

ตารางที่ 2.2 ตารางสรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา สรุปตัวแปรที่ค้นพบจากการศึกษา งานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตข้างต้น ผู้ศึกษาได้เลือกทำการเลือกปัจจัยที่เหมาะสมใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีไม่ใช้หนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ สภาพคล่อง การเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร อายุของธุรกิจ โครงสร้างสินทรัพย์ ตัวแปรเจ้าหนี้ สุทธิซึ่งมีทั้ง 9 ปัจจัย และทำการเพิ่มปัจจัยใหม่ที่จะใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ความเสี่ยงทางการเงิน สินทรัพย์หมุนเวียน เงินกู้ยืมระยะสั้น อัตราการจ้างแรงงาน ซึ่งจากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมาพบว่ามี การพิจารณา ความเสี่ยงทางการเงิน สินทรัพย์หมุนเวียน เงินกู้ยืมระยะสั้น อัตราการจ้างแรงงาน ในการศึกษามีไม่มาก

การศึกษาในครั้งนี้ผู้ศึกษาได้ทำการเพิ่มปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ ความเสี่ยงทางการเงินจากการศึกษาของทฤษฎีที่ผ่านมาทั้ง 3 ทฤษฎีที่ทำการศึกษาพบว่า การนำเสนอของสามทฤษฎีกล่าวไว้ดังนี้ทฤษฎีการพิจารณาดำเนินทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory) เป็นการนำเสนอเกี่ยวกับผลประโยชน์ในการก่อหนี้ นั่นก็คือถ้าหากจัดหาเงินทุน มาจากการก่อหนี้จะมีการจ่ายภาษีน้อยลงเพราะดอกเบี้ยจ่ายสามารถประหยัดภาษีได้ การเสนอของ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) พบว่าการจัดหาเงินทุนของธุรกิจต้อง มาจากแหล่งภายในก่อนถ้าหากมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในจึงจะทำการจัดหาเงินทุนจากการ เพิ่มทุนและการออกหุ้นทุนจะเป็นแหล่งสุดท้าย แนวความคิดด้านความขัดแย้งระหว่างกลุ่ม (agency cost) ได้พิจารณาความขัดแย้งระหว่างกลุ่มคนที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท ได้แก่ ผู้บริหาร (Managers) ผู้ถือหุ้น (Shareholders) และเจ้าหนี้ (Bondholders หรือ Debtholder) ซึ่งแต่ละฝ่าย จะมองถึงผลประโยชน์สูงสุดของแต่ละฝ่ายจากทฤษฎีทั้งสามที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุนต้องมีการพิจารณาเกี่ยวกับหนี้สินผลตอบแทนและความเสี่ยงถ้าเงินทุนของธุรกิจมาจากหนี้สินทั้งหมดจะ ทำให้เกิดความเสียหายมากและธุรกิจจะล้มละลายสูง ความเสี่ยงทางการเงินคือความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น นอกเหนือจากความเสี่ยงทางธุรกิจ ซึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเมื่อใด ที่ธุรกิจมีการกู้ยืมเงินเพื่อใช้ในการดำเนินงาน ความเสี่ยงทางการเงินจะเกิดขึ้นเสมอ

ความเสี่ยงทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงใน โครงสร้างเงินทุน การเพิ่มสัดส่วนในหนี้สิน การเพิ่มสัดส่วนในสัญญาเช่าระยะยาว และการเพิ่ม สัดส่วนหุ้นบุริมสิทธิในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ล้วนเป็นภาระผูกพันทางการเงินในรูปแบบ ดอกเบี้ยจ่าย ค่าเช่า และเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิให้สูง ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ล้วนเป็นรายจ่ายทางการเงิน ซึ่งจะต้องจ่ายเป็นจำนวนคงที่ในระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ดอกเบี้ยจ่ายและค่าเช่า ธุรกิจมีภาระผูกพันจะต้องจ่าย ไม่ว่าผลการดำเนินงานจะมีกำไรหรือขาดทุนก็ตาม ด้วยเหตุนี้ การก่อ

ภาวะผูกพันทางการเงินจึงก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงิน กล่าวคือธุรกิจนั้นเสี่ยงต่อการล้มละลาย และเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนของผู้ถือหุ้น

ความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มขึ้นไม่เพียงแต่เป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน โดยการก่อหนี้สินเพิ่มทำให้เกิดภาวะความผูกพันทางการเงินสูง แต่ยังเป็นผลสืบเนื่องมาจากความเสี่ยงทางธุรกิจอีกด้วยคือ หากธุรกิจมีการก่อหนี้สินสูงในโครงสร้างเงินทุนทำให้มีภาวะผูกพันที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยเป็นจำนวนมาก ทำให้กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีลดลงทำให้ธุรกิจไม่สามารถชำระหนี้ได้ อันทำให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินสูงเท่ากับความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นตัวเร่งให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินยิ่งสูงขึ้น

สินทรัพย์หมุนเวียน หมายถึงสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดหรือใช้ไปภายในระยะเวลา 1 ปีประกอบด้วย เงินสด รายการเทียบเท่าเงินสด เงินลงทุนระยะสั้น ลูกหนี้การค้า เงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน สินค้าคงเหลือ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น จะมีความสำคัญกับโครงสร้างเงินทุน เพราะการพิจารณาการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนนั้น เป็นการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาว หรือการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินมาจากการเพิ่มทุน ดังนั้นถ้าธุรกิจที่มีสินทรัพย์หมุนเวียนจำนวนมากย่อมแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการจ่ายชำระหนี้สินระยะสั้น หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าธุรกิจนั้นมีสภาพคล่องในการดำเนินงาน ดังนั้น จึงทำให้ผู้ศึกษาต้องการทราบว่า สินทรัพย์หมุนเวียนนั้นมีอิทธิพลต่อการจัดการ โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจหรือไม่

เงินกู้ยืมระยะสั้น จัดประเภทเป็นหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งการจัดหาเงินมาจากแหล่งเงินกู้ระยะสั้นนั้นมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนที่ต่ำ และทำได้ง่ายไม่ยุ่งยากเหมือนการจัดหาเงินทุนมาจากการกู้ยืมระยะยาว ซึ่งถ้าธุรกิจที่มีการจัดหาเงินกู้ระยะสั้นมาใช้ในการดำเนินงานธุรกิจ ถ้าหากมีความต้องการจัดหาเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงานธุรกิจ จะมีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาว หรือ มาจากการเพิ่มทุนหรือไม่

อัตราค่าจ้างแรงงาน มีความสำคัญกับการดำเนินงานธุรกิจถ้าหากกิจการมีการดำเนินงาน ก็จะต้องมีการจ้างบุคคลเข้ามาดำเนินงานในฝ่ายต่างๆของธุรกิจ ถ้าหากธุรกิจนั้นมีการจ้างแรงงานเป็นจำนวนมากก็จะมีค่าใช้จ่ายค่าแรงงานไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบรายวันหรือรายเดือน ค่าแรงงานถือเป็นค่าใช้จ่ายในดำเนินงานและเป็นรายจ่ายที่มีจำนวนมาก ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจมีการจ้างแรงงานเป็นจำนวนมากนั้นแสดงถึงการเจริญเติบโตของธุรกิจหรือธุรกิจนั้นมีการขยายการดำเนินงาน และธุรกิจจะจัดหาเงินทุนมาแหล่งใดในโครงสร้างเงินทุนเพื่อมาใช้ในการดำเนินงาน

โครงสร้างเงินทุนผู้ศึกษาได้ทำการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตในช่วงต้นที่กล่าวมาที่ได้มีการศึกษาตัวแปร โครงสร้างเงินทุนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตรา

ส่วนหนี้สินระยะยาว และมีการเพิ่มอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งการศึกษาที่ผ่านมา ยังไม่มีการนำอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมาใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งเป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างหนี้สินรวมกับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแสดงให้เห็นว่าเงินทุนที่กิจการใช้ในการดำเนินงานนั้น ได้มาจากเจ้าหนี้คิดเป็นอัตราส่วนเท่าใดเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่ากิจการใช้เงินทุนจากเจ้าหนี้สูงเมื่อเทียบกับเจ้าของกิจการเจ้าหนี้ จะได้รับความคุ้มครองลดลง

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity ratio : D/E) คือ อัตราส่วนที่นำหนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนนี้จะแสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่าสินทรัพย์ของกิจการมาจากการกู้ยืม หรือมาจากทุนของกิจการ ถ้าอัตราส่วนนี้สูงมีโอกาสที่กิจการจะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยได้สูงตามไปด้วย เนื่องจากหนี้สินที่มากทำให้กิจการมีภาระผูกพันที่ต้องชำระดอกเบี้ยทุกงวดไม่ว่ากิจการนั้นจะกำไรหรือขาดทุน ซึ่งต่างจากส่วนของผู้ถือหุ้นที่หากกิจการขาดทุนอาจจะพิจารณาไม่จ่ายเงินปันผลก็ได้ และอัตราส่วนนี้สามารถที่จะบ่งบอกได้ว่าการลงทุนในบริษัทดังกล่าวมีความเสี่ยงมากน้อยเพียงใด โดยหากผลที่ได้มีค่ามากกว่า 1 แสดงว่าบริษัทดังกล่าวมีอัตราส่วนหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงถึงความเสี่ยงที่สูงขึ้น หรือบ่งบอกความสามารถของการกู้ยืมของกิจการว่าสามารถกู้ยืมได้มากเท่าไร

