



ใบรับรองวิทยานิพนธ์
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปริญญา

บริหารธุรกิจ

สาขา

บริหารธุรกิจ

คณะ

เรื่อง ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

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

นามผู้วิจัย นางสาวศศิธร เนื่องจางค์

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

(รองศาสตราจารย์เจียมจิตร ชวกร, M.B.A)

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์สุรางค์ เห็นสว่าง, D.B.A)

ประธานสาขาวิชา

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ทรงพร หาญสันติ, D.B.A)

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

(รองศาสตราจารย์กัญญา วีระกุล, D.Agr.)

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่ เดือน พ.ศ.

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่มทรัพยากร

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

โดย

นางสาวศศิธร เนื่องจำนงค์

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต
พ.ศ. 2556

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ศศิธร เนื่องจำนงค์ 2556: ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร ประโยชน์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: รองศาสตราจารย์ เจียมจิตร ชวกร, M.B.A. 44 หน้า

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร โดยใช้แนวทางการศึกษาของ Chen (2003) และแนวทางการศึกษาของ Deesomsak, Paudyal และ Pescetto (2004) และ พิชนิ อำพันมาส (2548) ที่แสดงถึงความเป็นเหตุเป็นผลในการวางแผนกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท การศึกษาในครั้งนี้มีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิซึ่งเป็นข้อมูลที่ได้อาจบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร ระหว่างปี 2548 – 2554 และนำมาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอย

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน (อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีสามปัจจัยคือ ความสามารถในการทำกำไร ความสัมพันธ์เชิงลบ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงบวก สำหรับปัจจัยอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทจะทำการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในเมื่อมีกำไรเพื่อลดผลกระทบของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร และต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า ขนาดของกิจการและสินทรัพย์ถาวรมีบทบาทต่อการก่อหนี้ของบริษัทอาจเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ผ่านมา ทำให้เจ้าหนี้ให้ความสำคัญต่อการคัดกรองหนี้มากขึ้น จึงต้องการหลักประกันการก่อหนี้มากขึ้น และบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถกระจายความเสี่ยงและปรับตัวให้เข้ากับสถานการณ์ต่างๆ ได้ดีกว่า ภาครัฐควรพัฒนาฟื้นฟูและควบคุมตลาดทุนไทยให้เป็นสากลเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการแข่งขันระยะยาวของบริษัทในประเทศไทย

ลายมือชื่อนิสิต

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Sasithorn Neangjumnong 2013: The Determinants of Capital Structure of Listed Companies in Resource Sector in The Stock Exchange of Thailand. Master of Business Administration, Major Field: Business Administration, Faculty of Business Administration. Thesis Advisor: Associate Professor Jiamjit Javakorn, M.B.A.
44 pages.

The main objective of this study is to examine determinants of capital structure of listed companies in resource sector in Stock Exchange of Thailand by following the literature of Chen (2003) and Deesomsak, Paudyal and Pescetto (2004) and Pichanee (2005). Which are the potential causality for planning capital structure. The data were gathered through the secondary source from the listed companies in the Stock Exchange of Thailand during 2005 – 2011 and the linear regression was used for data analysis.

The results indicated that profitability , size , fix asset were statistically significantly related to the capital structure (the long term debt to long term capital). The capital structure was negative, positively related to the determinants, respectively. For other determinants, there was no significant relationships. The results showed that firms should have used internal source of funding when firms got profits in order to reduce effect of asymmetric information and lower cost of capital. Firm's size and fixed asset were important in raising debt ,possibly due to the former economic crisis, thus, payable attend to the default and require more collateral. Large firms would be able to diversify and adapt to situations. Governments could develop and revitalize the capital market in Thailand to internationalize and enhance long-term competitive of the local company.

Student's signature

Thesis Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงยิ่งของ ร. ศ.เจียมจิตร ชวกร อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก และผศ. ดร. สุรางค์ เห็นสว่าง อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ที่กรุณาให้คำแนะนำ คำปรึกษา ตลอดจนช่วยเหลือแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ตลอดระยะเวลาการทำวิทยานิพนธ์ รวมถึง รศ.ปณิดา อินทร์พรหม ประธานการสอบวิทยานิพนธ์ และผศ.ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร ผู้ทรงคุณวุฒิการสอบวิทยานิพนธ์ ที่กรุณาให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ และสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณบิดา มารดา และพี่ๆ เพื่อนๆ โครงการบัณฑิตศึกษาด้านบริหารธุรกิจ (ภาคปกติ) รุ่นที่ 27 มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ที่ให้กำลังใจแก่ผู้วิจัยตั้งแต่เริ่มการศึกษามาจนกระทั่งสำเร็จการศึกษา รวมทั้งบุคลากรคณะบริหารธุรกิจ และบัณฑิตวิทยาลัยทุกท่าน สำหรับความช่วยเหลือ ความร่วมมือ และคำปรึกษา รวมถึงขอขอบคุณสำหรับทุกๆ ความคิดเห็นที่ใช้ประกอบการทำวิทยานิพนธ์ในครั้งนี้ จนสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชา รวมถึงผู้เขียนตำรา เอกสาร บทความต่างๆ ที่ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้า และนำมาอ้างอิงในงานวิจัยครั้งนี้

คุณค่าอันพึงมีจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณบิดา มารดา ครู อาจารย์ และผู้มีพระคุณทุกท่าน

ศศิธร เนื่องจำนงค์

เมษายน 2556

สารบัญ

หน้า

สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(4)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	2
ขอบเขตการศึกษา	2
นิยามคำศัพท์	4
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	5
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง	14
ทฤษฎีและความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน	19
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	23
วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	23
การวิเคราะห์ข้อมูล	23
การวัดตัวแปร	24
การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน	27
บทที่ 4 ผลการศึกษา	29
ผลการศึกษา	29
ข้อวิจารณ์	32
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	34
สรุปผลการศึกษา	

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	34
สรุปผลการศึกษา	34
ข้อเสนอแนะ	36
เอกสารและสิ่งอ้างอิง	38
ภาคผนวก	40
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	44

สารบัญตาราง

ตารางที่ หน้า

1	ผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งได้แก่อัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	29
---	---	----

2	ผลการศึกษา	31
---	------------	----

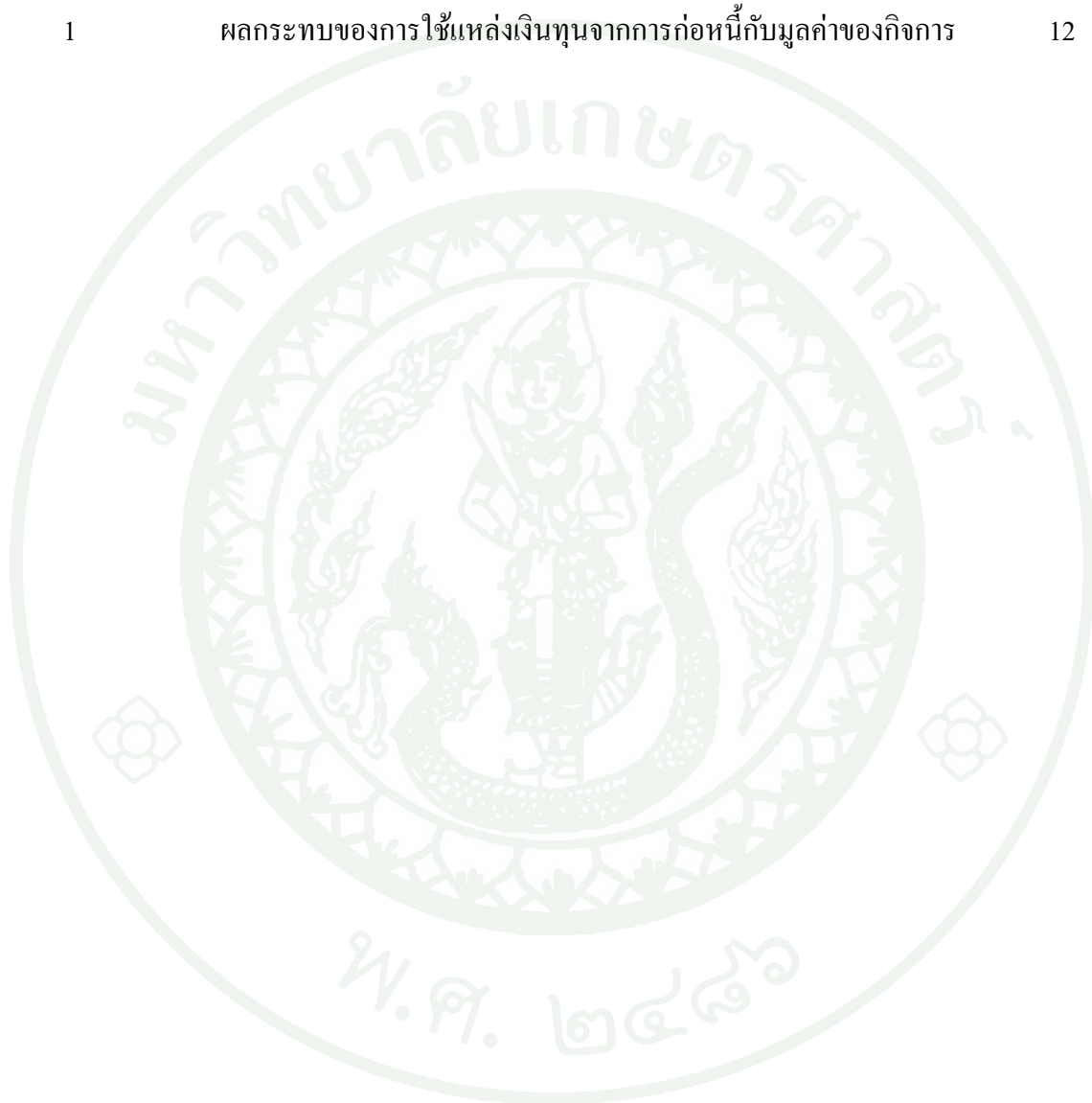
ตารางผนวกที่

1	ตารางผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ต่อบัญชีเงินลงทุนระยะยาว	41
---	---	----

สารบัญภาพ

ภาพที่ หน้า

1 ผลกระทบของการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้กับมูลค่าของกิจการ 12



บทที่ 1

บทนำ

ความสำคัญของปัญหา

การที่เศรษฐกิจของประเทศไทยเป็นระบบเศรษฐกิจแบบทุนนิยม ซึ่งโดยหลักการของระบบนี้ เอกชนเป็นเจ้าของปัจจัยการผลิต มีองค์กรธุรกิจดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ รัฐมีหน้าที่ในการส่งเสริมกำกับดูแลให้เกิดความยุติธรรมในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ดังนั้นองค์กรธุรกิจจะอยู่ในฐานะเป็นตัวขับเคลื่อนความเป็นไปได้ของเศรษฐกิจ อนาคตของประเทศจะเป็นอย่างไรขึ้นอยู่กับความเป็นไปได้ขององค์กรธุรกิจ หากองค์กรเหล่านี้มีปัญหาประเทศชาติย่อมมีปัญหา ในทางตรงกันข้ามหากองค์กรธุรกิจดำเนินกิจการได้เป็นอย่างดี ย่อมทำให้ประเทศเจริญและมั่นคงด้วย

