

สำนักหอสมุดกลาง พระจอมเกล้าลาดกระบัง



รายงานการวิจัยฉบับสมบูรณ์

โครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาประเทศไทย

Capital Structure and Firm Performance: Thai Evidence

นางสาวกฤตัญญา ณ ป้อมเพ็ชร

ได้รับทุนสนับสนุนงานวิจัยจากเงินรายได้ ประจำปีงบประมาณ 2555

วิทยาลัยการบริหารและจัดการ

สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหารลาดกระบัง

RCH

TX

911.3

M24

ก724ค

เลขหมู่.....131146

เลขทะเบียน.....

วัน,เดือน,ปี 22...ค.ศ. 2557

b. 12602747
i.....

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนลิขสิทธิ์ไว้เพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ชื่อโครงการ (ภาษาไทย) โครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาประเทศไทย
 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

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของธุรกิจมีความสำคัญเพราะการปรับปรุงกำไรจำเป็นสำหรับการอยู่รอดของกิจการ งานวิจัยนี้ศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อการดำเนินงานของธุรกิจ กลุ่มตัวอย่างคือโรงแรมที่มีขนาดของสินทรัพย์ถาวรมากกว่า 50 ล้านบาท ตัวอย่างจำนวน 140 บริษัท โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 ใช้สถิติการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุในการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน และทดสอบผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงาน ผลการวิจัยพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของโรงแรมได้แก่ประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง ความเสี่ยง โครงสร้างสินทรัพย์ อัตราภาษี และ ขนาด ผลการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลทางลบกับผลการดำเนินงานคือหนี้สินลดผลการดำเนินงานของบริษัท ขนาดของโรงแรม ตลอดจนความเสี่ยงของโรงแรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน อัตราการเจริญเติบโตของโรงแรมไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อผลการดำเนินงาน

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน ผลการดำเนินงาน โรงแรม ประเทศไทย

Research Title: Capital Structure and Firm Performance: Thai Evidence

Researcher: Miss Kulkanya Napompech

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

ABSTRACT

Studying the relationship between capital structure and firm performance is important because profit improvement is necessary for firm survival. Therefore, the objective of this research is to investigate impacts of capital structure on firm performance. Samples are hotels that have fixed assets of more than 50 million Thai baht using data from 2006-2010, for a total of 140 companies. Multiple regression analysis was used to ascertain determinants of capital structure and to investigate the impacts of capital structure on firm performance. The research results revealed that factors affecting the hotel's capital structure are profitability, liquidity, business risk, asset structure, tax rate and firm size. The results showed that capital structure has a negative impact on firm performance, which means that high debt decreases firm performance. Moreover, hotel size and hotel risk have a positive impact on firm performance and firm growth has no statistical impact on firm performance.

Keywords: capital structure, firm performance, hotel, Thailand

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้รับทุนสนับสนุนการวิจัยจากวิทยาลัยการบริหารและจัดการ สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหาร ลาดกระบัง จากเงินรายได้ ประจำปีงบประมาณ พ.ศ. 2554 ผู้วิจัยขอขอบพระคุณวิทยาลัยการบริหารและจัดการ สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าเจ้าคุณทหาร ลาดกระบัง มา ณ ที่นี้

กุลกัญญา ณ ป้อมเพ็ชร



สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	I
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	II
กิตติกรรมประกาศ.....	III
สารบัญ.....	IV
สารบัญตาราง.....	VI
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.4 วิธีดำเนินการวิจัย.....	3
บทที่ 2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน.....	6
2.2 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงิน.....	7
2.3 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการใช้หนี้สิน.....	8
2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน.....	8
2.5 โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย.....	10
2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน.....	12
2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร.....	19
2.8 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับโรงแรม.....	20
2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	22
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	24
3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย.....	24
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย โมเดลที่ใช้ในการวิจัย และสมมุติฐานที่ใช้ในการวิจัย.....	29
บทที่ 4 ผลการวิจัย	38
4.1 ลักษณะของโรงแรมตัวอย่าง.....	38
4.2 ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนธุรกิจโรงแรม.....	39
4.3 ผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงาน.....	41

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	45
5.1 สรุปผลการวิจัย	45
5.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป	45
บรรณานุกรม	46
ประวัตินักวิจัย	50



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1.1 อัตราส่วนของธุรกิจโรงแรม	2
4.1 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	38
4.2 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กรณีใช้ ROA	39
4.3 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กรณีใช้ PM	40
4.4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน (ROA)	42
4.5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน (PM)	44



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการดำเนินธุรกิจ เงินทุนมีความจำเป็นยิ่งต่อความสำเร็จขององค์กร เป็นปัจจัยในการดำเนินธุรกิจ ตั้งแต่เริ่มตั้งกิจการ และตลอดเวลาที่ดำเนินกิจการ เงินทุนทำให้การผลิต การซื้อขาย เป็นไปอย่างคล่องตัวและทำให้ธุรกิจสามารถขยายตัวได้ องค์กรธุรกิจจึงต้องจัดหาเงินทุนมาเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินงาน โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนในระดับที่น่าพอใจ เงินทุนที่กิจการจัดหามามีหลายรูปแบบ และมีแหล่งที่มาหลายแหล่ง โดยทั่วไปแหล่งเงินทุนสองแหล่งที่สำคัญได้แก่ เงินกู้ และเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Nawaz, et al., 2011) การจัดหาเงินทุนที่นำมาใช้ในการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนซึ่งหมายถึงสัดส่วนของเงินทุนระยะยาวแต่ละแหล่งที่กิจการจัดหามาเพื่อใช้ในการดำเนินงาน (พรรรณภา ชูนิมิตรกุล. 2548) เช่น เงินกู้ 30 % และเงินทุนจากผู้ถือหุ้นจากผู้ถือหุ้น 70% เป็นต้น การจัดหาเงินทุนมีผลต่อความมั่นคงทางการเงินของบริษัทอย่างยิ่ง เช่นการกู้เงินมาลงทุนจำนวนมาก แม้ดอกเบี้ยจากการกู้ยืมจะเป็นค่าใช้จ่ายที่สามารถนำไปหักออกจากกำไรจากการดำเนินงานทำให้ช่วยประหยัดภาษี และทำให้ต้นทุนหลังภาษีของการกู้เงินลดลง แต่การกู้เงินจำนวนมากทำให้มีความเสี่ยงทางการเงินสูง และอาจทำให้อัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมเพิ่มสูงขึ้น บางครั้งอัตราดอกเบี้ยอาจสูงมากจนถึงระดับประโยชน์ที่ได้จากภาษีที่เสียไปของไม่คุ้มกับดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ในยามที่กิจการมีปัญหาในการประกอบธุรกิจ การกู้เป็นจำนวนมากทำให้กิจการมีภาระดอกเบี้ยจ่ายจำนวนมาก หากผลกำไรจากการดำเนินงานไม่เพียงพอกับการจ่ายดอกเบี้ย จะทำให้กำไรสุทธิลดลง และอาจทำให้กิจการเข้าสู่ภาวะล้มละลายได้ (พรรรณภา ชูนิมิตรกุล. 2548) โดยปกติผู้บริหารจะกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่จะทำให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวกำหนดต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัท (WACC) โดยที่ต้นทุนเงินทุนเป็นอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่ใช้ในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนของบริษัท บริษัทสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทตราบใดที่กำไรสุทธิของกิจการสูงกว่าต้นทุนเงินทุน (Damadaran. 2000)

ผลการวิจัยในอดีตระบุว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่อยู่ต่างอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน และมีความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Eriotis , Vasilliou, Ventoura-Neokosmidi, 2007) ดังนั้นลักษณะเฉพาะของบริษัทจึงมีบทบาทต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนมากกว่าลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรม (Balakrishnan & Fox, 1993) และเนื่องจากปัจจุบันระดับหนี้สินของบริษัทส่วนใหญ่สูงขึ้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของระดับหนี้สิน

ต่อผลการดำเนินงานบริษัท และผลกระทบของระดับหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจะช่วย
ให้บริษัทสามารถกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสมอันจะเกิดประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ดังนั้นเพื่อ
จะเข้าใจถึงหลักการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนการวิเคราะห์ลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อ
โครงสร้างเงินทุนตลอดจนผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจึงเป็น
ประเด็นที่น่าสนใจศึกษา โดยในงานวิจัยนี้จะใช้ธุรกิจโรงแรมเป็นกรณีศึกษา

โดยที่ธุรกิจโรงแรมเป็นธุรกิจที่มีความสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศมาก ในปี 2554 มี
นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางมาท่องเที่ยวประเทศไทยเพิ่มขึ้นจากปี 2553 ถึง 1,168,883 ล้านคน
(กรมพัฒนาธุรกิจการค้า . 2555) แต่ธุรกิจโรงแรมมีผลประกอบการขาดทุนอย่างต่อเนื่องในปี 2551-
2553 (ตารางที่ 1.1) และเป็นธุรกิจที่มีการก่อหนี้สูงมาก อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินเช่นอัตราส่วน
หนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงถึง 0.73 0.75 และ 0.74 ตามลำดับ ในปี 2551-2553ซึ่งแสดงว่าสินทรัพย์
100 บาทธุรกิจโรงแรมกู้ยืมมาลงทุน 73 75 และ 74 บาท และใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมา
ลงทุน 27 25 และ 26 บาทในปี 2551-2553 ตามลำดับ (ตารางที่ 1.1) ธุรกิจโรงแรมมีหนี้สินสูงใน
โครงสร้างเงินทุน และมีผลการดำเนินงานขาดทุนจึงเป็นที่คาดว่าโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจมีผลต่อ
ผลการดำเนินงาน ซึ่งความสัมพันธ์ที่น่าสนใจศึกษาเพราะการปรับปรุงผลการดำเนินงานจำเป็นต่อ
การอยู่รอดระยะยาวของธุรกิจ นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยน้อยมากที่ศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มี
ผลต่อการดำเนินงานทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา งานวิจัยส่วนใหญ่จะมุ่งไปที่ปัจจัย
กำหนดอัตราส่วนหนี้สิน โดยเฉพาะอย่างยิ่งยังไม่มียงานวิจัยใดที่ศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อ
ผลการดำเนินงานของธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย ดังนั้นงานวิจัยนี้จะช่วยให้เข้าใจปัจจัยกำหนด
โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจโรงแรม และผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 1.1 อัตราส่วนของธุรกิจโรงแรม

อัตราส่วน	2551	2552	2553
1.แสดงประสิทธิภาพ ในการทำกำไร			
1.1 อัตรากำไรสุทธิ จากยอดขาย	-2.68	-13.59	-5.12
1.2 อัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์รวม	-0.58	-2.45	-0.94
2. แสดงภาระหนี้สิน			

ตารางที่ 1.1 (ต่อ)

