



รายงานการวิจัยฉบับสมบูรณ์

ปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทย

Determinants of Financial Leverage of Small Firms in Thailand

นางสาวกุลกัญญา ณ ป้อมเพ็ชร

ได้รับทุนสนับสนุนงานวิจัยจากเงินรายได้ ประจำปีงบประมาณ 2555

วิทยาลัยการบริหารและจัดการ

สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

RC4
HD
62.7
ก ๗24ป
เลขหมู่.....**131210**
เลขทะเบียน.....
วัน,เดือน,ปี..26 11ค. 2557

b. 12602954
i.....

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ชื่อโครงการ (ภาษาไทย) ปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทย
แหล่งเงิน เงินรายได้วิทยาลัยการบริหารและจัดการ

ประจำปีงบประมาณ 2554 จำนวนเงินที่ได้รับการสนับสนุน 100,000 บาท

ระยะเวลาทำการวิจัย 1 ปี ตั้งแต่ 1 ตุลาคม 2554 ถึง 30 กันยายน 2555

ชื่อ-สกุล หัวหน้าโครงการ : นางสาวกุลกัญญา ณ ป้อมเพ็ชร

หน่วยงานต้นสังกัด : วิทยาลัยการบริหารและจัดการ

บทคัดย่อ

ในการดำเนินธุรกิจต้องใช้เงินทุนในการดำเนินงาน ซึ่งแหล่งที่มาของเงินทุนมีหลายแหล่งและมีต้นทุนที่แตกต่างกัน โดยทั่วไปแหล่งเงินทุนแบ่งออกเป็นสองแหล่งคือ เงินกู้ และเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทยโดยตัวอย่างที่ศึกษาคือธุรกิจขนาดย่อมในกลุ่มการผลิต กลุ่มการค้า และกลุ่มโรงแรม ข้อมูลที่ศึกษาอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2553 เก็บข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า สถิติที่ใช้ในการวิจัยปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมคือการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ กิจกรรมขนาดย่อมกลุ่มการผลิตที่เป็นตัวอย่างมี 193 กิจกรรม ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไร และขนาดของกิจการ มีผลในทางลบกับการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อม สภาพคล่อง ความเสี่ยง และ อายุของกิจการ มีผลในทางบวกกับการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อม กิจกรรมกลุ่มการค้าที่มี 200 กิจกรรม ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง ขนาดของกิจการ มีผลในทางลบกับการกู้ยืม ในขณะที่ ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโต โครงสร้างสินทรัพย์ และอายุของกิจการมีผลในทางบวกกับการกู้ยืม กิจกรรมกลุ่มโรงแรมที่เป็นตัวอย่างมี 200 กิจกรรม ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไร และ ขนาดของกิจการ มีผลในทางลบกับการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืม ความเสี่ยง และอายุของกิจการ มีผลในทางบวกกับการกู้ยืม

คำสำคัญ: การกู้ยืม โครงสร้างเงินทุน หนี้สิน วิสาหกิจขนาดย่อม การก่อสร้าง โรงแรม การผลิต ประเทศไทย

Research Title: Determinants of Financial Leverage of Small Firms in Thailand

Researcher: Miss Kulkanya Napompech

Institute: Administration and Management College, King Mongkut's Institute of Technology,
Ladkrabang

ABSTRACT

In the process of running an operation, businesses must have capital, which has many sources and varying costs. In general, funds come from two main sources, which are borrowing and the owner's equity. The objective of this research is to study determinants of financial leverage of small firms in Thailand. Samples are small firms in sectors of manufacturing, construction and hotels, also having fixed assets less than 50 million Thai baht. Data used in this research are from 2007-2010 and are collected from the Department of Business Development. Multiple regression analysis is used to study Determinants of Financial Leverage. For small businesses in the manufacturing sectors, the total sample is 193. The results showed that profitability and size have negative impact on debts. Liquidity, risk and age have negative impact on debts of small businesses. For small construction enterprises, the total sample is 200. The results showed that profitability, liquidity and size have negative impact on firm debt while risk, growth, asset structure and age have a positive impact on debts. For small hotel enterprises, the total sample is 200. The results demonstrated that profitability and size have a negative impact on firm debt ratios, while risk and age have a positive impact on firm debt.

Keywords: financial leverage, capital structure, debt, small enterprises, small firms, construction, hotels, manufacturing, Thailand

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนการวิจัยจากวิทยาลัยการบริหารและจัดการ สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง จากเงินรายได้ ประจำปีงบประมาณ พ.ศ. 2554 ผู้วิจัยขอขอบพระคุณวิทยาลัยการบริหารและจัดการ สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง มา ณ ที่นี้

กุลกัญญา ณ ป้อมเพ็ชร



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	II
กิตติกรรมประกาศ.....	III
สารบัญ.....	IV
สารบัญตาราง.....	VI
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	2
1.4 วิธีดำเนินการวิจัย.....	2
บทที่ 2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน.....	5
2.2 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงิน.....	6
2.3 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สิน.....	7
2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน.....	7
2.5 โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย.....	9
2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน.....	11
2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร.....	18
2.8 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับวิสาหกิจขนาดย่อม.....	19
2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	20
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	23
3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย.....	23
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและ โมเดลที่ใช้ในการวิจัย.....	23
3.3 สมมุติฐานของการวิจัย.....	28
บทที่ 4 ผลการวิจัย	30
4.1 ผลการวิจัยวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิต.....	30
4.2 ผลการวิจัยวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการค้า.....	32

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.3 ผลการวิจัยวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มโรงแรม.....	35
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย.....	38
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	38
5.1 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป.....	39
บรรณานุกรม.....	40
ประวัตินักวิจัย.....	44



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกลุ่มการผลิต.....	30
4.2 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กลุ่มการผลิต.....	31
4.3 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกลุ่มการก่อสร้าง.....	33
4.4 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กลุ่มการก่อสร้าง.....	33
4.5 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกลุ่มโรงแรม.....	35
4.2 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กลุ่มโรงแรม.....	36



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการประกอบธุรกิจต้องใช้เงินทุนในการดำเนินงาน ซึ่งแหล่งที่มาของเงินทุนมีหลายแหล่งและมีต้นทุนที่แตกต่างกัน โดยทั่วไปแหล่งเงินทุนแบ่งออกเป็นสองแหล่งคือ เงินกู้ และเงินทุนจากเจ้าของ (Nawaz et al., 2011) การจัดหาเงินทุนที่นำมาใช้ในการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนซึ่งหมายถึงสัดส่วนของเงินทุนระยะยาวแต่ละแหล่งที่กิจการจัดหามา เพื่อใช้ในการดำเนินงานและใช้ในการลงทุน (พรรรณภา ชูนิมิตรกุล, 2548) เช่น เงินกู้ 30 % และเงินทุนจากเจ้าของจากเจ้าของ 70% เป็นต้น การจัดหาเงินทุนมีผลต่อความมั่นคงทางการเงินของธุรกิจเป็นอย่างยิ่ง เช่น การกู้เงินมาลงทุนจำนวนมากทำให้มีความเสี่ยงทางการเงิน ทำให้มีภาระดอกเบี้ยจ่ายมาก ถ้ากิจการประสบปัญหาในการดำเนินงาน มีกำไรจากการดำเนินงานไม่เพียงพอกับการจ่ายดอกเบี้ย จะทำให้กำไรสุทธิลดลง และอาจทำให้กิจการเข้าสู่ภาวะล้มละลายได้ ดังนั้นการตัดสินใจจัดหาเงินทุนจึงเป็นการตัดสินใจที่สำคัญยิ่งของธุรกิจ ทั้งนี้มีทฤษฎีที่อธิบายลักษณะการกู้ยืมของธุรกิจที่สำคัญคือ Pecking Order Theory ซึ่งกล่าวว่ากิจการนิยมใช้แหล่งเงินทุนภายในมากกว่าการกู้ยืมจากภายนอก แต่ถ้าต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมจะนิยมจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมมากกว่าการเพิ่มทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Odit & Gobardhun, 2011)

ในประเทศไทยจำนวนธุรกิจขนาดย่อมมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 76 ของภาคธุรกิจทั้งหมด (Chittithaworn, et al., 2011) จึงนับเป็นกลุ่มกำลังที่สำคัญของเศรษฐกิจไทย ธุรกิจขนาดย่อมช่วยให้เกิดการกระจายรายได้จากกลุ่มผู้ประกอบการไปสู่กลุ่มคนต่าง ๆ ทำให้เกิดการจ้างงาน และประชาชนมีรายได้ ซึ่งเป็นตัวช่วยให้โครงสร้างทางเศรษฐกิจและสังคมดีขึ้น โดยปกติธุรกิจขนาดย่อมจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนในระบบ ได้ยากกว่ากิจการขนาดใหญ่ซึ่งมีทั้งความมั่นคง ความน่าเชื่อถือของกิจการ มีหลักทรัพย์ค้ำประกันเพียงพอ และมีความพร้อมของเอกสารทางการเงิน งบกำไรขาดทุน งบดุลอย่างเป็นระบบ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาเชิงประจักษ์ซึ่งพบว่าธุรกิจขนาดย่อมกู้ยืมระยะสั้นเป็นสัดส่วนสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (Titman & Wessels, 1988) และบริษัทขนาดเล็กมีผลทางลบกับการกู้ยืมระยะยาว และมีผลทางบวกกับการกู้ยืมระยะสั้น แสดงให้เห็นว่าความมั่นคงและความน่าเชื่อถือของกิจการมีบทบาทสำคัญกับลักษณะการกู้ยืม (Diamond, 1989) ในการดำเนินธุรกิจผู้ประกอบการธุรกิจขนาดย่อมบางรายอาจมีเงินทุนของตัวเองเพียงพอในการดำเนินงาน สำหรับผู้ประกอบการที่ไม่มีเงินทุนในการดำเนินงานเพียงพอต้องจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน จากญาติพี่น้อง เพื่อน หรือผู้

จำหน่าย ในกรณีที่ผู้ประกอบการที่ไม่ต้องการกู้ยืม ก็ต้องใช้วิธีแสวงหาผู้ร่วมลงทุนทุนจากภายนอก แม้ว่าเงินทุนเหล่านี้ไม่ต้องชำระคืนถ้าหากว่าธุรกิจไม่สามารถทำกำไรได้แต่เจ้าของธุรกิจต้องสูญเสียอำนาจหน้าที่ในบางด้าน และอาจทำให้ไม่สามารถกำหนดทิศทางของธุรกิจตามที่ตั้งใจได้ ผู้ประกอบการจึงต้องพยายามที่จะเพิ่มเงินทุนให้เท่ากับจำนวนที่ต้องการอย่างระมัดระวังเป็นอย่างมาก เพื่อบรรลุส่วนผสมที่ต้องการระหว่างส่วนของเจ้าของและหนี้สิน ซึ่งจะพอดีกับความต้องการ ดังนั้น การศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจศึกษา ทั้งนี้ผลการศึกษายังจะช่วยทำให้ทราบถึงลักษณะการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมไทย การศึกษาครั้งนี้จึงเป็นประโยชน์มากเนื่องจากผลการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาเน้นการใช้บริษัทขนาดใหญ่เป็นกรณีศึกษา (Mazur,2007; Parlak 2010; Qiu, & La, 2010) นอกจากนี้ผลการศึกษาที่ได้จะช่วยให้ผู้ประกอบการธุรกิจขนาดย่อมใช้เป็นแนวทางในการกำหนดระดับการกู้ยืมที่เหมาะสมไม่มีความเสี่ยงทางการเงินมากเกินไป หรือน้อยไปจนผู้ร่วมลงทุนเข้ามามีบทบาทสูงในการกำหนดทิศทางของกิจการ

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิตในประเทศไทย
2. ศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการค้าก่อสร้างในประเทศไทย
3. ศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มโรงแรมในประเทศไทย

1.3. ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาธุรกิจขนาดย่อม (มีขนาดสินทรัพย์ถาวรไม่เกิน 50 ล้านบาท) ในกลุ่มการผลิต กลุ่มการค้าก่อสร้าง และกลุ่มโรงแรม ตามที่กรมพัฒนาธุรกิจการค้ากำหนดซึ่งมีข้อมูลที่ต้องใช้ในการวิเคราะห์ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2553 ครบถ้วน

1.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

1.4.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บข้อมูลงบกำไรขาดทุน งบดุล และอัตราส่วนทางการเงินของธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิต กลุ่มการก่อสร้าง และกลุ่มโรงแรม จากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า โดยเป็นข้อมูลระหว่างปี พศ. 2550-2553 ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย

1. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม
2. หนี้สินระยะสั้น
3. หนี้สินระยะยาว
4. มูลค่าที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์
5. สินทรัพย์รวม
6. กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี
7. อัตราภาษี
8. อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย
9. อายุกิจการ

1.4.2 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

1.4.2.1 ใช้สถิติ Multiple regression เพื่อทดสอบปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดย่อม โมเดลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย 3 โมเดลคือ

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_8 + e$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_8 + e$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_8 + e$$

โดย

Y_1 แทน อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD)

Y_2 แทน อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD)

Y_3 แทน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (TTD)

β_0 แทน ค่าคงที่

β_1 แทน ประสิทธิภาพการทำกำไร

β_2 แทน สภาพคล่อง

β_3 แทน ขนาดของบริษัท

β_4 แทน ความเสี่ยงจากการดำเนินงาน

β_5 แทน โครงสร้างสินทรัพย์

β_6 แทน โอกาสในการเจริญเติบโต

β_7 แทน ประโยชน์จากการประหยัดภาษี

β_8 แทน อายุกิจการ

e แทน error term



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

บทที่ 2

ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาจากหนังสือ บทความ งานวิจัยต่าง ๆ ซึ่งนำเสนอตามลำดับดังต่อไปนี้

