอย่างน้อยสองตัวแปรทางบัญชีจึงจะสามารถสร้างตัวแปรแฝงได้ ดังนั้นในประเด็นการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพจึงไม่มีข้อสรุปจากการวิจัย

ตัวแปรแฝงขนาดกิจการ พบว่าตัวแปรทางบัญชีสามารถอธิบายตัวแปรแฝงขนาดของกิจการได้อย่างมีนัยสำคัญ คือถ้าล็อกการที่มีธรรมชาติของมูลค่าตามตลาดเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ทำให้ตัวแปรแฝงขนาดกิจการเพิ่มขึ้น 0.93 หน่วย และถ้าล็อกการที่มีธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ทำให้ตัวแปรแฝงขนาดกิจการเพิ่มขึ้น -1.00 หน่วย ซึ่งมีผลตรงกันข้ามกัน โดยเชื่อว่าการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์รวมมีความเชื่อมั่นสูงกว่ามูลค่าตามตลาด เพราะมูลค่าตามตลาดจะรวมสภาพการลงทุนของนักลงทุนในตลาดด้วย แต่เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงขนาดกิจการกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุน พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าขนาดกิจการไม่มีผลต่อการเลือกใช้หนี้สินหรือทุน

อาจเป็นเพราะสภาพการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จะมีเพียงบางหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องในการซื้อขาย และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้นไม่ได้ขึ้นกับขนาดกิจการ แต่ขึ้นกับชนิดของกิจการและการกระจายหุ้นของเจ้าของกิจการ ถ้ากิจการที่มีการกระจายหุ้นสูง มักจะมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง ดังจะพบว่าหลักทรัพย์บางหลักทรัพย์แทบจะไม่มีการซื้อขายเลยในแต่ละวัน ดังนั้นกิจการของหลักทรัพย์เหล่านั้นเมื่อต้องการจัดหาเงินทุนจะไม่เลือกใช้การเพิ่มทุน เพราะการเพิ่มทุนก็คือการต้องหาเงินมาเพิ่มทุนตัวเองและไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนในการเข้ามาร่วมเพิ่มทุน ดังนั้นไม่ว่ากิจการจะขนาดใหญ่หรือขนาดเล็กจะไม่มีผลต่อการเลือกใช้หนี้สินหรือส่วนทุน

ตัวแปรความสามารถในการทำกำไร พบว่าตัวแปรทางบัญชีสามารถอธิบายตัวแปรแฝงได้อย่างมีนัยสำคัญ คือ ถ้าสัดส่วนรายได้จากการดำเนินการต่อยอดขายเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ทำให้ตัวแปรแฝงความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น 0.71 หน่วย และถ้าสัดส่วนรายได้จากการดำเนินการต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ทำให้ตัวแปรแฝงความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น 0.83 หน่วย แต่เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแฝงความสามารถในการทำกำไรกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนพบไม่มีความสำคัญทางสถิติ แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรไม่มีผลต่อการเลือกใช้หนี้สินหรือส่วนทุน

อาจเนื่องจากกิจการที่มีสภาพการทำกำไรที่ดีจะนิยมใช้เงินทุนของตัวเองมาหมุนเวียนลงทุนเพิ่มเติมมากกว่าการใช้กู้ยืมหนี้สินเพิ่มเติมหรือการเพิ่มทุน เพราะกิจการเหล่านี้จะรักษาระดับการลงทุนไม่ให้สูงเกินไปจนต้องทำการจัดหาเงินทุนจากภายนอก ในขณะที่เดียวกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ไม่ดี ก็ไม่สามารถกู้ยืมเงินหรือเพิ่มทุนได้เช่นกันเนื่องจากสภาพการดึงตัวในการปล่อยสินเชื่อของสถาบันการเงิน และสภาวะตลาดทุนที่ไม่เอื้ออำนวยในการเพิ่มทุน ดังนั้นไม่ว่าความสามารถในการทำกำไรเช่นไรก็จะไม่มีผลต่อการเลือกใช้โครงสร้างเงินทุน