อัตราส่วน	2551	2552	2553
1.แสดงประสิทธิภาพ ในการทำกำไร			
1.1 อัตรากำไรสุทธิ จากยอดขาย	-2.68	-13.59	-5.12
1.2 อัตราผลตอบแทน จากสินทรัพย์รวม	-0.58	-2.45	-0.94
2. แสดงภาระหนี้สิน			
2.1 อัตราส่วนหนี้สิน ต่อสินทรัพย์รวม	0.73	0.75	0.74
2.2 อัตราส่วนหนี้สิน ต่อทุน	2.65	2.93	2.78

ที่มา: กรมพัฒนาธุรกิจการค้า: 2555

1.2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาลักษณะของโรงแรมที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน
2. ศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของโรงแรม

1.3. ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาธุรกิจโรงแรม (มีขนาดสินทรัพย์ดาวเกิน 50 ล้านบาท) ซึ่งมีข้อมูลที่ต้องใช้ในการวิเคราะห์ระหว่างปี พศ. 2550-2553 ครบถ้วน

1.4 วิธีการดำเนินการวิจัย

1.4.1 วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บข้อมูลงบกำไรขาดทุน งบดุล และอัตราส่วนทางการเงินของธุรกิจโรงแรม จากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า จำนวน 140 กิจการ โดยเก็บข้อมูลระหว่างปี พศ. 2550-2553 รวมทั้งหมด 700 ตัวอย่าง ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย เอกสารที่เป็นเอกสารที่ส่งมอบไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

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

1.4.2 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

1.4.2.1 ใช้สถิติ Multiple regression เพื่อทดสอบปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ

โรงแรม โมเดลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย 3 โมเดลคือ

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_7 x_7 + e$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_7 x_7 + e$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_7 x_7 + e$$

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

e แทน error term

1.4.2.2 สถิติ Multiple regression เพื่อทดสอบผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจโรงแรม โมเดลที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วย 2 โมเดลดังต่อไปนี้

$$P_1 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \epsilon$$

$$P_2 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \epsilon$$

โดย

P_1 แทน ผลการดำเนินงาน

P_2 แทน ผลการดำเนินงาน

β_0 แทน ค่าคงที่

β_1 แทน อัตราส่วนหนี้สิน

β_2 แทน ขนาดของบริษัท

β_3 แทน อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท

P_1 แทน ผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

P_2 แทน ผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตรากำไรสุทธิจากยอดขาย (Profit margin : PM)

ϵ แทน error term

บทที่ 2

ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทย 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 ความรู้เกี่ยวกับวิสาหกิจขนาดย่อม
- 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

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรรมใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

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 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1) ความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk)

ความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นความเสี่ยง ซึ่งเกิดจากความผันผวนของการประกอบการถ้าบริษัทไม่มีหนี้อยู่เลย

เริงรัก จำปาเงิน (2543) แปลหนังสือ Fundamentals of Financial Managenent 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 ถ้าผลิตภัณฑ์ยังล้าสมัยเร็วเท่าใด ความเสี่ยงทางธุรกิจจะยิ่งสูง
6. ความเสี่ยงจากต่างประเทศ บริษัทที่ทำธุรกิจกับต่างประเทศ ผลกำไรอาจเปลี่ยนแปลงเนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และถ้าสถานการณ์ทางการเมืองของประเทศที่บริษัทตั้งอยู่ไม่มีเสถียรภาพ บริษัทก็ต้องเผชิญปัญหาไปด้วย
7. จำนวนต้นทุนคงที่ ถ้าต้นทุนของบริษัทมีสัดส่วนของต้นทุนเป็นต้นทุนคงที่สูงซึ่ง

ต้นทุนคงที่จะไม่ลดลงเมื่อยอดขายลดลง ทำให้ความเสี่ยงทางธุรกิจสูง เรียก operating leverage เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น 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 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สิน

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) ซึ่งบอกว่าบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานสูงเป็นกี่เท่าของภาระดอกเบี้ยจ่าย ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าต่ำจะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจมากเท่านั้น และจะมีความหมายชัดเจนมากขึ้นถ้าอัตราส่วนเหล่านี้เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม หรือคู่แข่งกัน

2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนมีดังต่อไปนี้ (นภาพร นิลภรณ์กุล และคณะ. 2551 : นภาพร นิลภรณ์กุล. 2548; 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 ถ้าการดำเนินงานของธุรกิจจำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์ ถาวรมาก ทำให้มีภาระผูกพันจากการดำเนินงานสูง มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ดังนั้นจึงไม่ควรก่อหนี้ (financial leverage) ในอัตราที่สูง เพื่อลดผลกระทบที่เกิดจากความเสี่ยงทางการเงิน

3. โครงสร้างภาษีของธุรกิจ เนื่องจากดอกเบี้ยเป็นรายจ่ายที่ประหยัดภาษี หากอัตรากำไรที่ธุรกิจต้องเสียสูง ธุรกิจจะยิ่งประหยัดภาษีได้มาก

4. การหมุนเวียนของเงิน ถ้าธุรกิจมีการหมุนเวียนของเงินดีและอยู่ในระดับสูง ธุรกิจจะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมได้ไม่ยาก แม้ธุรกิจจะมีหนี้สินอยู่ในระดับสูงอยู่แล้วก็ตามแต่ธนาคารหรือสถาบันการเงิน อื่น ๆ ยังเต็มใจให้กู้

5. การควบคุม สำหรับผู้ถือหุ้นสามัญที่เกรงว่าการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มจะทำให้อำนาจการควบคุมธุรกิจของตนน้อยลงไป มักพอใจที่จะให้ธุรกิจจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม ธุรกิจขนาดเล็กมักนิยมจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นสามัญ ทั้งนี้เพื่อรักษาไว้ซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการ ส่วนธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีการกระจายของการถือหุ้นค่อนข้างมาก มักจะจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าการก่อหนี้เนื่องจากจะมีผลกระทบต่ออำนาจในการควบคุมกิจการน้อยมาก

6. ธุรกิจในสายตาผู้ให้กู้ ยิ่งธุรกิจก่อหนี้มาก ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะสูง จะถูกผู้ให้กู้จัดอันดับว่าเป็นธุรกิจที่มีภาระหนี้สินสูง จะกู้ยืมได้ยาก

7. ภาวะเศรษฐกิจ สภาวะเศรษฐกิจ และ อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดมีผลต่อวิธีการจัดหาเงินทุนในช่วงนั้น ๆ ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำธุรกิจมีแนวโน้มในการก่อหนี้สินสูงควรจัดหาเงินทุนแบบก่อหนี้ระยะสั้น และเมื่อสถานการณ์เปลี่ยนไปจึงค่อยก่อหนี้ระยะยาวหรือออกหุ้นสามัญ

8. ลักษณะการจัดการ รูปแบบวิธีการจัดการ และลักษณะความกล้าเสี่ยงของผู้บริหารเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเช่น ถ้าฝ่ายจัดการชอบเสี่ยงเขาจะจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้สูงเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากต้นทุนของหนี้สินช่วยประหยัดภาษี

9. เงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ หรือการกู้ยืมจากสถาบันการเงินมักถูกกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ และเงื่อนไขในการเพิ่มทุน เช่น ต้องรักษาอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่ต่ำกว่า 1

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ภายใน 5 ปีนับจากวันทำสัญญาเงินกู้ ห้ามออกหุ้นกู้ ดังนั้นเมื่อธุรกิจต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่มในครั้งต่อไปต้องไม่ขัดต่อเงื่อนไขดังกล่าว

10. ต้นทุนของการจ้างตัวแทน (Agency costs) เจ้าหนี้ไม่ได้เข้ามาบริหารงานในกิจการเหมือนฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น ดังนั้นเจ้าหนี้อาจระบุนโยบายในสัญญากู้ยืมเพื่อปกป้องเงินทุนของตนเอง 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 ประเด็น ได้แก่

- 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 หรือ ใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของในสัดส่วนอย่างไรจึงจะเกิดประโยชน์สูงสุด บางขณะสัดส่วนหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของ อาจมากกว่าหรือน้อยกว่าระดับที่ควรจะเป็น แต่บริษัทจะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายในระยะยาว (พรรณูภา ชวนนิมิตรกุล. 2550)

ตัวอย่างที่ 2.1: การกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ถ้าธุรกิจกำลังพิจารณาตั้งกิจการใหม่ และกำลังพิจารณาทางเลือกหลาย ๆ ทางในการจัดหาเงินทุนคือจากการกู้ยืมและเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ต้นทุนเงินทุนแต่ละแหล่งเงินทุนจะแตกต่างกัน และจะมีค่าเปลี่ยนแปลง เช่นถ้ามีการกู้ยืมที่ต่างกัน อัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกัน ถ้ากู้เป็นจำนวนน้อยจะเป็นอัตราดอกเบี้ยอัตราหนึ่ง ถ้ามีการกู้ยืมมากขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันต้นทุนเงินทุนของส่วนของเจ้าของจะสูงขึ้นด้วย เนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นด้วย (พรรณภา ฐวณิมิตร 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 ต้นทุนส่วนของเจ้าของก็เพิ่มสูงขึ้นด้วย นอกจากนั้น ความเสี่ยงจากการล้มละลาย หรือการไม่สามารถจ่ายชำระดอกเบี้ย และจ่ายคืนเงินต้นจะมีสูงขึ้น จนทำให้ประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษีของหนี้สินไม่สามารถชดเชยการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทั้งสอง และความเสี่ยงต่าง ๆ ได้ ทำให้ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าเพิ่มสูงขึ้นจากจุดต่ำสุดนั้น โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดจะมีโครงสร้างเดียวเท่านั้น คือทำให้ต้นทุนถ่วงเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าต่ำสุด ซึ่งตามตัวอย่างข้างต้น คือ โครงสร้างที่ 2 ซึ่งมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ เท่ากับ 0.50: 0.50

2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่นิยมมี 2 ทฤษฎี ได้แก่ Trade-Off Theory และ Pecking Order Theory (POT) โดยมีจุดเริ่มต้นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสมัยใหม่ 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

ทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้สมมุติฐานว่าตลาดเป็นไปแบบสมบูรณ์ โดยบุคคลสามารถกู้ยืม หรือให้ยืมในอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง และบริษัทจะถูกแบ่งออกตามระดับชั้นความเสี่ยงของบริษัทนั้นเช่นอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในแต่ละระดับชั้น จะอยู่ระดับเดียวกับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญที่ออกโดยบริษัทอื่นที่อยู่ในระดับความเสี่ยงเดียวกัน มูลค่าของบริษัทไม่ได้ขึ้นกับโครงสร้างเงินทุน แต่ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่คาดหวังในแต่ละชั้นความเสี่ยง