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าตัวแปรต้นที่จะใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุนมีทั้งหมด 13 ตัวแปร ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ สภาพคล่อง การเจริญเติบโต ความสามารถในการทำ อายุของธุรกิจ โครงสร้างสินทรัพย์ เจ้าหนี้สุทธิ และความเสี่ยงทางการเงิน สินทรัพย์หมุนเวียน เงินกู้ยืมระยะสั้น อัตราการจ้างแรงงาน

ส่วนตัวแปรตาม ตัวแปรโครงสร้างเงินทุนที่จะใช้ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทยมีทั้งหมด 3 ตัวแปรดังนี้ อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นผู้ศึกษาทำการสรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาตามตารางที่ 2.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

<p>ตัวแปรปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผลกระทบของอัตราภาษี</li> <li>- ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน</li> <li>- ความเสี่ยงทางธุรกิจ</li> <li>- สภาพคล่อง</li> <li>- การเจริญเติบโต</li> <li>- ความสามารถในการทำกำไร</li> <li>- อายุของธุรกิจ</li> <li>- โครงสร้างสินทรัพย์</li> <li>- เจ้าหนี้สุทธิ</li> <li>- ความเสี่ยงทางการเงิน</li> <li>- สินทรัพย์หมุนเวียน</li> <li>- เงินกู้ยืมระยะสั้น</li> <li>- อัตราการจ้างแรงงาน</li> </ul>
<p>ตัวแปรโครงสร้างเงินทุนวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทย</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- อัตราส่วนหนี้สินรวม</li> <li>- อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว</li> <li>- อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น</li> </ul>

#### ผลการศึกษาตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

อธิบายตัวแปรต้นและตัวแปรตามจากตารางที่ 2.2 ได้ดังนี้

##### 1. ผลกระทบของอัตราภาษี

แนวคิดของผลกระทบของอัตราภาษีของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้สิน ได้กล่าวไว้ว่าการจัดหาแหล่งเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินของธุรกิจนั้นทำให้สามารถที่จะประหยัดภาษีได้โดยดอกเบี้ยจ่ายที่จ่ายให้แก่เจ้าหนี้สามารถที่จะประหยัดภาษีได้ ถ้าหากธุรกิจมีการก่อหนี้สินเพิ่มก็จะทำให้จ่ายภาษีได้ได้น้อยลงดังนั้นสมมติฐานของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้สิน เกี่ยวกับผลกระทบของอัตราภาษีจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สินกรอบการทำงานของ Modigliani and Miller (1958) และ (1963) ได้เสนอแนวคิดเกี่ยวกับวิธีการภาษีของโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและ

ผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory) การจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินหนี้สินของธุรกิจ จากแหล่งการเงินสามารถประหยัดภาษีได้โดยดอกเบี้ยจ่ายดังนั้นก็สมมติตามหลักของทฤษฎีที่นำเสนอโดยเสนอว่าผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สิน

Pettit and Singer (1985) ได้กล่าวไว้ว่า ไม่สามารถที่จะประยุกต์แนวคิดในเรื่องผลกระทบของอัตราภาษีตามแนวคิดของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้สิน มาใช้กับธุรกิจขนาดเล็ก เพราะธุรกิจขนาดเล็กนั้นจะมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่จะมีการแหล่งเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินน้อยเพื่อที่จะได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษี Michaelas, Francis, and Poutziouris (1999) ธุรกิจขนาดเล็กมีความเป็นไปได้ที่จะเกิดการล้มละลายได้มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นบริษัทขนาดเล็กควรใช้หนี้สินน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ นอกจากนี้ธุรกิจขนาดเล็กจะมีอัตราภาษีที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นธุรกิจขนาดเล็กมีการใช้ผลประโยชน์จากอัตราภาษีในรูปของดอกเบี้ยจ่ายที่ทำให้สามารถประหยัดภาษีนั้นมีจำนวนน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่

จากการเสนอของ Modigliani และ Miller (1958) และ (1963) ได้เสนอแนวคิดเกี่ยวกับวิธีการภาษีของโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory) ว่าผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สิน Sogorb-Mira and López-Gracia (2003) ทำการศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนโดยนำทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินตามลำดับขั้น เปรียบเทียบกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ พบว่าผลกระทบของอัตราภาษีจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับของหนี้สินและมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ในประเทศสเปน Bauer (2004) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนในสาธารณรัฐเช็ก พบว่าผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับหนี้สินและมีนัยสำคัญในการตัดสินใจในการก่อหนี้สินของธุรกิจในสาธารณรัฐเช็ก และ Qigui and Tian (2009) ทำการศึกษาอัตราส่วนของหนี้สินและปัจจัยโครงสร้างเงินทุน พบเช่นเดียวกันว่าผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางบวกต่อโครงสร้างเงินทุนในวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม SMEs จำนวน 269 บริษัทในประเทศจีน แต่ผลกระทบของอัตราภาษีไม่ได้นำมาใช้ในการพิจารณาเกี่ยวกับการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนนั้น ในขณะที่เจ้าของธุรกิจมีแนวโน้มที่จะพิจารณาเกี่ยวกับผลกระทบของอัตราภาษีเพื่อให้ได้ผลประโยชน์ทางด้านภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยในการกู้ยืมเงินจากธนาคาร จึงเป็นเหตุจูงใจในการกู้ยืมเงินของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศจีน

Michaelas, Chittenden, and Poutziouris (1999) ทำการศึกษานโยบายทางการเงินและการเลือกโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศอังกฤษได้ทำการ

ศึกษาพบว่าผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางลบ โดยที่ผลกระทบของอัตราภาษีไม่มีอิทธิพลและไม่มีระดับนัยสำคัญต่อระดับของหนี้สินจากผลการศึกษารัฐกิจขนาดเล็ไม่ปรากฏการพิจารณาของอัตราภาษีในการก่อหนี้ เพราะรัฐกิจขนาดเล็จะให้หนี้สินระยะสั้น แต่ผลกระทบของอัตราภาษีจะมีความสำคัญต่อรัฐกิจขนาดใหญ่ จากผลการศึกษาที่ผ่านมามีงานวิจัยที่สอดคล้องกับผลการศึกษาตามที่กล่าวมา

Sogorb-Mira (2002) ทำการศึกษาลักษณะเฉพาะของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนในประเทศสเปน ผลการศึกษาพบว่าผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางลบกับระดับหนี้สินของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปน จากผลการศึกษาทำให้ทราบถึงผลที่เกิดขึ้นในกรณีบริษัทที่มีระดับหนี้สินมากก็จะทำให้จ่ายภาษีน้อยลง แต่ทางเลือกสำหรับวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมนั้นการบริหารนั้นจะไม่พยายามที่จะลดภาระผูกพันทางด้านภาษีที่ได้รับจากหนี้สินแต่จะใช้วิธีการแบบอื่นเพื่อที่จะลดภาษี และ Degryse, De Goeij, and Kappert (2009) ทำการศึกษผลกระทบของรัฐกิจ และลักษณะอุตสาหกรรมที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยทำการศึกษารัฐกิจ วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศเนเธอร์แลนด์โดยผลการศึกษาพบว่าผลกระทบของอัตราภาษีของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวมนอกจากที่กล่าวมาในข้างยังมีงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาที่ผ่านที่ยังไม่ได้กล่าวถึง ดังนั้นผู้ศึกษาจึงทำการสรุปผลการศึกษาดังต่อไปนี้

### ตารางที่ 2.3 สรุปผลการศึกษาตัวแปรผลกระทบของอัตราภาษี

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
ผลกระทบของอัตราภาษี	+	Sogorb-Mira & López-Gracia (2003), Sogorb-Mira (2003), Bauer (2004), Frydenberg (2004), Qigui & Tian (2009)
	-	Michaelas, Chittenden, & Poutziouris (1999), Amarjit, Sogorb-Mira (2002), Ivashkovskaya & Solntseva (2007), Biger, Chenping & Bhutani (2009), Degryse, De Goeij, & Kappert (2009)

จากผลการศึกษาของงานวิจัยที่ผ่านมาอดีตของตัวแปรผลกระทบของอัตราภาษีมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดใหญ่มากกว่าธุรกิจขนาดเล็กเพราะธุรกิจขนาดใหญ่มีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดเล็กและจะความเสี่ยงจากการล้มละลายค่อนข้างต่ำกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ธุรกิจขนาดใหญ่จะมีการจัดหาเงินทุนมาจากการกู้ยืมและจะได้รับการประหยัดภาษีจากการกู้ยืมเงินที่อยู่ในรูปดอกเบี้ยจ่ายมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ในขณะที่ธุรกิจจะมีการบริหารในเรื่องของการประหยัดภาษีโดยการใช้วิธีการแบบอื่นมากกว่าการประหยัดภาษีมาจากการก่อกหนี้สิน

## 2. ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน (non-debt tax shields)

จากแนวคิดของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อกหนี้สิน ได้กล่าวไว้ว่าการจัดหาแหล่งเงินทุนมาจากการก่อกหนี้สินของธุรกิจนั้นทำให้สามารถที่จะประหยัดภาษีได้โดยดอกเบี้ยจ่ายที่จ่ายให้แก่เจ้าหนี้สามารถที่จะประหยัดภาษีได้ ซึ่งมีทางเลือกของการประหยัดภาษีได้โดยไม่ต้องก่อกหนี้สินผลประโยชน์ทางภาษีในที่นี้ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา รายการตัดบัญชี ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนในขบวนการผลิต เป็นต้น เนื่องจากรายการค่าเสื่อมราคา รายการตัดบัญชี ฯลฯ สามารถนำมาคิดเป็นค่าใช้จ่ายทำให้กำไรก่อนหักภาษีลดลงจึงมีผลทำให้จ่ายภาษีน้อยลง (DeAngelo & Masulis, 1980; Titman & Wessels, 1988) โดยภาษีที่สามารถประหยัดได้ทำให้ธุรกิจมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น