- 2.1 สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- 2.2 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงิน
- 2.3 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการใช้หนี้สิน
- 2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน
- 2.5 โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย
- 2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน
- 2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร
- 2.8 ความรู้เกี่ยวกับโรงแรม
- 2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน (capital structure) เป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน (financial structure) โดยที่โครงสร้างทางการเงิน หมายถึงแหล่งที่มาของเงินทุนทั้งหมดของธุรกิจ ซึ่งรวมทั้งแหล่งเงินทุนระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งได้แก่หนี้สินทั้งหมดและส่วนของผู้ถือหุ้น

โครงสร้างเงินทุน หมายถึงการจัดการจัดหาเงินทุนจากแหล่งระยะยาวของธุรกิจทั้งหมด ซึ่งได้แก่ เงินกู้ระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น หรือเรียกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว (Long-term Investment) ซึ่งไม่รวมหนี้สินระยะสั้น ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน

ดังนั้น โครงสร้างทางการเงิน = หนี้สินหมุนเวียน + โครงสร้างเงินทุน

ส่วนของผู้ถือหุ้น หมายถึง หุ้นสามัญ ส่วนเกินมูลค่าหุ้น และกำไรสะสม

โครงสร้างทางการเงิน = หนี้สินหมุนเวียน + หนี้สินไม่หมุนเวียน + ส่วนของผู้ถือหุ้น

บริษัทส่วนใหญ่จัดหาเงินทุนระยะยาวจาก 2 แหล่งใหญ่ ๆ คือ หนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น ในสัดส่วนที่แตกต่างกันเรียกว่าสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน เช่น บริษัท M และ บริษัท N มีโครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่แตกต่างกัน โดยบริษัท M มีสัดส่วน หนี้สินระยะยาว : ส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 50 : 50 ในขณะที่ บริษัท N มีสัดส่วนหนี้สิน

ระยะยาว : ส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 40 : 60 แสดงว่าเงินทุน 100 บาท บริษัท M จัดหาจากการกู้ยืม 50 บาท และจากส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 50 บาท ในขณะที่ บริษัท N จัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมจำนวน 40 บาท และจากส่วนของผู้ถือหุ้น 60 บาท

2.2 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงิน (Business and Financial risk)

ความเสี่ยงของธุรกิจประกอบด้วย ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

1) ความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk)

ความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นความเสี่ยง ซึ่งเกิดจากความผันผวนของการประกอบการถ้าบริษัทไม่มีหนี้อยู่เลย

เรจรัค จำปาเงิน (2543) แปลหนังสือ Fundamentals of Financial Management ของ Brigham and Huston (2001) ในเรื่องปัจจัยกำหนดความเสี่ยงทางธุรกิจไว้ดังนี้
ความเสี่ยงทางธุรกิจขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการคือ

1. ความผันผวนของความต้องการสินค้า ถ้าความต้องการสินค้าของบริษัทไม่ค่อยเปลี่ยนแปลง ความเสี่ยงทางธุรกิจจะต่ำ
2. ความผันผวนของราคาขาย หากผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงราคาแล้วทำให้ยอดขายเปลี่ยนแปลงมาก จะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง
3. ความผันผวนของต้นทุนขาย บริษัทที่ต้นทุนของสินค้ามีการเปลี่ยนแปลงมากจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง
4. ความสามารถที่จะปรับราคาขาย เมื่อต้นทุนมีการเปลี่ยนแปลง บางบริษัทสามารถที่จะปรับราคาขายให้สูงขึ้นเมื่อต้นทุนสูงขึ้น โดยไม่กระทบยอดขายมากนัก ถือว่าบริษัทมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ
5. ความสามารถที่จะพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ให้ทันเวลา โดยที่ต้นทุนไม่สูงมาก บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีเทคโนโลยีสูง ๆ เช่น คอมพิวเตอร์ การแพทย์ จะต้องมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่อยู่ตลอดเวลา ถ้าผลิตภัณฑ์ยังล่าสมัยเร็วเท่าใด ความเสี่ยงทางธุรกิจจะยิ่งสูง
6. ความเสี่ยงจากต่างประเทศ บริษัทที่ทำธุรกิจกับต่างประเทศ ผลกำไรอาจเปลี่ยนแปลงเนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และถ้าสถานการณ์ทางการเมืองของประเทศที่บริษัทตั้งอยู่ไม่มีเสถียรภาพ บริษัทก็ต้องเผชิญปัญหาไปด้วย
7. จำนวนต้นทุนคงที่ ถ้าต้นทุนของบริษัทมีสัดส่วนของต้นทุนเป็นต้นทุนคงที่สูงซึ่งต้นทุนคงที่จะไม่ลดลงเมื่อยอดขายลดลง ทำให้ความเสี่ยงทางธุรกิจสูง เรียก operating leverage

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

2) ความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk)

ความเสี่ยงทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มขึ้นถ้าบริษัทตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน ตามปกติผู้ถือหุ้นต้องรับความเสี่ยงจากการดำเนินงานตามปกติซึ่งคือความเสี่ยงทางธุรกิจ อันหมายถึงความไม่แน่นอนของกำไรจากการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ถ้าบริษัทมีการใช้หนี้สิน (financial leverage) ความเสี่ยงทางธุรกิจจะมีผลต่อผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ตัวอย่างสมมุติมี กลุ่มบุคคล 20 คน ร่วมกันจัดตั้งบริษัทโดยใช้เงินลงทุนในหุ้นสามัญคนละ 5 เปอร์เซ็นต์เท่า ๆ กัน ทุกคนจะได้รับความเสี่ยงทางธุรกิจเท่า ๆ กัน แต่ถ้าสมมุติว่าบริษัทจัดหาเงินทุนโดยใช้ส่วนของเจ้าของ 60 เปอร์เซ็นต์ และจากหนี้สิน 40 เปอร์เซ็นต์ โดยที่ 12 คนแรกลงทุนในหุ้นสามัญ และ 8 คนหลังลงทุนในรูปของหนี้สิน ในกรณีนี้ผู้ลงทุน 12 คนแรกที่ลงทุนในหุ้นสามัญ จะต้องรับผิดชอบความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัททั้งหมด แทนที่จะเป็น 20 คนเหมือนเดิม ดังนั้นผู้ถือหุ้นสามัญที่เขาถืออยู่เหมือนว่าต้องรับความเสี่ยงเป็น 1.67 เท่าจากเดิม

2.3 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สิน

แหล่งเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้จะมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าเงินทุนจากส่วนของเจ้าของแต่มีความเสี่ยงทางการเงิน เครื่องมือที่เกี่ยวกับหนี้สินที่นิยมมี 2 เครื่องมือดังนี้ (นภาพร นิลาภรณ์กุล, 2548: 239)

1. ระดับภาระผูกพันทางการเงิน (Degree of financial leverage) เป็นการวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นผลจากการมีหนี้สิน ค่าของ DFL จะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจ ยิ่ง DFL มีค่าสูงจะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินสูงเช่นกัน
2. อัตราส่วนทางการเงิน (financial ratio) อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนถึงปริมาณการมีหนี้สินของธุรกิจได้แก่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (debt ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt per equity ratio) ถ้าอัตราส่วนมีค่าสูงยิ่งสะท้อนความเสี่ยงทางการเงินสูงมากเท่านั้น และอัตราส่วนแสดงความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Time interest earned ratio : TIE) ซึ่งบอกว่าบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานสูงเป็นที่เท่าของภาระดอกเบี้ยจ่าย ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าต่ำจะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจมากเท่านั้น และจะมีความหมายชัดเจนมากขึ้นถ้าอัตราส่วนเหล่านี้เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม หรือคู่แข่งกัน

2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนมีดังต่อไปนี้ (นภาพร นิลภรณ์กุล. 2558; เริงรัก จำปาเงิน. 2543 (แปลจาก Fundamentals of Financial Management ของ Brigham and Huston (2001); สุภา ทองคง. 2551))

1. เสถียรภาพของยอดขาย ถ้ายอดขายมีเสถียรภาพ สามารถใช้ประโยชน์จากการกู้ยืมได้มาก อัตราส่วนหนี้สินควรจะอยู่ในระดับสูง หากยอดขายไม่มีเสถียรภาพ การมีหนี้สินมากจะทำให้มีความเสี่ยงสูงที่จะไม่สามารถชำระภาระผูกพันในเรื่องดอกเบี้ยจ่าย และเงินต้น ดังนั้นอัตราส่วนหนี้สินควรจะอยู่ในระดับต่ำ

2. ภาระผูกพันจากการดำเนินงาน ถ้าการดำเนินงานของธุรกิจจำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมาก ทำให้มีภาระผูกพันจากการดำเนินงานสูง มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ดังนั้นจึงไม่ควรก่อหนี้ (financial leverage) ในอัตราที่สูง เพื่อลดผลกระทบที่เกิดจากความเสี่ยงทางการเงิน

3. โครงสร้างภาษีของธุรกิจ เนื่องจากดอกเบี้ยเป็นรายจ่ายที่ประหยัดภาษี หากอัตราภาษีที่ธุรกิจต้องเสียสูง ธุรกิจจะยิ่งประหยัดภาษีได้มาก

4. การหมุนเวียนของเงิน ถ้าธุรกิจมีการหมุนเวียนของเงินดีและอยู่ในระดับสูง ธุรกิจจะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมได้ไม่ยาก แม้ธุรกิจจะมีหนี้สินอยู่ในระดับสูงอยู่แล้วก็ตามแต่ธนาคารหรือสถาบันการเงินอื่น ๆ ยังเต็มใจให้กู้

5. การควบคุม สำหรับผู้ถือหุ้นสามัญที่เกรงว่าการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มจะทำให้อำนาจการควบคุมธุรกิจของตนน้อยลงไป มักพอใจที่จะให้ธุรกิจจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม ธุรกิจขนาดเล็กมักนิยมจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นสามัญ ทั้งนี้เพื่อรักษาไว้ซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการ ส่วนธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีการกระจายของการถือหุ้นค่อนข้างมาก มักจะจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าการก่อหนี้เนื่องจากจะมีผลกระทบต่ออำนาจในการควบคุมกิจการน้อยมาก

6. ธุรกิจในสายตาผู้ให้กู้ ยิ่งธุรกิจก่อหนี้มาก ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะสูง จะถูกผู้ให้กู้จัดอันดับว่าเป็นธุรกิจที่มีภาระหนี้สินสูง จะกู้ยืมได้ยาก

7. ภาวะเศรษฐกิจ สภาพเศรษฐกิจ และ อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดมีผลต่อวิธีการจัดหาเงินทุนในช่วงนั้น ๆ ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำธุรกิจมีแนวโน้มในการก่อหนี้สินสูงควรจัดหาเงินทุนแบบก่อหนี้ระยะสั้น และเมื่อสถานการณ์เปลี่ยนไปจึงค่อยก่อหนี้ระยะยาวหรือออกหุ้นสามัญ

8. ลักษณะการจัดการ รูปแบบวิธีการจัดการ และลักษณะความกล้าเสี่ยงของผู้บริหารเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเช่น ถ้าฝ่ายจัดการชอบเสี่ยงเขาจะจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้สูงเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากต้นทุนของหนี้สินช่วยประหยัดภาษี

9. เงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ หรือการกู้ยืมจากสถาบันการเงินมักถูกกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ และเงื่อนไขในการเพิ่มทุน เช่น ต้องรักษาอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่ต่ำกว่า 1

ภายใน 5 ปีนับจากวันทำสัญญาเงินกู้ ห้ามออกหุ้นกู้ ดังนั้นเมื่อธุรกิจต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่มในครั้งต่อไปต้องไม่ขัดต่อเงื่อนไขดังกล่าว

10. ต้นทุนของการจ้างตัวแทน (Agency costs) เจ้าหนี้ไม่ได้เข้ามาบริหารงานในกิจการเหมือนฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น ดังนั้นเจ้าหนี้อาจระบุเงื่อนไขในสัญญากู้ยืมเพื่อปกป้องเงินทุนของตนเอง เช่น กำหนดอัตราส่วนหนี้สินสูงสุดที่ธุรกิจจะทำได้เพื่อป้องกันไม่ให้ธุรกิจก่อหนี้สินสูงมาก เป็นต้น ข้อห้ามเหล่านี้ทำให้ผู้จัดการหรือตัวแทน (Agency) ถูกจำกัดความสามารถในการจัดการที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับความมั่งคั่งสูงสุด กล่าวคือทำให้การจัดการงานของผู้จัดการทำได้ยากขึ้น ต้องใช้ความสามารถมากขึ้น

11. ความสามารถในการทำกำไร ธุรกิจที่มีผลประกอบการดีสามารถทำกำไรได้มาก และจ่ายเงินปันผลต่ำ ทำให้สามารถสะสมกำไรเป็นกำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในได้มาก จึงทำให้ธุรกิจจัดหาเงินทุนจากหนี้สินลดลง

12. โครงสร้างการแข่งขันของธุรกิจ ธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงจะมีผลทำให้ความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการก่อหนี้ลดลง ดังนั้นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงมักจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าการกู้ยืม

2.5 โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย

คือสัดส่วนที่ดีที่สุดในการจัดหาเงินทุน โดยเมื่อมีการจัดหาเงินทุนตามสัดส่วนนี้แล้ว ธุรกิจจะได้รับประโยชน์สูงสุดใน 2 ประเด็นได้แก่

- 1) ได้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่มีค่าต่ำสุด (Minimize weighted average cost of capital)
- 2) มีมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด (Maximize value of firm หรือ Maximize market value of common stock)