การดำเนินงานของภาคเอกชนไทยในอดีตที่ผ่านมาพบว่ามีปัญหาในเชิงโครงสร้างที่นำไปสู่ปัญหาวิกฤติทางการเงินและกระทบต่อความมั่นคงของระบบเศรษฐกิจโดยรวมในอนาคต เนื่องจากการที่ภาคธุรกิจไทยมีโครงสร้างเงินทุนที่พึ่งพิงการก่อหนี้ในระดับที่สูง โดยเฉพาะหนี้จากต่างประเทศ ขณะที่มีรายได้เป็นเงินบาททำให้เกิดความเหลื่อมล้ำด้านสกุลเงิน (Currency Mismatch) นอกจากนี้การปราศจากแหล่งเงินกู้ระยะยาวทำให้ธุรกิจต้องใช้แหล่งเงินกู้ระยะสั้นในจำนวนที่มากจนทำให้เกิดปัญหาความเหลื่อมล้ำด้านเวลาที่ได้มาและเงินที่ต้องชำระคืน (Maturity Mismatch) ตลอดจนปัญหาด้านการปราศจากธรรมาภิบาลในภาคธุรกิจอันนำไปสู่การลงทุนเกินตัวหรือในธุรกิจที่ตนเองไม่ชำนาญ การขาดความรู้ความเข้าใจและความสามารถในการบริหารความเสี่ยงเกิดผลกระทบต่อผลประโยชน์ของธุรกิจ ซึ่งปัญหาดังกล่าวข้างต้นมีส่วนสำคัญที่ก่อให้เกิดปัญหาการเคลื่อนย้ายเงินทุน ปัญหาค่าเงินบาท ปัญหาระบบสถาบันการเงินและวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 – 2541

กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรเป็นภาคธุรกิจหนึ่งที่มีความสำคัญอย่างมากต่อเศรษฐกิจของประเทศ เพราะมีความเกี่ยวข้องทั้งกับภาคธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่น ๆ เช่น ภาคอุตสาหกรรม ภาคการเงิน เป็นต้น และยังมีความเกี่ยวข้องกับการบริโภคของประชาชนอีกด้วย การจัดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจพลังงานจึงนับว่ามีความสำคัญอย่างยิ่ง เพราะเป็นกลยุทธ์หนึ่งที่จะทำให้ธุรกิจดำรงอยู่

อย่างยั่งยืนในระยะยาว ภายใต้สภาพแวดล้อมทางการแข่งขัน และสภาพเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา

งานวิจัยนี้ได้มุ่งศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรเพื่อเป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมกับบริษัทต่อไป

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อทราบถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างทางเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มทรัพยากร
2. ทำให้ผู้บริหารทางการเงิน เกิดความรู้และความเข้าใจในการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนของกิจการเพื่อที่จะให้เกิดประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น
3. ภาครัฐสามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการเพิ่มนโยบายที่ใช้ในการสนับสนุนเกี่ยวกับโครงการเงินทุนที่เหมาะสมกับบริษัทจดทะเบียนกลุ่มทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เจ้าหน้าที่สามารถนำผลการศึกษามาใช้ประกอบการพิจารณาให้กู้ เพื่อป้องกันการผิดนัดชำระหนี้

ขอบเขตการศึกษา

ในการศึกษานี้จะศึกษาจากข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการศึกษาระหว่างปี 2548 – 2554 โดยใช้ข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มทรัพยากรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 28 บริษัท ดังนี้

1. บริษัทกันกุลเอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
2. บริษัทโกลว์พลังงาน จำกัด (มหาชน)
3. บริษัทจัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)
4. บริษัทซัสโก้ จำกัด (มหาชน)
5. บริษัทโซลาร์ตรอน จำกัด (มหาชน)
6. บริษัทไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
7. บริษัทบริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
8. บริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
9. บริษัทบ้านปู จำกัด (มหาชน)
10. บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
11. บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
12. บริษัทผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
13. บริษัทผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
14. บริษัทระยองเพียวริฟายเออร์ จำกัด (มหาชน)
15. บริษัทลานนา รีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
16. บริษัทสยามแก๊ส แอนด์ ปิโตรเคมีคัลส์ จำกัด (มหาชน)
17. บริษัทสหโคเจน (ชลบุรี) จำกัด (มหาชน)
18. บริษัทเอกรัฐวิศวกรรม จำกัด (มหาชน)
19. บริษัทเอเชียน อินซูเลเตอร์ จำกัด (มหาชน)
20. บริษัทเอ็น ดี เอ็กซ์ จำกัด (มหาชน)
21. บริษัทเอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
22. บริษัทไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
23. บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)
24. บริษัท ไทย แคลปิโตล จำกัด (มหาชน)
25. บริษัท น้ำประปา จำกัด (มหาชน)
26. บริษัท ผาแดงอินดัสทรี จำกัด (มหาชน)
27. บริษัท พุงคาฮาเบอร์ จำกัด (มหาชน)
28. บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)

นิยามคำศัพท์

โครงสร้างของเงินทุน (Capital structure) หมายถึง เงินทุนระยะยาวของธุรกิจเพื่อนำมาขยายกิจการ หรือใช้ในการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย หนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และกำไรสะสม

อัตราหนี้สินระยะยาวต่อมูลค่าตามบัญชีเงินทุนระยะยาว (Long term Debt to Total Capitalization) เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างหนี้สินระยะยาวต่อเงินลงทุนระยะยาวของบริษัท โดยในการศึกษาในครั้งนี้จะใช้ตัวย่อ LLEQ (Long term Liability to Equity)

บทที่ 2

การตรวจเอกสาร

ในบทนี้จะกล่าวถึงทฤษฎี ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง และสมมติฐานการศึกษา ดังนี้

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง สรุปจาก Modigliani and Miller (1958); Miller (1977); Ross (1977); Leland and Pyle (1977); Myers and Majluf (1984); Jensen (1986); Dimond (1989); Hirshleifer and thakor (1989); Harris and Raviv (1990); พิชนี อำพันมาส (2548); ดวงกมล รัตนสุกาญจน์ (2551) ดังนี้

แบบจำลองของ Modigliani - Miller (The Modigliani - Miller Models)

ในปี 1958 ศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller (MM) ได้เขียนบทความวิชาการเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนทฤษฎี ภายใต้ข้อสมมติฐานดังต่อไปนี้

1. ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์
2. ไม่มีภาษี
3. ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย
4. ผู้ลงทุนทุกคนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกัน
5. นักลงทุนทุกคนมีข้อมูลเหมือนกับผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต

6. กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีไม่ถูกระทบโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน

กรณีที่ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล และภาษีบุคคลธรรมดา ภายใต้ข้อสมมติฐานตลาดแข่งขันสมบูรณ์ของ MM นั้น จะทำให้มูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เท่ากับมูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยไม่ก่อหนี้ เนื่องจากว่า ความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นที่ขึ้นอยู่กับปัจจัย 2 ประการ คือ ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของธุรกิจ และระดับภาระผูกพันทางการเงินของธุรกิจ ดังนั้นเมื่อธุรกิจมีการเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินต้นทุนเงินทุนจากผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้น อัตราต้นทุน

เงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของธุรกิจจะมีเพียงค่าเดียว และไม่เปลี่ยนแปลงไม่ว่าโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจจะมีสัดส่วนระหว่างหนี้สินต่อทุนเท่าไรก็ตาม ทำให้โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ

แม้จากความจริงที่ว่าข้อสมมติบางข้อจะไม่เป็นความจริงในทางปฏิบัติแต่ผลของแนวคิดของ MM ก็เป็นจุดเริ่มต้นของงานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างของเงินทุนและการวิจัยต่อมา

ผลกระทบทางภาษี (The Effect of Taxes)

ในปี ค.ศ.1963 MM ได้เสนอผลงานวิชาการโดยยกเลิกข้อสมมติว่าไม่มีภาษีนิติบุคคล โดยกฎหมายภาษีอากรอนุญาตให้นำดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนหักภาษีได้ ในขณะที่เงินปันผลไม่สามารถนำมาหักภาษีได้ ดังนั้นผลประโยชน์ทางภาษีในการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ส่งผลทำให้บริษัทต่างๆเริ่มมีการใช้เงินทุนจากหนี้สิน และ MM ได้แสดงให้เห็นว่า ถ้าข้อสมมติอื่นๆยังคงเป็นจริงแล้วโครงสร้างเงินทุนควรจะมีหนี้สินทั้งสิ้นร้อยเปอร์เซ็นต์

จากงานวิจัยของ MM (1958,1963) สามารถสรุปได้เป็น 2 กรณี ดังนี้

กรณีที่ไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคลและบุคคลธรรมดาเข้ามาเกี่ยวข้อง จะทำให้มูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เท่ากับมูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการไม่ก่อหนี้ ดังนั้นการจัดหาเงินทุนของบริษัทจึงไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

กรณีที่มีภาษีเงินได้เข้ามาเกี่ยวข้อง มูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้จะมากกว่ามูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการไม่ก่อหนี้ เนื่องจากดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำไปใช้เป็นค่าใช้จ่ายในการหักภาษีได้ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของกิจการ

ต่อมาในปี 1977 ผลงานวิชาการของ MM ได้มีการแก้ไขจาก Miller ซึ่งได้นำผลกระทบจากภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเข้ามาเกี่ยวข้อง Miller กล่าวว่า รายได้ดอกเบี้ยจากพันธบัตรจะถูกเก็บภาษีบุคคลธรรมดาสูงกว่ารายได้จากหุ้นสามัญ ทั้งจากเงินปันผลและอีกส่วนหนึ่งจากกำไรจากการซื้อขายหุ้นที่ยังไม่ต้องชำระเมื่อยังไม่มีขายออกไป และถ้าผู้ถือหุ้นสามัญถือหุ้นนั้นไปจนเสียชีวิตก็ต้องเสียภาษีเลย ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญเสียภาษีต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของหนี้สิน ทำให้ Miller ได้แย้งว่านักลงทุนเต็มใจที่ยอมรับผลตอบแทนจากหุ้น

สามัญก่อนภาษีต่ำลงเมื่อเทียบกับผลตอบแทนก่อนภาษีของพันธบัตร เช่น ถ้านักลงทุนได้ผลตอบแทน 10% จากพันธบัตรและได้รายได้ของหุ้นสามัญเสียภาษีในอัตราเดียวกับรายได้ของพันธบัตร อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการเดิมอาจเป็น 16% เพราะความเสี่ยงของหุ้นสามัญสูงกว่า แต่อย่างไรก็ตามเมื่อมีประโยชน์รายได้ของหุ้นสามัญ นักลงทุนในหุ้นสามัญอาจจะยอมรับผลตอบแทนก่อนภาษีเพียงแค่ 14%

Miller จึงเห็นว่า ดอกเบี้ยสามารถนำมาหักภาษีได้ ทำให้ได้ประโยชน์จากการใช้เงินทุนจากหนี้สิน แต่เนื่องจากรายได้ของหุ้นสามัญเสียภาษีในอัตราที่ต่ำกว่า อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการจะลดลง จึงทำให้ธุรกิจได้รับประโยชน์จากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของและเป็นการยากที่จะอธิบายได้ว่า ผลกระทบจากปัจจัยทั้งสองประการดังกล่าวจะเป็นอย่างไรซึ่งจะมีผลต่อมูลค่าของกิจการ

ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade-off Theory)

ทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสียจะพิจารณาจากการเปรียบเทียบผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนการล้มละลายจากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นเพื่อนำไปสู่การมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมโดยกล่าวว่าแต่ละบริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและจะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท ซึ่งปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการก่อหนี้ของบริษัทมีดังนี้คือ

1. ภาษี (Tax)

จากการที่รายได้ของบริษัทจะต้องเสียภาษีให้กับรัฐบาล ถ้าบริษัทต้องการให้รายได้ของบริษัทกระจายไปสู่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท (Stakeholder) มากที่สุด บริษัทจะใช้ประโยชน์จากแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้เพิ่มขึ้น เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนหักภาษีของบริษัทได้ ในขณะที่หากบริษัทใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ การจ่ายเงินปันผลจะไม่สามารถนำไปหักลดหย่อนทางภาษีได้ ดังนั้นการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้จึงมีต้นทุนที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ

การเปลี่ยนแปลงในด้านการจัดเก็บภาษีบางประเภทจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เช่นกัน เช่น MM (1963) และ Miller and Schloes (1978) เสนอว่าการเก็บภาษีจากเงิน

ปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนในการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากนักลงทุนจะต้องการอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยกับการที่ต้องเสียภาษีส่วนบุคคลที่สูงขึ้น ดังนั้นบริษัทจึงเลือกที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า ในขณะที่ถ้าภาษีดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทก่อหนี้ลดลงเพราะต้นทุนในการก่อหนี้จะเพิ่มขึ้นเช่นกัน

นอกจากนี้การที่บริษัทมีค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดขึ้นจริงแต่สามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายส่งผลทำให้บริษัทจ่ายภาษีลดลง (Non Debt tax shield) เช่น ค่าเสื่อมราคา, ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ฯลฯ รายการเหล่านี้จะส่งผลให้ประโยชน์จากการก่อหนี้ของบริษัทลดลง

2. ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost)

การก่อหนี้ที่เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลทำให้ต้นทุนการล้มละลายมีสูงขึ้น เนื่องจากการก่อหนี้ที่มากเกินไปจะส่งผลทำให้โอกาสที่บริษัทจะไม่สามารถชำระคืนเงินกู้มีสูงขึ้น

ต้นทุนการล้มละลายจะประกอบด้วย ต้นทุนล้มละลายทางตรง ได้แก่ ค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการโอนสินทรัพย์ไปให้เจ้าหนี้ตามกระบวนการทางกฎหมาย เช่น ค่าทนายความ, ค่าใช้จ่ายในการจัดการ, ค่าใช้จ่ายในการชำระบัญชี ฯลฯ และต้นทุนล้มละลายทางอ้อม ได้แก่ ต้นทุนต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการแก้ไขปัญหาทางการเงินให้พ้นวิกฤตทางการเงินให้ได้ก่อนที่จะถึงจุดของการล้มละลาย โดยบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูงจะประสบกับปัญหาในด้านต่างๆ เช่น ต้นทุนในการรักษากลุ่มลูกค้าเดิมจะสูงขึ้น เนื่องจากกลุ่มลูกค้าอาจเกิดความไม่ไว้วางใจในสินค้าและบริการ ซึ่งจะทำการซื้อสินค้าจากคู่แข่งแทนทำให้ยอดขายของบริษัทลดลง, ผู้ส่งวัตถุดิบให้บริษัทอาจจะไม่ให้เครดิตส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินของบริษัท, เจ้าหนี้จะต้องการอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่มากขึ้นและเพิ่มข้อจำกัดต่างๆ ในการกู้ยืมเงิน รวมถึงพนักงานระดับสำคัญอาจจะพยายามหางานใหม่ นอกจากนี้การล้มละลายจะทำให้บริษัทต้องขายสินทรัพย์ออกไปในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

ความน่าจะเป็นของการล้มละลายขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk)

ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) วัดได้จากความผันแปรของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ของบริษัท ระดับของความเสี่ยงนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรม ซึ่งธุรกิจที่มีลักษณะอุตสาหกรรมที่เป็นวงจรจะมีความเสี่ยงของธุรกิจสูง อุตสาหกรรมประเภทอุปโภคและบริโภคจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำกว่า รวมถึงบริษัทที่มีต้นทุนคงที่สูงจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง เนื่องจากหากยอดขายมีความผันผวน รายได้อาจจะไม่เพียงพอกับค่าใช้จ่าย บริษัทที่มีคู่แข่งน้อยจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำเนื่องจากสามารถปรับราคาขายให้เป็นไปตามต้นทุนการดำเนินงานได้

ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) เป็นผลจากการก่อหนี้ในระดับที่สูงขึ้น ทำให้มีโอกาสที่จะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้นได้ตามระยะเวลาที่กำหนด

ผลกระทบต้นทุนตัวแทน (The Effect of Agency Cost)

งานวิจัยหลักเกี่ยวกับปัญหาเรื่องตัวแทน ได้แก่ Jensen and Meckling (1976) และ Jensen (1986) โดยปัญหาเรื่องตัวแทนสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 แบบ คือ

1. ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร เกิดขึ้นเนื่องจากกำไรที่ได้จากการดำเนินงานจะถูกแบ่งสรรให้กับผู้ถือหุ้นและเจ้าหน้าที่ของกิจการ โดยผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนเพียงบางส่วนเนื่องจากผู้บริหารไม่ได้ถือหุ้นในบริษัท 100 % ในขณะที่ต้นทุนความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานนั้น ผู้บริหารจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบทั้งหมด ส่งผลทำให้ผู้บริหารบริหารงานบริษัทตามแบบที่ตัวเองต้องการ โดยไม่ได้สนใจว่าการบริหารดังกล่าวจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงสุดหรือไม่ เช่น การนำเงินไปลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสมเพื่อสร้างประโยชน์ให้แก่ตนเอง นอกเหนือจากเงินเดือนที่ได้รับ , การนำเงินไปซื้อรถยนต์ประจำตำแหน่ง หรือตกแต่งห้องทำงานให้มีความสะดวกสบายมากยิ่งขึ้น ฯลฯ การบริหารงานที่ไม่มีประสิทธิภาพเช่นนี้จะส่งผลทำให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง การแก้ปัญหาลักษณะนี้ในเรื่องนี้คือการที่บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้น เนื่องจากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ผู้บริหารจะต้องบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพเพราะมีภาระผูกพันในการที่จะต้องจ่ายชำระหนี้คืนตามกำหนดระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญา

เช่นเดียวกันกับ Harris and Raiviv (1990) ตั้งข้อสมมติฐานว่าผู้บริหารมักจะบริหารและดำเนินงานไปอย่างเรื่อยๆ โดยไม่มีการปรับปรุงกลยุทธ์ให้เหมาะสมกับสถานการณ์ต่างๆ ที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นการใช้แหล่งเงินทุนในการก่อหนี้จึงเป็นการกระตุ้นให้ผู้บริหารจะต้อง

บริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น เนื่องจากหากกระแสเงินสดของกิจการอยู่ในระดับที่ไม่ดีแล้วอาจจะส่งผลทำให้ไม่สามารถนำเงินไปชำระคืนหนี้ได้ตามที่กำหนด ซึ่งจะนำไปสู่การปิดกิจการ ดังนั้นจะเห็นว่าบริษัทที่มีการเจริญเติบโตที่ต่ำ หรือมีกระแสเงินสด (Cash Flow) จำนวนมากจะนิยมใช้แหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้เพื่อให้เกิดภาระผูกพันในการชำระเงินคืนและควบคุมให้การบริหารดำเนินงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ Harris and Raviv ยังตั้งข้อสมมติฐานในเรื่อง Constant-returns-to-scale ซึ่งแสดงให้เห็นว่าระดับการก่อหนี้จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับรายได้ที่คาดไว้ของบริษัทและโอกาสในการผิณัดชำระหนี้ โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีรายได้เป็นจำนวนมาก จะมีอัตราการก่อหนี้ในระดับที่สูง

ในขณะที่ Stulz (1990) ตั้งข้อสมมติฐานว่าผู้บริหารมักจะนำกระแสเงินสดที่เหลืออยู่ไปลงทุนในโครงการต่างๆอย่างฟุ่มเฟือย โดยไม่ได้พิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่จะได้กลับคืนมาอย่างจริงจัง ดังนั้นการก่อหนี้จะช่วยทำให้กระแสเงินสด (Free Cash Flow) มีลดลง และเป็นการควบคุมให้เกิดการลงทุนในโครงการต่างๆอย่างรอบคอบยิ่งขึ้น เนื่องจากต้นทุนในการก่อหนี้จะมากกว่าผลตอบแทนที่ได้จากโครงการ แต่อย่างไรก็ตามบริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตที่สูงมักจะมีอัตราการก่อหนี้ในระดับต่ำ เนื่องจากบริษัทจะพิจารณาถึงต้นทุนในการเสียโอกาสในการลงทุนในโครงการที่มีศักยภาพในการทำกำไร ซึ่งหากบริษัททำการก่อหนี้ไว้เป็นจำนวนมาก เมื่อถึงเวลาที่บริษัทจะลงทุนในโครงการที่มีศักยภาพในการทำกำไร บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนในการก่อหนี้ได้ยากขึ้น

นอกจากนี้การลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารสามารถทำได้โดยใช้สัญญาการกำหนดค่าตอบแทนตามตลาด เช่น ผลตอบแทนตามราคาหุ้น, ผลตอบแทนตามบัญชี เป็นการแบ่งรางวัลให้แก่ผู้บริหารตามประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นการแสดงประสิทธิภาพการบริหารจากผลการดำเนินงานโดยตรง (Smith and Watts :1982)

2. ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้

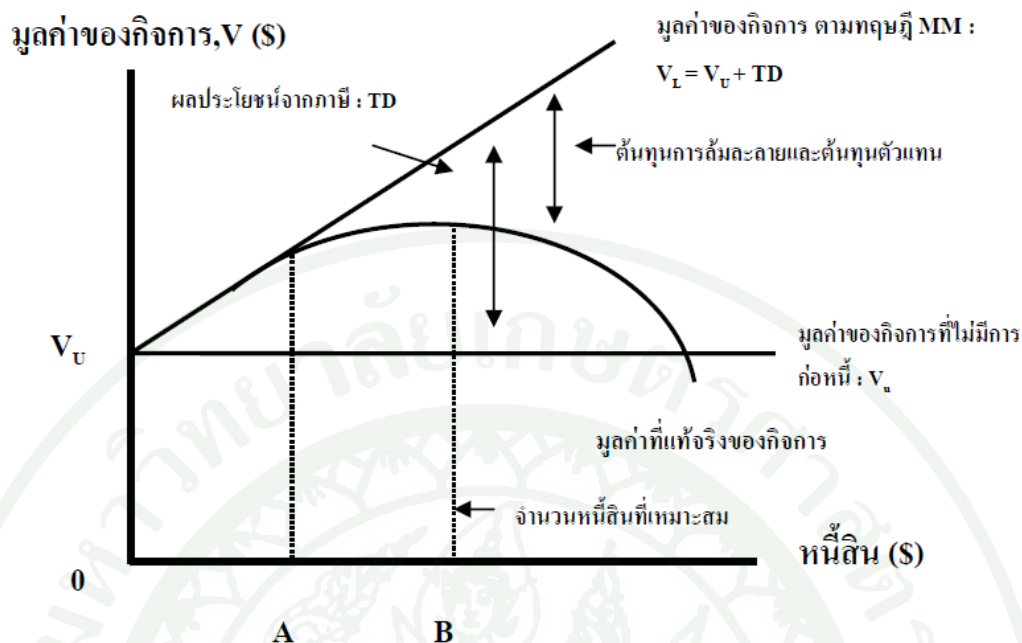
เนื่องจากการก่อหนี้ที่มากเกินไปอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องการให้บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงที่สูงขึ้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น โดยไม่ได้คำนึงว่าการลงทุนนั้นเป็นการลงทุนที่เหมาะสมหรือไม่ เนื่องจากการลงทุนในโครงการที่เหมาะสมนั้นอาจจะให้ผลตอบแทนที่เพียงพอในการจ่ายชำระคืนเงินกู้ของกิจการ แต่อาจไม่ให้ผลตอบแทนส่วนที่เกินกว่าที่จะต้องนำไปชำระแก่ผู้ถือหุ้นได้ แต่หากโครงการที่มีความเสี่ยงสูงประสบความสำเร็จ ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากส่วนเกินในการชำระ