Michaelas, Chittenden, and Poutziouris, (1999) ทำการศึกษานโยบายทางการเงินและโครงสร้างเงินทุน ของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม SMEs. ในประเทศอังกฤษพบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทางบวกอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว แสดงว่ามีความสำคัญเกี่ยวกับการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดเล็ก ส่วน Rafiq, Iqbal, and Atiq (2008) ทำการศึกษาปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมสารเคมีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 39 บริษัทของประเทศปากีสถาน ผลการศึกษาพบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทางบวกอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งไม่สนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อกหนี้สิน ซึ่งมีการนำเสนอให้ใช้ค่าเสื่อมราคาในการช่วยลดภาษีแทนการก่อกหนี้สิน และ Ahmed and Hisham (2009) ทำการศึกษาทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนในการทดสอบทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อกหนี้ในตลาดทุนของประเทศมาเลเซีย การผลการศึกษาพบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในการก่อกหนี้เพิ่มของธุรกิจในประเทศมาเลเซีย นั่นก็คือถ้าธุรกิจมีผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินในระดับสูงธุรกิจก็จะมีกรอกหนี้สินเพิ่มในระดับต่ำ

Sogorb-Mira, (2001, 2005) และ Sogorb-Mira and López-Gracia (2003) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม SMEs ในประเทศสเปนและพบผลการศึกษาผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทั้งทางบวกและทางลบของโครงสร้างเงินทุน ส่วน Kakani and Reddy (1998) ทำการศึกษาการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติของปัจจัยโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบอมเบย์ ผลการศึกษาพบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทางลบต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน ในขณะที่ Zhang and Kanazaki (2007) ทำการทดสอบทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ กับ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น เกี่ยวกับ โครงสร้างเงินของบริษัทในประเทศญี่ปุ่น พบว่า ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีโครงสร้างเงินทุนที่มาจากหนี้สินในระดับต่ำนั้นก็สามารที่จะประหยัดภาษีได้เหมือนกัน โดยค่าเสื่อมราคาก็สามารถที่จะประหยัดภาษีได้เหมือนกับดอกเบี้ยจ่าย เพราะเป็นค่าใช้จ่ายก่อนจ่ายภาษีเช่นกัน และ Gill, Biger, Chenping, and Bhutani (2009) ซึ่งได้ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมบริการในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินไม่มีความสัมพันธ์และไม่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน แสดงให้เห็นว่าอัตราภาษีไม่ใช่ปัจจัยในการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนจากงานวิจัยที่ผ่านมา มีผลการศึกษาที่ยังไม่ได้กล่าวถึงดังนั้นผู้ศึกษาจึงได้ทำตารางสรุปผลการศึกษาของตัวแปรตามตารางดังต่อไปนี้

#### ตารางที่ 2.4 สรุปผลการศึกษาตัวแปรผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน	+	Michaelas, Chittenden, & Poutziouris, (1999) Sogorb-Mira, (2001, 2005), Sogorb-Mira & López-Gracia (2003), Frydenberg (2004), Ivashkovskaya & Solntseva (2007), Rafiq, Iqbal & Atiq (2008)
	-	Sogorb-Mira (2002, 2003), Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2004), Zhang & Kanazaki (2007), Viviani (2008), Ahmed & Hisham (2009), Zurigat (2009)

จากผลการศึกษาที่กล่าวไว้ในข้างต้นผลการศึกษาที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าหากธุรกิจได้รับผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สินจำนวนมากธุรกิจก็จะมีภาระหนี้สินเพิ่มในระดับน้อย เพราะธุรกิจสามารถที่จ่ายค่าใช้จ่ายอย่างเช่น ค่าเสื่อมราคา รายการตัดบัญชี ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ค่าใช้จ่ายฝ่ายทุนในขบวนการผลิต เป็นต้น สามารถที่จะนำมาเป็นค่าใช้จ่ายในการประหยัดภาษีได้เช่นเดียวกับการก่อหนี้สินที่สามารถจะนำดอกเบี้ยจ่ายมาประหยัดภาษีได้เช่นกัน

### 3. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk)

ความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานของธุรกิจนั้น โดยตรงซึ่งธุรกิจนั้นสามารถที่จะควบคุมได้ และผลจากความเสี่ยงนี้ทำให้กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเงินได้เปลี่ยนแปลง ความเสี่ยงทางธุรกิจนี้จะสูง หากโครงสร้างเงินทุนของบริษัทนี้ก่อหนี้เป็นส่วนใหญ่ซึ่งต้องจ่ายดอกเบี้ยในจำนวนคงที่ จากการเสนอทฤษฎีการพิจารณาผลประโยชน์ในการก่อหนี้ ที่กล่าวไว้ว่า การเพิ่มหนี้สินสามารถทำให้ธุรกิจประหยัดภาษี แต่ถ้าหากมีการเพิ่มหนี้ในโครงสร้างเงินทุนมากอาจเกิดการผิดสัญญาในการชำระหนี้สินได้ ซึ่งไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ อาจทำให้เกิดการล้มละลายในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งการมีหนี้สินมากนั้นส่งผลกระทบต่ออาจทำให้เกิดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ Baral (2004) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศเนปาล พบว่าธุรกิจมีความเป็นไปได้ที่จะมีการล้มละลายเพิ่มถ้าธุรกิจมีการออกหนี้สินเพิ่ม ความเสี่ยงทางธุรกิจเพิ่มขึ้นและหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเพิ่มขึ้นด้วยเหมือนกัน จากผลการศึกษาพบว่าความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับหนี้สินของธุรกิจแต่ไม่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจในการออกหนี้ ซึ่งมีผลการศึกษาตรงกับงานวิจัยของ Vataavu (2012) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน หลักฐานจากอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศโรมาเนีย ผลการศึกษาพบว่าความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ถ้าธุรกิจจัดหาแหล่งเงินทุนมาจากหนี้สิน ย่อมมีความน่าจะเป็นที่จะเกิดความเสี่ยงทางธุรกิจตามมาด้วย

Al-Najja and Taylor (2008) ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างของเจ้าของ โดยทำการศึกษาธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน ของประเทศจอร์แดนพบว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือถ้าธุรกิจมีหนี้สินมากก็มีผลให้ธุรกิจอาจล้มละลายได้ ส่วนวิจิตร จำลองราษฎร์ (2554) ทำการศึกษาแบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่าความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้สินในทิศทางตรงกันข้าม โดยบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงจะก่อหนี้สินในระดับต่ำกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ และเป็นไปตามทฤษฎีการพิจารณาดันทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ที่ว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงมีโอกาสที่จะล้มละลาย

สูง จึงก่อกำหนดในระดับต่ำนอกจากนี้ยังมีงานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตที่ไม่ได้กล่าวในข้างต้นที่ผ่านมาแต่ผู้ศึกษาได้ทำการสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมาตามตารางดังต่อไปนี้ และในขณะที่ Nguyen and Ramachandran (2006) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม SMEs ในประเทศเวียดนาม โดยผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน แต่ผลการศึกษาพบว่าความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน เพราะว่าธุรกิจที่มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานก็มีส่วนที่จะใช้หนี้สินมาก จึงมีส่วนทำให้เกิดความเสี่ยงทางธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการล้มละลาย

#### ตารางที่ 2.5 สรุปผลการศึกษาดัชนีความเสี่ยงทางธุรกิจ

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
ความเสี่ยงทางธุรกิจ	+	Michaelas, Chittenden, & Poutziouris,(1999), Cassar & Holmes (2003), ธุรกิจ Baral (2004) Nguyen & Ramachandran (2006) , Vatavu (2012)
	-	วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2554), Pandey (2001), Al-Najja & Taylor (2008), Qigui & Tian, (2009),

#### 4. สภาพคล่อง (liquidity)

Bhole and Mahakud (2004) กล่าวว่า สภาพคล่อง จะใช้ในการตัดสินใจในความสามารถของบริษัทเพื่อที่จะตอบสนองภาระผูกพันระยะสั้น พวกเขาจะจัดหาข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถของบริษัทเกี่ยวกับอัตราสภาพคล่องจะมีผลกระทบต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ นั่นคือความสามารถที่เพิ่มขึ้นที่อาจจะตอบสนองภาระผูกพันระยะสั้น และผลการศึกษาพบว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตรงกับทฤษฎีการจัดการตามลำดับขั้นกล่าวไว้ นั่นคือธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูงจะมีการก่อกำหนดหนี้สินในระดับต่ำ เช่นเดียวกับ Al-Najjar and Taylor (2008) ที่ทำการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างของเจ้าของจากบริษัทตัวอย่างของ ประเทศจอร์แดนที่ไม่ใช่ธุรกิจการเงิน จำนวน 86 ธุรกิจ ในค.ศ. 1994-2003 และได้ผลการวิจัยทำนองเดียวกันว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับ โครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สิน และสรุปได้เหมือนกันว่า ถ้าบริษัทมีสภาพคล่องต่ำแสดงว่าแหล่งเงินทุนภายใน

ในรูปกระแสเงินสดมีน้อยและอาจไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน ดังนั้นการระดมทุนจากแหล่งภายนอกจึงเป็นสิ่งจำเป็นในลำดับถัดมา