ระดับหนี้สินที่เหมาะสมสำหรับอุตสาหกรรมหนึ่งอาจถือว่าเสี่ยงมากสำหรับบางอุตสาหกรรมเพราะต่างอุตสาหกรรมจะมีความแตกต่างกันในเรื่องลักษณะการดำเนินงาน (Gitman, 2006) โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถดูจากค่าถัวเฉลี่ยของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน เช่น อุตสาหกรรมโรงแรม อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว อุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น จะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับแต่ละอุตสาหกรรมซึ่งจะช่วยเป็นแนวทางให้ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมประเภทนั้น ๆ พิจารณาว่าควรใช้เงินกู้ หรือใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของในสัดส่วนอย่างไรจึงจะเกิดประโยชน์สูงสุด บางขณะสัดส่วนหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของ อาจมากกว่าหรือน้อยกว่าระดับที่ควรจะเป็น แต่บริษัทจะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายในระยะยาว (พรพรณูภา ชูวนิมิตรกุล. 2550)

ตัวอย่างที่ 2.1: การกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ถ้าธุรกิจกำลังพิจารณาตั้งกิจการใหม่ และกำลังพิจารณาทางเลือกหลาย ๆ ทางในการจัดหาเงินทุนคือจากการกู้ยืมและเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ต้นทุนเงินทุนแต่ละแหล่งเงินทุนจะแตกต่างกัน และจะมีค่าเปลี่ยนแปลง เช่นถ้ามีการกู้ยืมจำนวนที่แตกต่างกัน อัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกัน ถ้าผู้เป็นจำนวนน้อยจะเป็นอัตราดอกเบี้ยอัตราหนึ่ง ถ้ามีการกู้ยืมมากขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในขณะเดียวกันต้นทุนเงินทุนของส่วนของเจ้าของจะสูงขึ้นด้วย เนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นด้วย (พรรณภา ชูวนิมิตร กุล. 2550)

สมมติมีทางเลือก 3 ทางที่จะพิจารณาว่าควรมีสัดส่วนหนี้สิน และทุนในอัตราส่วนใดจึงจะเกิดประโยชน์สูงสุด ในแต่ละทางเลือกของโครงสร้างเงินทุน และสามารถทราบต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของเจ้าของ จะสามารถคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1

โครงสร้างเงินทุน	ต้นทุนหลังภาษีของแหล่งเงินทุนนั้น ๆ (ki)	สัดส่วนของแหล่งเงินทุนนั้น ๆ (Wi)	ผลคูณของ Wi ki
ทางเลือกที่ 1			
หนี้สิน	8.0 %	0.40	3.20 %
ทุน	12.2 %	0.6	7.32 %
WACC			10.52 %
ทางเลือกที่ 2			
หนี้สิน	8.5 %	0.50	4.25 %
ทุน	12.5 %	0.50	6.25 %
WACC			10.5 %
ทางเลือกที่ 3			
หนี้สิน	12.0 %	0.60	7.2 %
ทุน	16.0 %	0.40	6.4 %
WACC			13.6 %

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

การกู้เงินจำนวนมากขึ้นจากทางเลือกที่ 1 เป็นทางเลือกที่ 2 ทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น เมื่อความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นทำให้ต้นทุนเงินทุนจากเจ้าของเพิ่มขึ้นด้วย แต่ต้นทุนเฉลี่ยน้ำหนักจะลดลงในตอนแรก เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี แต่เมื่อมีการกู้ยืมมากขึ้นอีกในทางเลือกที่ 3 ความเสี่ยงทางการเงินที่สูงเพิ่มขึ้นทำให้อัตราดอกเบี้ยจึงเพิ่มสูงขึ้น ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นก็เพิ่มสูงขึ้นด้วย นอกจากนั้น ความเสี่ยงจากการล้มละลาย หรือการไม่สามารถจ่ายชำระดอกเบี้ย และจ่ายคืนเงินต้นจะมีสูงขึ้น จนทำให้ประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษีของหนี้สินไม่สามารถชดเชยการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทั้งสอง และความเสี่ยงต่าง ๆ ได้ ทำให้ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าเพิ่มสูงขึ้นจากจุดต่ำสุดนั้น โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดจะมีโครงสร้างเดียวเท่านั้น คือทำให้ต้นทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าต่ำสุด ซึ่งตามตัวอย่างขั้นต้น คือ โครงสร้างที่ 2 ซึ่งมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 0.50: 0.50

2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่นิยมมี 2 ทฤษฎีได้แก่ Trade-Off Theory และ Pecking Order Theory (POT) โดยมีจุดเริ่มทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสมัยใหม่ จาก Franco Modigliani และ Merton H. Miller (M&M approach) ซึ่งมีรายละเอียดของแต่ละทฤษฎีดังต่อไปนี้

2.6.1 ทฤษฎีตามแนวคิดของ Franco Modigliani และ Merton H. Miller (M&M approach)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเริ่มในค.ศ. 1958 เมื่อ Franco Modigliani และ Merton Miller (MM) พบว่าไม่ว่าจัดหาเงินทุนโดยวิธีใดก็ตามจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการซึ่งหมายถึงว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสำคัญ โดยโครงสร้างของ MM ไม่เป็นจริงในประเด็นต่อไปนี้

- 1) ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ (no brokerage costs)
- 2) ไม่มีภาษี (no taxes)
- 3) ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย (no bankruptcy costs)
- 4) ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท
- 5) นักลงทุนมีข้อมูลเช่นเดียวกับผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต
- 6) กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีไม่ถูกรบกวนโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน

ทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้สมมุติฐานว่าตลาดเป็นไปแบบสมบูรณ์โดยบุคคลสามารถกู้ยืม หรือ ให้ยืมในอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง และบริษัทจะถูกแบ่งออกตามระดับชั้นความเสี่ยงของบริษัทนั้นเช่นอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในแต่ละระดับชั้น จะอยู่ระดับเดียวกับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญที่ออกโดยบริษัทอื่นที่อยู่ในระดับความเสี่ยงเดียวกัน มูลค่าของบริษัทไม่ได้ขึ้นกับโครงสร้างเงินทุน แต่ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่คาดไว้ในแต่ละชั้นความเสี่ยง

ต่อมาในปีคศ. 1963 MM ได้เสนอรายงาน โดยยกเลิกข้อสมมุติว่าไม่มีภาษีนิติบุคคล กฎหมายภาษีอากร อนุญาตให้นำดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนภาษีได้ ทำให้บริษัทเริ่มมีการใช้เงินทุนจากหนี้สิน และ MM ได้แสดงให้เห็นว่าถ้าข้อสมมุติอื่น ๆ ยังคงเป็นจริงแล้ว โครงสร้างเงินทุนควรมีหนี้สิน 100 เปอร์เซ็นต์

ทฤษฎีตามแนวคิด M&M approach นี้เป็นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ที่มีการพิจารณามูลค่าของธุรกิจ และต้นทุนของทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแยกพิจารณา 2 กรณี คือ ไม่คำนึงภาษี และ เมื่อมีการคำนึงผลภาษี (นภาพร นิลาภรณ์กุล. 2548)

1.1 เมื่อไม่คำนึงภาษี

มูลค่าของธุรกิจจะมีค่าเท่าเดิมเสมอ ไม่ว่าจะมีส่วนโครงสร้างเงินทุนอย่างไร เช่น บริษัทวิไลศรมาหลามีโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วยหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่ว่าสัดส่วนหนี้สิน: ส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 30: 70 หรือ 70: 30 ก็ตาม สินทรัพย์รวมของบริษัทยังคงมีค่าเท่าเดิม สามารถสรุปเป็นสัญลักษณ์ดังนี้

$$V_L = V_U$$

V_L หมายถึง มูลค่าของธุรกิจที่มีหนี้สิน

V_U หมายถึง มูลค่าของธุรกิจที่ไม่มีหนี้สิน

เมื่อมูลค่าของธุรกิจมีค่าเท่าเดิม ดังนั้นต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก(WACC) จะมีค่าเท่าเดิมไม่ว่าสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงอย่างไร ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักคำนวณ ดังนี้

$$W_d K_d + W_s K_s$$

$$WACC = D/V K_d + E/V K_s$$

จากสมการข้างต้นนำมาจัดสมการใหม่จะได้ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นดังนี้

$$K_s = WACC + (WACC - K_d) \times D/E$$

K_d หมายถึงต้นทุนของหนี้สิน

K_s หมายถึงต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

D หมายถึงปริมาณของหนี้สิน

E หมายถึงปริมาณส่วนของผู้ถือหุ้น

V หมายถึงมูลค่าของธุรกิจ = $D+E$

W_d หมายถึงสัดส่วนของหนี้สิน = D/V

W_s หมายถึงสัดส่วนของผู้ถือหุ้น = E/V

ตัวอย่างที่ 2.2 บริษัทนพเกล้า จำกัดมีต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เท่ากับ 13 % ต้นทุนของหนี้สิน (K_d) เท่ากับ 8 % ถ้าโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนผู้ถือหุ้น ให้คำนวณ

1. ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเท่ากับ 40: 60
2. ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเท่ากับ 60: 40

$$\begin{aligned} 3. K_s &= WACC + (WACC - K_d) \times D/E \\ &= 13\% + (13\% - 8\%) \times 0.4/0.6 \\ &= 16.33\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 4. K_s &= WACC + (WACC - K_d) \times D/E \\ &= 13\% + (13\% - 8\%) \times 0.6/0.4 \\ &= 20.5\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} WACC &= W_d K_d + W_s K_s \\ &= 0.60(8\%) + 0.40(20.5\%) \\ &= 13\% \end{aligned}$$

จากการคำนวณข้างต้นจะพบว่าไม่ว่าสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนจะเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างไร ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ยังคงมีค่าเท่าเดิม

แนวคิดโครงสร้างเงินทุนที่ไม่คำนึงถึงภาษีจะพบว่าเมื่อกำหนดให้ต้นทุนของหนี้สินมีค่าคงที่ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินให้สูงขึ้น จะทำให้ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นเช่นกัน สัดส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้น และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลง ขณะที่ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเป็นการชดเชยต่อกันจึงทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักยังคงมีค่าเท่าเดิม(นภาพร นิลาภรณ์กุล. 2548)

1.2 เมื่อมีการคำนึงผลทางภาษี

การกู้ยืมเงินจะทำให้ธุรกิจได้รับประโยชน์จากประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย ดังนั้นมูลค่าของธุรกิจเมื่อมีการจัดหาเงินทุนจากการใช้หนี้สินจะมีมูลค่าสูงขึ้นเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถประหยัดภาษีได้ แสดงได้ดังสมการดังนี้

$$V_L = V_U + (T \times D \times K_d) / K_d$$

$$V_L = V_U + (T \times D)$$

ตัวอย่างที่ 2.3 บริษัทเต็กดี จำกัด ไม่มีหนี้สิน ปัจจุบันมีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีปีละ 190 ล้านบาท ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทมีค่าเท่ากับ 25 % อัตราภาษีเท่ากับ 30 % ต้องการทราบ

1. มูลค่าของธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน
2. มูลค่าของธุรกิจเมื่อมีการกู้เงิน จำนวน 60 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 12 %

1. จำนวนมูลค่าธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน จำนวนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} V_U &= \text{EBIT}(1-T)/\text{WACC} \\ &= 190 (1-.30)/.25 \\ &= 532 \text{ ล้านบาท} \end{aligned}$$

2. จำนวนมูลค่าธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน

$$\begin{aligned} V_L &= V_U + (T \times D) \\ &= 532 + (0.30 \times 60) \\ &= 550 \text{ ล้านบาท} \end{aligned}$$

เมื่อมูลค่าของธุรกิจมีค่าเพิ่มขึ้น ดังนั้น ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) จะมีค่าลดลงยังมีการใช้หนี้สินมากเท่าใด ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักยิ่งลดลงมากขึ้นเท่านั้นสามารถคำนวณดังนี้

$$\begin{aligned} \text{WACC}_L &= W_d K_{dt} + W_s K_s \\ \text{WACC}_L &= D/V K_d (1-t) + E/V K_s \end{aligned}$$

จากสมการข้างต้นจะได้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\begin{aligned} K_s &= \text{WACC}_U + (\text{WACC}_U - K_d) \times (D/E) (1-t) \\ \text{WACC}_U &= \text{ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อไม่มีหนี้สิน} \\ \text{WACC}_L &= \text{ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อมีหนี้สิน} \end{aligned}$$

ตัวอย่างที่ 2.4 จากตัวอย่างที่ 2.3 ให้คำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อมีการกู้ยืม

เมื่อมีการกู้ยืม 60 ล้านบาททำให้มูลค่าของธุรกิจ 550 ล้านบาท ดังนั้นส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเท่ากับ 490 ล้านบาท (550-60 ล้านบาท) การคำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\begin{aligned} K_s &= \text{WACC}_U + (\text{WACC}_U - K_d) (D/E)(1-t) \\ &= 25\% + (25\% - 12\%) \times (60/490) \times (1-0.3) \\ &= 25\% + 1.11\% \\ &= 26.11\% \end{aligned}$$

$$\text{WACC}_L = D/V K_d (1-t) + E/V K_s$$

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

$$= (60/550) \times 12\% \times (1-0.30) + 490/550 \times 26.11\% \\ = 24.18\%$$

ตัวอย่างที่ 2.5 บริษัทเพียงจันทร์ จำกัด ไม่มีหนี้สิน ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเท่ากับ 18 % กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี ปีละ 10 ล้านบาท อัตราภาษี 30 % กำลังพิจารณากู้เงิน 15 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 10 % ผลกระทบที่เกิดขึ้นเป็นอย่างไร