หนี้ในทางกลับกันหากโครงการประสบความสำเร็จแล้ว เจ้าหนี้จะต้องแบกรับภาระความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการล้มละลาย ดังนั้นจะเห็นได้ว่าเจ้าหนี้จะต้องรับความเสี่ยงที่มากขึ้นในขณะที่ได้รับอัตราผลตอบแทนที่เท่าเดิม ซึ่งเรียกว่า Asset Substitution effect ดังนั้นเจ้าหนี้จึงแก้ไขปัญหาดังกล่าวนี้ โดยการกำหนดให้ทำสัญญาคุ้มครองในข้อตกลงการกู้เงิน เช่น การเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ , การจำกัดการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญ , ห้ามผู้จัดการไปลงทุนในโครงการที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจที่กิจการดำเนินการ , การมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ฯลฯ

แต่อย่างไรก็ตามข้อสมมติฐานดังกล่าวได้ถูกโต้แย้งจาก Diamond (1989) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่มีชื่อเสียงและมีประวัติการก่อตั้งมาอย่างยาวนานจะเลือกที่จะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า เพื่อให้แน่ใจว่าจะสามารถมีกระแสเงินสดในการชำระหนี้คืนได้ภายในเวลาที่กำหนด เพื่อไม่ให้เสียประวัติการชำระหนี้ อีกทั้งการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงที่ต่ำอาจจะส่งผลทำให้ผู้กู้คิดอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง รวมถึงการมีประวัติในการชำระหนี้คืนที่ดีจะส่งผลทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมเงินในอนาคตต่ำลง ในขณะที่บริษัทที่มีการก่อตั้งที่ไม่ยาวนานนัก จะเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งหากบริษัทประสบความสำเร็จในโครงการดังกล่าวจะทำให้บริษัทสามารถขยายการเติบโตได้เป็นอย่างมาก

ในขณะที่ Hirshleifer and Thakor (1989) กล่าวว่าผู้บริหารจะเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าซึ่งมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จได้มากกว่า เนื่องจากโครงการที่มีความเสี่ยงที่สูง จะมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จต่ำกว่า ซึ่งหากโครงการดังกล่าวไม่ประสบความสำเร็จจะนำมาสู่การถูกมองว่าผู้บริหารตัดสินใจบริหารงานที่ผิดพลาด ในขณะที่หากโครงการดังกล่าวประสบความสำเร็จ ผลตอบแทนที่ได้สูงกว่านั้นก็จะกลับไปสู่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นผู้บริหารจึงตัดสินใจเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า

จากปัจจัยต่างๆที่กล่าวมานำไปสู่การพัฒนาแนวคิดที่เรียกว่า The Trade-off theory of leverage โดยบริษัทจะต้องสร้างความสมดุลระหว่างผลประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดทางภาษี (Tax Benefit) กับค่าใช้จ่ายทางการเงินที่เกิดขึ้นในรูปของต้นทุนของการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) อธิบายได้ตามภาพที่ 1



ภาพที่ 1 ผลกระทบของการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้กับมูลค่าของกิจการ
ที่มา: Brigham and Houston (2001)

จากภาพที่ 1 ตามแบบจำลอง MM (1963) ซึ่งมีภาษีเงินได้เข้ามาเกี่ยวข้อง ดอกเบี้ยสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อนำมาหักภาษีได้ ส่งผลให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนจากหนี้สินต่ำกว่าแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของและหุ้นบุริมสิทธิ มูลค่าของกิจการที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้จะเพิ่มขึ้นจากจุดที่มีหนี้สินเป็น 0 จนกระทั่งมีหนี้สินเท่ากับ 100 เปอร์เซ็นต์ สมการมูลค่าของกิจการที่มีการก่อหนี้:

$$V_L = V_U + TD$$

แสดงให้เห็นว่ามูลค่าของกิจการจะสูงสุดเมื่อกิจการมีการก่อหนี้มากที่สุด แต่อย่างไรก็ตาม ต้นทุนของการล้มละลายและต้นทุนตัวแทนเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าของกิจการลดลง หากมีการก่อหนี้ในระดับที่สูงขึ้น ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของกิจการที่มีการก่อหนี้จะเท่ากับสมการ:

$$V_L = V_U + TD - (\text{PV of expected costs of financial distress}) - (\text{PV of agency costs})$$

ดังนั้นเมื่อบริษัทเริ่มมีหนี้สินเข้ามาในโครงสร้างเงินทุน บริษัทจะได้รับประโยชน์จากหนี้สิน ซึ่งมีต้นทุนที่ต่ำกว่าอย่างเต็มที่ จนถึงจุด A และจากจุด A เป็นต้นไป ค่าใช้จ่ายต่างๆที่มี

ความเกี่ยวข้องกับการล้มละลาย เริ่มเข้ามามีความสำคัญ จึงทำให้ประโยชน์ที่ได้รับจากหนี้สินเริ่มน้อยลง แต่อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยสามารถนำไปหักภาษีซึ่งเป็นประโยชน์จากการใช้หนี้สินยังคงมีมากกว่าต้นทุนของการล้มละลาย ทำให้ราคาหุ้นสามัญยังคงเพิ่มขึ้น แต่ในอัตราที่ลดลง ดังจะเห็นได้จากจุด A ถึง B และหลังจากจุด B ไปแล้ว ต้นทุนของการล้มละลายจะมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับจากหนี้สิน ซึ่งหากบริษัทยังคงเพิ่มหนี้สินเข้ามาในโครงสร้างเงินทุนจะมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญลดลง ดังนั้นจุด B จึงเป็นจุดที่ระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเหมาะสมที่สุด (optimal capital structure) ซึ่งในทางปฏิบัติไม่สามารถยืนยันตัวเลขที่แน่นอนได้ ข้อมูลต่างๆที่ใช้จึงเป็นเพียงการประมาณการคร่าวๆจากวิจรรณของผู้บริหารเท่านั้น

ทฤษฎีจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order Theory)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นเสนอโดย Myer and Majluf (1984) กล่าวว่าบริษัทจะจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นโดยใช้เงินทุนภายในบริษัทก่อน ซึ่งได้แก่ เงินสด , หลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด, กำไรสะสม และถ้าเงินทุนภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการลงทุนบริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายนอก โดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน ซึ่งสามารถเรียงลำดับได้ดังนี้คือ ส่วนหนี้สิน หนี้หุ้นแปลงสภาพ และส่วนทุนตามลำดับ ภายใต้แนวคิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เนื่องจากผู้จัดการของบริษัทจะเป็นผู้ที่รู้ถึงความสามารถในการทำกำไรและโอกาสในการเติบโตของกิจการและมีข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุน ดังนั้นผู้จัดการจะออกหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงเมื่อราคาของมันมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น นักลงทุนซึ่งรับรู้ถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลจะลดราคาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงทั้งที่ออกใหม่และมีอยู่เดิมเมื่อมีการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้จัดการจึงเลือกเงินทุนจากภายในก่อนแล้วจึงตามด้วยแหล่งเงินทุนจากภายนอกที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน และถ้าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลงจนทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมเสียผลประโยชน์ ผู้บริหารของบริษัทอาจจะไม่จัดหาเงินทุนโดยจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนและยกเลิกการลงทุนในโครงการนั้นไป ถึงแม้ว่าการลงทุนในโครงการนั้นจะให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (Net Present Value) เป็นบวก อีกทั้งการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนเปรียบเสมือนการกระจายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหม่จากการคิดค้นโครงการที่มีแนวโน้มจะประสบความสำเร็จสูง ซึ่งจะขัดกับการบริหารการเงินของธุรกิจที่มีวัตถุประสงค์หลัก คือ การทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด ดังนั้นถ้ามีการคาดการณ์แนวโน้มของบริษัทจะดีในอนาคต ผู้บริหารจะพยายามหลีกเลี่ยงการระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญใหม่แต่จะใช้วิธีอื่นารวมทั้งอาจจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเกินกว่าโครงสร้างเงินทุนตามปกติที่ควรจะเป็น

การจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่โดยบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีทางเลือกในการระดมทุนมากมาย จะถือเป็นสัญญาณที่ผู้บริหารมองอนาคตของบริษัทไม่สู้ดีนัก ดังนั้นเมื่อบริษัทขนาดใหญ่ประกาศจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่ม ราคาหุ้นสามัญจะลดลง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Signaling

Ross (1977) และ Leland and Pyle (1977) กล่าวว่านักลงทุนสามารถสังเกตระดับหนี้สินของบริษัทเสมือนหนึ่งแสดงสถานะของธุรกิจได้เป็นอย่างดี เมื่อบริษัททำการจัดหาทุนโดยใช้หนี้สินเป็นจำนวนมาก แสดงให้เห็นเป็นนัยถึง สถานะทางการเงินที่เข้มแข็งมีประสิทธิภาพสูง ตรงกันข้ามกับธุรกิจที่มีทรัพย์สินน้อยและมีเงินทุนหมุนเวียนน้อยจะไม่นิยมกู้ยืมเนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายสูง

ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

Rajan and Zingales (1995) ทำการศึกษาถึงปัจจัยการใช้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของประเทศในกลุ่ม G-7 ได้แก่ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น, เยอรมัน, ฝรั่งเศส, อิตาลี, อังกฤษ และแคนาดา โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในประเทศกลุ่มอุตสาหกรรมที่พัฒนาแล้วจะเหมือนหรือแตกต่างจากปัจจัยในประเทศอเมริกาหรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทจำนวนทั้งสิ้น 4,557 บริษัทในช่วงระหว่าง พ.ศ.2527 ถึง 2534 และได้ทำการปรับงบการเงินของบริษัทในแต่ละประเทศก่อนเนื่องจากมีความแตกต่างกันในเรื่องของการบันทึกบัญชี โดยปัจจัยที่ใช้ในการทำการ ศึกษาได้แก่ ทรัพย์สินที่จับต้องได้ , สัดส่วนราคาตลาดของสินทรัพย์ต่อราคาตามบัญชี , ลอการิทึมธรรมชาติของยอดขายและความสามารถในการทำกำไร

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ทำการศึกษามีส่วนมากมีนัยสำคัญทางสถิติในการกำหนดระดับการก่อหนี้ในต่างประเทศเหมือนในประเทศสหรัฐอเมริกา แต่มีปัจจัยที่มีความแตกต่างคือ ขนาดของกิจการที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการก่อหนี้ เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะสามารถกระจายการลงทุนได้ดีกว่าทำให้เกิดปัญหาทางการเงินต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กส่งผลให้ความสามารถในการก่อหนี้มีสูงกว่า ในขณะที่ประเทศเยอรมันกลับมีความสัมพันธ์เป็นลบ แสดงให้เห็นว่า ในประเทศเยอรมันบริษัทขนาดใหญ่มีระดับการก่อหนี้ที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก คาดว่าสาเหตุเกิดจากการที่บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มจะหาข้อมูลที่มีความสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนแก่นักลงทุนในตลาดทุนได้ดีกว่าดังนั้นปัญหาด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetries) ของบริษัทขนาดใหญ่จึงมีน้อยกว่า ส่งผลให้ศักยภาพในการระดมเงินทุนในตลาดทุนมีมากกว่า และมี ข้อสังเกตเกี่ยวกับประเทศญี่ปุ่นที่ปัจจัยด้านสัดส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตาม

บัญชีนั้นไม่มีระดับนัยสำคัญที่ 1% ซึ่งบอกเป็นนัยถึงบริษัทในประเทศญี่ปุ่นไม่ได้คำนึงถึงการหาทุนโดยใช้ตลาดทุนหรือการออกหุ้นสามัญเป็นหลักแต่นิยมที่จะใช้หนี้สินแทน