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 ไม่ว่าจะมีส่วนหนี้สิน: ส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 30: 70 หรือ 70: 30 ก็ตาม สินทรัพย์รวมของบริษัทยังคงมีค่าเท่าเดิม สามารถสรุปเป็นสัญลักษณ์ดังนี้

$$V_L = V_U$$

V_L หมายถึง มูลค่าของธุรกิจที่มีหนี้สิน

V_U หมายถึง มูลค่าของธุรกิจที่ไม่มีหนี้สิน

เมื่อมูลค่าของธุรกิจมีค่าเท่าเดิม ดังนั้นต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก(WACC) จะมีค่าเท่าเดิมไม่ว่าส่วนโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงอย่างไร 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
3. $K_s = WACC + (WACC - K_d) \times D/E$
 $= 13\% + (13\% - 8\%) \times 0.4/0.6$
 $= 16.33\%$
4. $K_s = WACC + (WACC - K_d) \times D/E$
 $= 13\% + (13\% - 8\%) \times 0.6/0.4$
 $= 20.5\%$

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

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 บริษัทเด็กดี จำกัด ไม่มีหนี้สิน ปัจจุบันมีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีปีละ 190 ล้านบาท ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทมีค่าเท่ากับ 25 % อัตราภาษีเท่ากับ 30 % ต้องการทราบ

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

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

1. คำนวณมูลค่าธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน คำนวณ ได้ดังนี้

$$V_U = \text{EBIT}(1-T)/\text{WACC}$$

$$= 190(1-0.30)/.25$$

$$= 532 \text{ ล้านบาท}$$

2. คำนวณมูลค่าธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน

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

$$= 532 + (0.30 \times 60)$$

$$= 550 \text{ ล้านบาท}$$

เมื่อมูลค่าของธุรกิจมีค่าเพิ่มขึ้น ดังนั้น ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) จะมีค่าลดลงยังมีการใช้หนี้สินมากเท่าใด ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักยิ่งลดลงมากขึ้นเท่านั้นสามารถคำนวณดังนี้

$$\text{WACC}_L = W_d K_d + W_s K_s$$

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

จากสมการข้างต้นจะได้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

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

$$\text{WACC}_U = \text{ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อไม่มีหนี้สิน}$$

$$\text{WACC}_L = \text{ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อมีหนี้สิน}$$

ตัวอย่างที่ 2.4 จากตัวอย่างที่ 2.3 ให้คำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อมีการกู้ยืม

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

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

$$= 25\% + (25\% - 12\%) \times (60/490) \times (1-0.3)$$

$$= 25\% + 1.11\%$$

$$= 26.11\%$$

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

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

$$= 24.18\%$$

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

คำนวณมูลค่าของธุรกิจก่อนกู้ยืม ดังนี้

$$V_U = \text{EBIT}(1-t)/\text{WACC}$$

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

$$= 38.89 \text{ ล้านบาท}$$

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

$$K_s = \text{WACC}_U + (\text{WACC}_U - K_d) \times (D/E) \times (1-T)$$

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

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

$$= 18\% + 2.9588$$

$$= 20.96\%$$

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

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

$$= 15.70\%$$

จากแนวคิดนี้พบว่ายิ่งมีการกู้ยืมมากเท่าใดจะทำให้ต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าลดลงเพราะดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี แนวคิดนี้จึงสนับสนุนให้กู้ยืมมาก

ข้อจำกัดอย่างหนึ่งที่มีผลต่อการก่อหนี้ของบริษัทอยู่ในรูปของต้นทุนล้มละลาย (bankruptcy costs) การที่บริษัทมีหนี้สินสูงอาจมีความเป็นไปได้ที่ไม่สามารถจ่ายชำระคืนเงินกู้ให้แก่เจ้าหนี้ตาม

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

สัญญาได้ และเมื่อมีเหตุการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นแล้วสุดท้ายสิทธิการเป็นเจ้าของในสินทรัพย์จะถูกโอนจากผู้ถือหุ้นสามัญไปเป็นเจ้าของหนี้ต่อไป

บริษัทจะกลายเป็นบริษัทล้มละลายเมื่อมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทเท่ากับมูลค่าของหนี้สินที่ได้ก่อขึ้น และเมื่อเป็นเช่นนี้ มูลค่าของของส่วนของผู้ถือหุ้นจะเท่ากับศูนย์ และผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องยกอำนาจในการบริหารบริษัทไปให้แก่เจ้าหนี้แทน (พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ. 2009: หน้า 315 แปลจาก fundamentals of corporate finance ของ Ross และ Jordan) 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 Litzenger, 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 ความเสี่ยง และมูลค่าของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก เนื่องจากผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุน ซึ่งสามารถสังเกตได้จากการที่ราคาหุ้นสามัญเปลี่ยนแปลงอันเกิดจากการประกาศของผู้บริหาร ตัวอย่างเช่น

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ถ้าผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่ม โดยปกติราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเพราะนักลงทุนตีความว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มเป็นสัญญาณถึงความมั่นใจที่ผู้บริหารมั่นใจถึงกำไรสุทธิในอนาคต หรืออีกนัยหนึ่งการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลเป็นการส่งผ่านข้อมูลจากผู้บริหารถึงนักลงทุน

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

การนำทฤษฎี Pecking Order ไปใช้

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

ตามทฤษฎีนี้จะไม่มียัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นตามเป้าหมาย (target debt-equity mix)

เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของสองแหล่ง ภายในและภายนอก ชนิดหนึ่งคือกำไรสะสมซึ่งอยู่ลำดับแรกของ Pecking Order และลำดับสุดท้ายของ Pecking Order ตาม Pecking Order อธิบายว่าทำไมบริษัทที่ทำกำไรดีตามปกติกู้ยืมน้อย ไม่ใช่เพราะบริษัทเหล่านี้มีเป้าหมายอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำ แต่เพราะบริษัทเหล่านี้ไม่ต้องการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทที่มีกำไรน้อยออกหุ้นกู้เพราะเขาไม่มีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอสำหรับโครงการลงทุน ตามทฤษฎี Pecking Order ความดึงดูดใจในเรื่องประหยัด

เอกสารนี้เป็นเอกสารหลวงวันเวลาสำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาค้นคว้าเท่านั้น มิอนุญาติให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ภาษีของดอกเบี้ยมีความสำคัญเป็นอันดับสอง อัตราส่วนหนี้สินจะเปลี่ยนแปลงเมื่อเกิดความไม่สมดุลระหว่างกระแสเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายใน เงินปันผล และโอกาสในการลงทุนที่แท้จริง บริษัทที่มีกำไรสูงแต่มีโอกาสนำการลงทุนน้อยจะลดอัตราส่วนหนี้สินลงให้ต่ำ บริษัทที่มีโอกาสนำการลงทุนแต่แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจะกู้ยืมเพิ่มขึ้น ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ภายในอุตสาหกรรมที่สวนทางกันระหว่างประสิทธิภาพการทำกำไรและการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืม สมมุติว่าตามปกติบริษัทลงทุนเพื่อให้เจริญเติบโตทันกับบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ดังนั้นอัตราการลงทุนจะคล้ายคลึงกันภายในอุตสาหกรรม ถ้าการจ่ายเงินปันผลเป็นไปอย่างเข้มงวด บริษัทที่มีกำไรน้อยจะมีแหล่งเงินทุนภายในน้อยและจะจบลงด้วยการกู้ยืมมากขึ้น

2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร (Using Debt Financing to Constrain Managers)

เมื่อผู้บริหารได้รับการมอบอำนาจในการตัดสินใจจากผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งในผลประโยชน์ (conflict of interest) agency theory เมื่อกลุ่มบุคคลหนึ่ง (the principals) จ้างบุคคลอื่น (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 แต่ถ้าบริษัทมีกระแสเงินสดที่สามารถนำไปใช้จำกัดอาจทำให้ไม่สามารถนำเงินไปใช้ในสิ่งที่ไม่เกิดประโยชน์ต่อมูลค่าหุ้นได้น้อย บริษัทสามารถลดเงินสดที่มีมากเกินไป ความจำเป็นได้หลายวิธีเช่น 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 ที่จะมีผลต่อกำไรและความเสี่ยงของบริษัท ถ้าต่อมาเจ้าของตัดสินใจรับโครงการขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าที่เจ้าหนี้ได้คาดการณ์ไว้มาก ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนี้ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของเจ้าหนี้สูงขึ้น และทำให้ราคาของหุ้นกู้ที่มีอยู่เดิมลดลง ถ้าโครงการใหม่ประสบความสำเร็จ ผู้เป็นเจ้าของจะได้ประโยชน์ เนื่องจากเจ้าหนี้เดิมจะได้รับแต่อัตราดอกเบี้ยที่คงที่ในอัตราเดิม แต่ถ้าโครงการใหม่นี้ล้มเหลว เจ้าหนี้จะต้องมาร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ด้วย 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) : กล่าวว่าการสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไม่ได้ถูกกำหนดด้วยผลของภาษี แต่เพราะ agency costs ของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ความจริงนี้สามารถอธิบายได้ถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ปัญหาแรกคือปัญหาผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้โดยผ่านผู้บริหาร เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหานี้ผู้ถือหุ้นอาจจะออกเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญาการกู้ หรืออาจต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง ปัญหาที่สองระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ผู้บริหารจะพยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ตัวเองโดยเป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการมีต้นทุนของตัวเอง (agency costs) ทั้งทางด้านเจ้าหนี้ และเจ้าของ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมคือจุดที่ต้นทุนของตัวเอง (agency costs) ต่ำสุด

2.8 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับโรงแรม

ปัจจุบันธุรกิจด้านการท่องเที่ยวถือว่ามีผลสำคัญต่อภาคเศรษฐกิจไทยอย่างมาก โดยมีธุรกิจโรงแรมเป็นธุรกิจบริการด้านที่พักแรม (Accommodation) ซึ่งจัดประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรมไทย (Thai Standard Industrial Classification; TSIC) รหัส 55101 หมายถึง การจัดที่พักแรมแบบให้เช่าเป็นรายวัน หรือรายสัปดาห์สำหรับผู้ที่มาพักแรมระยะสั้น โดยรวมถึงห้องพักแรมและห้องชุดที่มีการตกแต่งพร้อม

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

และอาจรวมถึงการให้บริการอื่น ๆ เช่น การให้บริการด้านอาหาร และเครื่องดื่ม ที่จอดรถ บริการซักรีด สระว่ายน้ำ ห้องออกกำลังกาย สิ่งอำนวยความสะดวกด้านนันทนาการ และห้องประชุม ปัจจุบันธุรกิจโรงแรมกระจายอยู่ในพื้นที่ต่าง ๆ ทั่วประเทศจำนวนทั้งสิ้น 5, 538 ราย ทุนจดทะเบียน 271, 587 ล้านบาท (กรมพัฒนาธุรกิจการค้า. 2555)

2.8.1 ที่พักแรม (Accommodation)

ที่พักแรมมีหลายประเภท เช่น โรงแรม (hotel), โมเต็ล (motel), เกสต์เฮาส์ (guesthouse), รีสอร์ท (resort), อพาร์ทเมนต์ (apartment), แมนชั่น (mansion), คอนโดมิเนียม (condominium), ที่ตั้งแคมป์ (camp ground), บ้านพักตากอากาศ, บังกะโล (bungalow), แพ เป็นต้น (<http://elearning.spu.ac.th/allcontent/svi314/class4p3.htm>)

2.8.2 โรงแรม (hotel)