คำนวณมูลค่าของธุรกิจก่อนกู้ยืม ดังนี้

$$V_U = EBIT(1-t)/WACC$$

$$= 10(1-0.30)/0.18$$

$$= 38.89 \text{ ล้านบาท}$$

คำนวณมูลค่าของธุรกิจเมื่อมีการกู้ยืม ดังนี้

$$V_L = V_U + (T \times D)$$

$$= 38.89 + (0.3 \times 15)$$

$$= 43.39 \text{ ล้านบาท}$$

เมื่อมีการกู้ยืมเงินจำนวน 15 ล้านบาททำให้มูลค่าของธุรกิจเพิ่มขึ้นเป็น 43.39 ล้านบาท ดังนั้นส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเท่ากับ $43.39 - 38.89 = 4.5$ ล้านบาท

$$K_s = WACC_U + (WACC_U - K_d) \times (D/E) \times (1-T)$$

$$= 18\% + (18\% - 10\%) \times (15/28.39) \times (1-0.3)$$

$$= 18\% + 8\% \times 0.528355 \times 0.7$$

$$= 18\% + 2.9588$$

$$= 20.96\%$$

$$WACC_L = D/V K_d (1-T) + E/V K_s$$

$$= (15/43.39) \times 10\% \times (1-0.3) + (28.39/43.39) \times 20.96\%$$

$$= 15.70\%$$

จากแนวคิดนี้พบว่ายังมีการกู้ยืมมากเท่าใดจะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าลดลงเพราะดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี แนวคิดนี้จึงสนับสนุนให้กู้ยืมมาก

ข้อจำกัดอย่างหนึ่งที่มีผลต่อการก่อหนี้ของบริษัทอยู่ในรูปของต้นทุนล้มละลาย (bankruptcy costs) การที่บริษัทมีหนี้สินสูงอาจมีความเป็นไปได้ที่ไม่สามารถจ่ายชำระคืนเงินกู้ให้แก่เจ้าหนี้ตามสัญญาได้ และเมื่อมีเหตุการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นแล้วสุดท้ายสิทธิการเป็นเจ้าของในสินทรัพย์จะถูกโอนจากผู้ถือหุ้นสามัญไปเป็นเจ้าของหนี้ต่อไป

บริษัทจะกลายเป็นบริษัทล้มละลายเมื่อมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทเท่ากับมูลค่าของหนี้สินที่ได้ก่อขึ้น และเมื่อเป็นเช่นนี้ มูลค่าของส่วนของของผู้ถือหุ้นจะเท่ากับศูนย์ และผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องยกอำนาจในการบริหารบริษัทไปให้แก่เจ้าหนี้แทน (พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิติติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2009: หน้า 315 แปลจาก fundamentals of corporate finance ของ Ross และ Jordan, 2008) ข้อสมมุติของ MM ประการหนึ่งคือไม่มีต้นทุนจากการล้มละลาย (no bankruptcy costs) แต่ในทางปฏิบัติ บริษัทที่อยู่ในภาวะล้มละลาย จะต้องเสียค่าใช้จ่ายในเรื่องของทนาย และค่าใช้จ่ายทางบัญชีสูงมาก นอกจากนี้บริษัทยังประสบปัญหาในการรักษาลูกค้าเดิม ผู้ขายวัตถุดิบ รวมทั้งพนักงานไว้ การล้มละลายยังทำให้บริษัทต้องขายสินทรัพย์ออกไปในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นจะเห็นได้ว่าต้นทุนที่เกี่ยวกับการล้มละลายอาจจะหักกลบลบกันไปกับผลประโยชน์ที่เกิดจากการกู้ยืมเงินจากการช่วยประหยัคภาษีของดอกเบี้ย ทำให้เกิดการพิจารณาแนวคิดที่เรียกว่า The trade off theory of leverage ซึ่งบริษัทจะต้องเลือก (trade-off) ระหว่างผลประโยชน์ของหนี้สินกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

2.6.2 ต้นทุนโครงสร้างเงินทุนแบบสถิต: Static Trade-Off Theory

ทฤษฎีนี้มาพัฒนามาจากสมมุติฐานของ Modigliani และ Miller (1963) ทฤษฎีนี้กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของบริษัททำได้โดยการเปรียบเทียบระหว่างประโยชน์และต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมเพิ่มขึ้น (Cole, 2008) ซึ่งประโยชน์จากการมีหนี้สินคือดอกเบี้ยจ่ายสามารถประหยัดภาษี ส่วนต้นทุนของการมีหนี้สินคือต้นทุนการล้มละลาย (bankruptcy costs) (Kim 1978; Kraus and Litzenberger, 1973) และต้นทุนตัวแทน (Jensen and Mekling 1976; Myers, 1977) ตามทฤษฎีนี้บริษัทที่มีความมั่นคง มีสินทรัพย์ค้ำประกันมาก และมีกำไรที่ต้องเสียภาษีมากจะมีอัตราส่วนหนี้สินสูง Titman and Wessels (1988) กล่าวว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันมากจะทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้มาก เพราะถ้าการลงทุนที่กู้ยืมเงินไปล้มเหลว เจ้าหนี้จะสามารถ charge เอากับหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ตามทฤษฎีนี้บริษัทที่มีกำไรมากจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษีโดยการกู้ยืม เพราะมีโอกาสน้อยที่บริษัทเหล่านี้จะล้มละลาย

2.6.3 Pecking Order Theory (POT)

Pecking Order Theory ถูกนำเสนอโดย Stewart C. Myers (1984) ทฤษฎีนี้มาจากความอสมมาตรของข้อมูล (asymmetric information) นั่นคือผู้จัดการหรือผู้บริหารทราบเกี่ยวกับแนวโน้มอนาคต ความ

เสี่ยง และมูลค่าของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก เนื่องจากผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุน ซึ่งสามารถสังเกตได้จากการที่ราคาหุ้นสามัญเปลี่ยนแปลงอันเกิดจากการประกาศของผู้บริหาร ตัวอย่างเช่น ถ้าผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่ม โดยปกติราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเพราะนักลงทุนตีความว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มเป็นสัญญาณถึงความมั่นใจที่ผู้บริหารมั่นใจถึงกำไรสุทธิในอนาคต หรืออีกนัยหนึ่งการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลเป็นการส่งผ่านข้อมูลจากผู้บริหารถึงนักลงทุน

ข้อมูลที่ไม่สมมาตร (asymmetric information) มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน แหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งนำไปสู่ Pecking Order ซึ่งกล่าวว่าทฤษฎีนี้กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในคือจากกำไรสะสมมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนจากการออกหุ้นทุน ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ จะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยในขั้นแรกจะกู้ยืมจากธนาคาร หลังจากนั้นจะใช้หนี้สาธารณะ และแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน ดังนั้นบริษัทที่มีกำไรจึงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อมาลงทุนในโครงการใหม่น้อยเพราะบริษัทเหล่านี้มีเงินทุนเพียงพอในรูปแบบกำไรสะสม Ross (1977) อธิบายว่าหนี้สินเป็นวิธีที่จะเพิ่มความไว้วางใจนักลงทุนที่มีต่อบริษัท ถ้าบริษัทระดมเงินทุนโดยการกู้ยืม เป็นสัญญาณให้ตลาดทราบว่าเป็นบริษัทคาดหวังการเพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดในอนาคต ดังนั้นยิ่งระดับหนี้สินมากแสดงถึงความมั่นใจของผู้จัดการที่มีต่อเงินสดในอนาคต ถ้าบริษัทจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญสำหรับรองรับโครงการลงทุนใหม่ นักลงทุนจึงตีความหมายในเชิงลบ

การนำทฤษฎี Pecking Order ไปใช้

1. บริษัทพอใจจะใช้แหล่งเงินทุนภายใน
2. บริษัทปรับอัตราเงินปันผลจ่ายตามเป้าหมายให้เหมาะกับโอกาสในการลงทุน ในขณะที่พยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลในทันทีทันใด
3. นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ sticky รวมทั้งความไม่แน่นอนของกำไรซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ และโอกาสในการลงทุน หมายความว่ากระแสเงินสดซึ่งเกิดจากแหล่งภายในบางครั้งมากกว่าการลงทุนประเภททุน และบางครั้งน้อยกว่า ถ้ามากกว่าบริษัทจะชำระหนี้สิน หรือลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนมือง่าย ถ้าน้อยกว่าบริษัทจะดึงเงินสดออกมาใช้ หรือขายหลักทรัพย์เปลี่ยนมือง่าย
4. ถ้าต้องการแหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทจะออกหุ้นกู้ก่อน หลังจากนั้นอาจจะออกหลักทรัพย์แบบผสม (hybrid) เช่นหุ้นกู้ที่สามารถแปลงสภาพได้ และจะออกหุ้นสามัญเป็นแหล่งสุดท้าย

ตามทฤษฎีนี้จะไม่ยึดอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นตามเป้าหมาย (target debt-equity mix) เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของสองแหล่ง ภายในและภายนอก ชนิดหนึ่งคือกำไรสะสมซึ่งอยู่ลำดับแรกของ Pecking Order และลำดับสุดท้ายของ Pecking Order ตาม Pecking Order อธิบายว่าทำไมบริษัทที่ทำกำไรดีตามปกติกู้ยืมน้อย ไม่ใช่เพราะบริษัทเหล่านี้มีเป้าหมายอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำแต่

เพราะบริษัทเหล่านี้ไม่ต้องการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทที่มีกำไรน้อยออกหุ้นกู้เพราะเขาไม่มีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอสำหรับโครงการลงทุน ตามทฤษฎี Pecking Order ความดึงดูดใจในเรื่องประหยัดภาษีของดอกเบี้ยมีความสำคัญเป็นอันดับสอง อัตราส่วนหนี้สินจะเปลี่ยนแปลงเมื่อเกิดความไม่สมดุลระหว่างกระแสเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายใน เงินปันผล และโอกาสในการลงทุนที่แท้จริง บริษัทที่มีกำไรสูงแต่มีโอกาสนำการลงทุนน้อยจะลดอัตราส่วนหนี้สินลงให้ต่ำ บริษัทที่มีโอกาสนำการลงทุนแต่แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจะกู้ยืมเพิ่มขึ้น ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ภายในอุตสาหกรรมที่สวนทางกันระหว่างประสิทธิภาพการทำกำไรและการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืม สมมุติว่าตามปกติบริษัทลงทุนเพื่อให้เจริญเติบโตทันกับบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ดังนั้นอัตราการลงทุนจะคล้ายคลึงกันภายในอุตสาหกรรม ถ้าการจ่ายเงินปันผลเป็นไปอย่างเข้มงวด บริษัทที่มีกำไรน้อยจะมีแหล่งเงินทุนภายในน้อยและจะจบลงด้วยการกู้ยืมมากขึ้น

2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร

เมื่อผู้บริหารได้รับการมอบอำนาจในการตัดสินใจจากผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งในผลประโยชน์ (conflict of interest) agency theory เมื่อกลุ่มบุคคลหนึ่ง (the principals) ข้างบุคคลอื่น (the agent) เพื่อให้บริหารงานแทนโดยมอบอำนาจหน้าที่ในการตัดสินใจให้กับตัวแทนนั้น ความสัมพันธ์นี้จะมีอยู่ด้วยกันสองกลุ่มคือ 1) ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และ 2) ระหว่างผู้ถือหุ้นผ่านผู้บริหารกับเจ้าหนี้

1) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร อาจเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ 100 เปอร์เซ็นต์จึงมีแรงจูงใจที่ผู้บริหารจะไม่พยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น เช่นอาจซื้อรถประจำตำแหน่งแพง ๆ ให้ตนเอง ซื้อเครื่องบินส่วนตัว การกำหนดวันลาพักผ่อนที่มาก เพราะผลประโยชน์ต่าง ๆ (perquisites) มากขึ้นเพราะค่าใช้จ่ายส่วนนี้จะเป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลภายนอกบางส่วน ความขัดแย้งดังกล่าวจะเกิดได้มากถ้าผู้บริหารมีเงินสดไว้ใช้จ่ายมากเกินไป ผู้บริหารอาจใช้เงินสดนั้นลงทุนในโครงการที่ไม่นำลงทุน หรือนำเงินไปใช้จ่ายส่วนตัว เช่นการตกแต่งห้องทำงานให้หรูหรา การตั้งงบประมาณสำหรับผู้บริหารไปพักผ่อนต่างประเทศ ซึ่งสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้ไม่มีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นสูงสุด แต่ถ้าบริษัทมีกระแสเงินสดที่สามารถนำไปใช้จ่ายก็อาจทำให้ไม่สามารถนำเงินไปใช้ในสิ่งที่ไม่เกิดประโยชน์ต่อมูลค่าหุ้นได้น้อย บริษัทสามารถลดเงินสดที่มีมากเกินไปความจำเป็นได้หลายวิธีเช่น การจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น การซื้อหุ้นสามัญกลับคืน (stock repurchases) หรือใช้วิธีใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้น โดยพิจารณาว่าถ้าบริษัทมีภาระหนี้สินเพิ่มจะทำให้ผู้บริหารมีความระมัดระวังในการดำเนินงานมากขึ้น ถ้าบริษัทไม่สามารถชำระหนี้สินได้บริษัทอาจถูกบังคับให้ล้มละลายได้ และผู้บริหารจะตกงาน การซื้อกิจการด้วยหนี้สิน (leverage buyout: LBO) วิธีนี้จะใช้

หนี้สินเพื่อชำระค่าหุ้นสามัญของบริษัท ภาระหนี้สินที่สูงทำให้ผู้บริหารระมัดระวังการใช้จ่ายเงินสด เช่นผู้บริหารอาจไม่ตั้งงบค่าใช้จ่ายสำหรับไปพักผ่อน

2) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นผ่านผู้บริหารกับเจ้าหนี้

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นผ่านผู้บริหารกับเจ้าหนี้ โดยที่เจ้าหนี้จะมีสิทธิในรายได้ (earnings) ของบริษัทบางส่วน จากการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นให้แก่เจ้าหนี้ นอกจากนี้เจ้าหนี้ยังมีสิทธิเหนือสินทรัพย์ของบริษัท ในกรณีที่บริษัทล้มละลาย ในขณะที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของจะมีอำนาจ (ผ่านผู้บริหาร) ในการตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ที่จะส่งผลต่อกำไรและความเสี่ยงของบริษัท ถ้าต่อมาเจ้าของ ตัดสินใจรับโครงการขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าที่เจ้าหนี้ได้คาดการณ์ไว้มาก ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนี้ทำให้อัตรากลับผลตอบแทนที่ต้องการของเจ้าหนี้สูงขึ้น และทำให้ราคาของหุ้นที่มีอยู่เดิมลดลง ถ้าโครงการใหม่ประสบความสำเร็จ ผู้เป็นเจ้าของจะได้ประโยชน์ เนื่องจากเจ้าหนี้เดิมจะได้รับแต่อัตราดอกเบี้ยที่คงที่ในอัตราเดิม แต่ถ้าโครงการใหม่นี้ล้มเหลว เจ้าหนี้จะต้องมาร่วมเฉลี่ยความสูญเสียด้วย หรือในกรณีที่ผู้บริหารกู้ยืมเงินมาเพิ่มเพื่อนำเงินมาซื้อหุ้นสามัญกลับคืนเพื่อให้อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity) สูงขึ้น มูลค่าของหนี้เดิมอาจจะลดลง เนื่องจากการมีหนี้เพิ่มขึ้น ทำให้มีผู้ที่มีสิทธิในกระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทมีมากขึ้น ในทั้งสองกรณี คือ ทั้งการที่สินทรัพย์มีความเสี่ยงสูงขึ้น และการเพิ่มหนี้สิน เจ้าของจะได้รับประโยชน์จากการที่เจ้าหนี้เสียประโยชน์ (เริงรัก จำปาเงิน. 2543 : แปลจาก Fundamentals of Financial Management ของ Brigham and Huston (2001))

แนวคิดการใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหารเป็นแนวคิดที่ได้รับการสนับสนุนจาก Jensen and Meckling (1976) :กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไม่ได้ถูกกำหนดด้วยผลของภาษี แต่เพราะ agency costs ของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ความจริงนี้สามารถอธิบายได้ถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ปัญหาแรกคือปัญหาผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ โดยผ่านผู้บริหาร เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหานี้ผู้ถือหุ้นอาจจะออกเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญาการกู้ หรืออาจต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง ปัญหาที่สองระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ผู้บริหารจะพยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ตัวเอง โดยเป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการมีต้นทุนของตัวเองแทน (agency costs) ทั้งทางด้านเจ้าหนี้ และเจ้าของ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมคือจุดที่ต้นทุนของตัวเองแทน (agency costs) ต่ำสุด

2.8 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับวิสาหกิจขนาดย่อม

วิสาหกิจขนาดย่อม (Small and Medium Enterprises: SMEs) บางทีเรียกว่าธุรกิจขนาดเล็ก

2.8.1 วิสาหกิจขนาดย่อมครอบคลุมกิจการ 3 กลุ่มใหญ่ได้แก่

1. การผลิต (Product Sector) ครอบคลุมการผลิตในภาคเกษตรกรรม (Agricultural Processing)

ภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing) และเหมืองแร่ (Mining)

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

2. การค้า (Trading Sector) ครอบคลุมการค้าส่ง (Wholesale) และการค้าปลีก (Retail)

3. การบริการ (Service Sector)

2.8.2 เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกกิจการของธุรกิจขนาด เล็ก

เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกกิจการว่าจะเป็นวิสาหกิจขนาดกลางหรือขนาดย่อมคือ

- 1) มูลค่าชั้นสูงของสินทรัพย์ถาวร
- 2) จำนวนการจ้างงาน

การจำแนกประเภทของ SMEs โดยใช้มูลค่าชั้นสูงของสินทรัพย์ถาวร สามารถจำแนกได้ดังนี้

1. การผลิต: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 ล้านบาท
2. การบริการ: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 ล้านบาท
3. การค้า

3.1 คำส่ง: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 100 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 ล้านบาท

3.2 คำปลีก วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 60 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 30 ล้านบาท

การจำแนกประเภทของ SMEs โดยใช้เกณฑ์จากจำนวนการจ้างงานสามารถจำแนกได้ดังนี้

1. การผลิต: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 คน
2. การบริการ: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 คน
3. การค้า

3.1 คำส่ง: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 50 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 25 คน

3.2 คำปลีก วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 30 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 15 คน

2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Campbell , K. & Jerzemowska , M. (2001) วิจัยเรื่อง Capital structure decisions made by companies in transitional economy ใช้สถิติ regression ในการวัดผลของขนาดบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร โอกาสในการเจริญเติบโต ค่าใช้จ่ายที่ช่วยประหยัดภาษีนอกเหนือจากดอกเบี้ย และโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัท ที่มีต่ออัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาสนับสนุน Pecking Order theory

Kyereboah-Coleman, A. (2007) วิจัยเรื่อง The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions โดยศึกษาสถาบันการเงินขนาดเล็ก 52 สถาบันในประเทศกานา ใช้สถิติ Regression ผลการศึกษาพบว่าสถาบันการเงินขนาดเล็กส่วนใหญ่มีอัตราส่วนหนี้สิน และใช้การกู้ยืม

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ระยะยาวมากกว่าการกู้ยืมระยะสั้น สถาบันที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูงมีผลการดำเนินงานดี โดยพิจารณาจากการมีลูกค้าน้อยกว่า เกิดการประท้วงทางเศรษฐกิจ และมีความสามารถในการรับความเสี่ยงมากกว่า

Margaritis, D. & Psillaki, M. (2007) วิจัยเรื่อง Capital Structure and Firm Efficiency โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมกับประสิทธิภาพของบริษัท จากจำนวนตัวอย่าง 12,240 บริษัทในประเทศนิวซีแลนด์ โดยใช้สถิติ Data Envelopment Analysis (DEA) และสถิติ quartile regression ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพของบริษัทเป็นบวกที่ระดับหนี้สินต่ำถึงระดับกลาง และเป็นลบที่ระดับหนี้สินสูง ขนาดของบริษัทไม่มีผลต่อระดับหนี้สิน ผลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนและกำไรที่มีต่อระดับหนี้สินเป็นบวก

Mazur, K. (2007) วิจัยเรื่อง The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทในประเทศโปแลนด์ จำนวน 238 บริษัท ระหว่างปี 2000-2004 ใช้สถิติ Correlation และ Multiple Regression ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างสินทรัพย์ ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของบริษัท สภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ลักษณะเฉพาะของผลิตภัณฑ์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ผลการศึกษานับสนุน Pecking Order theory

Ebaid (2009) วิจัยเรื่อง The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทตัวอย่างในประเทศอียิปต์จำนวน 64 บริษัท ใช้ข้อมูลระหว่างปี 1997-2005 ตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้คืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (Profit margin) ใช้สถิติ Multiple regression ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลน้อย จนถึงไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Omran, M. & Pointon, J. (2009) วิจัยเรื่อง Capital structure and firm characteristics : An Empirical Analysis Analysis From Egypt โดยใช้ตัวอย่างจำนวน 64 บริษัทของประเทศอียิปต์ ใช้ข้อมูลระหว่างปี 1997-2005 ใช้สถิติ Multiple Regression ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรขั้นต้น

Parlak, D. (2010) วิจัยเรื่อง Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms โดยใช้ตัวอย่างบริษัทในประเทศตุรกี จำนวน 145 บริษัทซึ่งมีงบการเงินระหว่างปี 2004-2008 ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน ต่อยอดขาย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราภาษีของบริษัท ขนาดของบริษัท ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท หลักประกันการกู้ยืม ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทางลบกับ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ความเสี่ยง และมีความสัมพันธ์ทาง

ลกับ ขนาดของบริษัท และหลักประกันการกู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Pecking Order Theory กล่าวคือ บริษัทพอใจใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการในการลงทุน และสอดคล้องกับทฤษฎี Market Timing Thesis โดยปีที่บริษัทประสบปัญหาทางธุรกิจ มูลค่าหุ้นตกลง และขาดแคลนแหล่งเงินทุนภายใน บริษัทจะพึ่งการกู้ยืมธนาคารไม่ว่าขนาดของบริษัทจะเป็นอย่างไร และความเสี่ยงของบริษัทจะมากหรือน้อยเพียงใด

Qiu, M. & La, B. (2010) วิจัยเรื่อง Firm characteristics as Deteminants of Capital Structures in Australia โดยศึกษาข้อมูล 367 บริษัทในประเทศออสเตรเลีย โดยข้อมูลที่น่ามาศึกษาอยู่ระหว่างปี 1992-2006 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเจริญเติบโตที่คาดหวัง ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่กู้ยืมมีผลกำไรดีกว่าบริษัทที่ไม่กู้ยืม ประสิทธิภาพกำไร และขนาดของบริษัทไม่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Pecking Order theory และ Agency theory แต่ไม่สอดคล้องกับ Tade-off theory

Afza, T. & Hussain, A. (2011) วิจัยเรื่อง Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan โดยใช้สถิติ Regression จำนวนตัวอย่าง 26 บริษัทในอุตสาหกรรมรถยนต์ของประเทศปากีสถาน ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรอิสระได้แก่สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง ต้นทุนเงินทุน ประโยชน์ด้านภาษีจากการกู้ยืม ประโยชน์ด้านภาษีจากรายการอื่นที่ไม่ได้เกิดจากการกู้ยืม ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประโยชน์ด้านภาษี สภาพคล่องมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Trade-off Theory และ Pecking Order Theory

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยเรื่องโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาประเทศไทยมีขั้นตอนและวิธีดำเนินการวิจัยตามลำดับดังนี้

3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในวิจัย และโมเดลที่ใช้ในการวิจัย

3.3 สมมุติฐานของการวิจัย

3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

3.1.1 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาวิจัยกำหนดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทยกลุ่มการผลิต เป็นกิจการขนาดย่อมคือมีขนาดสินทรัพย์ถาวรไม่เกิน 50 ล้านบาท ในกลุ่มการผลิตจำนวน 193 กิจการ ซึ่งมีข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนสำหรับช่วงเวลา 4 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2550-2553 รวม 772 ตัวอย่าง ในการศึกษาวิจัยกำหนดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทยกลุ่มการก่อสร้างเป็นกิจการขนาดย่อมในกลุ่มการก่อสร้างจำนวน 200 กิจการ ซึ่งมีข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนสำหรับช่วงเวลา 4 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2550-2553 รวม 800 ตัวอย่าง ในในการศึกษาวิจัยกำหนดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทยกลุ่มโรงแรมเป็นกิจการขนาดย่อมในกลุ่มโรงแรมจำนวน 200 กิจการ ซึ่งมีข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนสำหรับช่วงเวลา 4 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2550-2553 รวม 800 ตัวอย่าง กิจการที่เป็นตัวอย่างจะไม่รวมวิสาหกิจขนาดกลาง หรือบริษัทขนาดใหญ่

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และโมเดลที่ใช้ในการวิจัย

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่นำมาซึ่งนำมาซึ่งตัวแปรในงานวิจัยนี้มี 2 ทฤษฎีคือ Static Trade-Off theory กล่าวว่าบริษัทจะกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งบริษัทต้องเลือกระหว่างประโยชน์ของหนี้สิน (ประโยชน์จากภาษี) กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ประโยชน์ของหนี้สินคือช่วยลดภาษี ซึ่งต้องพยายามปรับให้สมดุลกับต้นทุนของการล้มละลาย (bankruptcy costs) (Kim 1978; Kraus and Litzenger, 1973) และ ต้นทุนตัวแทน (agency costs) อีกทฤษฎีคือ pecking order theory มาจากความอสมมาตรของข้อมูล (asymmetric information) นั่นคือผู้จัดการหรือผู้บริหารทราบเกี่ยวกับแนวโน้มอนาคต ความเสี่ยง และมูลค่าของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ จะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยในขั้นแรกจะกู้ยืมจากธนาคาร หลังจากนั้นจะใช้หนี้สาธารณะ และแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน ดังนั้นบริษัทที่มีกำไรจึงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อมาลงทุนในโครงการใหม่น้อยเพราะบริษัท

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

เหล่านี้มีเงินทุนเพียงพอในรูปแบบกำไรสะสม จากสองทฤษฎีนี้สามารถนำมากำหนดตัวแปรและโมเดลที่ใช้ในการวิจัยดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.2.1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และโมเดลที่ใช้ในการวิจัยสำหรับกำหนดปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

3.2.1.1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดย่อม ประกอบด้วย 1) อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินของกิจการ และ 2) ปัจจัยของกิจการที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน

1. อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินของกิจการ

อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินของกิจการที่ใช้ในการวิจัยนี้คืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม :ซึ่งอัตราส่วนนี้คำนวณจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นคำนวณจากหนี้สินระยะสั้นหารด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวคำนวณจากหนี้สินระยะยาวหารด้วยสินทรัพย์รวมซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Omran and Pointon, 2009; Ebaid, 2009)

2. ปัจจัยของกิจการที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน

ปัจจัยของบริษัทที่น่าจะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีดังต่อไปนี้

1) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PROF)

Myers (1984) กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมเป็นอันดับแรก ถัดมาคือจากการกู้ยืม ลำดับสุดท้ายคือจากการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามมุมมองนี้ซึ่งคือมุมมองของ pecking order theory กำไรของบริษัทที่สะสมไว้จะเป็นตัวกำหนดนโยบายหนี้สิน ดังนั้นตาม pecking order theory คาดว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลในทางลบกับโครงสร้างเงินทุน อย่างไรก็ตาม static trade-off theory บริษัทเล็กที่จะกู้ยืมมากเพื่อต้องการได้ประโยชน์จากการที่ดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี ดังนั้นตามทฤษฎีนี้คาดว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลในทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน มีงานวิจัยจำนวนมากยืนยันความสามารถในการทำกำไรมีผลในทางลบกับโครงสร้างเงินทุน (Titman and Wessels 1988; Friend and Lang 1988; Rajan and Zingales 1995; Campbell and Jerzemowska 2001; Bevan and Danbolt 2002; Abor, 2005; Abor, 2007) ในงานวิจัยนี้ใช้ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นตัวประมาณความสามารถในการทำกำไรของบริษัทซึ่งในงานวิจัยนี้ได้จากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม

2) สภาพคล่อง (Liquidity :LIQUI)

ตามมุมมองของ pecking order theory การมีแหล่งเงินทุนภายนอกจะแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรแล้วยังแสดงถึงสภาพคล่อง ดังนั้นตาม pecking order theory คาดว่าสภาพคล่อง มีผลในทางลบกับโครงสร้างเงินทุน (Titman and Wessels 1988; Friend and Lang 1988; Rajan and Zingales 1995; Campbell and Jerzemowska 2001; Bevan and Danbolt 2002) อย่างไรก็ตาม Jensen (1986) กล่าวว่าบริษัทที่มีเงินสดมากควรจะใช้เพื่อป้องกันไม่ให้ผู้จัดการเอาเงินสดไปใช้อย่างเปล่าประโยชน์ ซึ่ง

แสดงเป็นนัยว่าสภาพคล่อง มีผลในทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน มีงานวิจัยจำนวนมากยืนยันสภาพคล่องมีผลในทางลบกับโครงสร้างเงินทุน (Titman and Wessels 1988; Friend and Lang 1988; Rajan and Zingales 1995; Campbell and Jerzemowska 2001; Bevan and Danbolt 2002) งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวแทนของสภาพคล่องของบริษัท

3) ขนาดของบริษัท

มีนักวิจัยหลายท่านกล่าวว่าอัตราส่วนหนี้สินอาจมีความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัท

Warner (1977) แสดงว่าบริษัทที่ใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่มีโอกาที่จะล้มละลายน้อยกว่า Wessels (1988) รายงานว่าบริษัทใหญ่มีโอกาสน้อยที่จะล้มละลาย เนื่องจากบริษัทมีการกระจายการลงทุน (diversified) ดังนั้นน่าจะมีผลทางบวกระหว่างขนาดและอัตราหนี้สินของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Smith (1977) พบว่าต้นทุนของหนี้สินสำหรับกิจการขนาดเล็กสูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ งานวิจัยของ Harris and Raviv (1991), Rajan and Zingales (1995), Wald (1999), and Booth et al. (2001), Deari and Deari (2009), Afza & Hussain (2011) สนับสนุนว่าบริษัทขนาดใหญ่มีหนี้สินสูง ยิ่งไปกว่านั้นต้นทุนการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินและหุ้นสามัญมีผลในทางลบกับขนาดของกิจการ บริษัทขนาดใหญ่จะสามารถลดต้นทุนในการจัดหาเงินกู้ระยะยาว (Chen, 2004). ตามปกติบริษัทขนาดใหญ่ชอบจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมระยะยาว ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กจะจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมระยะสั้น (Marsh, 1982) Myers and Majluf (1984) รายงานว่าความอสมมาตรของข้อมูลจะน้อยกว่าในบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นบริษัทเหล่านี้จึงมีแรงจูงใจที่จะจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญมากกว่าหนี้สิน มีงานวิจัยจำนวนมากจำนวนมากที่รายงานความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างขนาดของบริษัทกับระดับหนี้สิน (Rajan and Zingales 1995; Barclay and Smith 1996; Bevan and Dobolt 2002) ยิ่งไปกว่านั้น Bevan and Danbolt (2002) พบว่าความสัมพันธ์ขึ้นอยู่กับลักษณะของกู้ยืม ความสัมพันธ์ควรจะเป็นบวกถ้าเป็นหนี้สินระยะยาว และเป็นความสัมพันธ์ทางลบถ้าเป็นหนี้สินระยะสั้น งานวิจัยนี้ใช้ \log ของสินทรัพย์รวม โดยคาดว่าขนาดของบริษัทมีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

4) ความเสี่ยงทางธุรกิจ

เป็นที่ยอมรับว่าหนี้สินมีผลต่อการเพิ่มความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัท และอาจทำให้บริษัทล้มละลายได้ บริษัทที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานสูงมีโอกาสน้อยที่จะเกิดภาวะล้มละลาย จากการที่ความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ได้เกี่ยวข้องกับการที่รายได้ไม่แน่นอน ทำให้ผู้บริหารที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงพยายามหลีกเลี่ยงที่จะมีหนี้สินเกินความจำเป็น ตาม pecking order theory ทำนายว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่แน่นอนจะพยายามสะสมเงินสดในปีที่ผลการดำเนินงานที่ดีเพื่อหลีกเลี่ยงการลงทุนที่น้อยในอนาคต (Qian et al. , 2007) ดังนั้นจึงคาดว่าผลในทางลบระหว่างความเสี่ยงกับอัตราส่วนหนี้สิน ในงานวิจัยนี้ความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัท แม้ว่า Hsia (1981) จะพบความสัมพันธ์ทางบวก งานวิจัยนี้ความ

เสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี หรือ กำไรจากการดำเนินงานสำหรับช่วงสี่ปี จากนั้นนำมาหารด้วยสินทรัพย์รวม

5) โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท

มีนักวิจัยจำนวนมาก (Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977; and Stulz, 1990) กล่าวว่าหนี้สินมีผลในทางลบกับโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่กำลังเจริญเติบโตมีโอกาสนในการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงโดยที่เจ้าหนี้เป็นผู้รับความเสี่ยง ตาม pecking order theory บริษัทที่มีการเจริญเติบโตสูง จะมีความต้องการเงินทุนมากขึ้น บริษัทเหล่านี้จะออกหุ้นที่มีปัญหาน้อยกว่ากับความไม่สมมาตรของข้อมูลเช่นหนี้สินระยะสั้น บริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตมาก จะกู้ยืมมากซึ่งสอดคล้องกับ Pecking Order theory ที่กล่าวว่ามีผลในทางบวกระหว่างการกู้ยืมและโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท ผลงานวิจัยที่ผ่านมาสนับสนุนว่ามีผลในทางลบระหว่างหนี้สินและอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (Titman and Wessels (1988); Rajan and zingales (1995), Barclay and Smith (1996)) ผลงานวิจัยที่ผ่านมาสนับสนุนว่ามีผลในทางบวกระหว่างหนี้สินและอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (Rajan and Zingales, 1995; Wald, 1999) งานวิจัยนี้ใช้อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายเป็นตัวประมาณอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท

6) โครงสร้างสินทรัพย์

บริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมากสามารถกู้ยืมได้ง่ายเนื่องจากสามารถใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ธนาคารอาจลดดอกเบี้ยเงินกู้ให้บริษัทที่มีกลุ่มสินทรัพย์ถาวรที่หลากหลาย Jensen and Meckling (1977) พบว่ามีผลในทางบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินกับความสามารถของการค้ำประกันหนี้สิน ถ้าต้องการหาสินทรัพย์มาค้ำประกันหนี้สิน ผู้ยืมจะใช้จ่ายเงินที่กู้ยืมมาเพื่อโครงการที่กำหนดเลย ซึ่งเป็นการลดของปัญหาตัวแทน (agency problems) ตาม Static trade off theory เชื่อว่าควรจะมีผลในทางบวกระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน ในทางตรงกันข้ามตาม pecking order theory ทำนายว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันมากน่าจะทำให้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลน้อยลง ดังนั้นจึงน่าจะกู้ยืมน้อยลง ดังนั้นตาม pecking order theory เชื่อว่าควรจะมีผลในทางลบระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน ผลที่ได้จากงานวิจัยในประเทศที่พัฒนา ยืนยันความสัมพันธ์ทางบวก (Rajan and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988) Afza and Hussain (2011) พบความสัมพันธ์ในทางบวก อย่างไรก็ตาม Campbell and Jerzemowska (2001) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน และ Nivorozhkin (2004) พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน Bevan and Danbolt (2002) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินกับมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกันขึ้นอยู่กับวิธีการวัดหนี้สิน เขาพบว่าความสัมพันธ์ในทางบวกกับหนี้สินระยะยาว แต่มีผลในทางลบกับหนี้สินระยะสั้น งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนระหว่าง ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม เป็นตัวแทนมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกัน ตาม pecking order theory

7) ประโยชน์จากภาษี

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

Modigliani and Miller (1963) กล่าวว่าบริษัทควรจะมีมูลค่าที่การจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมทั้งหมดเพื่อจะได้ประโยชน์จากการประหยัดภาษีของดอกเบี้ย นักวิจัยส่วนใหญ่เห็นว่าประโยชน์จากภาษีมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สิน อัตราภาษีที่สูงทำให้บริษัทที่มีกำไรสูงต้องการจะได้ผลประโยชน์จากการประหยัดภาษีตาม static trade-off theory มีผลทางบวกระหว่างอัตราภาษีกับหนี้สิน อย่างไรก็ตามนักวิจัยเช่น Miller (1977), Fama and French (1998) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างประโยชน์จากการประหยัดภาษีกับการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน ในงานวิจัยนี้อัตราภาษีของบริษัทคำนวณจากภาษีที่บริษัทเสียหารด้วยกำไรก่อนภาษี

1.8) อายุกิจการ

อายุของบริษัทเป็นเครื่องมือในการวัดชื่อเสียงอย่างหนึ่งในโมเดลโครงสร้างเงินทุน ก่อนที่จะให้กู้ยืมธนาคารจะประเมินความน่าเชื่อถือของผู้ประกอบการ เนื่องจากผู้ประกอบการตามปกติจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงด้วยความหวังว่าจะมีอัตรากำไรสุทธิสูง เพื่อจะลดปัญหานี้ Diamond (1989) เสนอให้ใช้ชื่อเสียงของบริษัท เขาพิจารณาว่าชื่อเสียงของบริษัทเกิดจากการสะสมมานานหลายปี ผู้บริหารหลายรายที่กังวลกับชื่อเสียงจะระมัดระวังการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงจะเลือกลงทุนที่เสี่ยงน้อยกว่าดังนั้นจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน (agency costs) มีความเป็นไปได้ 2 ประการเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกู้ยืมกับอายุ ประการแรกบริษัทที่อายุมากจะมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงเนื่องจากเป็นที่รู้จักในวงการ และเป็นที่รู้จักของผู้ให้กู้ยืม ในขณะที่ผู้ประกอบการที่สองบริษัทที่มีอายุนาน่าจะมีอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำเนื่องจากมีแหล่งเงินทุนของตนเอง Petersen และ Rajan (1994) อ้างใน Deari & Deari (2009) พบว่ามีผลในทางตรงข้ามระหว่างอายุกับการกู้ยืม Barton et. al. (1989) อ้างใน Deari & Deari (2009) พบว่าบริษัท mature companies จะมีประสิทธิภาพความไม่แน่นอนของรายได้ ดังนั้นบริษัทเหล่านี้น่าจะมีหนี้สิน

3.2.1.2 โมเดลที่ใช้ในการวิจัย

โมเดลที่ใช้ในการกำหนดปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทย คือ Multiple regression โดยที่โมเดลอยู่ในรูปแบบ

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_8 + \epsilon$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_8 + \epsilon$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_7 X_8 + \epsilon$$

โดย

Y_1 แทน อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม (STD)

Y_2 แทน อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LTD)

Y_3 แทน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (TTD)

β_0 แทน ค่าคงที่

β_1 แทน ประสิทธิภาพการทำกำไร

β_2 แทน สภาพคล่อง

β_3 แทน ขนาดของบริษัท

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่าจะกรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

- β_4 แทน ความเสี่ยงจากการดำเนินงาน
- β_5 แทน โครงสร้างสินทรัพย์
- β_6 แทน โอกาสในการเจริญเติบโต
- β_7 แทน ประโยชน์จากการประหยัดภาษี
- β_8 แทน อายุกิจการ

3.3 สมมุติฐานของการวิจัย

3.3.1 สมมุติฐานการวิจัยสำหรับปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ตามทฤษฎี Static trade off มีสมมุติฐานดังต่อไปนี้

สมมุติฐานที่ 1

ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 2

สภาพคล่องมีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 3

ขนาดของบริษัทมีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 4

ความเสี่ยงมีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 5

โอกาสในการเจริญเติบโตมีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 6

โครงสร้างสินทรัพย์มีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 7

ประโยชน์จากภาษีมีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

ตามทฤษฎี Pecking Order มีสมมุติฐานดังต่อไปนี้

สมมุติฐานที่ 1

ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 2

สภาพคล่องมีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 3

ขนาดของบริษัทมีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 4

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ความเสี่ยงมีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 5

โอกาสในการเจริญเติบโตมีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 6

โครงสร้างสินทรัพย์มีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน



เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยในบทนี้แบ่งออกเป็น 4 ส่วนคือ

- 4.1 ผลการวิจัยกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิต
- 4.2 ผลการวิจัยกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการค้าก่อสร้าง
- 4.3 ผลการวิจัยกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มโรงแรม

4.1 ผลการวิจัยกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิต

4.1.1 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจ

ตารางที่ 4.1 แสดงว่าวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิตที่เป็นตัวอย่าง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ร้อยละ 58 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ร้อยละ 25 และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 80 ซึ่งแสดงว่าธุรกิจมีการก่อหนี้ค่อนข้างสูง กล่าวคือเงินที่ลงทุนในสินทรัพย์ของธุรกิจ 100 บาทมาจากการกู้ยืม 80 บาท มาจากเงินลงทุนของผู้เป็นเจ้าของเพียง 20 บาท และเป็นการกู้ยืมระยะสั้นสูงมาก คิดเป็นร้อยละ 70 ของหนี้สินทั้งหมด โครงสร้างสินทรัพย์ของธุรกิจเป็นสินทรัพย์ถาวรเพียงร้อยละ 21 เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด ผลการดำเนินงานของธุรกิจกลุ่มการผลิตวัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าเท่ากับร้อยละ 3.45 อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายซึ่งเป็นตัวประมาณการโอกาสในการเจริญเติบโตของธุรกิจมีค่าเฉลี่ย 8.07 อายุเฉลี่ยของธุรกิจเท่ากับ 16.83 ปี (ตารางที่ 4.1)