Mazur (2007) ทำการศึกษาการเลือกปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน หลักฐานจากประเทศโปแลนด์ พบว่า สภาพคล่องของธุรกิจมีความสำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สินนั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูงจะไม่ทำการจัดหาเงินมาจากการก่อหนี้ ในขณะที่ธุรกิจที่มีสภาพคล่องต่ำนั้นจะมีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินมากกว่า

Eriotis (2007) ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน โดยใช้ตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของเอเธนส์ จำนวน 129 บริษัทในประเทศกรีซระหว่าง ค.ศ. 1997-2001 จากการศึกษาพบว่าสภาพคล่องของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมของธุรกิจ ทำให้สรุปได้ว่าธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูงมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินลดลง เนื่องจากหนี้สินระยะสั้นเป็นส่วนหนึ่งในโครงสร้างเงินทุน ถ้าหนี้สินระยะสั้นในสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนมากก็จะมีอิทธิพลต่ออัตราส่วนของหนี้สิน การมีหนี้สินระยะสั้นมากทำให้ธุรกิจมีสภาพคล่องตัวในการดำเนินงานต่ำได้ เพราะเงินทุนภายในแทนที่จะนำไปใช้ในการดำเนินงาน ต้องถูกกักไว้เพื่อไปชำระหนี้ระยะสั้น จนอาจเป็นปัญหาต่อธุรกิจก็ได้ถ้าไม่สามารถชำระหนี้ได้ทันเวลา ดังนั้นการทราบสภาพคล่องของธุรกิจจึงมีความสำคัญต่อการระดมเงินทุนและการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสภาพคล่องของธุรกิจวัดได้จากอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนนี้จะแสดงถึงความผันผวนของธุรกิจที่เกี่ยวกับหนี้สินระยะสั้นและสินทรัพย์หมุนเวียนคงเหลือว่ามีเพียงพอชำระหนี้สินระยะสั้นหรือไม่ ถ้าธุรกิจมีสภาพคล่องสูงก็มีความเป็นไปได้ที่ธุรกิจจะใช้สินทรัพย์หมุนเวียนที่มาจากกระแสเงินสดภายในมาลงทุนในการดำเนินงาน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) คือในการดำเนินงานธุรกิจจะใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน เมื่อไม่พอและยังต้องการเงินจึงระดมเงินทุนเพิ่มจากภายนอก และ Ahmad and Rahim (2013) ทำการศึกษาการตรวจสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของบริษัทรัฐบาลในประเทศมาเลเซีย ผลการศึกษาพบว่าสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน นั่นแสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทที่สภาพคล่องจะไม่ทำการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สิน

อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของ Sogorb Mira and Lopez-Gracia (2003) ทำการศึกษาการตรวจสอบทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ โดยทำการตรวจสอบวิสาหกิจขนาดเล็กลงและขนาดกลาง ในประเทศสเปน ผลการศึกษากลับให้ผลลัพธ์ในทางตรงข้ามพวกเขาทำการศึกษาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นเทียบกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ โดยใช้ตัวอย่าง

ที่เป็นวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจำนวน 6,482 บริษัทในประเทศสเปน และพบว่าตัวแปรสภาพคล่องไม่มีนัยสำคัญต่อสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนของตัวอย่างวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปนที่พวกเขาศึกษา

## ตารางที่ 2.6 สรุปผลการศึกษาดัชนีสภาพคล่อง

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
สภาพคล่อง	+	Bhole & Mahakud (2004) ,Al-Najjar & Taylor (2008),Mazur(2007)
	-	Sogorb Mira & Lopez-Gracia (2003), Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2004), Eriotis (2007), Vatavu (2012)

เห็นได้ว่าจากการศึกษาที่ผ่านมาในต่างประเทศดังกล่าว ตัวแปรสภาพคล่องมีลักษณะผสม คือมีทั้งความสัมพันธ์บวกและทางลบกับสัดส่วน โครงสร้างเงินทุน ซึ่งถ้าบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำก็จะมีจัดการหาเงินทุนมาจากแหล่งทุนมาจากภายนอกอาจจะมาจากการกู้ยืมเงินไม่ว่าจะเป็นเงินทุนที่มาจากการกู้ยืมระยะสั้นหรือระยะยาว ในทางตรงข้ามถ้าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงก็ จะไม่มีการจัดการหาเงินทุนที่มาจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกแต่จะใช้เงินทุนที่อยู่ภายในธุรกิจ

### 5. การเจริญเติบโต (Growth)

เมื่อธุรกิจมีการเจริญเติบโตธุรกิจก็จะมีโครงการใหม่และก็มีความต้องการใช้เงินทุนเพื่อการลงทุนในโครงการใหม่ การเลือกแหล่งเงินทุนที่จะลงทุนในโครงการก็จะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ โดยจะใช้แหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจก่อนถ้าหากไม่เพียงพอที่จะตัดสินใจใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม การตัดสินใจออกหุ้นใหม่เพื่อจัดหาเงินทุนในการลงทุนจะเป็นแหล่งสุดท้าย ซึ่งตรงกับทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น

Michaelas, Chittenden, and Poutziouris (1999) ทำการ โครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงานของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม SMEs ในประเทศอังกฤษ ผลการศึกษาพบว่า การเจริญเติบโตในการดำเนินธุรกิจทั้งในปัจจุบันและในอนาคตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น โอกาสในการเจริญเติบโตจึงเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจต่อ โครงสร้างเงินทุน ซึ่งธุรกิจขนาดเล็กนั้นเงินทุนที่ในการดำเนินธุรกิจที่มาจากเจ้าของและกำไรสะสมนั้นคงไม่เพียงพอต่อการ

ดำเนินธุรกิจถ้าธุรกิจนั้นมีการเจริญเติบโตจึงมีความเป็นไปได้ที่จะจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายนอก

ในขณะที่ Cassar and Holmes (2003) ทำการศึกษาโครงการเงินกู้และการเงิน โดยใช้หลักฐานจากวิสาหกิจขนาดกลางและย่อม SMEs ในประเทศออสเตรเลียพบว่าตัวแปรการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สินรวมอัตราส่วนหนี้ระยะสั้น และแหล่งเงินทุนภายนอก ส่วน Bhole and & Mahakud (2004) ได้ทำการศึกษา แนวโน้มและปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศอินเดีย ผลการศึกษาพบว่า การเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน แสดงให้เห็นว่าการเจริญเติบโตของธุรกิจทำให้ธุรกิจต้องการใช้เงินทุนมาก มีความจำเป็นในอนาคตที่จะใช้เงิน มีโอกาสมากขึ้นที่ธุรกิจจะใช้กำไรสะสมหรือ ออกหุ้น ธุรกิจจะคาดหวังการพึ่งพาการกู้ยืมเงินเพื่อรักษาอัตราส่วนหนี้สิน เป็นทุนที่เพิ่มขึ้น Rafiq, Iqbal, and Atiq (2008) ทำการศึกษาปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมสารเคมีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 39 บริษัทของประเทศปากีสถาน ผลการศึกษาพบว่า การเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินนั้น แสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจอุตสาหกรรมเคมีของปากีสถานมีการเจริญเติบโตของธุรกิจก็จะมีการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น

Nguyen and Ramachandran (2006) ใช้ธุรกิจวิสาหกิจขนาดกลางและย่อม SMEs ในประเทศเวียดนาม ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเจริญเติบโตของธุรกิจและโครงสร้างเงินทุน ผลของการศึกษาพบความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างการเจริญเติบโตของธุรกิจและอัตราส่วนหนี้ ส่วน Zhang and Kanazaki (2007) พบว่าการเจริญเติบโตมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน เพราะธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตสูงนั้น ธุรกิจก็จะต้องการเงินทุนที่มาใช้ในการดำเนินธุรกิจเพิ่มขึ้น และ Al-Najja and Taylor (2008) ทำการศึกษาตัวอย่างธุรกิจในประเทศจอร์แดน ได้ผลการศึกษาเหมือนกันว่าการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวก

Somnuk, Piya, and Janthima. (2009) ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าการเจริญเติบโตของธุรกิจมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินในทิศทางเดียวกัน เมื่อธุรกิจมีโอกาสการเจริญเติบโตมากขึ้นจะใช้ส่วนของหนี้สินมากขึ้น เนื่องจากธุรกิจที่มีการเติบโตสูงต้องการเงินลงทุนเพื่อใช้ในการลงทุนมาก แต่กำไรสะสมที่มีอยู่นั้น ไม่เพียงพอและผู้บริหารทราบข้อมูลภายใน จึงไม่ต้องการให้บุคคลภายนอกเข้ามามีส่วนในผลกำไรจึงมั่นใจว่าจะเพิ่มขึ้น จึงตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยการสร้างหนี้ ซึ่งตรงตามกับทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้นที่ได้กล่าวไว้ ส่วน วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2554) ทำการศึกษาแบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย พบว่าการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สิน และมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ โดย

บริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงจะมีระดับในการก่อกำเนิดสินสูง ขณะที่บริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตต่ำจะมีระดับการก่อกำเนิดต่ำ และ Psillaki and Daskalakis (2008) ศึกษาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม SMEs ในทวีปยุโรป

Ahmad and Rahim (2013) ทำการศึกษาการตรวจสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของบริษัทรัฐบาลในประเทศมาเลเซีย ผลการศึกษาพบว่าการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน นั่นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตสูงมีความน่าจะเป็นที่จะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อกำเนิดสินมากกว่าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตน้อย