โรงแรม หมายถึง สถานที่สำหรับนักเดินทาง หรือนักท่องเที่ยวที่มาพัก และมีบริการหลายรูปแบบแก่ผู้มาพัก ขึ้นอยู่กับระดับของการให้บริการและสิ่งอำนวยความสะดวก เช่น อาหารและเครื่องดื่ม จัดประชุม จัดเลี้ยง สระว่ายน้ำ ออกกำลังกาย เล่นกีฬา นำเที่ยว และจำหน่ายของที่ระลึก เป็นต้น

2.8.3 การแบ่งประเภทของโรงแรมตามระดับ

จาก เว็บไซต์ <http://elearning.spu.ac.th/allcontent/svi314/class4p3.htm> กล่าวถึงการแบ่งโรงแรมเป็นระดับมาตรฐานโดยแสดงระดับด้วยจำนวนดาว (star) ซึ่งประกอบด้วย 5 ระดับ ดังนี้

- 1). โรงแรม 5 ดาว หรือเดอลุกซ์ (five-star/ deluxe hotel) เป็นลักษณะโรงแรมที่ให้บริการสมบูรณ์แบบ และมีราคาสูง โดยมีสิ่งอำนวยความสะดวกครบครัน เช่น ห้องพักรวมอ่างอาบน้ำส่วนตัว มีภัตตาคารระดับสูง สระว่ายน้ำ สถานที่ออกกำลังกาย และบริการที่ยอดเยี่ยม
- 2). โรงแรม 4 ดาว หรือระดับหนึ่ง (four-star/ first class hotel) เป็นโรงแรมที่ให้บริการและสิ่งอำนวยความสะดวกสูงกว่ามาตรฐาน เช่น ห้องพักรวมอ่างอาบน้ำ มีภัตตาคาร และคอกเทลเลาจ์ไว้บริการ
- 3). โรงแรม 3 ดาว (three-star hotel) เป็นโรงแรมในระดับมาตรฐานเน้นความสะดวกสบาย/ โดยปกติมีบริการอาหารและเครื่องดื่มในโรงแรม
- 4). โรงแรม 2 ดาว (two-star hotel) เป็นโรงแรมเพื่อการพาณิชย์ หรือนักท่องเที่ยวแบบประหยัด มีสิ่งอำนวยความสะดวกในการขึ้นลงระหว่างชั้น ห้องพักรวมอ่างอาบน้ำแบบฝักบัว และอาจมีบริการอาหารและเครื่องดื่มในโรงแรม แต่ผู้พักต้องเสียค่าบริการเพิ่ม
- 5). โรงแรม 1 ดาว เป็นโรงแรมให้บริการห้องพักแบบประหยัด ไม่มีสิ่งอำนวยความสะดวกอื่น ๆ ไม่มีห้องน้ำหรืออ่างอาบน้ำในห้องพัก และไม่มีบริการอาหารและเครื่องดื่มภายในโรงแรม

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 ผลการศึกษานับสนุน 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 และใช้การกู้ยืมระยะยาวมากกว่าการกู้ยืมระยะสั้น สถาบันที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูงมีผลการดำเนินงานดี โดยพิจารณาจากการมีลูกค้ามากกว่า เกิดการประหยัดทางเศรษฐกิจ 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 ผลการศึกษาพบว่า มี ประสิทธิภาพของบริษัทเป็นบวกที่ระดับหนี้สินต่ำถึงระดับกลาง 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 ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างสินทรัพย์ 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 ผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลน้อย จนถึง ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Omran, M. & Pointon, J. (2009) วิจัยเรื่อง Capital structure and firm characteristics

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

: An Empirical Analysis Analysis From Egypt โดยใช้ตัวอย่างจำนวน 64 บริษัทของประเทศอียิปต์ใช้ข้อมูลระหว่างปี 1997-2005 ใช้สถิติ Multiple Regression ผลการศึกษาพบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรขั้นต้น

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 และมีความสัมพันธ์ทางลบกับ ขนาดของบริษัท และหลักประกันการกู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Pecking Order Theory กล่าวคือบริษัทพอใจใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการในการลงทุน และสอดคล้องกับทฤษฎี Market Timing Thesis โดยปีที่บริษัทประสบปัญหาทางธุรกิจ มูลค่าหุ้นตกลง และขาดแคลนแหล่งเงินทุนภายใน บริษัทจะพึ่งการกู้ยืมธนาคารไม่ว่าขนาดของบริษัทจะเป็นอย่างไร และความเสี่ยงของบริษัทจะมากหรือน้อยเพียงใด

Qiu, M. & La, B. (2010) วิจัยเรื่อง Firm characteristics as Determinants 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 Trade-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 ดันทุนเงินทุน ประโยชน์ด้านภาษีจากการกู้ยืม ประโยชน์ด้านภาษีจากรายการอื่นที่ไม่ได้เกิดจากการกู้ยืม ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประโยชน์ด้านภาษี สภาพคล่องมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Trade-off Theory และ Pecking Order Theory

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยเรื่อง โครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาประเทศไทย มีขั้นตอนและวิธีดำเนินการวิจัยตามลำดับดังนี้

3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในวิจัย โมเดลที่ใช้ในการวิจัย และสมมุติฐานที่ใช้ในการวิจัย

3.1 ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

3.1.1 กลุ่มตัวอย่าง

บริษัทที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้เป็นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมโรงแรมจำนวน 140 บริษัท ซึ่งมีข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนสำหรับช่วงเวลา 5 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 จำนวนรวมตัวอย่าง 700 บริษัท โรงแรมที่เป็นตัวอย่างต้องมีขนาดสินทรัพย์ถาวรเกินกว่า 50 ล้านบาท ดังนั้นโรงแรมที่เป็นตัวอย่างจะไม่รวมโรงแรมขนาดเล็ก ข้อมูลการเงินที่ใช้ได้จากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า รายชื่อโรงแรมที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้านี้แสดงดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 รายชื่อบริษัทที่เป็นตัวอย่างในการวิจัย

ลำดับ	ชื่อโรงแรม
1	บมจ. เกียรติผล
2	บมจ.แกรนด์ แอสเสท โฮเทลส์ แอนด์ พรอพเพอร์ตี้
3	บมจ. ดุสิตธานี
4	บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล
5	บมจ. โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา
6	บมจ. โรงแรมรอยัลออกคิด (ประเทศไทย)
7	บมจ. โรงแรมราชดำริ
8	บมจ. โรงแรมเอราวัณ
9	บมจ. บมจ. ลา구나รีสอร์ท แอนด์ โฮเทล
10	บมจ. เอเชียโฮเต็ล
11	บมจ. โอเอชทีแอล
12	บจ. กระบี่ ไทย วิลเลจ
13	บจ. กระบี่ อังคามัน รีทริท

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 13.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อโรงแรม
14	บจ. ก่อเลิศลักษณ์
15	บจ. กะตะธานี
16	บจ. กาดสวนแก้ว 2545
17	บจ. การ์เด็น คลิฟ พาร์ค
18	บจ. เกษมกิจ
19	บจ. เก้าบุญทวี
20	บจ. แกรนด์ สวิต (ประเทศไทย)
21	บจ. แกรนด์ซิตี แมนชั่น อินเตอร์เนชั่นแนล
22	บจ. โกลเดน ไมล์
23	บจ. โกลเด้นแอสเซ็ท
24	บจ. คลอจีตี อินน์
25	บจ. เค คอน เอ็นเตอร์ไพรส์ (ลานนาพาเลซ)
26	บจ. โฆษะโฮลดิ้ง
27	บจ. เจ้าพระยาสยาม
28	บจ. ชวริน
29	บจ. ช้างกลานเวย์
30	บจ. เชียงใหม่ ฮิลล์ 2000
31	บจ. เชียงใหม่พลาซ่า
32	บจ. เชียงใหม่ริเวอร์ไซด์พลาซ่าโฮเต็ล
33	บจ. ซี. บี. พร็อพเพอร์ตี้
34	บจ. ซีไซด์ พร็อพเพอร์ตี้ส์ (ประเทศไทย)
35	บจ. ซีไซด์ โฮเทล (ประเทศไทย)
36	บจ. เซ็นทรัลสมุยบีชรีสอร์ท
37	บจ. เซ็นทรัลสมุยวิลเลจ
38	บจ. เซาท์ชอร์
39	บจ. ครีโอลิน สมุย
40	บจ. ดวงจิตต์
41	บจ. ดวงตะวัน โฮเต็ล

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 13.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อโรงแรม
42	บจ. คอนเมือง อินเตอร์เนชั่นแนล แอร์พอร์ต โฮเต็ล
43	บจ. คาราสมุย
44	บจ. ดี. เค. แลม พรอพเพอร์ตี้ส์
45	บจ. ดีวาน่า ป่าตอง รีสอร์ท แอนด์สปา
46	บจ. เคย์สตาร์
47	บจ. เดอะ รอยัล สวีท โฮเทล
48	บจ. เดอะ เอวาซอน ภูเก็ต
49	บจ. เดอะทองธาร 94
50	บจ. เดอะรีเจนท์ ชะอำ โฮเต็ล
51	บจ. ไดมอนด์ คอทเทจ รีสอร์ท
52	บจ. ไดมอนด์คัลฟ์
53	บจ. ต้นตึกดี
54	บจ. ดิลก
55	บจ. ทรัพย์บุญมา
56	บจ. ทรัพย์แสนไสว
57	บจ. ทวิน โลดจ์ รีสอร์ท แอนด์ สปา
58	บจ. ทวินปาล์มส์ ภูเก็ต
59	บจ. ท้องทรายเบย์คอทเทจส์ แอนด์ โฮเต็ล
60	บจ. ทีซีซี ลักซ์ซูรี โฮเทลล์ แอนด์ รีสอร์ท
61	บจ. ทีซีซี โฮเทลคอลเล็คชั่น
62	บจ. ไทยวาพลาซ่า
63	บจ. ธนารีสอร์ท
64	บจ. ธาราป่าตอง
65	บจ. นารายณ์โฮเต็ล
66	บจ. บรจิว
67	บจ. บางกอกพาลาสโฮเต็ล
68	บจ. บางเทา บีช รีสอร์ท
69	บจ. บ้านโบราณ เชียงราย