ตารางที่ 4.1 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกลุ่มการผลิต

ตัวแปร	N	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std Deviation
STD	772	.58	.34	.00	25.58	1.66
LTD	772	.25	.00	.00	6.39	.59
TTD	772	.80	.57	.00	21.41	1.52
SIZE	772	6.93	6.95	4.02	7.85	.48
GROWTH	772	8.07	-2.85	-100	2525.26	.0103

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

RISK	772	.057	.022	.00	2.31	.1437
ASST	772	.21	.14	.00	.97	.22
LIQUI	772	.06	.02	.00	2.31	.1437
PROF	772	3.45	5.61	-356.47	177.24	25.74
TAX	772	13.75	12.73	-6947.97	6141.48	.033
AGE	772	16.83	17	7.00	44.00	7.52

4.1.2 ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิต

ตารางที่ 4.2 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กลุ่มการผลิต

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
Constant	2.163	2.508	.012	.260	.782	.435	1.609	2.404	.016**
PROF	-.008	-3.299	.001**	-.004	-4.147	.005**	-.012	-6.128	.000**
LIQUI	.059	4.040	.000**	-.010	10.397	.000**	.124	10.864	.000**
SIZE	-.035	-9.959	.336	-.047	-9.975	.330	-.244	-2.508	.012*
GROWTH	.000	-.476	.634	-.000009	-.106	.916	.000	-1.804	.072
RISK	4.718	10.634	.000**	.022	.131	.896	4.883	14.186	.000**
ASST	.287	1.132	.258	.178	1.824	.069	.041	.207	.836
TAX	-.00006	.037	.971	-.00004	-.614	.539	-.00004	-.350	.727
AGE	.008	1.139	.255	.006	2.382	.017*	.014	2.698	.007**
R ²	.299			.181			.495		
F	40.653			21.09			93.486		
Sig	.000**			.000**			.000**		
N	= 772								

ผลการวิจัย (ตารางที่ 4.2) แสดงว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทน
สินทรัพย์รวม (ROA) มีผลในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD) ผล

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

การศึกษาสอดคล้องกับ Pecking order theory ที่กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในคือจากกำไรสะสมมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนจากการออกหุ้นทุน ซึ่งการมีแหล่งเงินทุนภายในสะท้อนได้จากความสามารถในการทำกำไร ผลการวิจัยแสดงเป็นนัยว่าวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิตที่มีกำไรมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมน้อย สภาพคล่อง (LIQUID) มีผลในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว แต่มีผลในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น ความเสี่ยง (RISK) มีผลในทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวม (STD, TTD) แสดงว่ากิจการที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานสูง กู้ยืมมาก อายุของกิจการมีผลในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม (LTD, TTD) แสดงว่ากิจการที่ดำเนินธุรกิจมานานจะกู้ยืมมากเนื่องจากเป็นที่รู้จักในวงการธุรกิจ และเป็นที่รู้จักของผู้ให้กู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Static trade off theory ขนาด (SIZE) มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม (TTD) แสดงว่ากิจการขนาดใหญ่กู้ยืมน้อย โครงสร้างสินทรัพย์ (ASST) อัตราภาษี (TAX) ตลอดจนโอกาสในการเจริญเติบโต (GROWTH) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD)

4.2 ผลการวิจัยกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการก่อสร้าง

4.2.1 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจ

ตารางที่ 4.3 แสดงว่าวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการก่อสร้างที่เป็นตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ร้อยละ 38 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ร้อยละ 12 และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 50 ซึ่งแสดงว่าเงินที่ลงทุนในสินทรัพย์ของธุรกิจ 100 บาท มาจากการกู้ยืม 50 บาท มาจากเงินลงทุนของผู้เป็นเจ้าของ 50 บาท โครงสร้างสินทรัพย์ของธุรกิจเป็นสินทรัพย์ถาวรเพียงร้อยละ 16 เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด ผลการดำเนินงานของธุรกิจกลุ่มการก่อสร้างวัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าเท่ากับร้อยละ 3.45 อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายซึ่งเป็นตัวประมาณการโอกาสในการเจริญเติบโตของธุรกิจมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 27.93 อายุเฉลี่ยของธุรกิจเท่ากับ 15.75 ปี (ตารางที่ 4.3)

ตารางที่ 4.3 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกลุ่มการก่อสร้าง

ตัวแปร	N	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std Deviation
STD	800	.38	.22	.00	11.55	.72
LTD	800	.12	.00	.00	8.66	.42
TTD	800	.50	.31	.01	12.52	.88
SIZE	800	6.81	6.87	4.81	7.73	.45
GROWTH	800	27.93	-2.51	-99.78	4768.74	255.90
RISK	800	.07	.04	.00	2.62	.1445
ASST	800	.16	.08	.00	.82	.88
LIQUI	800	9.65	2.72	.05	254.82	.0243517
PROF	800	6.78	8.65	-231.64	191.85	.0243
TAX	800	17.21	14.84	-442.41	1472.23	.07778
AGE	800	15.75	8.00	7.00	49.00	6.71

4.2.2 ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการก่อสร้าง

ตารางที่ 4.4 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กลุ่มการก่อสร้าง

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
Constant	2.334	5.904	.000**	.260	.782	.435	1.501	3.310	.001**
PROF	-.005	-4.788	.000**	-.004	-4.147	.005**	-.003	-2.076	.038*
LIQUI	-.005	-4.927	.000**	-.010	10.397	.000**	-.002	-1.598	.110
SIZE	-.320	-5.642	.000**	.108	3.639	.000**	-.212	-3.261	.001**
RISK	.771	4.210	.000**	.022	.131	.896	2.540	12.097	.000**
GROWTH	.000	1.914	.056	-.000009	-.106	.916	.000	3.417	.001**
ASST	.395	2.876	.004**	.178	1.824	.069	.628	3.983	.000**
TAX	-.000001	-.016	.987	-.00004	-.614	.539	-.000004	.049	.961
AGE	.011	3.256	.001**	.006	2.382	.017*	.011	2.785	.005**

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
R ²	.185			.343			.284		
F	22.51			51.59			39.21		
Sig	.000**			.000**			.000**		
N = 800									

ผลการวิจัย (ตารางที่ 4.4) แสดงว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) มีผลในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD) สภาพคล่อง (LIQUID) มีผลในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และระยะยาว (STD, LTD) ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Pecking order theory ที่กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในคือ จากกำไรสะสมมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนจากการออกหุ้นทุน ซึ่งการ มีแหล่งเงินทุนภายในสะท้อนได้จากความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องของกิจการ ผลการวิจัยแสดงเป็นนัยว่าวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มการก่อสร้างที่มีกำไรมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมน้อย ความเสี่ยง (RISK) มีผลในทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวม (STD, TTD) แสดงว่ากิจการที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานสูง กู้ยืมมาก อายุของกิจการมีผลในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD) แสดงว่ากิจการที่ดำเนินธุรกิจมานานจะกู้ยืมมากเนื่องจากเป็นที่รู้จักในวงการธุรกิจ และเป็นที่รู้จักของผู้ให้กู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Static trade off theory ขนาด (SIZE) มีผลในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น (STD) แต่มีผลในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม โครงสร้างสินทรัพย์ (ASST) มีผลในทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวม ซึ่งแสดงว่าหนี้สินเพิ่มเมื่อมูลค่าสินทรัพย์ถาวรเพิ่มซึ่งสอดคล้องกับ static trade off theory ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่ากิจการที่มีระดับของสินทรัพย์ถาวรสูงมีโอกาสที่จะจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมสูง สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Van Der Wijst และ Thurik (1993), Michaelas et al, (1999) ซึ่งพบความสัมพันธ์ในทางบวกระหว่างการกู้ยืม และสินทรัพย์ถาวร โอกาสในการเจริญเติบโต (GROWTH) มีผลในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราภาษี (TAX) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD)

4.3 ผลการวิจัยกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มโรงแรม

4.3.1 ลักษณะของกลุ่มตัวอย่างวิสาหกิจ

ตารางที่ 4.5 แสดงว่าวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่ม โรงแรมที่เป็นตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ร้อยละ 70 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ร้อยละ 278 และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 348 โครงสร้างสินทรัพย์ของธุรกิจเป็นสินทรัพย์ถาวรร้อยละ 50 เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด ผลการดำเนินงานของโรงแรมขนาดย่อมวัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าเท่ากับร้อยละ -16 อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายซึ่งเป็นตัวประมาณการโอกาสในการเจริญเติบโตของธุรกิจมีค่าเฉลี่ย 5.16 อายุเฉลี่ยของธุรกิจเท่ากับ 17.09 ปี

ตารางที่ 4.5 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยกลุ่ม โรงแรม

ตัวแปร	N	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std Deviation
STD	800	.70	.10	.00	59.91	3.29
LTD	800	2.78	.00	.00	372.0	.0208
TTD	800	3.48	.52	.00	372.95	.02103
SIZE	800	6.71	6.76	4.48	7.62	.53
GROWTH	800	5.16	-.97	-100	2607.81	102.23
SD	800	.13	.02	.00	18.0	.89
ASST	800	.50	.51	.00	1.00	.3832
CA	800	9.54	1.63	.00	209.30	.02016
ROA	800	-.16	.023	-26.18	2.84	1.278
TAX	800	.11	.000	-1.02	11.13	.51
AGE	800	17.09	15.0	8.00	46	8.04

4.3.2 ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มโรงแรม

ตารางที่ 4.6 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กลุ่ม โรงแรม

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
Constant	6.846	4.071	.000**	27.922	3.159	.002**	34.768	3.939	.000**
PROF	.056	.533	.594	-5.055	-9.195	.005**	-4.999	-9.107	.000**
LIQUI	-.013	-2.203	.028*	-.012	-.384	.701	-.026	-.804	.422
SIZE	-1.00	-3.984	.000**	-5.173	-3.923	.000**	-6.173	-4.687	.000**
RISK	.173	1.148	.251	6.294	7.952	.000**	6.466	8.182	.000**
GROWTH	.000	-.590	.556	.000	-.075	.940	-.001	-.188	.851
ASST	.596	1.720	.086	2.633	1.445	.149	3.229	1.775	.076
TAX	-.092	-.411	.681	.586	.497	.620	.493	.418	.676
AGE	.023	1.583	.114	.390	5.091	.000**	.413	5.400	.000**
R ²	.043			.337			.354		
F	4.398			50.16			54.035		
Sig	.000**			.000**			.000**		
N = 800									

ผลการวิจัย (ตารางที่ 4.6) แสดงว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) มีผลในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินรวม (LTD, TTD) ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Pecking order theory ที่กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในคือจากกำไรสะสมมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนจากการออกหุ้นทุน ซึ่งการมีแหล่งเงินทุนภายในสะท้อนได้จากความสามารถในการทำกำไร ผลการวิจัยแสดงเป็นนัยว่าวิสาหกิจขนาดย่อมกลุ่มโรงแรมที่มีกำไรมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมน้อย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Titman and Wessels (1988) และ Rajan and Zingales (1995)

สภาพคล่องของกิจการ (LIQUI) มีผลในทางลบกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น แสดงว่ากิจการที่มีกำไรมาก กู้ยืมระยะสั้นน้อย

ความเสี่ยง (RISK) มีผลในทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม (TTD, TTD) กล่าวคือกิจการที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจมาก กู้ยืมมาก

ขนาดของกิจการมีผลในทางลบกับ อัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, TTD, TTD)

อายุของกิจการมีผลในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม (LTD, TTD) แสดงว่ากิจการที่ดำเนินธุรกิจมานานจะกู้ยืมมากเนื่องจากเป็นที่รู้จักในวงการธุรกิจ และเป็นที่รู้จักของผู้ให้กู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Static trade off theory

โครงสร้างสินทรัพย์ (ASST) อัตราภาษี (TAX) ตลอดจนโอกาสในการเจริญเติบโต (GROWTH) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD)



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

บทนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ

5.1 สรุป

5.2 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในกลุ่มการผลิต กลุ่มการก่อสร้าง และกลุ่มโรงแรม โดยกิจการที่เป็นตัวอย่างมีขนาดสินทรัพย์ถาวรไม่เกิน 50 ล้านบาท ข้อมูลที่ศึกษาอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2550-2553 เก็บข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า

กิจการกลุ่มการผลิตที่เป็นตัวอย่างมี 193 กิจการ รวม 772 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไร และขนาดของกิจการ มีผลในทางลบกับการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อม สภาพคล่อง ความเสี่ยง และ อายุของกิจการ มีผลในทางบวกกับการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อม ซึ่งแสดงว่ากิจการที่มีกำไรมาก กู้ยืมน้อย กิจการขนาดใหญ่กู้ยืมน้อย กิจการที่มีความเสี่ยงมาก กู้ยืมมาก กิจการที่มีอายุกิจการมาก กู้ยืมมาก ผลของประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาด ความเสี่ยง และอายุกิจการ สอดคล้องกับ Pecking Order theory ผลของสภาพคล่องสอดคล้องกับ Static Trade-Off theory ดังนั้น ผลการวิจัยของกลุ่มการผลิตสอดคล้องกับ Pecking Order theory ซึ่งแสดงว่าธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการผลิตใช้เงินทุนตามลำดับคือใช้กำไรสะสม ก่อนกู้ยืม ดังนั้นกิจการที่มีกำไรน่าจะกู้ยืมน้อย ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995), Boot et.al. และ Gaud et al., (2005)