### ตารางที่ 2.7 สรุปผลการศึกษาดัชนีการเจริญเติบโต

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
การเจริญเติบโต	+	Michaelas, Chittenden, & Poutziouris (1999) , Cassar & Holmes (2003), Sogorb-Mira (2003), Bhole & Mahakud (2004), Frydenberg (2004), Nguyen & Ramachandran (2006), Zhang & Kanazaki (2007), Ivashkovskaya & Solntseva (2007), Al-Najja & Taylor (2008), Viviani (2008), Somnuk, Piya, & Janthima. (2009) Serrasqueiro & Nunes (2010), Mustapha, Ismail & Minai (2011), , วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2554), Rafiq, Iqbal & Atiq (2008), Ahmad & Rahim (2013)
	-	Eriotis (2007), Jiraporn & Liu (2008), Amarjit, Biger, Chenping & Bhutani (2009), Zurigat (2009)

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตผลการศึกษาของตัวแปรการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนทั้งทางบวก และทางลบ ทำให้ทราบว่าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตสูงถ้าเป็นวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมก็จะมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน โดยธุรกิจก็จะ

จัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายนอกโดยการก่อหนี้ แต่อย่างไรก็ตามนั้นผลการศึกษาในอดีตก็ได้มีผลการศึกษาที่ตรงข้ามนั้นก็คือถ้าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตไม่มีความจำเป็นที่จะจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายนอกโดยจะใช้เงินทุนมาจากแหล่งภายในของธุรกิจซึ่งตรงกับทฤษฎีที่จัดหาเงินตามลำดับชั้น (Pecking order theory)

#### 6. ความสามารถในการทำกำไร

Myers (1984) เสนอธุรกิจชอบที่จะใช้กำไรสะสมของธุรกิจในการลงทุนที่เกี่ยวกับการลงทุนในโครงการใหม่ถ้าหากเงินทุนไม่เพียงพอต่อการลงทุนธุรกิจก็จะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินหนี้สินค้ำยออกหุ้น นอกจากนี้ Kakani and Reddy (1998) บริษัทที่มีกำไรก็ควรจะมีระดับหนี้สินน้อย แสดงให้เห็นว่าธุรกิจนั้นมีความสามารถในการทำกำไร ถ้าหากธุรกิจมีระดับหนี้สินมากก็จะมีสามารถในการทำกำไรน้อย ดังนั้นธุรกิจที่มีอัตรากำไรสะสมมากจะมีการใช้ระดับหนี้สินค่อนข้างที่จะต่ำ เพราะมีความสามารถของเงินทุนของตัวเองที่เกิดขึ้นจากแหล่งภายในธุรกิจ จากผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนนั้นแสดงให้เห็นว่าถ้าหากธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรจะทำการจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายในมากกว่า การจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินและการก่อหนี้ซึ่งตรงกับทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับชั้น (Pecking order theory)

Michaelas, Chittenden, and Poutziouris (1999) ทำการศึกษานโยบายทางการเงินและการเลือกโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดกลางของประเทศอังกฤษ พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนธุรกิจขนาดเล็ก ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ เพราะธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินธุรกิจธุรกิจนั้นจะไม่มีการใช้หนี้สินระยะยาวในการดำเนินธุรกิจ แต่จะเป็นการใช้หนี้สินระยะสั้นในการดำเนินธุรกิจมากกว่า

Mazur (2007) ทำการศึกษารูปแบบการเลือกปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน หลักฐานจากประเทศโปแลนด์ พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้ โดยธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะใช้เงินทุนจากแหล่งภายในธุรกิจธุรกิจ เช่นกำไรสะสม

Rafiq, Iqbal, and Atiq (2008) ทำการศึกษารูปแบบปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมสารเคมีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 39 บริษัทของประเทศปากีสถาน ผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งผลการศึกษาเป็นไปตามหลักทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับชั้น ว่าถ้าธุรกิจอุตสาหกรรมเคมีในปากีสถานมีความสามารถในการทำกำไรสูง จัดทำการจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายในก่อน และก่อนจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้และลำดับสุดท้ายก่อนจัดหามาจากการออกหุ้น

Somnuk, Piya, and Janthima (2009) ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับสัดส่วนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่ได้กล่าวไว้ เมื่อธุรกิจมีกำไรมากทำให้กำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในมีมากขึ้น จึงพิจารณาก่อนหน้านี้ แต่ธุรกิจธุรกิจที่มีกำไรสะสมน้อยจะก่อหนี้สินมากเพราะแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงต้องจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยการกู้ และการออกหุ้นตามลำดับ

Khrawish and Khraiwesh (2010) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมในประเทศจอร์แดน ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน นั่นแสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทมีกำไรจากการดำเนินธุรกิจก็จะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจเพิ่มขึ้น และการให้เงินทุนในการดำเนินธุรกิจนั้นจะใช้แหล่งเงินทุนมาจากภายในมากกว่า การใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินเพื่อรับผลประโยชน์ทางด้านภาษี

Ahmad and Zaman (2013) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาอุตสาหกรรมสิ่งทอในประเทศปากีสถาน ผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าจะมีการใช้แหล่งเงินทุนภายในมากกว่า การจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกซึ่งตรงกับ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Sogorb-Mira (2002), Sogorb-Mira and López-Gracia (2003), Pandey (2001), Cassar and Holmes (2003), Nguyen and Ramachandran (2006), Al-Najja and Taylor (2008), Degryse, De Goeij, and Kappert, (2009) และ Qigui and Tian (2009) Zhang and Kanazaki (2007) พบว่าความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ เพราะธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงนั้นจะมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อนคือมาจากกำไรสะสมมากกว่าการกู้ยืม

จากงานวิจัยที่ผ่านมาผู้ศึกษาได้ทำการสรุปผลการศึกษาทั้งที่กล่าวมาในขั้นต้นและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในอดีตได้ผลการศึกษาตัวแปรตามตารางที่ 2.8 ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.8 สรุปผลการศึกษาดัชนีความสามารถในการทำกำไร

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
ความสามารถในการทำกำไร	-	Michaelas, Chittenden, ,& Poutziouris ,(1999), Pandey (2001), Sogorb-Mira (2002), Sogorb-Mira & López-Gracia (2003), Cassar & Holmes (2003), Deesomsak, Paudyal & Pescetto (2004), Nguyen & Ramachandran (2006), Zhang & Kanazaki (2007), Ivashkovskaya & Solntseva (2007), Al- Najja & Taylor (2008), Jiraporn & Liu (2008), Viviani (2008) , Amarjit, Biger, Chenping & Bhutani (2009), Degryse, De Goeij & Kappert, (2009), Somnuk, Piya. & Janthima, (2009) Qigui & Tian, (2009) , Serrasqueio & Nunes (2010), Calabrese(2011), Mustapha, Ismail & Minai, (2011), วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2554), Mazur(2007), Rafiq, Iqbal & Atiq (2008), Khrawish & Khraiwesh (2010), Ahmad & Zaman (2013)

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นแสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงบริษัทนั้นจะไม่มีการจัดการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สินระยะยาว แต่จะมาจากการการก่อหนี้สินระยะสั้นมากกว่าและบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงนั้นก็จะมีการใช้แหล่งเงินทุนมาจากแหล่งภายในมากกว่าแหล่งภายนอกซึ่งตรงกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินตามลำดับขั้น

#### 7. อายุของธุรกิจ

Michaelas, Chittenden, and Poutziouris, (1999) กล่าวว่าไว้ว่าระดับของการใช้หนี้สินของธุรกิจจะเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นขึ้นอยู่กับอายุการดำเนินธุรกิจ ถ้าธุรกิจมีอายุในการดำเนินธุรกิจน้อยหรือเพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจนั้นก็จะมีการใช้หนี้สินในการดำเนินธุรกิจมากกว่าธุรกิจที่ดำเนินกิจการ

มานาน เพราะธุรกิจที่ดำเนินกิจการมานานนั้นจะมีการใช้เงินทุนจากกำไรสะสมของธุรกิจ จากผลการศึกษาพบว่าอายุของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) Sogorb-Mira and López-Gracia (2003) ทำการศึกษาการตรวจสอบทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น และทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ ผลการศึกษาพบว่า อายุมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปน วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีการดำเนินธุรกิจมานานจะมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอที่จะใช้ในการทำดำเนินธุรกิจถ้าเปรียบเทียบกับวิสาหกิจที่เพิ่งจะดำเนินธุรกิจจะมีการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกมากกว่า

Bhaird (2007), Qigui and Tian, (2009) กล่าวว่าธุรกิจขนาดเล็กที่เริ่มต้นใหม่มีการใช้ทุนจากทั้งหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวมากกว่าธุรกิจที่ดำเนินการมานานเพราะจะใช้ทุนมาจากกำไรสะสม อายุจึงมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนจากหนี้สิน นั่นก็คืออายุของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนตามสมมติฐานที่ตั้ง ส่วน Mac an Bhair and Lucey (2010) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนเป็นการศึกษาวิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดกลางของประเทศไอร์แลนด์ ผลการศึกษาพบว่าอายุมีความสัมพันธ์ทางลบกับระดับการใช้หนี้ของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมของไอร์แลนด์ แสดงให้เห็นว่าธุรกิจมีการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในที่มาจากทุนมากกว่าแหล่งของหนี้สิน โดยจะให้ความสำคัญกับแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก และ For, Barros, and Nakamura (2013) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดกลางในประเทศบราซิล ผลการศึกษาพบว่าอายุของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่ดำเนินกิจการมานานจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งภายในมากกว่าการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้