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 13.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อโรงแรม
70	บจ. บ้านแหลมทรายบีชรีสอร์ท
71	บจ. บาโฮมา
72	บจ. บี.พี. เรียวเอสเตท
73	บจ. บุญโรจน์ก่อสร้าง
74	บจ. ปรีดีประภา
75	บจ. ป่าตอง เบเวอรี่ โฮเต็ล
76	บจ. ป่าตอง หยีเต็ง
77	บจ. ป่าตองคลิฟวิว
78	บจ. ป่าตองเมอร์ลิน
79	บจ. ปาร์คโฮเต็ลแอนด्रीรีสอร์ท
80	บจ. ปิยะ อินเตอร์เนชั่นแนล
81	บจ. พรีเมียร์ รีสอร์ทส์ แอนด์ โฮเทลส์
82	บจ. พลาซ่าเอทรีนี โฮเต็ล (ประเทศไทย)
83	บจ. พัทยา ปาร์ค บีช โฮเต็ล
84	บจ. พัทยา มารินา โฮเต็ล
85	บจ. พัทยาเหนือพลาซ่า
86	บจ. พาวิลเลียน ควินส์เบย์
87	บจ. พาวิลเลียน สมุย บูติค รีสอร์ท
88	บจ. พิษณุ
89	บจ. พิมาลัย รีสอร์ท แอนด์ สปา
90	บจ. พิมาลัย โฮลดิ้ง
91	บจ. พี แอนด์ บี รัชดาโฮเต็ล
92	บจ. พี. พี. ซี. เอ็นเตอร์ไพรส์
93	บจ. เพรสดีเด็นท์โฮเต็ลและทาวเวอร์
94	บจ. เฟิร์ลวิลเลจ
95	บจ. ไพรมเรียวเอสเตท
96	บจ. ไพโอเนียร์ สอสพิทลิตีส์สยาม (จีบีอาร์)
97	บจ. ฟอว์เวิร์ดการ์เดน

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 13.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อโรงแรม
98	บจ. เฟลิกซ์ ริเวอร์แคว รีสอร์ท (กาญจนบุรี)
99	บจ. กัทบริชรีสอร์ท
100	บจ. ภูเก็ตเค็บทรัพย์ธุรกิจ
101	บจ. ภูเก็ตโบ๊ทลาภูน
102	บจ. ภูเก็ตยรรยง
103	บจ. ภูน้ำเกียรดี
104	บจ. ภูมิภวัน
105	บจ. มิ่งพร
106	บจ. มีจิต
107	บจ. เมโทรโพล ภูเก็ต
108	บจ. เมอร์ลินบีช
109	บจ. เมืองไทยฮอลิเดย์
110	บจ. แมกซ์วิน บิลเคอร์ส
111	บจ. แมเจสติค แกรนด์เค
112	บจ. แมร์ิม เทอเรซ รีสอร์ท
113	บจ. ยูโรมิลล์ไฮเต็ล
114	บจ. รอยัลการ์เด้น ดีเวลลอปเม้นท์
115	บจ. รอยัลครานีอินเตอร์เนชั่นแนล
116	บจ. ระยองสตาร์
117	บจ. ราชสีมานครทิพย์
118	บจ. ราชารีสอร์ท
119	บจ. รามาแลนด์ ดีเวลลอปเม้นท์
120	บจ. ริชชี โฮลดิ้ง อัลลายแอนซ์
121	บจ. รีแลกซ์บีช
122	บจ. แรมแบรอนด์ไฮเต็ล คอร์ปอเรชั่น
123	บจ. โรงแรมชายทะเล
124	บจ. โรงแรมเซ็นทรัลสุคนธา
125	บจ. โรงแรมบางกอกคลาสสิก

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ตัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 13.1 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อโรงแรม
126	บจ. โรงแรมบ้านเชียง
127	บจ. โรงแรมปาร์คนายเลิศ
128	บจ. ราชาออคิต
129	บจ. โรงแรมริเวอร์แคว
130	บจ. โรงแรมโรสกาเดิน (2511)
131	บจ. โรงแรมอโนมา กรุงเทพ
132	บจ. โรแยลคลิฟ บีช โฮเต็ล
133	บจ. ลาгуน่า บันยัน ทรี
134	บจ. ลาгуน่า บีช คลับ
135	บจ. ถ้างแอนด์ซีวีวีรีสอร์ท
136	บจ. ลีการ์เดนส์โฮเต็ล
137	บจ. เลอ คองคอร์ด โฮเต็ล
138	บจ. โลแกนส์ (ไทยแลนด์)
139	บจ. วาเคไทย (ไทยแลนด์)
140	บจ. วิทยาโฮลดิ้ง
141	บจ. วินเซอร์ โฮเต็ล
142	บจ. วิภาวดีรังสิตโฮเต็ล

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย โมเดลที่ใช้ในการวิจัย และสมมุติฐานที่ใช้ในการวิจัย

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่นำมาซึ่งนำมาซึ่งตัวแปรในงานวิจัยนี้มี 2 ทฤษฎีคือ Static trade-off theory กล่าวว่าบริษัทจะกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งบริษัทต้องเลือกระหว่างประโยชน์ของหนี้สิน (ประโยชน์จากภาษี) กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ประโยชน์ของหนี้สินคือช่วยลดภาษี ซึ่งต้องพยายามปรับให้สมดุลกับต้นทุนของการล้มละลาย (bankruptcy costs) (Kim 1978; Kraus and Litzenberger, 1973) และ ต้นทุนตัวแทน (agency costs) อีกทฤษฎีคือ pecking order theory มาจากความอสมมาตรของข้อมูล (asymmetric information) นั่นคือผู้จัดการหรือผู้บริหารทราบเกี่ยวกับแนวโน้มอนาคต ความเสี่ยง และมูลค่าของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยในขั้นแรกจะกู้ยืมจากธนาคาร หลังจากนั้นจะใช้หนี้สาธารณะ และเอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

แหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน ดังนั้นบริษัทที่มีกำไรจึงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อมาลงทุนในโครงการใหม่น้อยเพราะบริษัทเหล่านี้มีเงินทุนเพียงพอในรูปกำไรสะสม จากสองทฤษฎีนี้สามารถนำมากำหนดตัวแปรและโมเดลที่ใช้ในการวิจัยดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

3.2.1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และโมเดลที่ใช้ในการวิจัยสำหรับกำหนดปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

3.2.1.1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเพื่อศึกษาปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของโรงแรม ประกอบด้วย 1) อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินของบริษัท และ 2) ปัจจัยของบริษัทที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน

1) อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินของบริษัท

อัตราส่วนแสดงภาระหนี้สินของบริษัทที่ใช้ในการวิจัยนี้คืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม :ซึ่งอัตราส่วนนี้คำนวณจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นคำนวณจากหนี้สินระยะสั้นหารด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวคำนวณจากหนี้สินระยะยาวหารด้วยสินทรัพย์รวม ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ (Omran and Pointon, 2009; Ebaid, 2009)

2) ปัจจัยของบริษัทที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน

ปัจจัยของบริษัทที่น่าจะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีดังต่อไปนี้

1.1) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability: PROF)

Myers (1984) กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมเป็นอันดับแรก ถัดมาคือจากการกู้ยืมลำดับสุดท้ายคือจากการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามมุมมองนี้ซึ่งคือมุมมองของ pecking order theory กำไรของบริษัทที่สะสมไว้จะเป็นตัวกำหนดนโยบายหนี้สิน ดังนั้นตาม pecking order theory คาดว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลทางลบกับโครงสร้างเงินทุน อย่างไรก็ตาม static trade-off theory บริษัทเล็กที่จะกู้ยืมมากเพื่อต้องการได้ประโยชน์จากการที่ดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี ดังนั้นตามทฤษฎีนี้คาดว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน มีงานวิจัยจำนวนมากยืนยันความสามารถในการทำกำไรมีผลทางลบกับโครงสร้างเงินทุน (Titman and Wessels 1988; Friend and Lang 1988; Rajan and Zinglaes 1995; Campbell and Jerzemowska 2001, p.69; Bevan and Danbolt 2002; Abor, 2005; Abor, 2007)ในงานวิจัยนี้ใช้ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (Profit margin)เป็นตัวประมาณความสามารถในการทำกำไร ของบริษัท

1.2) สภาพคล่อง (Liquidity :LIQUI)

ตามมุมมองของ pecking order theory การมีแหล่งเงินทุนภายนอกจะแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรแล้วยังแสดงถึงสภาพคล่อง ดังนั้นตาม pecking order theory คาดว่าสภาพคล่อง มีผลทางลบกับโครงสร้างเงินทุน(Titman and Wessels 1988; Friend and Lang 1988; Rajan and

Zinglaes 1995; Campbell and Jerzemowska 2001; Bevan and Danbolt 2002) อย่างไรก็ตาม Jensen (1986) กล่าวว่าบริษัทที่มีเงินสดมากควรจะถูกยืมเพื่อป้องกันไม่ให้ผู้จัดการเอาเงินสดไปใช้อย่างเปล่าประโยชน์ ซึ่งแสดงเป็นนัยว่าสภาพคล่อง มีผลทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน มีงานวิจัยจำนวนมากยืนยันสภาพคล่องมีผลทางลบกับโครงสร้างเงินทุน (Titman and Wessels 1988; Friend and Lang 1988; Rajan and Zinglaes 1995; Campbell and Jerzemowska 2001; Bevan and Danbolt 2002) งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวแทนของสภาพคล่องของบริษัท

1.3) ขนาดของบริษัท

มีนักวิจัยหลายท่านกล่าวว่าอัตราส่วนหนี้สินอาจมีความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัท Warner (1977) แสดงว่าบริษัทที่ใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่มีโอกาสน้อยที่จะล้มละลายน้อยกว่า Wessels (1988) รายงานว่าบริษัทใหญ่มีโอกาสน้อยที่จะล้มละลาย เนื่องจากบริษัทมีการกระจายการลงทุน (diversified) ดังนั้นน่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างขนาดและอัตราหนี้สินของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Smith (1977) พบว่าต้นทุนของหนี้สินสำหรับกิจการขนาดเล็กสูงกว่ากิจการขนาดใหญ่ งานวิจัยของ Harris and Raviv (1991), Rajan and Zingales (1995), Wald (1999), and Booth et al. (2001) สนับสนุนว่าบริษัทขนาดใหญ่มีหนี้สินสูง ยิ่งไปกว่านั้นต้นทุนการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินและหุ้นสามัญมีผลทางลบกับขนาดของกิจการ บริษัทขนาดใหญ่จะสามารถลดต้นทุนในการจัดหาเงินกู้ระยะยาว (Chen, 2004). ตามปกติบริษัทขนาดใหญ่ชอบจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมระยะยาว ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กจะจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมระยะสั้น (Marsh, 1982) Myers and Majluf (1984) รายงานว่าความอสมมาตรของข้อมูลจะน้อยกว่าในบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นบริษัทเหล่านี้จึงมีแรงจูงใจที่จะจัดหาเงินทุน โดยการออกหุ้นสามัญมากกว่าหนี้สิน มีงานวิจัยจำนวนมากจำนวนมากที่รายงานความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างขนาดของบริษัทกับระดับหนี้สิน (Rajan and Zingales 1995; Barclay and Smith 1996; Bevan and Dobolt 2002) ยิ่งไปกว่านั้น Bevan and Danbolt (2002) พบว่าความสัมพันธ์ขึ้นอยู่กับลักษณะของกู้ยืม ความสัมพันธ์ควรจะเป็นบวกถ้าเป็นหนี้สินระยะยาว และเป็นความสัมพันธ์ทางลบถ้าเป็นหนี้สินระยะสั้น งานวิจัยนี้ใช้ \log ของสินทรัพย์รวม โดยคาดว่าขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