กิจการกลุ่มการก่อสร้างที่เป็นตัวอย่างมี 200 กิจการ รวม 800 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง และ ขนาดของกิจการ มีผลในทางลบกับการกู้ยืม (TTD) ของธุรกิจขนาดย่อม ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโต โครงสร้างสินทรัพย์ และอายุของกิจการมีผลในทางบวกกับ การกู้ยืม ผลของประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง ขนาด ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโต และอายุกิจการ สอดคล้องกับ Pecking Order theory ผลของโครงสร้างสินทรัพย์ สอดคล้องกับ Static Trade-Off theory ดังนั้นผลการวิจัยของกลุ่มการก่อสร้างสอดคล้องกับ Pecking Order theory ซึ่งแสดงว่าธุรกิจขนาดย่อมกลุ่มการก่อสร้างใช้เงินทุนตามลำดับคือใช้กำไรสะสม ก่อนกู้ยืม ดังนั้นกิจการที่มีกำไรน่าจะกู้ยืมน้อย ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995), Boot et.al. และ Gaud et al., (2005) ผลของโครงสร้างสินทรัพย์มีผลในทางบวกกับการกู้ยืมแสดงว่ากิจการที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันมากจะทำให้กิจการสามารถกู้ยืมได้มาก เพราะถ้าการลงทุนที่กู้ยืมเงินไปล้มเหลว

เจ้าหนี้จะสามารถ คิดส่วนที่สูญเสียกับหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ผลการวิจัยแสดงว่ากิจการที่มีการเติบโตสูงต้องการเงินทุนมาก จะใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน และถ้าไม่เพียงพอจะจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมระยะสั้น กู้ยืมระยะยาวตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Myers (1977) ที่กล่าวว่า โอกาสในการเจริญเติบโตในอนาคตสูงมีผลในทางบวกกับหนี้สินระยะยาว

กิจการกลุ่มโรงแรมที่เป็นตัวอย่างมี 200 กิจการรวม 800 ตัวอย่าง ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร และ ขนาดของกิจการ มีผลในทางลบกับการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืม ความเสี่ยง และอายุของกิจการ มีผลในทางบวกกับการกู้ยืม ผลของประสิทธิภาพในการทำกำไร และขนาดของกิจการสอดคล้องกับ Pecking Order theory ผลของความเสี่ยง และอายุของกิจการ สอดคล้องกับ Static Trade-off theory ผลการศึกษาพบว่าโรงแรมที่มีกำไร มีขนาดใหญ่ กู้ยืมน้อย

5.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในกลุ่มการผลิต กลุ่มการค้าก่อสร้าง และกลุ่มโรงแรม เท่านั้น ซึ่งในการศึกษาครั้งต่อไปน่าจะทำการศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ด้วย

บรรณานุกรม

- กรมพัฒนาธุรกิจการค้า.(2555). สามารถเข้าถึงได้โดยเว็บไซต์ <http://www.dbd.go.th/mainsite/>
- นภาพร นิลารณ์กุล. (2548). การบริหารการเงิน. บริษัททริปเพิล เอ็ดดูเคชั่น จำกัด กรุงเทพมหานคร.
- นภาพร นิลารณ์กุล. วันเพ็ญ วศินารมณ. จิตนา อาจหาญ. สุภา ทองคง. อภริดา สุทธิสานนท์. (2551).
การเงินธุรกิจ. บริษัททริปเพิล เอ็ดดูเคชั่น จำกัด กรุงเทพ.
- พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิติติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ.(2009). การจัดการการเงินธุรกิจ. สำนักพิมพ์แมค
กรอ-ฮิล.
- พรพรรณภา ชูวนิมิตรกุล. 2551. การเงินธุรกิจ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.กรุงเทพมหานคร.
- เรจรัก จำปาเงิน .(2543). การจัดการการเงิน. บริษัทบู๊คเน็ท จำกัด. กรุงเทพมหานคร.
- สุมาลี จิวะมิตร. 2547. การบริหารการเงิน เล่ม 2. สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
กรุงเทพมหานคร
- สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม. (2555). สามารถเข้าถึงได้โดยเว็บไซต์
<http://www.sme.go.th/Lists/EditorInput/DispF.aspx?List=15dca7fb%2Dbf2e%2D464e%2D97e5%2D440321040570&ID=1781>
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in
Ghanan. *Journal of Risk Finance*, 6, 438-447.
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: evidence from Ghanaian and South Africa
Firms. *Journal of Risk Finance*, 8, 364-79.
- Afza , T. Hussain, A. (2011). Determinants of Capital Structure: A Case Study of
Automobile Sector of Pakistan, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in
Business*, 2: 219-230.
- Barclay, M. J. and Smith, C. W. (1996). On financial architecture: Leverage, maturity, and priority.
Journal of Applied Corporate Finance, 8(4), 4-17.
- Barton, S.L, Ned, C.H., Sundaram, S., (1989). An empirical test of stakeholder theory predictions of
capital. *Journal of Financial Management*, 18 (1), 36-44.
- Bevan, A. A., and Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the United Kingdom-
A decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 123(3), 159-170.
- Booth , L., Aivazian, V., Demirguc-Kent, A., and Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in
Developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87-130.
- Barton, S. L., Hill, N.C., and Sundaram, S. (1989). An empirical test of stakeholder theory predictions
of capital structure. *Financial Management*, 18(1), 36-44.

- Brigham, E. and Huston, J. (2001) *Fundamentals of Financial Management*. South-Western College Pub; 12th edition. USA.
- Cassar, G. & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting & Finance*, 43, 123-147.
- Campbell, K. and Jerzemowska, M. (2001). Capital structure Decisions made by companies in transitional economy. In D. Zarzecki (Ed.). *Financial Management, objectives- organization-tools*. 51-76.
- Chen, J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies, *Journal of Business Research*, 57, 1341-51.
- Chittithaworn, C., Islam, A., Kaewchana, T., and Yusuf, D. (2011) "Factors affecting business success of small & medium enterprises (SMEs) in Thailand, *Asian Social Science*, 7 (5), 180-190.
- Cole, R.A. (2008). What do we know about the capital structure of privately held firms? Evidence From the surveys of small business finances, SMA, May. www.sba.gov.advo.
- Deari, F. and Deari, M. (2009) Determinants of capital structure : Case of companies listed on Zagreb Stock Exchange. *Zagreb International Review of Economics & Business*, 13(1), 65-78.
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *J Political Econ*, 7 (4), 828-862.
- Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence From Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10 (5), 477-487.
- Fama and French (1998). Taxes, Financing Decision and Firm Value. *Journal of Finance*, 53, 819-843.
- Friend, I., and Lang, L. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on Corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43 (2), 271-281.
- Gaud, P. Jani, E., Hoesli, M., & bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an Empirical analysis using dynamic panel data. *Eur Financial Manag*, 11, 51-69.
- Gleason, K., Mathur, L., and Mathur, I. (2000). The Interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers, *Journal of Business Research*, 50, 185-91.
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, 297-356.
- Hsia C.C. (1981). Coherence of the Modern Theories of Finance. *Financial Review*, 27-42.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6288.1981.tb01617.x>
- Jensen, M.C., and Mekling, W. H., (1976). A theory of the firm: Governance, Residual Claims and

- Organizational forms, *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 305-360.
- Kim, E.H. (1978). A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33 (1), 45-63.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. (1973). A state-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28, 923-931.
- Kyereboah-Coleman, A. (2007), Corporate Governance and Shareholder Value Maximization: An African Perspective. *African Development Review*, 19, 350–367
- Margaritis, D. and Psillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, 1447–1469.
- Marsh, P. (1982). The choice between equity and debt: An empirical study. *The Journal of Finance*, 37, 121-144.
- Mazur, K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *Int Adv Econ Res.* 13:495–514.
- Michaelas, N., Chittenden, F., and Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital Structure Choice in UK SME: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12, 113-130.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 25, 25-43.
- Myers, S.C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nawaz, A., Ali, R., & Naseem, M. A. (2011). Relationship between capital structure and firms Performance: A case of Textile sector in Pakistan. *Global Business and Management Research: An International Journal* (2011), 3(3&4), 270-275.
- Odit, M. P. & Gobardhun, Y.D. (2011). The Determinants of Financial Leverage Of SME's In Mauritius. *The International Business & Economics Research Journal*, 10: 113-125.
- Omran, M. and Pointon, J.(2009). Capital structure and firm characteristics: an empirical analysis from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 8(3), 454-474.
- Parlak, D. (2010). Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms. *The Business Review, Cambridge*, 14 (2), 147-153.
- Petersen, M. A and Rajan, R.G. (1994). The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49(1), 3-37.
- Rajan, R. G. and Zinglaes, L. (1995). What do we know about capital structure? Some Evidence from

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

- international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Qian, Y., Tian, Y., Wirijanto, Y.. (2007). An empirical investigation into the capital structure Determinants of publicly listed Chinese companies: A static analysis. University of Zhejiang, Hangzhou, China and Waterloo, Canada.
- Qiu, M. and La , B. (2010). Firm characteristics as Determinants of Capital Structures in Australia. *International Journal of the Economics of Business*, 17, 277-287.
- Ross, S. A., Westerfield, R., and Jordan, B. (2008). Fundamentals of corporate finance . McGraw-Hill International Enterprise Inc., USA.
- Ross , S.A. (1977). The Determinants of financial structure: The Intensive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8 (23-40).
- Smith, C.W. and Watts, R.L. (1992). The Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, 32(3),263-292.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Titman S. and Wessels R. (1988). The Determinants of Capital Structure Chice. *Journal of Finance*, 43: 1-19.
- Van Der Wijst, N. and Thurik, R. (1993). Determinants of small firm ratio: An analysis of retail panel Data. *Small Business Economics*, 5, 55-65.
- Wald , J. (1999). How Firm Characteristics Affect capital structure: An international comparison. *Journal of Financial Research*, 22, 161-187.
- Zeitun, R. and Tian, G. G. (2007). Capital Structure and corporate performance: evidence from Jordan Australasian Accounting Business and Finance Journal, 1(4): 40-61.

ข้อมูลประวัติผู้วิจัย

ประวัติส่วนตัว

ชื่อ-สกุล นางสาวกุลกัญญาณ ป้อมเพชร

เพศ ชาย หญิง วันเดือนปีเกิด 9 มีนาคม 2507 อายุ 48 ปี

สถานภาพ โสด สมรส

ตำแหน่งปัจจุบัน รองศาสตราจารย์

ประวัติการศึกษา

ชื่อย่อปริญญา	สาขา	สถาบันที่จบ	ปีที่จบ
บช.บ	บัญชีต้นทุน	จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย	2528
MBA	Business Administration	University of Central Missouri	2530
DBA	Finance	Louisiana Tech University	2545

สาขาวิจัยที่มีความชำนาญพิเศษ (แตกต่างจากวุฒิการศึกษา) การตลาด

ผลงานวิจัย/งานสร้างสรรค์ที่ตีพิมพ์เผยแพร่ (ระดับชาติและนานาชาติ).....

Napompech, K. (2012). Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms.

International journal of Trade, Economics, and Finance, 3, 237-232.

Napompech, K (2011). Employee Satisfaction with Welfare Policies in Japanese and German

Companies Operating in Bangkok, Thailand. *International Journal of Business and Economics Perspectives*, 2, 42-54.

Napompech, K. (2011). Management Model and Network Development of Community Enterprise in Samut Songkram Province, Thailand. *International Journal of Arts and Science*, 9, 343-352.

Napompech, K. & Kuawiriyapan, S. (2011). Factors Influencing the Selection of Tutoring Schools Among Junior High School Students in Thailand. *International Journal of Arts and Science*, 16, 347-357.

Napompech, K. & Kuawiriyapan, S. (2011). Factors Affecting the Second Hand Clothes Buying Decision of Thai Women. *International Journal of Arts and Science*, 201-210.

Napompech, K. (2010). Earnings Information Conveyed by Dividend Policy, *Internet Journal of Society for Social Management System*, Research Center for Social Management, Japan.

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

- Napompech, K. (2010). Corporate payout in Thailand. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, 1, 105-118.
- Napompech, K., Taphontong, S. (2010). Using Communities of Practice to Develop Access to Traditional Thai Medicine, *Internet Journal of Society for Social Management System*. Research Center For Social Management, Japan.
- Napompech, K. & Sitheechoke, N. (2010). Accounting Practices in Minburi Turf Grass Cultivation, and a Proposal for their Improvement. Proceedings of International conference of Arts and Science.
- Napomech, K., Taphontong, S. (2004). The Underpricing of IPOs of Financial Institutions in Thailand. *Research Journal of the ooi Academy Congress*, 4, 47-54.
- Napompech, K., Mark K., & Shelor, R. (2002). An examination of the benefits for privately-held and mutual insurers' CEOs following an IPO. *Managerial Finance*, 28, 63-81.
- Sitheechoke, N., & Napompech, K. (2010). Impacts of Minburi District Development on the Turf Grass Businesses of Bangkok, Thailand. *International Journal of Arts and Science*, USA.
- Taphontong, S., Napompech, K. (2009). The Development of KM Model For Organic Agricultural Business to Enhance The Sustainable Strength of Community Enterprise. *Research Journal of the ooi Junior Academy*, Fall, 1-12.
- Kuawiriyapan, S., Napompech, K., Nanta, N. (2009). The Effect of Media on Consumers' Ready Made Clothes, Bangkok, Thailand. *Research Journal of the ooi Junior Academy*, 27-33.
- การเสนอผลงานวิชาการ**
- Napompech, K. (2012). Bride Preparation. Paper Presented at International Journal of Arts and Science Conference, Paris, France.
- Napompech, K. (2012). Perspective of Executives Toward Dividend Policies of Thai Listed Companies. Paper Presented at the International Journal of Arts and Science Conference, Paris, France.