## ตารางที่ 2.9 สรุปผลการศึกษาดัชนีแปรอายุของธุรกิจ

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
อายุของธุรกิจ	+	
	-	Michaelas, Chittenden, & Poutziouris, (1999), Sogorb-Mira & López-Gracia (2003), Bhaird (2007), Viviani (2008), Qigui & Tian, (2009), Mac an Bhair & Lucey (2010), For, Barros & Nakamura (2013)

จากผลการศึกษางานวิจัยที่แสดงให้เห็นว่าถ้าหากการดำเนินธุรกิจหรือบริษัทที่เปิดดำเนินธุรกิจมานานจะไม่มีจัดการหาแหล่งเงินทุนมาจากหนี้สินซึ่งตรงข้ามกับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจที่เปิดดำเนินธุรกิจใหม่หรือเพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจนั้นจะมีการอาศัยเงินทุนมาจากการกู้ยืมไม่ว่าจะเป็นหนี้สินระยะสั้นหรือหนี้สินระยะยาว

#### 8. โครงสร้างของสินทรัพย์

Michaelas, Chittenden, and Poutziouris (1999) ทำการศึกษาพบว่าโครงสร้างสินทรัพย์มีความสำคัญต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนเพราะแสดงให้เห็นว่าธุรกิจนั้นมีสินทรัพย์ถาวรที่สูง เพราะถ้าธุรกิจขนาดเล็กนั้นมีสินทรัพย์ถาวรมากธุรกิจนั้นก็จะต้องการเงินลงทุนเป็นจำนวนมาก เนื่องจากสินทรัพย์สามารถนำไปค้ำประกันการกู้ยืม ดังนั้นโครงสร้างของสินทรัพย์น่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน เพราะง่ายต่อการจัดหาเงินทุน Bhole and Mahakud (2004) ธุรกิจสามารถที่จะหลีกเลี่ยงค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และต้นทุนในการออกหนี้ที่สูงด้วย ดังนั้นธุรกิจกับโครงสร้างของสินทรัพย์สามารถใช้เป็นหลักประกันในการก่อหนี้สิน มูลค่าของการค้าประกันเชื่อว่าจะมีผลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ

Rafiq, Iqbal, and Atiq (2008) ทำการศึกษาปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมสารเคมีที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 39 บริษัทของประเทศปากีสถาน ผลการศึกษพบว่า โครงสร้างของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจมีสินทรัพย์ถาวรสูง ธุรกิจก็จะจัดหาเงินมาจากการก่อหนี้สินมากกว่าการระดมเงินมาจากการออกหุ้น ในขณะที่ผลการศึกษาของ Ahmad and Zaman (2013) ซึ่งทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาอุตสาหกรรมสิ่งทอในประเทศปากีสถาน ผลการศึกษพบว่าโครงสร้างของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Michaelas, Chittenden, and Poutziouris, (1999) Sogorb-Mira (2001), (2005), Al-Najja and Taylor (2008), และ Qigui and Tian, (2009) แต่ Pandey (2001), Nguyen and Ramachandran (2006)

Sheikn and Wang (2011) ทำการศึกษาคำอธิบายปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมการผลิตของปากีสถาน ผลการศึกษพบว่าโครงสร้างของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน นั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรเป็นจำนวนมากจะมีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินน้อย เพราะธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรเป็นจำนวนมากนั้นแสดงถึงความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจมากกว่าธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรจำนวนน้อย ซึ่งได้ผลเช่นเดียวกันกับ Pandey (2001), Cassar and Holmes (2003), Degryse, Nguyen, and Ramachandran, (2006) De Goeij and Kappert, (2009)

ตารางที่ 2.10 สรุปผลการศึกษาคำแปรโครงสร้างของสินทรัพย์

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
โครงสร้างของสินทรัพย์	+	Michaelas, Chittenden, & Poutziouri, (1999), Sogorb-Mira(2001),(2005), Frydenberg (2004), Mac an Bhair & Lucey (2004), Bhaird (2007), Al-Najja & Taylor (2008), Viviani (2008), Degryse, De Goeij & Kappert, (2009), Zurigat (2009), Qigui & Tian, (2009), Mac an Bhair & Lucey (2010), Mustapha, Ismail & Minai, (2011), Rafiq, Iqbal & Atiq (2008)
	-	Pandey (2001), Cassar & Holmes (2003), Degryse, Nguyen & Ramachandran, (2006) De Goeij & Kappert, (2009), Sheikh & Wang (2011), Ahmad & Zaman (2013)

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตแสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจขนาดเล็กมีสินทรัพย์ถาวรเป็นจำนวนมากนั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจนั้นต้องเงินลงทุนจำนวนมากเพื่อไปลงทุน และสินทรัพย์ถาวรมันสามารถนำไปค้ำประกันการกู้ยืม ซึ่งง่ายต่อการจัดหาเงินทุนเมื่อเปรียบเทียบกับธุรกิจไม่มีสินทรัพย์ถาวร

#### 9. เจ้าหนี้สุทธิ

เจ้าหนี้สุทธิ วัดค่าด้วยจำนวนลูกหนี้ลบด้วยจำนวนเจ้าหนี้การค้าหารด้วยสินทรัพย์รวมแสดงให้เห็นถึงสินทรัพย์ของธุรกิจเพียงพอต่อการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้หรือไม่ ธุรกิจขนาดเล็กจะมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกโดยการกู้ยืมระยะสั้นมากกว่าการกู้ยืมระยะยาว และหนี้สินส่วนมากของธุรกิจขนาดเล็กส่วนมากจะมาจากหนี้สินหมุนเวียน ดังนั้นรายได้ที่เกิดจากดำเนินธุรกิจของธุรกิจขนาดเล็กจะเผชิญกับการจ่ายชำระหนี้สำหรับเงินหนี้สินระยะสั้น งานวิจัยของ Michaelas, Chittenden, and Poutziouris, (1999) ได้ทำการศึกษานโยบายทางการเงินและการเลือกโครงสร้างเงินทุนและ Degryse, De Goeij, and Kappert, (2009) ทำการศึกษาผลกระทบของธุรกิจและลักษณะของอุตสาหกรรมบน โครงสร้างเงินทุนธุรกิจขนาดเล็ก ผลการศึกษพบว่าผู้มีส่วนเกี่ยวข้องและการ

กู้ยืมระยะยาว มีจำนวนน้อยสำหรับธุรกิจขนาดเล็ก และหนี้สินส่วนมากของธุรกิจขนาดเล็กจะมากจากหนี้สินหมุนเวียน รายได้ที่เกิดจากธุรกิจขนาดเล็กจะต้องนำไปใช้จ่ายชำระหนี้ให้ทันเวลา สรุปได้ว่าเจ้าหนี้การค้ามีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจขนาดเล็ก

### ตารางที่ 2.11 สรุปผลการศึกษาดัชนีตัวแปรเจ้าหนี้สุทธิ

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ผลการศึกษา	งานวิจัยที่สนับสนุน
เจ้าหนี้สุทธิ	+	Michaelas, Chittenden & Poutziouri (1999), Degryse, De Goeij & Kappert (2009)

จากงานวิจัยที่ผ่านมาของตัวแปรเจ้าหนี้สุทธิ จากที่กล่าวมาในข้างต้นนั้นสรุปได้ว่า ธุรกิจขนาดเล็กเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจนั้นส่วนมากจะมาจากแหล่งของหนี้สินหมุนเวียน และรายได้ที่ได้จากการขายก็จะนำไปจ่ายชำระหนี้ให้ทันเวลา เงินทุนส่วนใหญ่ที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจก็จะมาจากแหล่งเงินทุนระยะสั้น หรือที่เรียกกันว่าหนี้สินหมุนเวียน

#### 10. ความเสี่ยงทางการเงิน

ความเสี่ยงทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุน การเพิ่มสัดส่วนในหนี้สิน การเพิ่มสัดส่วนในสัญญาเช่าระยะยาว และการเพิ่มสัดส่วนทุนหุ้นบุริมสิทธิในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ล้วนเป็นภาวะผูกพันทางการเงินในรูปดอกเบี้ยจ่าย ค่าเช่า และเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิที่สูง ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ล้วนเป็นรายจ่ายทางการเงินซึ่งจะต้องจ่ายเป็นจำนวนคงที่ในระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ดอกเบี้ยจ่ายและค่าเช่า ธุรกิจมีภาวะผูกพันจะต้องจ่าย ไม่ว่าผลการดำเนินงานจะมีกำไรหรือขาดทุนก็ตาม ด้วยเหตุนี้ การก่อภาวะผูกพันทางการเงินจึงก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงิน กล่าวคือธุรกิจนั้นเสี่ยงต่อการล้มละลาย และเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนของผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาของทฤษฎีที่ผ่านมาทั้ง 3 ทฤษฎีที่ทำการศึกษาพบว่า การนำเสนอของสามทฤษฎีกล่าวไว้ดังนี้ ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory) เป็นการนำเสนอเกี่ยวกับผลประโยชน์ในการก่อหนี้ นั่นก็คือถ้าหากจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้ จะมีการจ่ายภาษีน้อยลงเพราะดอกเบี้ยจ่ายสามารถประหยัดภาษีได้ การเสนอของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) พบว่าการจัดหาเงินทุนของธุรกิจต้องมาจากแหล่ง