1.4) ความเสี่ยงทางธุรกิจ

เป็นที่ยอมรับว่าหนี้สินมีผลต่อการเพิ่มความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัท และอาจทำให้บริษัทล้มละลายได้ บริษัทที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานสูงมีโอกาสนสูงที่จะเกิดภาวะล้มละลาย จากการที่ความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้ได้เกี่ยวข้องกับภาระที่รายได้ไม่แน่นอน ทำให้ผู้บริหารที่ต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงพยายามหลีกเลี่ยงที่จะมีหนี้สินเกินความจำเป็น ตาม pecking order theory ทำนายว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่แน่นอนจะพยายามสะสมเงินสดในปีที่ผลการดำเนินงานที่ดีเพื่อหลีกเลี่ยงการลงทุนที่น้อยในอนาคต (Qian et al., 2007) ดังนั้นจึงคาดว่ามีความสัมพันธ์ทางลบระหว่างความเสี่ยงกับอัตราส่วนหนี้สิน ในงานวิจัยนี้ความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัท แม้ว่า Hsia (1981) จะพบความสัมพันธ์ทางบวก งานวิจัยนี้เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรรมใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัทวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี หรือ กำไรจากการดำเนินงานสำหรับช่วงสี่ปี จากนั้นนำมาหารด้วยสินทรัพย์รวม

1.5) โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท

มีนักวิจัยจำนวนมาก (Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977; and Stulz, 1990) กล่าวว่าหนี้สินมีผลทางลบกับโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่กำลังเจริญเติบโตมีโอกาสนำเงินไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงโดยที่เจ้าหนี้เป็นผู้รับความเสี่ยง ตาม pecking order theory บริษัทที่มีการเจริญเติบโตสูง จะมีความต้องการเงินทุนมากขึ้น บริษัทเหล่านี้จะออกหุ้นที่มีปัญหาน้อยกว่าความไม่สมมาตรของข้อมูลเช่นหนี้สินระยะสั้น บริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตมาก จะกู้ยืมมากขึ้น สอดคล้องกับ Pecking Order theory ที่กล่าวว่ามีผลทางลบระหว่างการกู้ยืมและโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท ผลงานวิจัยที่ผ่านมาสันนิษฐานว่ามีผลทางลบระหว่างหนี้สินและอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (Titman and Wessels (1988); Rajan and Zingales (1995), Barclay and Smith (1996)) ผลงานวิจัยที่ผ่านมาสันนิษฐานว่ามีผลทางบวกระหว่างหนี้สินและอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (Rajan and Zingales, 1995; Wald, 1999) งานวิจัยนี้ใช้อัตราการเจริญเติบโตของยอดขายเป็นตัวประมาณอัตราการเจริญเติบโตของบริษัท

1.6) โครงสร้างสินทรัพย์

บริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรมากสามารถกู้ยืมได้ง่ายเนื่องจากสามารถใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นหลักประกัน ค่าประกัน ธนาคารอาจลดดอกเบี้ยเงินกู้ให้บริษัทที่มีกลุ่มสินทรัพย์ถาวรที่หลากหลาย Jensen and Meckling (1977) พบว่ามีผลทางบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินกับความสามารถของการค้าประกันหนี้สิน ถ้าต้องการสินทรัพย์มาค้ำประกันหนี้สิน ผู้ยืมจะจ่ายเงินที่กู้ยืมมาเพื่อโครงการที่กำหนดเลย ซึ่งเป็นการลดลงของปัญหาตัวแทน (agency problems) ตาม Static trade off theory เชื่อว่าควรจะมีผลทางบวกระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน ในทางตรงกันข้ามตาม pecking order theory ทำนายว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันมากน่าจะทำให้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลน้อยลง ดังนั้นจึงน่าจะกู้ยืมน้อยลง ดังนั้นตาม pecking order theory เชื่อว่าควรจะมีผลทางลบระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน ผลที่ได้จากงานวิจัยในประเทศที่พัฒนา ยืนยันความสัมพันธ์ทางบวก (Rajan and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988) อย่างไรก็ตาม Campbell and Jerzemowska (2001) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทางลบระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน และ Nivorozhkin (2004) พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กันระหว่างสินทรัพย์ค้ำประกันกับหนี้สิน Bevan and Danbolt (2002) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินกับมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกันขึ้นอยู่กับวิธีการวัดหนี้สิน เขาพบว่า ความสัมพันธ์ในทางบวกกับหนี้สินระยะยาว แต่มีผลทางลบกับหนี้สินระยะสั้น งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนระหว่าง ที่ดิน อาคาร และ อุปกรณ์ต่อสินทรัพย์รวม เป็นตัวแทนมูลค่าสินทรัพย์ค้ำประกัน ตาม pecking order theory

1.7) ประโยชน์จากภาษี

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรรมใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

Modigliani and Miller (1963) กล่าวว่าบริษัทควรจะมุ่งที่การจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมทั้งหมด เพื่อจะได้ประโยชน์จากการประหยัดภาษีของดอกเบี้ย นักวิจัยส่วนใหญ่เห็นว่าประโยชน์จากภาษีมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สิน อัตราภาษีที่สูงทำให้บริษัทที่มีกำไรสูงต้องการจะได้ผลประโยชน์จากการประหยัดภาษี ตาม static trade-off theory มีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างอัตราภาษีกับหนี้สิน อย่างไรก็ตาม นักวิจัยเช่น Miller (1977), Fama and French (1998) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างประโยชน์จากการประหยัดภาษีกับการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน ในงานวิจัยนี้อัตราภาษีของบริษัทคำนวณจากภาษีที่บริษัทเสียหารด้วยกำไรก่อนภาษี

3.2.1.2 โมเดลที่ใช้ในการวิจัย

โมเดลที่ใช้ในการกำหนดปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของโรงแรมในประเทศไทย คือ Multiple regression โดยที่โมเดลอยู่ในรูปแบบ

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_7 x_7 + e$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_7 x_7 + e$$

$$Y_3 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_7 x_7 + e$$

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

3.2.1.3 สมมุติฐานที่ใช้ในการวิจัย

สมมุติฐานการวิจัยสำหรับปัจจัยของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ตามทฤษฎี Static trade off มีสมมุติฐานดังต่อไปนี้

สมมุติฐานที่ 1

ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 2

สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 3

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 4

ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 5

โอกาสในการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 6

โครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 7

ประโยชน์จากภาษีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

ตามทฤษฎี Pecking Order มีสมมุติฐานดังต่อไปนี้

สมมุติฐานที่ 1

ประสิทธิภาพในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 2

สภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 3

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 4

ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 5

โอกาสในการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

สมมุติฐานที่ 6

โครงสร้างสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน

3.2.2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และ โมเดลที่ใช้ในการวิจัยสำหรับสำหรับการศึกษาผลของ

โครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

3.2.2.1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วยตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงาน ตัวแปรวัดภาระหนี้สิน และตัวแปรที่ควบคุม ที่คาดว่าจะส่งผลต่อการดำเนินงาน

3.2.2.1.1 ตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงาน

ผลงานวิจัยที่ผ่านมาที่มีการใช้ตัววัดผลการดำเนินงานที่หลากหลาย นักวิจัยบางท่าน (เช่น Majumdar and Chhibber, 1999; Abor, 2005; Ebaid, 2009) ใช้ตัววัดทางบัญชี (accounting-based measures) เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (PM) นักวิจัยบางท่าน (เช่น Welch, 2004) ใช้ตัววัดซึ่งใช้ฐานจากมูลค่าทางการตลาด (market based measures) เช่น อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ นักวิจัยบางท่าน (เช่น Abor, 2007) ใช้ Tobin's Q ซึ่งเป็นตัววัดที่ผสมระหว่างฐานทางบัญชี และฐานทางมูลค่าทางการตลาด และบางท่านใช้ตัววัดอื่นๆ เช่น ประสิทธิภาพการทำกำไร เช่น frontier function ซึ่งกำหนดจากฟังก์ชันกำไร (Berger and Bonaccorsi di Patti, 2006) งานวิจัยนี้ใช้ตัววัดที่ใช้ฐานทางบัญชี สามตัวในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งเป็นอัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิหลังหักภาษีกับสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) คืออัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิหลังหักภาษีกับส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย (PM) คืออัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิหลังหักภาษีกับยอดขาย

3.2.2.1.2 ตัวแปรที่วัดภาระหนี้สิน

โครงสร้างเงินทุนของบริษัทซึ่งประกอบด้วยแหล่งที่มาของเงินทุนหลักคือการกู้ยืม และส่วนของผู้ถือหุ้น การวัดหนี้สินของบริษัทในงานวิจัยนี้ใช้ตัววัด 3 อัตราส่วนเช่นเดียวกับงานวิจัยที่ผ่านมา ประกอบด้วย

1. หนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ทั้งหมด
2. หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ทั้งหมด
3. หนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์รวม

เป็นที่กล่าวว่าเงินกู้ระยะสั้นมีผลทางลบกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากหนี้สินระยะสั้นทำให้บริษัทเกิดความเสี่ยงเมื่อต้องจัดหาเงินทุนใหม่

3.2.2.1.3 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรที่ควบคุมมีดังต่อไปนี้

1. ขนาดของบริษัท (SIZE)

นักวิจัยหลายท่านกล่าวว่าขนาดของบริษัทอาจจะมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงาน บริษัทที่ใหญ่ มีความสามารถหลากหลายอาจเกิดขนาดการผลิตที่ประหยัดซึ่งอาจจะมีผลต่อการดำเนินงาน Frank and Goyal, 2003) ขนาดของบริษัทน่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากต้นทุนการล้มละลาย (bankruptcy costs) ลดลงตามขนาดของบริษัท อย่างไรก็ตามนักวิจัย (เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้าไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

เช่น (Mudambi and Nicosia, 1998) พบว่าขนาดของบริษัทที่ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท การศึกษานี้วัดขนาดของบริษัทจาก log ของสินทรัพย์รวม

2. ความเสี่ยง (RISK)

ตามหลักการความเสี่ยงที่สูงต้องการผลตอบแทนมาชดเชย (risk-return trade-off arguments) บริษัทที่มีความเปลี่ยนแปลงสูงในกำไรจากการดำเนินงานน่าจะมีอัตราผลตอบแทนที่สูง งานวิจัยนี้ความเสี่ยงของบริษัทวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี หรือ กำไรจากการดำเนินงาน สำหรับช่วงห้าปี จากนั้นนำมาหารด้วยสินทรัพย์รวม

3. โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท (GROWTH OPPORTUNITIES)

โอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัท (growth opportunities) วัดจากอัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย เป็นที่คาดว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงจะมีผลการดำเนินงานสูง เนื่องจากบริษัทที่มีกำไรสูงจะสามารถทำกำไรจากการลงทุนได้มาก ดังนั้นโอกาสในการเจริญเติบโตคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน

3.2.2.2 โมเดลที่ใช้ในการวิจัย

โมเดลที่ใช้ในการศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท คือ Multiple regression โดยที่โมเดลอยู่ในรูปแบบดังต่อไปนี้

$$P_1 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \epsilon$$

$$P_2 = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \epsilon$$

โดย

P_1 แทน ผลการดำเนินงาน

β_0 แทน ค่าคงที่

β_1 แทน อัตราส่วนหนี้สิน

β_2 แทน ขนาดของบริษัท

β_3 แทน อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท

ทั้งนี้ผลการดำเนินงานจะใช้ตัววัด 2 ตัวคืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

และอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (Profit Margin)

3.2.2.2 สมมุติฐานที่ใช้ในการวิจัย

เป็นที่ยอมรับว่าบริษัทที่มีกำไรมากกว่าจะมีโอกาสน้อยกว่าที่จะพึ่งพาหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ดังนั้นอัตราส่วนหนี้สินน่าจะมีผลทางลบต่อผลการดำเนินงาน โดยเฉพาะหนี้สินระยะสั้นเป็นที่กล่าวว่าหนี้สินระยะสั้นมีผลต่อผลการดำเนินงานในทางลบเพราะหนี้สินระยะสั้นทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในการจัดหาเงินทุนใหม่ (refinance) จึงเป็นที่คาดว่าอัตราส่วนหนี้สินจะมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องมาจากนโยบายสินเชื่อของธนาคารดังนั้นจึงกำหนดสมมุติฐานที่ 1 ดังนี้

สมมุติฐานที่ 1

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สวอนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

โครงสร้างเงินทุนมีผลทางลบกับผลการดำเนินงาน

เนื่องจากต้นทุนของการล้มละลายซึ่งมักจะประมาณการ โดยใช้ขนาดบริษัทมีผลต่อโครงสร้างเงินทุน (Kraus and Litzenger, 1973; Harris and Raviv, 1991) เนื่องจากต้นทุนล้มละลายจะลดลงตามขนาดบริษัท จึงเป็นที่คาดว่าขนาดของกิจการจะมีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทเนื่องมาจากนโยบายสินเชื่อของธนาคารดังนั้นจึงกำหนดสมมุติฐานที่ 2 ดังนี้

สมมุติฐานที่ 2

ขนาดของโรงเรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน

เนื่องจากหลักการชดเชยความเสี่ยงและผลตอบแทน (risk-return trade off) บริษัทที่มีความเสี่ยงในกำไรจากการดำเนินงานมากน่าจะมีผลตอบแทนมากเพื่อชดเชยความเสี่ยง ดังนั้นจึงกำหนดสมมุติฐานที่ 3 ดังนี้

สมมุติฐานที่ 3

ความเสี่ยงมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน

เป็นที่คาดหมายว่า โรงเรมที่มีการเจริญเติบโตซึ่งในการวิจัยนี้วัดจากอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายน่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดี ดังนั้นจึงกำหนดสมมุติฐานที่ 4 ดังนี้

สมมุติฐานที่ 4

อัตราการเจริญเติบโตของโรงเรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยในบทนี้แบ่งออกเป็น 4 ส่วนคือ

- 4.1 ลักษณะของโรงแรมตัวอย่าง
- 4.2 ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนธุรกิจโรงแรม
- 4.3 ผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงาน

4.1 ลักษณะของโรงแรมตัวอย่าง

ตารางที่ 4.1 แสดงว่าโรงแรมตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อสินทรัพย์ร้อยละ 28 อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ร้อยละ 61 และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 83 ซึ่งแสดงว่าธุรกิจโรงแรมมีการก่อหนี้ค่อนข้างสูง กล่าวคือเงินที่ลงทุนในสินทรัพย์ของโรงแรม 100 บาทมาจากการกู้ยืม 83 บาท มาจากเงินลงทุนของผู้เป็นเจ้าของเพียง 17 บาท โครงสร้างสินทรัพย์ของโรงแรมเป็นสินทรัพย์ถาวรถึงร้อยละ 73 เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด ผลการดำเนินงานของธุรกิจโรงแรมวัดจากค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมมีค่าเท่ากับร้อยละ -46 อัตรากำไรสุทธิต่อยอดขายเท่ากับร้อยละ -13.25 ซึ่งแสดงว่ามีผลประกอบการในช่วง 5 ปีคือ 2549-2553 ขาดทุน ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับร้อยละ .35 ซึ่งต่ำกว่าครึ่งเปอร์เซ็นต์

ตารางที่ 4.1 แสดงลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	N	Mean	Median	Minimum	Maximum	SD
STD	700	.28	.15	.00	3.55	.39
LTD	700	.61	.58	.00	4.60	.50
TTD	700	.83	.76	.01	4.82	.63
SIZE	700	8.85	8.80	7.90	10.36	.42
GROWTH	700	31.27	1.33	-87.16	2622.22	.0198
RISK	700	.039	.017	.00	1.77	.1020
ASST	700	.73	.83	.01	1.00	.242
LIQUI	700	1.52	.50	.00	59.31	3.76

ตารางที่ 4.1 (ต่อ)

ตัวแปร	N	Mean	Median	Minimum	Maximum	SD
ROA	700	-.46	-.14	-172.99	303.14	.0174
ROE	455	.35	2.43	-446.85	264.9	.0369
PM	690	-13.25	-4.85	-694.19	331.40	.0624

4.2 ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนธุรกิจโรงแรม

ตารางที่ 4.2 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กรณีใช้ ROA

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
Constant	.620	1.775	.076	.886	1.072	.049*	1.305	2.466	.014**
PROF1 (ROA)	-.005	-5.289	.000**	-.003	-2.850	.005**	-.028	-4.620	.000**
LIQUI	-.020	-5.005	.000**	-.010	-1.883	.060	-.028	-4.697	.000**
SIZE	-.035	-.959	.336	-.055	-1.164	.245	-.000	-1.434	.152
RISK	1.012	6.571	.000**	.285	1.436	.151	1.649	7.066	.000**
GROWTH	-.00005	-.476	.634	-.000009	-.106	.916	-.00005	-.421	.674
ASST	-.043	-.663	.507	.321	3.861	.000**	.323	3.303	.001**
TAX	-.021	-.455	.649	-.191	-3.178	.002**	-.267	-3.770	.000**
R ²	.113			.078			.198		
F	12.538			8.354			24.440		
Sig	.000**			.000**			.000**		
N = 700									

ผลการวิจัย (ตารางที่ 4.2) แสดงว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) มีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD) และ สภาพคล่อง (LIQUI) มีผลทางลบกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวม (STD, TTD) ซึ่งผลการวิเคราะห์สอดคล้องกับ Pecking order theory ที่กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในคือจากกำไรสะสมมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนจากการออกหุ้นทุน ซึ่งการ มีแหล่ง

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

เงินทุนภายในสะท้อนได้จากความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องของกิจการ ผลการวิจัยแสดงเป็นนัยว่าโรงแรมที่มีกำไร และมีสภาพคล่องมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมน้อย ความเสี่ยง (RISK) มีผลทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวม (STD, TTD) แสดงว่ากิจการที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานสูง กู้ยืมมาก

โครงสร้างสินทรัพย์ (ASST) มีผลทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินรวม ซึ่งแสดงว่าโรงแรมที่มีสินทรัพย์ถาวรมากสามารถกู้ยืมได้ง่ายเนื่องจากสามารถใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน ถ้าต้องการสินทรัพย์มาค้ำประกันหนี้สิน ผู้ยืมจะใช้จ่ายเงินที่กู้ยืมมาเพื่อโครงการที่กำหนดเลย ซึ่งเป็น การลดลงของปัญหาตัวแทน (agency problems) ซึ่งผลการวิเคราะห์สอดคล้องกับ Static trade off theory ผลการศึกษาต่างจาก Tian & Zeitun (2007) ที่พบว่าโครงสร้างสินทรัพย์มีผลทางลบกับหนี้สิน อัตราภาษีมี ความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินรวม ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Static trade off theory ที่กล่าวว่าถ้าอัตราภาษีสูงจะจูงใจให้บริษัทที่มีกำไรสูงกู้ยืมมากขึ้นเพื่อจะได้ประโยชน์จาก การประหยัดภาษี ขนาด (SIZE) และ โอกาสในการเจริญเติบโต (GROWTH) ไม่มีผลกับอัตราส่วนหนี้สิน ทั้งสามประเภท (STD, LTD, TTD) ซึ่งต่างจากงานวิจัยของ Deari and Deari (2009) ที่พบว่าทั้งขนาด ตลอดจนอัตราการเจริญเติบโตมีผลทางบวกกับหนี้สิน

ผลการวิจัย (ตารางที่ 4.3) แสดงว่าประสิทธิภาพในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตรากำไรสุทธิจาก ยอดขาย (PM) มีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม (TTD) ผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่อง (LIQUID) มี ผลทางลบกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม (STD, LTD, TTD) ขนาด (SIZE) มีผลทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม (TTD) ความเสี่ยง (RISK) มีผลทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น และอัตราส่วนหนี้สินรวม (STD, TTD) โครงสร้างสินทรัพย์ (ASST) มี ความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวและอัตราส่วนหนี้สินรวม (LTD, TTD) อัตราภาษีมี ความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม

ตารางที่ 4.3 แสดงผลของ Multiple Regression Analysis กรณีใช้ Profit Margin

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
Constant	.839	2.334	.020*	1.022	2.259	.024*	1.710	3.126	.002**
PROF2 (PM)	.000	-1.497	.135	.000	-2.437	.015*	-.002	-4.183	.000**
LIQUI	-.021	-5.188	.000**	-.011	-2.085	.037*	-.030	-4.943	.000**
SIZE	-.058	-1.527	.127	-.069	-1.446	.149	-.122	-2.099	.036*
RISK	.677	4.717	.000**	.061	.338	.735	.942	4.314	.000**
GROWTH	-.000007	-.873	.383	-.000002	.019	.985	-.00005	-.482	.630

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 4.3 (ต่อ)

	STD			LTD			TTD		
	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig	Unstandardized coefficients	t	Sig
Constant	.839	2.334	.020*	1.022	2.259	.024*	1.710	3.126	.002**
PROF2 (PM)	.000	-1.497	.135	.000	-2.437	.015*	-.002	-4.183	.000**
LIQUI	-.021	-5.188	.000**	-.011	-2.085	.037*	-.030	-4.943	.000**
SIZE	-.058	-1.527	.127	-.069	-1.446	.149	-.122	-2.099	.036*
RISK	.677	4.717	.000**	.061	.338	.735	.942	4.314	.000**
GROWTH	-.000007	-.873	.383	-.000002	.019	.985	-.00005	-.482	.630
ASST	-.046	-.689	.491	.312	3.681	.000**	.301	2.939	.003**
TAX	-.041	-.865	.387	-.198	-3.291	.001*	-2.95	-4.060	.000**
R ²	.081			.081			.162		
F	8.562			8.599			18.860		
Sig	.000**			.000**			.000**		
N = 690									