Booth, Aivazian, Demircug-Kunt and Maksimovic (2001) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 10 ประเทศ ได้แก่ บราซิล, เม็กซิโก, อินเดีย, เกาหลีใต้, จอร์แดน, มาเลเซีย, ปากีสถาน, ตุรกี, ซิมบับเว และประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดจำนวน 100 บริษัทในแต่ละประเทศ ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 1980 - 1990 โดยมีวัตถุประสงค์ 3 ประการ คือ 1. เพื่อศึกษาว่าการตัดสินใจทางด้านการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ระหว่างประเทศที่พัฒนาแล้วกับประเทศที่กำลังพัฒนามีความเหมือนหรือแตกต่างกันหรือไม่ 2. ปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของประเทศที่พัฒนาแล้วสามารถนำมาใช้อธิบายความสัมพันธ์ได้กับประเทศที่กำลังพัฒนาหรือไม่ 3. การพัฒนาโมเดลโครงสร้างเงินทุนในที่จะสามารถนำมาใช้คาดการณ์ของแต่ละประเทศ โดยโครงสร้างเงินทุนจะวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม, อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นตามบัญชี และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นตามราคาตลาด ในขณะที่ตัวแปรเฉพาะบริษัทที่ถือเป็นตัวแปรอิสระที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ทรัพย์สินที่จับต้องได้, อัตราส่วนราคาตลาดของหุ้นต่อราคาตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น, ลอการิทึมธรรมชาติของยอดขาย, ความสามารถในการทำกำไร, อัตราภาษี, ความเสี่ยงทางธุรกิจ โดยตัวแปรอิสระ 4 ตัวแรกได้เหมือนกับของ Rajan (1995) ที่ใช้วัดความสัมพันธ์ในกลุ่มประเทศ G-7 วิธีการศึกษาจะแบ่งเป็น 2 แบบ ได้แก่ วิธี Pooling และ Fixed Effects Model

ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มประเทศที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูง ได้แก่ ประเทศเกาหลีใต้, อินเดีย และปากีสถาน ในขณะที่ประเทศไทย, ตุรกี และจอร์แดนอยู่ในกลุ่มที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมระดับปานกลาง ซึ่งโดยภาพรวมแล้วกลุ่มประเทศที่กำลังพัฒนาจะมีระดับการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ที่ต่ำกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วเนื่องจากมีข้อจำกัดทางด้านต่างๆ เช่น การพัฒนาระบบกฎหมาย แต่อย่างไรก็ตามยังไม่สามารถหาข้อสรุปได้ว่าการที่มีอัตราส่วนหนี้สินที่ต่างกันจะสะท้อนให้เห็นถึงนโยบายระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแตกต่างกัน เนื่องจากแต่ละประเทศดำเนินนโยบายทางบัญชีที่แตกต่างกัน

ในการวัดตัวแปรมหภาคที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนพบว่ากลุ่มประเทศที่มีการพัฒนาตัวกลางทางการเงินในระดับสูงได้แก่จอร์แดน, มาเลเซียและประเทศไทย แต่อย่างไรก็ตามระบบธนาคารของแต่ละประเทศยังคงมีความซับซ้อนอยู่มาก อีกทั้งรูปแบบในการใช้แหล่งเงินทุนของ

บริษัทส่วนใหญ่จะอยู่ภายใต้การควบคุมดูแลจากรัฐบาลทั้งทางตรงและทางอ้อมผ่านทางกฎระเบียบทางการเงิน เช่น การควบคุมราคาในหลักทรัพย์ , การจัดสรรเครดิตจากทางภาครัฐในอุตสาหกรรมที่ต้องการ ซึ่งล้วนแล้วแต่ส่งผลกระทบต่อรูปแบบการจัดหาแหล่งเงินทุนของบริษัทต่างๆ

นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรเฉพาะบริษัทของกลุ่มประเทศกำลังพัฒนามีความสัมพันธ์ต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกับกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว ได้แก่ ลอการิทึมของยอดขาย , ความสามารถในการทำกำไร และทรัพย์สินที่จับต้องได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตัวแปรความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)

Chen (2003) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศจีน โดยศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 77 บริษัท ในช่วง ค.ศ. 1995 – 2000 ไม่รวมภาคการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์ในการศึกษาเพื่อที่จะเปรียบเทียบว่าปัจจัยบริษัทที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนตามแบบประเทศตะวันตกซึ่งเป็นประเทศที่พัฒนาแล้วจะความเหมือนหรือแตกต่างกับความสัมพันธ์ในประเทศจีนหรือไม่ , โครงสร้างสถาบันทางการเงินในประเทศจีนส่งผลต่อการตัดสินใจทางการจัดหาเงินทุนของบริษัทอย่างไร รวมถึงตัวแบบโครงสร้างเงินทุนในประเทศตะวันตกจะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนของประเทศจีนอย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ ซึ่งปัจจัยเฉพาะบริษัทที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร, ขนาดของกิจการ, โอกาสในการเจริญเติบโต, โครงสร้างสินทรัพย์, ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทขนาดใหญ่ในประเทศจีนนิยมใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ระยะสั้นมากกว่าระยะยาว ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างสินทรัพย์, โอกาสในการเจริญเติบโตและความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงานกับระดับหนี้สินเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรและขนาดของบริษัทกับระดับหนี้สินเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ตามแนวคิดประเทศตะวันตกจะสามารถอธิบายการจัดหาเงินทุนของบริษัทในประเทศจีนได้เพียงบางส่วนโดยบริษัทในประเทศจีนจะจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสม , การออกหุ้นทุนและการก่อหนี้เป็นลำดับสุดท้าย บริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีชื่อเสียงที่ذيจะมีศักยภาพในการเข้าถึงตลาดทุนได้มากซึ่งจะนิยมที่จะออกหุ้นทุนในการจัดหาเงินทุนระยะยาวเนื่องจากกำไรจากการขายหุ้น (Capital gain) ในตลาดรองมีสูง ผลประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยไม่มีแรงจูงใจจากการที่รัฐเข้าเป็นผู้ถือหุ้นหลักในภาค

ธุรกิจและภาคธนาคาร รวมถึงยังไม่มีตลาดตราสารหนี้ที่มีประสิทธิภาพมากพอทำให้ตัวแบบโครงสร้างเงินทุนในประเทศตะวันตกสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนของประเทศจีนได้เพียงบางส่วนเท่านั้น

Rataporn Deesomsak , Krishna Paudyal and Pescetto (2004) ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษา ประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกจำนวน 4 ประเทศที่มีความแตกต่างกันในด้านกฎหมาย สภาพแวดล้อม สถาบันและสภาพแวดล้อมทางการเงิน ได้แก่ ประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ และประเทศออสเตรเลีย โดยมุ่งเหตุจูงใจในการศึกษา คือ ต้องการทราบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในแต่ละประเทศมีผลต่อระดับโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกันหรือไม่ สภาพแวดล้อมในแต่ละประเทศมีผลกระทบอย่างไร และได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของวิกฤตการณ์ทางการเงินว่ามีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างไร โดยแบ่งข้อมูลออกเป็นช่วงก่อนการเกิดวิกฤตทางการเงินและหลังวิกฤตทางการเงิน ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1993 ถึง ค.ศ. 2001 ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนของแต่ละประเทศ และใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์นำมาเปรียบเทียบกันตามช่วงเวลาและแต่ละประเทศ

สำหรับในส่วนการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยเฉพาะบริษัทและกำหนดโครงสร้างเงินทุน ปัจจัยเฉพาะบริษัทได้แก่ อัตราส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม โอกาสในการเจริญเติบโต อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม ความผันผวนของกำไร การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น และโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อทุน ทำการศึกษาโดยวิธีสมการถดถอยกำลังสองน้อยที่สุด โดยมีการนำข้อมูลของปัจจัยเฉพาะบริษัท ที่เป็นตัวแปรอิสระมาเฉลี่ยโดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 1993 ถึง ค.ศ. 2000 และโครงสร้างเงินทุนที่เป็นตัวแปรตามจะใช้ข้อมูลในปี ค.ศ. 2001 แสดงให้เห็นถึงความเป็นเหตุเป็นผลในการวางแผนการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของกิจการมีผลกระทบทางบวกต่อระดับหนี้สิน แต่โอกาสในการเจริญเติบโต ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น มีผลกระทบทางลบต่อระดับหนี้สินเป็นไปตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนโดยมีระดับนัยสำคัญทางสถิติแตกต่างกันในแต่ละประเทศ ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะประเทศมาเลเซียเท่านั้น และขนาดของกิจการไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างในประเทศสิงคโปร์ ความแตกต่างนี้แสดงให้เห็นว่าการตัดสินใจในการกำหนด

โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอาจจะถูกกระทบจากปัจจัยในแต่ละประเทศ เช่น ระดับกิจกรรมในตลาดหุ้น อัตราดอกเบี้ย สิทธิของเจ้าหนี้ โครงสร้างผู้ถือหุ้น และพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการ โอกาสในการเจริญเติบโต ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินกับระดับหนี้สินก่อนเกิดวิกฤติทางการเงินไม่มีนัยทางสถิติ แต่กลับมามีนัยหลังเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน ซึ่งให้เห็นว่า ภายหลังวิกฤติทางการเงิน บริษัทมีการคำนึงถึงภาระต้นทุนและภาระความเสี่ยงในการล้มละลายมากขึ้น

พิชนี อำพันมาส (2548) ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 250 บริษัท ตั้งแต่ปี 2543-2546 เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างทางการเงินของกิจการในประเทศไทย และให้ผู้บริหารกิจการสามารถนำผลการศึกษาใช้เป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจในการจัดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมได้ ซึ่งวิธีการศึกษาเลือกใช้โมเดลความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอย โดยปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาและตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้ คือ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ โอกาสในการเจริญเติบโต สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีสามปัจจัย คือ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวก ในขณะที่ปัจจัยเฉพาะบริษัทอื่นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมคือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวก สำหรับปัจจัยอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในเมื่อมีกำไรเพื่อลดผลกระทบของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารและสินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของกิจการมีบทบาทต่อการก่อหนี้ของบริษัทอาจเป็นเพราะผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ผ่านมา ทำให้เจ้าหนี้มีการคำนึงถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้มากขึ้นต้องการหลักประกันมากขึ้น ภาครัฐควรพัฒนาฟื้นฟูและควบคุมตลาดทุนไทยให้เป็นสากลเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการแข่งขันระยะยาวของบริษัทในประเทศไทย

ดวงกมล รัตนสุกาญจน์ (2551) ทำการศึกษาเรื่องปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ โดยทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่ จำนวน 41 บริษัท ตั้งแต่ปี 2545-2549 เพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างทางการเงินของกิจการในประเทศไทย และให้ผู้บริหารกิจการสามารถนำผลการศึกษาใช้เป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจในการจัดโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมได้ โดยปัจจัยที่ใช้ในการศึกษา และตั้งสมมติฐานความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ สินทรัพย์ที่มีตัวตน ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาด โอกาสในการเจริญเติบโต ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน และการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีหกปัจจัย คือ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบ ขนาดของกิจการและสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวก ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาด และอัตราการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์เชิงลบ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในเมื่อมีกำไรและมีอัตราการเจริญเติบโตของบริษัทก่อนเพื่อลดผลกระทบของความไม่เท่าเทียมของข่าวสาร ขนาดของกิจการและสินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นปัจจัยที่เจ้าหน้าที่คำนึงถึงเนื่องจากสามารถช่วยลดความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ได้ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินก็ถูกพิจารณาในการกำหนดโครงสร้างทางการเงินเพราะถ้ากิจการมีค่าใช้จ่ายอื่นที่นอกเหนือจากดอกเบี้ยที่สามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้แล้วนั้นกิจการก็จะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีโดยการก่อหนี้ลดลง นอกจากนี้ ความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์เมื่อเทียบกับตลาดก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างทางการเงิน บริษัทที่มีความผันผวนของกำไรอาจไม่สามารถชำระข้อผูกพันทางการเงินได้ ทำให้บริษัทมีความสามารถในการก่อหนี้ลดลง

ทฤษฎีและความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีและความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่คาดว่าจะเกิดขึ้น Chen (2003) , Rataporn Deesomsak , Krishna Paudyal and Pescetto (2004); พิษนี อำพันมาส (2548) , ดวงกมล รัตนสุกาญจน์ (2551) ดังนี้

1. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

ความสามารถในการทำกำไรวัดได้จากอัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม (Return on asset)

จากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (The Pecking order Theory) แสดงให้เห็นว่าบริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในเป็นอันดับแรกก่อนที่จะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เนื่องจากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในจะมีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost) ที่ต่ำกว่า และการออกหุ้นทุนแสดงถึงสัญญาณในทางลบต่อนักลงทุน ดังนั้นบริษัทที่มีผลกำไรที่สูงควรที่จะมีระดับอัตราส่วนหนี้ที่ต่ำ สะท้อนถึงความสัมพันธ์ทางลบระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับหนี้สิน

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

2. ขนาดของกิจการ (Size)

ขนาดของกิจการเป็นตัววัดสำหรับโอกาสที่จะล้มละลาย ซึ่งวัดได้จากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม แต่อย่างไรก็ตามในบางงานวิจัยจะใช้ลอการิทึมธรรมชาติของยอดขาย แต่เนื่องจากยอดขายมีการผันแปรตามสภาพเศรษฐกิจและภาวะการแข่งขันในตลาด ดังนั้น ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมจึงน่าจะเป็นตัวแปรที่วัดขนาดของกิจการได้ชัดเจนกว่าการใส่ค่าลอการิทึมธรรมชาติของยอดขาย เนื่องจากสินทรัพย์รวมของแต่ละบริษัทมีมูลค่าที่แตกต่างกัน

มาก ซึ่งการใส่ค่าลอการิทึมธรรมชาติจะช่วยลดความแตกต่างของข้อมูล ทำให้ข้อมูลต่างๆ อยู่ภายใต้ฐานเดียวกัน

Warner (1977) และ Ang, Chua and McConnel (1982) ระบุว่าบริษัทขนาดเล็กก่อนข้างจะมีต้นทุนการล้มละลาย (bankruptcy cost) ที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ และ Titman and Wessels (1988) ชี้ให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะกระจายการลงทุนและมีโอกาสที่จะล้มละลายต่ำกว่า ดังนั้นจากทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off Theory) จึงสะท้อนให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างขนาดกิจการกับระดับหนี้สิน

ในขณะที่ Fama and Jensen (1983) ชี้ให้เห็นว่าในแง่ของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information asymmetry) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจัดหาข้อมูลที่ละเอียดและมีความชัดเจนให้แก่ลงทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นต้นทุนในการควบคุม (Monitoring Cost) จึงมีต่ำในบริษัทขนาดใหญ่ ส่งผลให้มีศักยภาพในการระดมเงินทุนในตลาดทุนที่มากกว่า ดังนั้นตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) จึงคาดการณ์ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดกิจการกับระดับหนี้สิน

3. สินทรัพย์ถาวร (Asset)

สินทรัพย์ถาวรวัดได้จากอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร (Fix asset) ต่อสินทรัพย์รวม (Total Assets) โดยสินทรัพย์ถาวรได้แก่ รายการที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ เนื่องจากโครงสร้างทางสินทรัพย์ของบริษัทมีความสำคัญในการสะท้อนโครงสร้างเงินทุนโดยสินทรัพย์ถาวรสามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการกู้ยืมได้ซึ่งส่งผลในการช่วยลดความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ให้แก่ผู้ให้กู้ยืม

Galai and Masululis (1976) , Jensen and Meckling (1976) และ Myers (1977) กล่าวว่า การบริหารเงินโดยการก่อหนี้อาจนำไปสู่การลงทุนในระดับที่ต่ำกว่าความเหมาะสม (underinvestment) หรือการลงทุนที่เกินตัว (overinvestment) ในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาทางด้านตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ตามทฤษฎีตัวแทน เป็นผลทำให้เจ้าหนี้ต้องการสินทรัพย์มาเป็น หลักประกันเพื่อลดความเสี่ยง ในขณะที่บริษัทที่ไม่สามารถจัดหาหลักประกันได้ จะต้องจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่สูงขึ้น การก่อหนี้จึงควรมีสัดส่วนที่เหมาะสมกับสินทรัพย์ถาวรที่กิจการครอบครองอยู่ ดังนั้นตามทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off Theory) จะแสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับหนี้สินและสินทรัพย์ถาวร

ในทางตรงกันข้าม Grossman and Hart (1982) กล่าวว่าจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับหนี้สินและสินทรัพย์ถาวร เนื่องจากบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรอยู่น้อยจะมีผลทำให้มีหลักประกันในการกู้ยืมต่ำและยากต่อการควบคุมการบริหารงานจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) ดังนั้นเพื่อลดต้นทุนทางด้านตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Agency cost) บริษัทจึงต้องเพิ่มระดับการก่อหนี้ เพื่อให้การบริหารดำเนินงานของบริษัทได้รับการควบคุมมากยิ่งขึ้นจากเจ้าหนี้และสถาบันการเงิน อีกทั้งการที่บริษัทมีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมากจะทำให้บริษัทมีภาระในด้านต้นทุนคงที่ที่สูงขึ้น ความเสี่ยงในด้านปฏิบัติการ (operational risk) และโอกาสในการล้มละลายก็สูงขึ้นตาม ดังนั้นการมีสินทรัพย์ถาวรที่สูงขึ้นจะมีผลทำให้บริษัทมีการก่อหนี้ที่น้อยลง

4. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt tax shield)

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สินวัดได้จากอัตราส่วนค่าเสื่อมราคาและรายการตัดบัญชี (Depreciation and Amortization) ต่อสินทรัพย์รวม (Total Assets)

จากทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย (Trade off Theory) จะพบว่าผลประโยชน์ที่ได้จากการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการก่อหนี้คือ การเสียภาษีบริษัทที่น้อยลง (DeAngelo and Masulis, 1980) ซึ่งนอกจากบริษัทจะใช้ดอกเบี้ยในการลดการเสียภาษีแล้ว บริษัทยังคงมีทางเลือกในรายการอื่น (Non-Debt Tax Shield) ที่ทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีได้เช่นกัน เช่น ค่าเสื่อมราคา, กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ฯลฯ ดังนั้นบริษัทที่มีผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield) ที่ค่อนข้างสูงอยู่แล้วจะใช้ผลประโยชน์ทางภาษีโดยการก่อหนี้ลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับหนี้สินและผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน

บทที่ 3

วิธีการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้จะแบ่งวิธีการศึกษาออกเป็น การเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูลดังนี้

วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ได้แก่

1. งบการเงินของ บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี 2548 - 2554 จำนวน 28 บริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมจากโปรแกรมซอฟต์แวร์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com)
2. ข้อมูลแนวคิดทฤษฎี ผลการศึกษาที่ผ่านมา และข้อมูลต่างๆที่เกี่ยวข้อง รวบรวมจากเอกสาร วารสาร และหนังสือต่างๆ รวมถึงข้อมูลสารสนเทศทางอินเทอร์เน็ต

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลเป็นการวิเคราะห์เชิงปริมาณ โดยทำการทดสอบ ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มหลักทรัพย์ โดยตัวแปรที่เกี่ยวกับปัจจัยด้านบริษัทและโครงสร้างเงินทุนและวิธีการศึกษาที่ใช้จะอิงตามแนวทางการศึกษาของ Rajan&Zingales (1995) , Booth (2001) และ Chen (2003) โดยโครงสร้างเงินทุนจะวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวกับส่วนของผู้ถือหุ้นตามบัญชี ในส่วนของปัจจัยด้านบริษัท ได้แก่ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน สินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ โอกาสในการเจริญเติบโต ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

การวัดตัวแปร

การวัดตัวแปรเป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของแต่ละบริษัทในลักษณะรายปี แบ่งแยกตามลักษณะกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อนำไปสู่การหาอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน และ อัตราส่วนที่แสดงถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนซึ่งจะอิงตามแนวทางการศึกษาของ Rajan&Zingales (1995) Booth (2001) และ Chen (2003)

1. ตัวแปรตาม (Dependent Variables) คือ อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนหนี้สิน สัดส่วนของสินทรัพย์รวมและสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัทในลักษณะข้อมูลรายปีดังนี้

$$\text{อัตราหนี้สินระยะยาวต่อ} = \frac{\text{หนี้สินระยะยาว}}{\text{บัญชีเงินทุนระยะยาว}} \quad (\text{หนี้สินระยะยาว} + \text{มูลค่าตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้น})$$

$$(LLEQ)_{it}$$

โดย LLEQ $_{it}$ คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อผลรวมของหนี้สินระยะยาวกับราคาตามบัญชีส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท i ในปี t

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

2. ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ อัตราส่วนที่แสดงถึงปัจจัยบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของแต่ละบริษัทในลักษณะข้อมูลรายปี ดังนี้

$$2.1 \text{ ความสามารถในการทำกำไร} = \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี}}{(PROF)_{i,t} \quad \text{สินทรัพย์รวม}}$$

$$2.2 \text{ ขนาดของกิจการ} = \frac{\text{ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม}}{(SIZE)_{i,t}}$$

$$2.3 \text{ สินทรัพย์ถาวร} = \frac{\text{สินทรัพย์ถาวร}}{(ASSET)_{i,t} \quad \text{สินทรัพย์รวม}}$$

2.4 ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน = ค่าเสื่อมราคา
 (INT)_{i,t} สินทรัพย์รวม

2.5 โอกาสในการเจริญเติบโต = สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีที่ t - สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีที่ t-1
 (GROW)_{i,t} สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีที่ t-1

2.6 การเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน (EVOL)_{i,t} = กำไรจากการดำเนินงานปีที่ t - กำไรจากการดำเนินงานปีที่ t-1
 กำไรจากการดำเนินงานปีที่ t-1

2.7 การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น = ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ t - ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ t-1
 (SPP)_{i,t} ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ t-1

โดย ความสามารถในการทำกำไร (PROF) คือ อัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยภาษีต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

ขนาดของกิจการ (SIZE) คือ ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

สินทรัพย์ที่มีตัวตน (ASSET) คือ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน (INT) คือ อัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

โอกาสในการเจริญเติบโต (GROW) คือ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

การเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงาน (EVOL) คือ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท i ในปี t

การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (SPP) คือ เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายปีของบริษัท I ในปี t

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

ข้อจำกัดเกี่ยวกับการใช้ตัวเลขจากงบการเงินและอัตราส่วน

ข้อจำกัดในการใช้ตัวเลขจากงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินสรุปจากมหาวิทยาลัย
สุโขทัยธรรมาธิราช (2537) และเพชรีย์ ชุมทรัพย์ (2538)