ภายในก่อนถ้าหากมีการใช้เงินทุนจากแหล่งภายในจึงจะทำการจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุนและการออกหุ้นทุนจะเป็นแหล่งสุดท้าย แนวความคิดด้านความขัดแย้งระหว่างกลุ่ม (agency cost) ได้พิจารณาความขัดแย้งระหว่างกลุ่มคนที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท ได้แก่ ผู้บริหาร (Managers) ผู้ถือหุ้น (Shareholders) และเจ้าหนี้ (Debt holders) ซึ่งแต่ละฝ่ายจะมองถึงผลประโยชน์สูงสุดของแต่ละฝ่าย จากทฤษฎีทั้งสามเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนมีการพิจารณาเกี่ยวกับแต่ละระดับไม่ว่าจะเป็นหนี้สินผลตอบแทนและความเสี่ยง ถ้าเงินทุนของธุรกิจมาจากหนี้สินทั้งหมดจะทำให้เกิดความเสี่ยงและธุรกิจจะล้มละลายสูง

### 11. สินทรัพย์หมุนเวียน

สินทรัพย์หมุนเวียน หมายถึงสินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดหรือใช้ไปภายในระยะเวลา 1 ปีประกอบด้วย เงินสด รายการเทียบเท่าเงินสด เงินลงทุนระยะสั้น ลูกหนี้การค้า เงินให้กู้ยืมระยะสั้นแก่กิจการที่เกี่ยวข้องกัน สินค้าคงเหลือ สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น จะมีความสำคัญกับโครงสร้างเงินทุน เพราะการพิจารณาการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนนั้น เป็นการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาว หรือการตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุน ดังนั้นถ้าธุรกิจที่มีสินทรัพย์หมุนเวียนจำนวนมากย่อมแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้น หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าธุรกิจนั้นมีสภาพคล่องในการดำเนิน ดังนั้น จึงทำให้ผู้ศึกษาต้องการทราบว่า สินทรัพย์หมุนเวียนนั้นมีอิทธิพลต่อการจัดการ โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจหรือไม่

### 12. เงินกู้ยืมระยะสั้น

เงินกู้ยืมระยะสั้น จัดประเภทเป็นหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งการจัดหาเงินมาจากแหล่งเงินกู้ระยะสั้นนั้นมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนที่ต่ำ และทำได้ง่ายไม่ยุ่งยากเหมือนการจัดหาเงินทุนมาจากการกู้ยืมระยะยาว ซึ่งถ้าธุรกิจที่มีการจัดหาเงินกู้ระยะสั้นมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ ถ้าหากมีความต้องการจัดหาเงินทุนมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ จะมีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาว หรือ มาจากการเพิ่มทุนหรือไม่

### 13. อัตราการจ้างแรงงาน

อัตราการจ้างแรงงาน มีความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจถ้าหากกิจการมีการดำเนินธุรกิจก็จะต้องมีการจ้างบุคคลเข้ามาดำเนินงานในฝ่ายต่างๆ ของธุรกิจ ถ้าหากธุรกิจนั้นมีการจ้างแรงงานเป็นจำนวนมากก็จะมีค่าใช้จ่ายแรงงานไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบรายวันหรือรายเดือน ค่าแรงงานถือเป็นค่าใช้จ่ายในดำเนินงานและเป็นรายจ่ายที่มีจำนวนมาก ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจมีการจ้างแรงงานเป็นจำนวนมากนั้นแสดงถึงการเจริญเติบโตของธุรกิจหรือธุรกิจนั้นมีการขยายการค้าดำเนินงาน และธุรกิจจะจัดหาเงินทุนมาแหล่งใดในโครงสร้างเงินทุนเพื่อมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ

#### 14. ตัวแปร โครงสร้างเงินทุนวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทย

โครงสร้างเงินทุน หมายถึง โครงสร้างที่แสดงมูลค่าของเงินทุนระยะยาว ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยประกอบด้วยส่วนของหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแหล่งที่มาของเงินทุนนั้นมี 2 แหล่งคือแหล่งเงินทุนจากภายนอก และแหล่งเงินทุนจากภายใน แหล่งเงินทุนจากภายในนั้นคือกำไรสะสม ส่วนแหล่งเงินทุนจากภายนอกสามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ เงินทุนแหล่งที่หนึ่งมาจากหนี้สินเป็น ซึ่งอาจมาจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน การจำหน่ายหุ้นกู้ เป็นต้น ส่วนเงินทุนแหล่งที่สองมาจากส่วนของทุน ซึ่งได้แก่การออกหุ้นสามัญ และการออกหุ้นบุริมสิทธิ การตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนนั้น มักจะเผชิญปัญหาในการตัดสินใจว่าจะจัดสรรเงินทุนจากแหล่งใดบ้าง จากแหล่งเงินทุนภายนอกหรือแหล่งเงินทุนภายใน ถ้าต้องการให้เงินทุนจากแหล่งภายนอก ธุรกิจต้องตัดสินใจว่าจะจัดหาเงินจากการกู้ยืม หรือออกหุ้นสามัญ ไม่ว่าธุรกิจจะจัดหาเงินมาจากแหล่งใดก็ตามย่อมมีทั้งข้อดีและข้อเสีย ถ้าธุรกิจเลือกจัดหาเงินมาจากการกู้ยืม ธุรกิจจะสามารถได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษีซึ่งดอกเบี้ยจ่ายสามารถประหยัดภาษีได้ ส่วนผู้ถือหุ้นของธุรกิจนั้นยังคงเดิม แต่กิจการจะมีความเสี่ยงในการล้มละลายเพิ่มขึ้น และถ้าธุรกิจเลือกที่จะจัดหาเงินทุนมาจากการออกหุ้นสามัญใหม่ ข้อดีคือไม่มีระยะเวลาในการไถ่ถอนและไม่ภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายเงินปันผล ออกหุ้นสามัญใหม่จะเป็นการขยายความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ ทำให้กิจการมีอำนาจในการกู้ยืมสูงขึ้น แต่งเงินปันผลจ่ายที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีได้ การออกหุ้นสามัญใหม่จะทำให้อำนาจในการบริหารลดลง

โครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางที่ใช้ในการศึกษาครั้ง แทนค่าด้วย สามอัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งสามอัตราส่วนเป็นอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการ ซึ่งโดยทั่วไปเงินทุนของกิจการจะมาจากหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นมาใช้ในการดำเนินงาน การจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สิน โดยปกติจะมีต้นทุนต่ำกว่าการจัดหาเงินทุนมาจากส่วนของผู้ถือหุ้นและสามารถประหยัดภาษีได้ หากกิจการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินจำนวนมากก็อาจประสบปัญหาความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งกิจการจะมีภาระผูกพันจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยหากกิจการไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนดก็อาจนำไปสู่การฟ้องล้มละลายได้ ซึ่งอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนมีดังต่อไปนี้

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของเงินทุนในสินทรัพย์รวมที่ธุรกิจได้จากการก่อหนี้เหมาะสมหรือไม่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่าเงินทุนที่ธุรกิจใช้ไปเพื่อการลงทุนในสินทรัพย์ทั้งหมดนั้นได้มาจากการก่อหนี้เป็นจำนวนมาก จึงเกิดความเสี่ยงทางการเงินสูง โอกาสที่จะก่อหนี้เพิ่มมีน้อยลง ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์คำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินรวม} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

จากอัตราส่วนหนี้สินรวมที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นนั้น ได้มีงานวิจัยที่มีการนำเอาอัตราส่วนหนี้สินรวมมาใช้ในการวัดโครงสร้างเงินทุนซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Michaelas, Chittenden, and Poutziouri (1999), Aybar Arias, Casino Martinez, and López Gracia (2003), Sogorb-Mira (2003), Nguyen and Ramachandran (2006), Eriotis (2007), Degryse, De Goeij, and Kappert (2009) เป็นต้น

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการใช้จ่ายเงินที่ได้มาจากหนี้สินระยะยาวของธุรกิจที่สามารถนำมาก่อให้เกิดเป็นสินทรัพย์ของธุรกิจ อัตราส่วนหนี้สินรวมมีสูตรในการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว} = \frac{\text{หนี้สินระยะยาว}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

จากอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นนั้น ได้มีงานวิจัยที่มีการนำเอาอัตราส่วนหนี้สินรวมมาใช้ในการวัดโครงสร้างเงินทุนซึ่งตรงกับงานวิจัยของ Michaelas, Chittenden and Poutziouri (1999), Sogorb-Mira (2003), Nguyen and Ramachandran (2006), Degryse, De Goeij, and Kappert (2009) เป็นต้น

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเหมาะสมหรือไม่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูงแสดงว่าเงินทุนได้จากการก่อหนี้เป็นจำนวนมาก จึงเกิดความเสี่ยงทางการเงิน ควรเพิ่มทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นให้มากขึ้น ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