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของ โรงแรม โดยใช้ตัววัดประสิทธิภาพในการทำกำไรทั้งสองคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (PM) ได้ผลการศึกษาในเรื่องของตัวแปรที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเช่นเดียวกันได้แก่ ประสิทธิภาพในการทำกำไร (มีผลทางลบ) สภาพคล่อง (มีผลทางลบ) ความเสี่ยง (มีผลทางบวก) โครงสร้างสินทรัพย์ (มีผลทางบวก) อัตราภาษี (มีความสัมพันธ์ทางลบ) ยกเว้นในเรื่องขนาดของกิจการ เมื่อใช้ ROA พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สิน เมื่อใช้ PM เป็นตัววัดพบว่าขนาดมีผลทางลบต่ออัตราส่วนหนี้สิน ผลการศึกษาสอดคล้องตามสมมติฐานของ Pecking order theory ในเรื่องของประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง และขนาดของกิจการ

4.3 ผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงาน

จาก สมมติฐานที่ 1: โครงสร้างเงินทุนมีผลทางลบกับผลการดำเนินงาน จากผลการวิเคราะห์ regression (ตารางที่ 4.4) พบว่าโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สิน เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม มีผลทางลบกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Zeitun and Tian (2007) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีผลในทางลบกับผลการดำเนินงานวัดด้วย ROA ซึ่งแสดงว่าหนี้สินระยะสั้นลดผลกำไรของโรงแรมซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าหนี้สินระยะสั้นทำให้โรงแรมมีความเสี่ยงต่อการจัดหาเงินทุนใหม่ (refinance) ผลการศึกษาแตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมา (Abor, 2009; Gill, Biger, and Mathur, 2011) ที่พบว่าอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นมีผลทางบวกต่อการดำเนินงาน ผลการวิเคราะห์ พบว่าโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว มีผลทางลบกับผลการดำเนินงานซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาสอดคล้องกับ Zeitun and Tian (2007), Abor (2009)

จาก สมมติฐานที่ 2: ขนาดของโรงแรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน จากผลการวิเคราะห์ regression (ตารางที่ 4.4) พบว่าขนาดของโรงแรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 ผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Gleason, Mathur and Mathur (2000) และ Zeitun and Tian (2007) ผลการศึกษาต่างจากงานวิจัยของ Mudambi and Nicosia (1998), Lauterbach and Vaninsky (1999), Durand and coeuderoy (2001), and Tzelepis and Skuras (2004) ที่พบว่าขนาดของโรงแรมไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน

จากสมมติฐานที่ 3 : ความเสี่ยงมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงาน จากผลการวิเคราะห์ regression (ตารางที่ 4.4) พบว่าความเสี่ยงของโรงแรมมีผลทางบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการจึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 กล่าวคือ โรงแรมที่มีความเสี่ยงสูงมีผลการดำเนินงานสูง

จาก สมมติฐานที่ 4: อัตราการเจริญเติบโตของ โรงแรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน จากผลการวิเคราะห์ regression (ตารางที่ 4.4) พบว่าอัตราการเจริญเติบโตของ โรงแรมไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 4.4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน(ROA)

ผลการดำเนินงาน (ROA)							
Variable	Model 1		Model 2		Model 3		
	Unstandardized coefficients	t (Sig)	Unstandardized coefficients	t (Sig)	Unstandardized coefficients	t (Sig)	
Constant	-51.671	-4.146 (.000)**	-49.227	-3.850 (.000)**	-39.311	-3.191 (.001)**	
STD	-8.490	-5.627 (.000)**					
LTD			-4.256	-3.561 (.000)**			

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

ตารางที่ 4.4 (ต่อ)

ผลการดำเนินงาน (ROA)						
Variable	Model 1		Model 2		Model 3	
	Unstandardized coefficients	t (Sig)	Unstandardized coefficients	t (Sig)	Unstandardized coefficients	t (Sig)
TTD					-7.599	-8.196 (.000)**
SIZE	5.730	4.091 (.000)**	5.498	3.857 (.000)**	4.762	3.463 (.001)**
RISK	75.035	12.747 (.000)**	69.297	11.820 (.000)**	76.703	13.391 (.000)**
GROWTH	.000	.152 (.879)	.001	.250 (.803)	.001	.255 (.822)
R ²	0.2187		0.187		0.245	
F	45.70		39.967		56.423	
Sig	.000**		.000**		.000**	
N	700					

ผลการวิเคราะห์ (ตารางที่ 4.5) พบว่าโครงสร้างเงินทุนซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม มีผลทางลบกับผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (PM) ซึ่งสอดคล้องกับ Zeitun and Tian (2007), Abor (2009) ขนาดของโรงแรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน ความเสี่ยงและอัตราการเจริญเติบโตของโรงแรมไม่มีผลต่อการดำเนินงาน (PM) ผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานโดยใช้ตัววัดคือ ROA และ PM ได้ผลเหมือนกันยกเว้นความเสี่ยงมีผลในทางบวกต่อผลการดำเนินงานกรณีใช้ ROA แต่ไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานกรณีใช้ PM

ตารางที่ 4.5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน (PM)

ผลการดำเนินงาน (PM)						
Variable	Model 1		Model 2		Model 3	
	Unstandardized coefficients	t (Sig)	Unstandardized coefficients	t (Sig)	Unstandardized coefficients	t (Sig)
Constant	-252.703	-5.080 (.000)**	-229.255		-211.806	-4.276 (.000)**
STD	-0.640	-1.776 (.076)				
LTD			-16.645	-3.562 (.000)**		
TTD					-19.777	-5.331 (.000)**
LogA	27.414	4.906 (.000)**	25.593	4.587 (.000)**	24.247	4.389 (.000)**
RISK	2.331	.100 (.920)	-3.578	-.157 (.875)	15.290	.669 (.503)
GROWTH	-.012	-.986 (.325)	-.011	-.890 (.374)	-.011	-.931 (.352)
R ²	.042		.056		.076	
F	7.595		10.072		14.160	
Sig	.000**		.000**		.000**	

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า
ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

บทนี้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ

5.1 สรุปผลการวิจัย

5.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

5.1 สรุป

งานวิจัยนี้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน: กรณีศึกษาประเทศไทย โดยงานวิจัยนี้ใช้โรงแรมที่มีขนาดของสินทรัพย์ถาวรมากกว่า 50 ล้านบาท ตัวอย่างจำนวน 140 บริษัท ซึ่งมีข้อมูลที่ต้องการครบถ้วนสำหรับช่วงเวลา 5 ปี คือระหว่างปี พ.ศ. 2549-2553 จำนวนรวมตัวอย่าง 700 กิจการ (year-observations) เก็บข้อมูลจากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า ใช้สถิติ Multiple regression ผลการวิจัยพบว่าโรงแรมเป็นธุรกิจที่มีการก่อหนี้สูงมีส่วนของหนี้สินคิดเป็นร้อยละ 83 ของสินทรัพย์รวม และมีผลการดำเนินงานเฉลี่ยในช่วง 5 ปีขาดทุน โดยมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมเท่ากับร้อยละ -46 อัตรากำไรสุทธิต่อยอดขายร้อยละ -13.25

ผลการวิจัยปัจจัยของโรงแรมที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนพบว่าประสิทธิภาพในการทำกำไร (มีผลทางลบ) สภาพคล่อง (มีผลทางลบ) ความเสี่ยง (มีผลทางบวก) โครงสร้างสินทรัพย์ (มีผลทางบวก) อัตราภาษี (มีความสัมพันธ์ทางลบ) ขนาด (มีผลทางลบ) ต่อโครงสร้างเงินทุน ผลการศึกษาสอดคล้องตามสมมติฐานของ Pecking order theory ในเรื่องของประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง และขนาดของกิจการ

ผลการวิจัยผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของโรงแรมพบว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลทางลบกับผลการดำเนินงาน ขนาดของโรงแรม ตลอดจนความเสี่ยงของโรงแรมมีผลทางบวกกับผลการดำเนินงาน อัตราการเจริญเติบโตของโรงแรมไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน

5.2 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานกรณีศึกษาโรงแรมเท่านั้น ซึ่งในการศึกษาครั้งต่อไปน่าจะทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ด้วย

เอกสารนี้เป็นเอกสารที่สงวนไว้สำหรับการใช้งานเพื่อการศึกษาเท่านั้น ไม่อนุญาตให้นำไปใช้ประโยชน์ด้านการค้า ไม่ว่ากรณีใดๆทั้งสิ้น อีกทั้งห้ามมิให้ดัดแปลงเนื้อหา และต้องอ้างอิงถึงเจ้าของเอกสารทุกครั้งที่มีการนำไปใช้

บรรณานุกรม

- กรมพัฒนาธุรกิจการค้า.(2555). สามารถเข้าถึงได้โดยเว็บไซต์ <http://www.dbd.go.th/mainsite/>
- นภาพร นิลภรณ์กุล. (2548). การบริหารการเงิน. บริษัททริปเพิล เอ็ดดูเคชั่น จำกัด กรุงเทพมหานคร.
- นภาพร นิลภรณ์กุล. วันเพ็ญ วศินารมณ. จิตนา อาจหาญ. สุภา ทองคง. อภิรดา สุทธิสาณนท์. (2551). การเงินธุรกิจ. บริษัททริปเพิล เอ็ดดูเคชั่น จำกัด กรุงเทพ.
- พูนศักดิ์ สว่างสันต์ และ กิตติพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ.(2009). การจัดการการเงินธุรกิจ. สำนักพิมพ์แมคกรอ-ฮิล.
- พรพรรณภา ชวนิมิตรกุล. 2551. การเงินธุรกิจ. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.กรุงเทพมหานคร.
- เริงรัก จำปาเงิน .(2543). การจัดการการเงิน. บริษัทบู๊คเน็ท จำกัด. กรุงเทพมหานคร.
- สุมาลี จิระมิตร. 2547. การบริหารการเงิน เล่ม 2. สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. กรุงเทพมหานคร .
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *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.
- Balakrishnan, S. & Fox, I. (2006). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16.
- 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.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 3 (5) 321-331.
- Fama and French (1998). Taxes, Financing Decision and Firm Value, *Journal of Finance*, 53, 819-843.
- Frank M.Z., & Goyal V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- 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 Meckling, 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.
- Mudambi, R. and Nicosia, C. (1998). Ownership structure and firm performance: Evidence from the UK financial services industry, *Applied Financial Economics*, 8, 175-180.
- 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 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.
- <http://elearning.spu.ac.th/allcontent/svi314/class4p3.htm>.

ข้อมูลประวัติผู้วิจัย

ประวัติส่วนตัว

ชื่อ-สกุล นางสาวกุลกัญญา ณ ป้อมเพ็ชร

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.

- Napomech, K.(2010). Corporate payout in Thailand. *International Journal of Business , Accounting, and Finance*, 1, 105-118.
- Napomech, 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.
- Napomech, 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.
- Napomech, 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, & Napomech, K.(2010). Impacts of Minburi District Development on the Turf Grass Businesses of Bangkok, Thailand. *International Journal of Arts and Science*, USA.
- Taphontong, S., Napomech, 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., Napomech, 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**
- Napomech, K. (2012). Bride Preparation. Paper Presented at International Journal of Arts and Science Conference, Paris, France.
- Napomech, 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.