การวิเคราะห์ตัวเลขจากงบการเงินและอัตราส่วนทางการเงินมีข้อจำกัดดังนี้

1. งบการเงินเป็นการบันทึกรายการทางการเงินที่แสดงถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นมาแล้วในอดีต ซึ่งเหตุการณ์ในอนาคตอาจไม่เป็นไปตามเหตุการณ์ในอดีตที่ผ่านมาก็ได้ ดังนั้นผลการวิเคราะห์ที่ได้จากอัตราส่วนทางการเงินจึงเป็นเพียงเครื่องชี้แนะเหตุการณ์ที่ควรจะเป็น
2. ภาวะเงินเฟ้อจะทำให้ข้อมูลบิดเบือนไปจากมูลค่าที่เป็นจริง เมื่อเวลาผ่านไปภาวะเงินเฟ้อจะมีผลกระทบต่อต้นทุนและกำไร ดังนั้นการวิเคราะห์โดยเฉพาะการวิเคราะห์แนวโน้มจะต้องใช้วิจารณ์ญาณและประสบการณ์ของผู้วิเคราะห์
3. เมื่อใช้อัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างธุรกิจ อัตราส่วนนั้นจะต้องคำนวณจากข้อมูลทางการเงินบัญชีปีเดียวกันและจากความสัมพันธ์ของรายการที่เหมือนกัน
4. ผู้วิเคราะห์จะต้องทราบถึงประเภทของธุรกิจที่ทำการวิเคราะห์เพื่อที่จะทราบถึงภาวะแวดล้อมซึ่งจะนำมาใช้ประโยชน์ในการตีความ พร้อมทั้งเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินในอดีตหรือไม่ก็เปรียบเทียบกับกิจการอื่นที่อยู่ในธุรกิจประเภทเดียวกันหรือเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินของธุรกิจโดยค่าเฉลี่ย อย่างไรก็ตามการที่กิจการมีค่าอัตราส่วนทางการเงินเท่ากับค่าเฉลี่ยของธุรกิจ ไม่ได้แสดงว่าฐานะทางการเงินของกิจการนั้นๆดีหรือไม่ เนื่องจากค่าเฉลี่ยเป็นเพียงค่าที่แสดงให้เห็นว่าส่วนใหญ่ของธุรกิจนั้นมีค่าอัตราส่วนทางการเงินเป็นอย่างไร ซึ่งอาจจะดีหรือไม่ก็ได้ แต่โดยปกติแล้วหากค่าอัตราส่วนทางการเงินของกิจการใกล้เคียงกับอัตราส่วนทางการเงินโดยเฉลี่ยของธุรกิจ ก็ถือว่าเป็นอัตราส่วนทางการเงินปกติ
5. การตกแต่งบัญชีเพื่อใ้งบการเงินดูดีกว่าที่ควรจะเป็น จะทำให้ผลการวิเคราะห์แตกต่างไปจากความเป็นจริงได้

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน

การสร้างความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรของอัตราส่วนที่ใช้วัดโครงสร้างเงินทุนและตัวแปรของปัจจัยเฉพาะบริษัท อิงตามแนวทางการศึกษาของ Chen (2003) , Rajan and Zingales (1995) , Rataporn Deesomsak , Krishna Paudyal and Pescetto (2004) และพิชนี อำพันมาส (2548) ที่แสดงความสัมพันธ์เป็นผลในการวางแผนกำหนดโครงสร้างเงินทุนบริษัท โดยการวิเคราะห์สมการถดถอย ตามสมการ ดังนี้

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

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

α = จุดตัดแกน Y

β_1 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของอัตราส่วนกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ยจ่ายต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท

β_2 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของลอการิทึมธรรมชาติสินทรัพย์รวมของบริษัท

β_3 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท

β_4 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของอัตราส่วนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท

β_5 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของค่าเฉลี่ยของเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวมของบริษัท

β_6 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท

B_7 = สัมประสิทธิ์ถดถอยของเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายปีของบริษัท

ค่า $B_1, B_2, B_3, B_4, B_5, B_6, B_7$ เป็นค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม จะพิจารณาที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10



บทที่ 4

ผลการศึกษา

ในบทนี้เป็นผลการวิเคราะห์จากแบบจำลองที่ได้เสนอไว้แล้วในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรโดยใช้งบการเงินของบริษัทกลุ่มทรัพยากรที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 28 บริษัท ระหว่างปี 2548 – 2554 การนำเสนอผลการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ ได้แก่ ส่วนที่หนึ่ง ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร และส่วนที่สอง เป็นการวิจารณ์ผลการศึกษาว่าเป็นไปตามทฤษฎี หรือผลที่คาดไว้หรือไม่ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

ตารางที่ 1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน ซึ่งได้แก่อัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ตัวแปรตาม	R Square	F	Sig.
LLEQ	.337	11.107	.000 ^a

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

ตารางที่ 1 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	สัมประสิทธิ์ความถดถอย	Sig
EVOL	.002	.694
SPP	-.023	.486

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร

สมการถดถอย :

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

(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 ซึ่งมีความสัมพันธ์ถดถอยเท่ากับ 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

ตารางที่ 2 ผลการศึกษา

ปัจจัยอิสระ	สมมติฐาน	ผลการศึกษาที่พบ
PROF	-	-
SIZE	+	+
ASSET	+	+
INT	-	ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
GROW	+	ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
EVOL	-	ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
SPP	-	ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อวิจารณ์

โครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร ในอดีตมีการก่อหนี้ระยะสั้นมาลงทุนค่อนข้างมากทำให้ประสบกับปัญหาการชำระคืนแต่อย่างไรก็ตามในตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาปี 2548 – 2554 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินของบริษัทมีแนวโน้มลดลง อาจเนื่องมาจากผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ทำให้ผู้บริหารเจ้าหนี้ มีความระมัดระวังในการบริหารแหล่งเงินทุนและการพิจารณาการให้สินเชื่อแก่บริษัทมากขึ้น ผลการศึกษาสามารถวิจารณ์ได้ดังนี้

ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว เนื่องจากในตลาดทุนไทยมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้จัดการและนักลงทุนภายนอกที่จะทำให้การออกหลักทรัพย์จำหน่ายมีราคาต่ำลง และหลีกเลี่ยงปัญหาตัวแทนระหว่างเจ้าหนี้และเจ้าของที่เกิดจากการลงทุนที่ไม่เหมาะสม ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีกำไรจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในกิจการ ทำให้ก่อหนี้สั้นลง ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ด้วยเหตุผลที่ว่า การจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในจะมีต้นทุนการทำธุรกรรมที่ต่ำกว่า และการออกหุ้นทุนแสดงถึงสัญญาณในทางลบต่อนักลงทุน ดังนั้นบริษัทที่มีผลกำไรที่สูงควรที่จะมีอัตราส่วนการก่อหนี้ที่ต่ำ

ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว อาจเนื่องมาจากผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่ผ่านมาทำให้เจ้าหนี้มีความคำนึงถึงความปลอดภัยในการดำเนินงานของลูกค้าและความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของลูกค้าเพิ่มมากขึ้น ทำให้ธุรกิจขนาดใหญ่ที่คาดว่าจะสามารถปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้ในระดับสูง มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ กระแสเงินสดผันผวนน้อย จะทำให้ง่ายต่อการกู้ยืมเงินเพื่อนำมาลงทุน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีขนาดใหญ่สามารถกู้ยืมเพื่อประหยัดภาษีได้มาก เป็นไปตามทฤษฎีเปรียบเทียบผลได้ผลเสีย

สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เชิงบวกหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว เนื่องจากบริษัทที่ก่อหนี้มีแนวโน้มที่จะลงทุนในเรื่องที่ไม่เหมาะสม และถ้าหากหนี้สินดังกล่าวนี้เป็นหนี้สินที่มีระยะเวลาชำระหนี้

เท่าใด เจ้าหนี้จึงต้องหาหลักประกันเพื่อที่จะนำไปใช้เป็นหลักประกันของการกู้ยืม เพื่อลดความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้และเป็นการชดเชยให้กับความเสี่ยงที่มีมากขึ้นของเจ้าหนี้ เป็นการลดปัญหาทางด้านตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ การก่อหนี้จึงควรมีสัดส่วนที่เหมาะสมกับสินทรัพย์ถาวรที่กิจการครอบครองอยู่ บริษัทที่ไม่สามารถหาสินทรัพย์ถาวรมาเป็นหลักประกันได้ จะต้องจ่ายดอกเบี้ยสูง และการที่มีหลักประกันทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้ในต้นทุนที่ต่ำกว่า ทำให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีสินทรัพย์ถาวรมาก จะทำการกู้ยืมได้มากเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน



บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ในบทนี้จะสรุปผลการศึกษาและมีข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

สรุปผลการศึกษา

จากที่ปัจจุบันประเทศไทยมีการส่งเสริมให้มีการแข่งขันทางการค้าอย่างเสรี การเปิดประเทศของจีนทำให้การแข่งขันทางการค้าเป็นไปอย่างเข้มข้นมากขึ้น ผู้ประกอบการจำเป็นต้องปรับปรุงประสิทธิภาพในการบริหารงานและการดำเนินงานของบริษัทเพื่อเพิ่มศักยภาพของการผลิตและขีดความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจไทยให้สามารถยืนหยัดอยู่ได้ภายใต้ภาวะการแข่งขันในตลาดโลก อีกทั้งความผันผวนของเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ส่งผลต่อการดำเนินธุรกิจของกิจการ ปัจจัยต่างๆ เหล่านี้ส่งผลทำให้ความต้องการเงินทุนของภาคเอกชนอยู่ในระดับที่เพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตามบทเรียนจากวิกฤติการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นเนื่องจากการมีโครงสร้างเงินทุนที่มีการก่อหนี้จำนวนมากนำไปสู่ความเปราะบางทางการเงิน บริษัทหลายแห่งต้องปรับตัวเพื่อความอยู่รอด เช่น การปรับลดหนี้สิน การเพิ่มทุน การปรับโครงสร้างหนี้สิน ไปจนถึงการปิดกิจการล้มละลาย อีกทั้งยังเป็นปัญหาถูกใช้ที่ส่งผลกระทบต่อเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยหลักที่มีความสำคัญต่อการกำหนดความสำเร็จและการเจริญเติบโตของกิจการ รวมถึงมีผลต่อการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจอย่างมีเสถียรภาพในระยะยาว

นอกจากนี้จากการตรวจสอบเอกสารผลการศึกษาของ Rajan and Zingales (1995) ที่ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของกลุ่มประเทศ G-7 ซึ่งถือว่าเป็นกลุ่มประเทศอุตสาหกรรมที่พัฒนาแล้วพบว่า มี 4 ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งได้แก่ ขนาดธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการเจริญเติบโตและโครงสร้างสินทรัพย์ อีกทั้งพิษนิ อัมพันมาส ยังได้ทำการศึกษาปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่าปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีสามปัจจัย คือ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวก

สินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์เชิงบวก ดังนั้นผู้ศึกษาจึงมีมูลเหตุจูงใจในการศึกษาต่อว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มทรัพยากรซึ่งจะมีความเหมือนหรือแตกต่างจากกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้ว หรือทุกอุตสาหกรรมโดยรวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ โดยจะอิงตามแนวทางการศึกษาของ Rajan & Zingales (1995) Booth(2001) และ Chen (2003) เป็นหลักซึ่งสามารถสรุปผลการศึกษาดังต่อไปนี้

ผลการทดสอบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีสามปัจจัย ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (PROF) ขนาดของกิจการ (SIZE) สินทรัพย์ถาวร (ASSET) โดยเป็นไปตามสมมติฐานดังต่อไปนี้

ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ในเชิงลบหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโครงสร้างเงินทุนซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีกำไรจะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการก่อนมีผลทำให้มีการก่อหนี้ลดลง เนื่องจากมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า อีกทั้งยังเป็นการลดปัญหาของความไม่ทัดเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้จัดการและนักลงทุน ซึ่งความไม่ทัดเทียมกันของข่าวสารอาจเนื่องมาจากการที่ตลาดทุนของประเทศไทยยังอยู่ในช่วงระหว่างการพัฒนา

ขนาดของกิจการและสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกหรือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโครงสร้างเงินทุนซึ่งแสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรที่มีขนาดใหญ่ มีความมั่นคง จะสามารถปรับตัวเข้ากับสถานการณ์ได้ในระดับสูง สามารถกระจายความเสี่ยงได้มาก มีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำ สามารถกู้ยืมเพื่อประหยัคภาษีได้เพิ่มขึ้น และบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้นและยังมีต้นทุนที่ต่ำ โดยขนาดของกิจการและสินทรัพย์ถาวรเข้ามามีบทบาทในการก่อหนี้ อาจเนื่องมาจากผลกระทบที่เกิดจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ จึงทำให้เจ้าหนี้คำนึงถึงความปลอดภัยของกิจการและตัวของเจ้าหนี้เองและคำนึงถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของลูกค้าหนี้มากขึ้นทำให้การปล่อยกู้มีความรอบคอบมากขึ้น เจ้าหนี้โดยส่วนใหญ่จะพยายามปล่อยกู้ให้แก่บริษัทที่มีขนาดใหญ่และมั่นคงและปล่อยกู้ให้แก่บริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนไปเป็นหลักประกันในการก่อหนี้

ส่วนปัจจัยเฉพาะบริษัทอื่นๆ ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากร ผู้ศึกษามีข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา

ข้อเสนอแนะจากการศึกษาสรุปได้ดังนี้

1. ผู้บริหารควรที่จะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อนที่จะทำการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก ตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order Theory) เนื่องจากต้นทุนในการใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการที่ได้จากกำไรสะสมมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งสามารถสร้างความมั่งคั่งให้ผู้ถือหุ้นได้สูงที่สุด (Maximize value of firm) รวมถึงความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูลซึ่งจะส่งผลให้การออกหุ้นทุนเป็นสัญญาณในด้านลบแก่นักลงทุน อย่างไรก็ตามหากบริษัทมีความจำเป็นในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการก่อหนี้ นอกจากปัจจัยทางด้านสินทรัพย์ถาวรที่สามารถนำไปใช้เป็นหลักประกันในการชำระหนี้แล้ว ปัจจัยทางด้านความสามารถในการทำกำไรและขนาดของกิจการจะเข้ามาเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อศักยภาพในการก่อหนี้เช่นกันเพื่อลดปัญหาทางด้านตัวแทน (Agency Cost) และลดความเสี่ยงในการล้มละลาย (Bankruptcy Cost)

2. เจ้าหนี้ควรที่จะคำนึงถึงความปลอดภัยในการชำระคืนและการผิณัดชำระหนี้ของลูกค้าในการกู้ยืม ดังนั้นเจ้าหนี้ควรคำนึงถึงสินทรัพย์ถาวรที่มีตัวตนที่สามารถนำมาเป็นหลักประกันเพื่อลดความเสี่ยงในการให้กู้ยืม และในการให้กู้ควรที่จะคำนึงถึงขนาดของกิจการที่แสดงถึงความสามารถในการปรับตัวเข้ากับสถานการณ์และการเปลี่ยนแปลงต่างๆ ความสามารถในการกระจายความเสี่ยงในการดำเนินงานของบริษัทที่ทำการกู้ยืม เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงในการปล่อยกู้ของเจ้าหนี้

3. ภาครัฐควรมีการพัฒนา ควบคุม และฟื้นฟูมาตรการตลาดทุนให้เป็นสากลเพิ่มมากขึ้น เพื่อใช้ในการเรียกความเชื่อมั่นในการลงทุนของนักลงทุนให้มากขึ้น เป็นการเพิ่มช่องทางในการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มทรัพยากรให้มากขึ้น

โดยเฉพาะบริษัทที่ขาดแคลนเงินทุนในกิจการและมีขนาดเล็ก และไม่สามารถทำการกู้ยืมเงินเพื่อมาดำเนินงานได้ หรือมีต้นทุนการกู้ยืมสูงให้สามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

1. ควรมีการขยายขอบเขตการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยขยายไปถึงการก่อหนี้จากต่างประเทศ เนื่องจากปัจจุบันมีการเปิดเสรีทางการเงิน ส่งผลให้หนี้ต่างประเทศเริ่มเข้ามามีบทบาทสำคัญในการเป็นทางเลือกหนึ่งของแหล่งเงินทุนสำหรับธุรกิจ
2. ควรที่จะศึกษาแยกรายละเอียดของบริษัทที่มากขึ้น โดยการเพิ่มปัจจัยทางด้านคุณภาพของบริษัท เช่น คุณลักษณะ แนวคิด ทักษะของผู้บริหารที่อาจจะมีผลต่อการตัดสินใจในเรื่องของการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทแต่ละบริษัทที่แตกต่างกันไป
3. ควรที่จะนำปัจจัยภายนอกของบริษัทเข้ามาทำการศึกษาด้วย เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่กำหนดโดยธนาคารแห่งประเทศไทย เพราะอัตราดังกล่าวมีผลต่อการตัดสินใจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในแต่ละช่วงเวลาที่แตกต่างกันออกไป
4. ควรทำการศึกษาแยกในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น เพิ่มขึ้น เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนและปัจจัยที่มีอิทธิพลที่เป็นปัจจัยเฉพาะบริษัท จะส่งผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไป

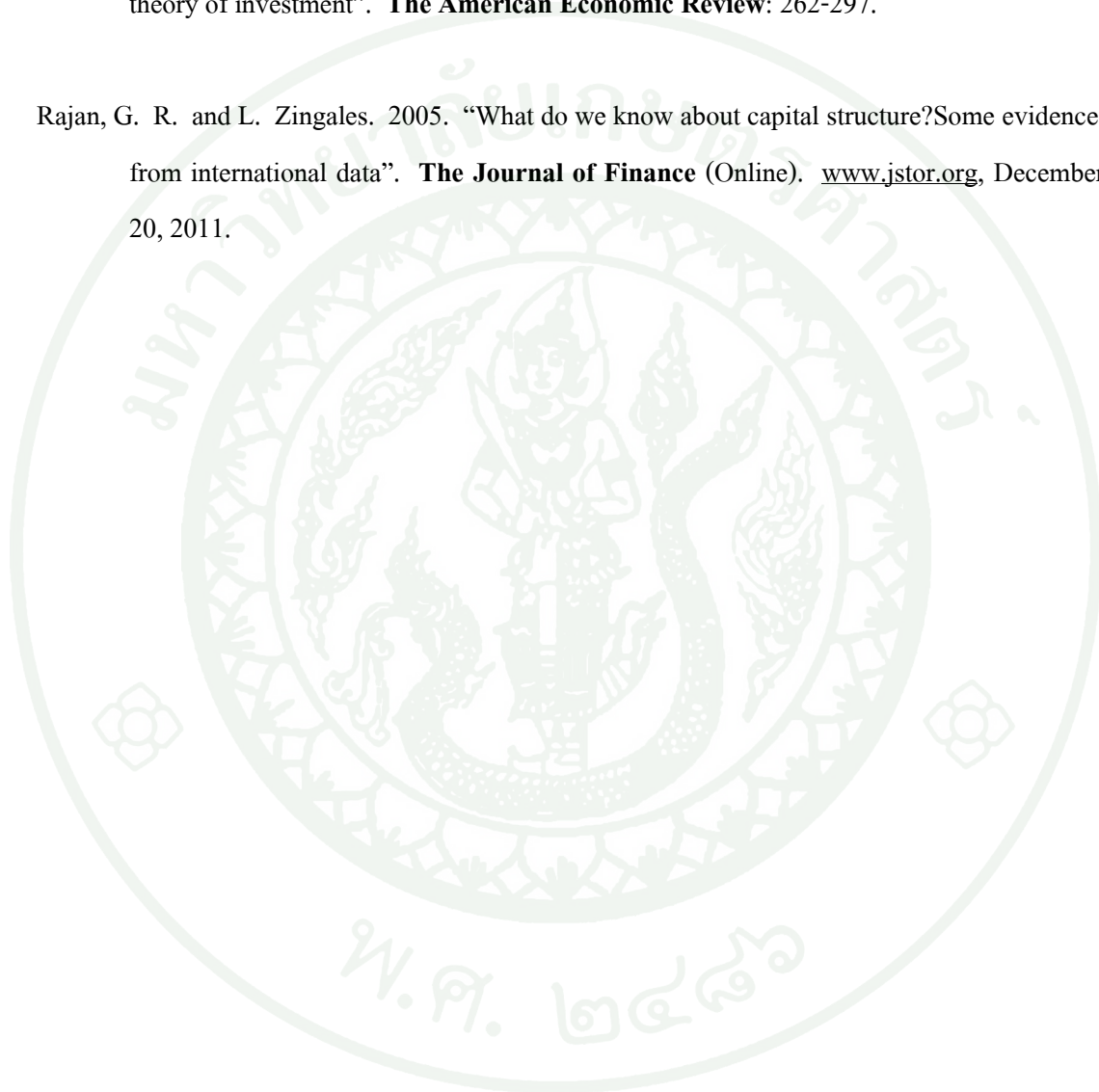
เอกสารและสิ่งอ้างอิง

- ดวงกมล รัตนสุภาภรณ์. 2551. ปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใหม่. การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- นพรัตน์ ทรัพย์อุดมชัย. 2547. ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- พิชณี อำพันมาส. 2548. ปัจจัยเฉพาะบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช. 2537. เอกสารการสอนชุดวิชาการประกันชีวิต 1. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช.
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. 2552. ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- Laurence, B, V. Aivazian and V. Maksimovic. 2001. Capital structures in developing countries. **Journal of Finance** (Online). www.sciencedirect.com, March 17, 2012.
- Chen, J. J. 2003. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. **Journal of Business Research** (Online). www.sciencedirect.com, February 5, 2012.
- Deesomsak, R, K. Paudyal, and Pescetto. 2004. The determinants of capital structure evidence from the Asia Pacific region. **Journal of Multinational Financial Management** (Online). <http://ideas.repec.org>, December 12, 2011.

Miller, M. H. 1977. "Debt and taxes". **The Journal of Finance** (Online). www.jstor.org, October 3, 2011.

Modigliani, F. and M. H. Miller. 1958. "The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment". **The American Economic Review**: 262-297.

Rajan, G. R. and L. Zingales. 2005. "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". **The Journal of Finance** (Online). www.jstor.org, December 20, 2011.





ตารางผนวกที่ 1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินลงทุนระยะยาว

Variables Entered/Removed			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	การเปลี่ยนแปลงของ ราคาหุ้น, สินทรัพย์ ถาวร, ความผันผวน ของกำไรจากการ ดำเนินงาน, ผลประโยชน์ทางภาษี ที่ไม่ใช่หนี้สิน, โอกาส ในการเจริญเติบโต, ขนาดของกิจการ, ความสามารถในการ ทำกำไร ^a		Enter
a. All requested variables entered.			
Model Summary			
Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.580 ^a	.337	.307
a. Predictors: (Constant), การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น, สินทรัพย์ถาวร, ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน, ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน, โอกาสในการเจริญเติบโต, ขนาดของกิจการ, ความสามารถในการทำกำไร			

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

ANOVA ^b					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	4.421	7	.632	11.107	.000 ^a
Residual	8.700	153	.057		
Total	13.121	160			

a. Predictors: (Constant), การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น, สินทรัพย์ถาวร, ความผันผวนของกำไรจากการดำเนินงาน, ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน, โอกาสในการเจริญเติบโต, ขนาดของกิจการ, ความสามารถในการทำกำไร

b. Dependent Variable: อัตราหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.357	.105		-3.417	.001
ความสามารถ ในการทำ กำไร	-.885	.219	-.328	-4.048	.000
ขนาดของ กิจการ	.069	.025	.217	2.824	.005
สินทรัพย์	.696	.111	.435	6.253	.000
ถาวร					
ผลประโยชน์	.195	.394	.036	.495	.621
ทางภาษีที่					
ไม่ใช้หนี้สิน					
โอกาสในการ	.111	.069	.112	1.623	.107
เจริญเติบโต					
ความผันผวน	.002	.004	.026	.395	.694
ของกำไรจาก					
การ					
ดำเนินงาน					
การ	-.023	.033	-.048	-.700	.485
เปลี่ยนแปลง					
ของราคาหุ้น					

a. Dependent Variable: อัตราหนี้สินระยะยาวต่อบัญชีเงินทุนระยะยาว

ประวัติการศึกษาและการทำงาน

ชื่อ – นามสกุล

นางสาวศศิธร เนื่องจำนงค์

วัน เดือน ปี ที่เกิด

วันที่ 20 เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2531

สถานที่เกิด

จังหวัดชลบุรี

ประวัติการศึกษา

บัญชีบัณฑิต

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