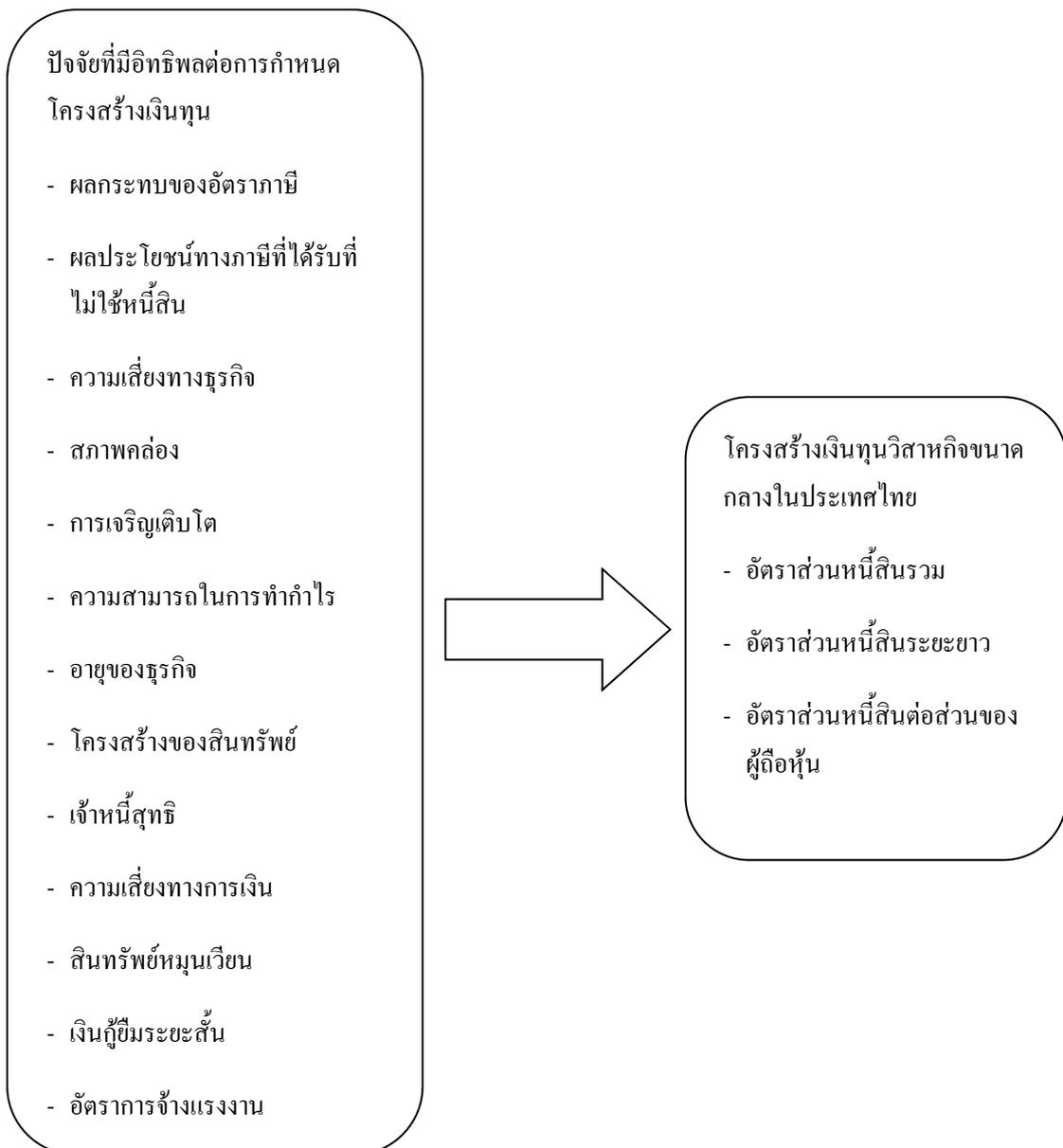
คำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

จากการคำนวณดังกล่าวที่ได้กล่าวไว้ในข้างต้นนั้น ได้มาจาก ฐาปนา (2554), เฉลิมขวัญ (2555)

## 2.5 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการที่กล่าวมาในข้างต้น ผู้ศึกษาได้ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ สภาพคล่อง การเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร อายุของธุรกิจ โครงสร้างสินทรัพย์ เจ้าหนี้สุทธิ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรม และผู้ศึกษาได้ทำการเพิ่มตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ ความเสี่ยงทางการเงิน สินทรัพย์หมุนเวียน เงินกู้ยืมระยะสั้น อัตราการจ้างแรงงาน ส่วนตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราส่วนหนี้รวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น ผู้ศึกษานำตัวแปรที่ได้จากการทบทวนทั้งหมดมาจัดทำกรอบแนวคิดการวิจัย ได้ดังนี้



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

## สรุป

จากการศึกษาหลักทฤษฎีทางการเงินที่มีผลต่อระดับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ พบว่ามีทฤษฎีที่น่าสนใจนำมาศึกษากับตัวอย่างวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทย 3 ทฤษฎีได้แก่ ทฤษฎีการพิจารณาค่าต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory) ในทฤษฎีที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ทางภาษีที่กิจการควรได้รับถ้าถ้ากิจการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินมากก็จะทำให้กิจการนั้นจ่ายภาษีน้อยลง โดยที่ดอกเบี้ยจ่ายนั้นสามารถที่จะประหยัดภาษีได้ หรือถ้าหากกิจการมีค่าใช้จ่ายในส่วนของการชำระค่าเสื่อมราคามาก ก็จะส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานลดลงและยังส่งผลต่อไปยังการจ่ายภาษีของกิจการน้อยลงด้วย แต่ถ้าหากกิจการคำนึงถึงผลประโยชน์ทางภาษีมากโดยการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินมากก็จะทำให้เกิดความเสี่ยงทางธุรกิจเกิดขึ้นนั้น ความเสี่ยงจากการผิดชำระหนี้สินและอาจเกิดการล้มละลายตามมาด้วยทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) เป็นทฤษฎีที่กำหนดลำดับการจัดหาเงินโดยใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการก่อน เช่น เงินทุนจากกำไรสุทธิของกิจการ หรือกำไรสะสม ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ จึงค่อยจัดหาเงินทุนลำดับถัดไปจากภายนอกโดยการก่อหนี้สิน หรือออกหุ้นกู้ และเลือกออกหุ้นสามัญเป็นลำดับสุดท้าย การใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการนั้นมีข้อดีคือธุรกิจนั้นไม่ต้องจ่ายต้นทุนของเงินทุนเพราะเป็นการใช้แหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจ แต่ก็มีข้อเสียเช่นกันถ้ากิจการนำเงินทุนจากแหล่งภายในของธุรกิจมาใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่นั้นแสดงให้เห็นว่ากิจการไม่มีการจ่ายเงินปันผลซึ่งอาจทำให้ผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นเกิดความไม่พอใจในการดำเนินธุรกิจเพราะลงทุนหรือผู้ถือหุ้นนั้นต้องการผลตอบแทนจากการลงทุน และทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ทฤษฎีนี้จะพิจารณาความขัดแย้งระหว่างกลุ่มคนที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท ได้แก่ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และเจ้าหนี้ ซึ่งเกิดความขัดแย้งเนื่องจากเจ้าของบริษัทหรือผู้ถือหุ้น ไม่ได้ทำการบริหารการดำเนินงานเองแต่จะจ้างผู้บริหารมืออาชีพมาดูแลแทน ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไรแทนที่ผู้บริหารจะสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นผู้บริหารอาจฉวยโอกาสสร้างผลตอบแทนเพื่อตัวเอง เช่น สร้างอาคารสำนักงานที่ใหญ่โต หูหระและสะดวกสบาย มีรถยนต์ประจำตำแหน่ง กำหนดโบนัสและเงินเดือนสูงๆ ให้ตัวเอง เป็นต้น ดังนั้นเพื่อลดความขัดแย้งของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นโดยการกำหนดผลตอบแทนอื่นให้แก่ผู้บริหารนอกจากเงินเดือนเพื่อเป็นขวัญและกำลังใจในการทำงานความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นคือความขัดแย้งในเรื่องของการเลือกโครงการในการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องการที่จะลงทุนในโครงการที่ได้รับผลตอบแทนมากที่สุดที่จะทำให้ผลตอบแทนนั้นสามารถจ่ายชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้และมีผลตอบแทนมาถึงผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งนั่นหมายความว่าโครงการนั้นก็จะมีความเสี่ยงที่จะประสบความล้มเหลวเพิ่มสูงขึ้นด้วย ในขณะที่ขณะเดียวกันเจ้าหนี้ของบริษัทไม่ได้ต้องการให้บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง เนื่องจาก

โอกาสที่จะล้มเหลวมีสูง ซึ่งจะเกิดผลกระทบต่อเจ้าหนี้ของบริษัทด้วยทำให้เจ้าหนี้ของบริษัทต้องแบกรับความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในขณะที่ได้รับผลตอบแทนเท่าเดิม จากปัญหาดังกล่าวทำให้เจ้าหนี้เพิ่มต้นทุนของการกู้ยืมเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับกับความเสี่ยงนี้ เพราะเจ้าหนี้ไม่มีข้อมูลที่เพียงพอที่ทำให้สามารถแยกแยะได้ว่าบริษัทใดมีความเสี่ยงสูง บริษัทใดมีความเสี่ยงต่ำ ดังนั้นเพื่อการแก้ไขปัญหาการขาดข้อมูลเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงเรื่องนี้จึงทำให้เจ้าหนี้เพิ่มต้นทุนในการกู้ยืมแก่ทุกบริษัท โดยปริยาย (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986)

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตได้ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน มีทั้งหมด 13 ปัจจัย ดังนี้ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ สภาพคล่อง การเจริญเติบโต ความสามารถในการทำ อายุของธุรกิจ โครงสร้างสินทรัพย์ เจ้าหนี้สุทธิ และความเสี่ยงทางการเงิน สินทรัพย์หมุนเวียน เงินกู้ยืมระยะสั้น อัตราการจ้างแรงงาน

โครงสร้างเงินทุนที่จะใช้ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของของวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทยมีทั้งหมด 3 ตัวแปรดังนี้ อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สำหรับในบทต่อไป บทที่ 3 จะกล่าวถึงระเบียบวิธีวิจัย โดยจะกล่าวถึงประชากรที่ใช้ในการศึกษา แหล่งรวบรวมข้อมูล รายละเอียดมาตราวัดตัวแปร และแนวทางการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อหาคำตอบตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย