

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในบทนี้ เป็นการศึกษาวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีผลต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุนในประเทศต่างๆ เพื่อนำมาสร้างกรอบแนวคิดในการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทย โดยมีหัวข้อศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

- 2.1 ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory)
- 2.2 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory)
- 2.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)
- 2.4 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.5 กรอบแนวคิดในการวิจัย

2.1 ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory)

ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ เป็นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนใน ค.ศ. 1958 เมื่อ Modigliani and Miller (M&M) ได้ตีพิมพ์บทความที่ได้รับการยอมรับของเขา ภายใต้ข้อสมมติว่า มูลค่าของธุรกิจ (firm Value) จะไม่ถูกกระทบโดยสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนหรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง ผลของการศึกษาของ M&M พบว่า ไม่ว่าจะบริษัทจะจัดหาเงินทุนโดยวิธีใดก็ตามจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ หมายความว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสำคัญ ทฤษฎีนี้เป็นที่รู้จักในชื่อย่อว่าทฤษฎี M&M

ต่อมา Modigliani and Miller (1958) ยังมีข้อสรุปเพิ่มอีกว่า สัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจภายใต้ตลาดเงินทุนที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ การจัดหาเงินทุนของบริษัทจะไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของธุรกิจ ซึ่งในความเป็นจริง เป็นที่ทราบดีว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ เช่น การใช้เงินทุนจากหนี้มีผลประโยชน์ทางภาษีต่างจากการใช้เงินทุนจากเจ้าของ การใช้หนี้มากๆ ทำให้มีโอกาสของการล้มละลายสูงขึ้นส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้นได้

Modigliani and Miller (1963) ยังกล่าวเสริมว่า เงินทุนที่มาจากหนี้สิน มีความเป็นไปได้ว่าดอกเบี้ยที่จ่ายจากหนี้สินสามารถช่วยลดภาระทางภาษีของบริษัทลงโดยนำดอกเบี้ยจ่ายไปเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิซึ่งจูงใจให้บริษัทจัดหาเงินทุนจำนวนมากจากหนี้สินมากกว่า

เงินทุนจากทุนของเจ้าของ ทฤษฎีนี้สรุปว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงมักใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เพื่อนำผลประโยชน์จากดอกเบี้ยจ่ายมาบรรเทาภาระภาษีที่บริษัทต้องจ่าย (Degryse, De Goeij, & Kapper, 2009; Sogorb-Mira, 2001) โดยการพิจารณาเลือกสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เกิดความสมดุล (Trade off) ระหว่างประโยชน์ทางภาษีของหนี้สิน และต้นทุนทางการเงินจากภาระหนี้ (Financial distress) (Cassar & Holmes, 2003)

อย่างไรก็ตามการศึกษาของ M&M มีข้อสมมติที่ไม่เป็นจริงบางประการ ดังต่อไปนี้

1. ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์
2. ไม่มีภาษี
3. ไม่มีต้นทุนที่ทำให้บริษัทล้มละลาย
4. ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท
5. นักลงทุนมีข้อมูลเหมือนกับผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนในอนาคต
6. กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีไม่ถูกระทบโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน

Ross (1977) มีความคิดขัดแย้งกับรูปแบบการทำงานของทฤษฎี M&M ว่าทฤษฎี M&M ไม่มองถึงการดำเนินธุรกิจในโลกของความจริง Ross (1977) ทำการประยุกต์มาจาก M&M โดยมองถึงโลกธุรกิจในปัจจุบัน จากพื้นฐานการดำเนินธุรกิจของบริษัท เริ่มตั้งแต่ การจ่ายหนี้เป็นการจ่ายการกำไรสุทธิซึ่งเป็นผลในการคำนวณภาษีของบริษัท การดำเนินธุรกิจที่มาจากหนี้สินทั้งหมดจะทำให้ธุรกิจมีความเกี่ยวข้องกับหนี้สินทางการเงินทั้งหมด จำนวนที่เหมาะสมของหนี้สินต่อทุนทางการเงิน ผลประโยชน์ทางภาษีที่เพิ่มขึ้นจากหนี้สิน ก็เป็นการเพิ่มขึ้นของต้นทุน ดังนั้นมีความน่าจะเป็นที่จะมีความหายนะเพิ่มขึ้น DeAngelo and Masulis (1980) พบว่าการลดภาระทางภาษีโดยใช้ดอกเบี้ยจ่ายนั้นอาจจะไม่จำเป็นเสมอไปสำหรับบางบริษัท เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ อาจจะมีการลดภาระภาษีโดยใช้ค่าใช้จ่ายอย่างอื่น เช่น ค่าเสื่อมราคา ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นต้น ซึ่งส่งผลให้ประโยชน์ของดอกเบี้ยจ่ายจากการก่อหนี้ลดลง แต่ทั้งนี้ถ้าหากตัวแปรอื่นคงที่หมดความสามารถในการใช้เงินทุนจากหนี้จำนวนมากอาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทได้

Modigliani and Miller (M&M) นำเสนอแนวคิดเกี่ยวกับการกำหนดระดับสัดส่วนของเงินทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของธุรกิจสำหรับธุรกิจในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ แต่มูลค่าของธุรกิจขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของธุรกิจ ดังนั้น มูลค่าของธุรกิจสามารถประเมินได้จากมูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริง นอกจากนี้ ยังได้นำเสนอทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวทาง คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ และมีภาษีเงินได้ ซึ่งเป็นการดำเนินกิจการต่างๆ ไปของธุรกิจ ต่อมา Modigliani and Miller (M&M) (1958) นักการเงินที่ศึกษาและบูรณาการทฤษฎีที่เกี่ยวข้องหลายทฤษฎีเข้าด้วยกัน เพื่อให้สามารถพรรณนาหรืออธิบายปัจจัยที่กำหนดโครงสร้าง

เงินทุนที่เหมาะสม และสอดคล้องกับสถานการณ์ความเป็นจริงมากที่สุด เช่น ขนาดของธุรกิจ ความแปรปรวนของกระแสเงินสด ความยืดหยุ่นอุปสงค์ของผลผลิต การมีข้อมูลภายในของธุรกิจ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและผลกระทบทางภาษี เป็นต้น

2.2 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น เป็นการนำเสนอทฤษฎีโดย Myers (1984) เป็นทฤษฎีที่กำหนดลำดับการจัดหาเงินทุน โดยจะใช้ทุนภายในของกิจการก่อน เช่น เงินทุนจากกำไรสุทธิของกิจการ หรือกำไรสะสม ถ้าเงินทุนภายในไม่พอ จึงค่อยจัดหาเงินทุนลำดับถัดไปภายนอก โดยการก่อหนี้ หรือออกหุ้นกู้ และเลือกออกหุ้นสามัญหรือออกหุ้นใหม่เป็นแหล่งเงินทุนสุดท้าย (Chitnomrath, 2011)

จากการศึกษาทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนในหัวข้อที่ผ่านมา คือ ทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ (Trade off Theory) ซึ่งมีข้อขัดแย้งในประเด็นเรื่องของในความเป็นจริง โดยทั่วไปของกิจการที่มีความสามารถในการสร้างผลกำไรในระดับที่สูงย่อมมีสัดส่วนของหนี้สินที่ค่อนข้างต่ำ ขัดแย้งกับหลักการสำคัญของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ ซึ่งความขัดแย้งนี้ สามารถอธิบายได้โดยอาศัยแนวคิดและทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order Theory) ทั้งนี้ เนื่องจากแนวคิดหรือหลักการสำคัญของทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) อธิบายได้ว่า โดยทั่วไปผู้บริหารกิจการย่อมเป็นผู้ที่สามารถรู้ถึงความสามารถในการบริหารจัดการ หรือความสามารถในการสร้างผลกำไรตลอดจนโอกาสของงานเจริญเติบโตของกิจการได้ดีและลึกซึ้งกว่าบุคคลภายนอก ซึ่งการล่วงรู้หรือการเข้าถึงข้อมูลนี้ คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และเป็นตัวแปรสำคัญที่ส่งผลต่อนักลงทุนภายนอกหรือบุคคลทั่วไป ที่ไม่ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ และทำให้นักลงทุนหรือบุคคลภายนอกย่อมต้องมีการพิจารณาไตร่ตรองข้อมูลประกอบอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ และความกังวลหนึ่งของนักลงทุน โดยทั่วไปคือ หลักทรัพย์ที่เสนอขายดังกล่าวนั้นมีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง (Overpriced)

เมื่อเป็นเช่นนี้แล้ว ภายหลังการประกาศจำหน่ายหุ้น ย่อมส่งผลให้ราคาหุ้นต่ำลงได้ หากผู้บริหารกิจการมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนหรือบุคคลภายนอกจริง ผู้บริหารย่อมสร้างแรงจูงใจต่างๆ เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนหรือบุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหลักทรัพย์ของกิจการในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์มีราคาสูงกว่าความเป็นจริง แต่หากผู้บริหารพิจารณาแล้วทราบว่า ในช่วงเวลาดังกล่าว ราคาหลักทรัพย์ของกิจการมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (Underpriced) ย่อมตัดสินใจที่จะยังไม่

ประกาศจำหน่ายหลักทรัพย์ แต่จะเปลี่ยนมาใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากส่วนของตัวเอง ซึ่งตามทฤษฎีการพิจารณาจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking order Theory) มีข้อสมมติที่สำคัญประการหนึ่งคือ ผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงจังหวะเวลาในการประกาศจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งในความเป็นจริง ผู้บริหารกิจการจำเป็นต้องพิจารณาปัจจัยหรือตัวแปรทางภาษี (Taxes) ต้นทุนที่เกิดจากความอ่อนแอทางการเงิน (Financial Distress Cost) รวมไปถึงต้นทุนตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost) ด้วย

ดังนั้น นักลงทุนโดยทั่วไปย่อมพิจารณาได้ว่า การประกาศออกหลักทรัพย์เพิ่ม เป็นลักษณะของการส่งสัญญาณในด้านลบต่อกิจการที่ออกหลักทรัพย์ ทั้งนี้ เพราะหากกิจการปราศจากปัญหาใดๆ และมีศักยภาพทางการเงินอย่างเต็มที่ ย่อมสามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในได้ โดยนำมาจากกำไรสะสมของกิจการ (Retained Earnings) นั่นเอง และผู้บริหารกิจการควรนำกำไรส่วนนี้มาใช้ในการลงทุนต่อ หากแต่แหล่งเงินทุนภายในของกิจการไม่เพียงพอ ย่อมมีความจำเป็นที่ผู้บริหารกิจการจะต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก นั่นคือการเลือกแหล่งเงินทุนที่มาจาก การกู้หรือหนี้ ทั้งนี้ เพราะการระดมทุนจากการก่อหนี้ จะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์น้อยกว่า ซึ่งสามารถช่วยลดข้อกังวลที่เกิดกับนักลงทุนได้ระดับหนึ่ง ทั้งนี้ ทฤษฎีการพิจารณาจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking order Theory) กล่าวว่า ผู้บริหารกิจการควรตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากส่วนของตนเป็นแหล่งเงินทุนอันดับท้ายสุด

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น Pecking order Theory ไม่ได้เพิกเฉยต่อการพิจารณาปัจจัยหรือตัวแปรด้านภาษี รวมทั้งปัจจัยความอ่อนแอทางการเงิน (Financial Distress) แต่อย่างใด เพียงแต่ได้กล่าวถึงหรือให้ความสำคัญกับปัจจัยนี้ น้อยกว่าความพอใจของผู้บริหารกิจการที่มีต่อการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก และยังคงพอใจการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้หรือก่อหนี้มากกว่าการระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์ใหม่ด้วย โดยมีเหตุผลที่สำคัญคือ หากพิจารณาในมุมมองของนักลงทุน ย่อมมีความกังวลเกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์ที่นำเสนอขาย และพบว่าโอกาสของหลักทรัพย์ที่อยู่ในลักษณะของตราสารหนี้ มีโอกาสที่จะเกิดหลักทรัพย์มีราคาไม่เหมาะสม Mispriced Securities ในระดับที่ต่ำกว่าหลักทรัพย์ที่นำเสนอในรูปแบบของตราสารประเภททุน ด้วยเหตุนี้ หากไม่เกิดความอ่อนแอทางการเงินกับกิจการที่นำเสนอหลักทรัพย์แล้ว นักลงทุนย่อมได้รับผลตอบแทนในรูปของอัตราดอกเบี้ยอย่างคงที่ ทำให้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับ Pecking order Theory จึงอธิบายได้ว่า หากกิจการต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอกอย่างแท้จริงแล้ว ก็ควรจะต้องระดมทุนจากส่วนของตัวเองเสียก่อน แล้วจึงพิจารณาจากส่วนของตน และควรที่จะออกตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำประเภทหุ้นกู้ธรรมดา (Straight bond) ก่อนตราสารหนี้ประเภทที่มีความเสี่ยงสูง เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Bond)

Modigliani and Miller (1984) ได้สรุปเกี่ยวกับประเด็นต้นทุนที่เกิดจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนภายใต้ข้อสมมติที่ว่า ไม่มีต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (no adjustment cost) ขณะที่ในทางปฏิบัติมีต้นทุนดังกล่าวเกิดขึ้นดังนั้น ผู้บริหารกิจการควรหาแนวทางในการจัดหาเงินทุนเพื่อให้ได้ต้นทุนดังกล่าวที่ต่ำที่สุด เพราะเมื่อต้นทุนในการจำหน่ายหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นอย่างผิดปกติ ย่อมส่งผลให้สัดส่วนของหนี้สินของกิจการมีความผันผวนออกจากระดับหนี้สินที่เป็นเป้าหมายของกิจการได้ตลอดเวลา

ภายหลัง Myers (1984) Myers and Majluf (1984) ได้ศึกษาและให้ข้อสรุปเกี่ยวกับรูปแบบการจัดหาเงินตามลำดับ Pecking Order Models ว่า ไม่สามารถหาระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมได้ ทั้งนี้ เพราะปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (asymmetric information) รวมทั้งปัญหาการส่งสัญญาณ (signaling problem) เป็นปัญหาที่เกิดจากผู้บริหารทราบข้อมูลภายในของธุรกิจ จึงไม่จำเป็นที่ให้บุคคลภายนอกเข้ามามีส่วนในผลกำไรซึ่งมั่นใจว่าจะเพิ่มขึ้น จึงตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน ที่สัมพันธ์กับการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ดังนั้นวิธีการที่ถูกต้อง กิจการควรจะพิจารณาการจัดหาเงินทุนตามขั้นตอนการจัดหาเงินทุนโดยควรพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการเป็นอันดับแรกแต่ถ้าหากจำเป็นต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอก ก็ควรจะจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ก่อนการพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุน โดยเหตุผลของทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น Pecking Order Theory คือ กิจการโดยทั่วไปจะไม่มีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายเพราะสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการนั้นถูกกำหนดมาจากการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุนอยู่ตลอดเวลา โดยถ้าสมมติว่าในปัจจุบันกิจการเผชิญกับปัญหาความขาดแคลนทางด้านการเงิน โดยพิจารณาหาแหล่งเงินทุนอันดับแรกจากการกู้หรือการก่อหนี้ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการนั้นสูงขึ้นในภายหลังและเหตุผลดังกล่าวก็สามารถอธิบายได้ว่าเพราะเหตุใดความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอดีตถึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

รวมไปถึง Lucas และ McDonald (1990) ซึ่งได้ขยายทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น Pecking Order Theory ของ Myers และ Majluf ในด้านการตั้งค่าแบบไดนามิก Dynamic Setting โดยเสนอว่า ผู้บริหารกิจการจะสามารถรับรู้เกี่ยวกับข้อมูลภายในมูลค่าของกิจการด้วยเหตุนี้ผู้บริหารกิจการย่อมสามารถขยายระยะเวลาการระดมทุนจากส่วนของทุนออกไป จนกว่าจะพิจารณาได้ถึงโอกาสในการลงทุนของกิจการ โดยเฉพาะในช่วงที่ระดับราคาของหลักทรัพย์ของกิจการที่ออกหลักทรัพย์นั้นมีราคาสูงเกินกว่าที่ควรจะเป็นจึงจะพิจารณาการออกหลักทรัพย์ใหม่

แนวคิดเกี่ยวกับ ใดนามิคที่ดีที่สุด Dynamic Optimal นี้มีความสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยหากค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดหาเงินทุนเป็นอุปสรรคต่อการที่กิจการจนไม่สามารถรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้ หากผู้บริหารมีการพิจารณาและตัดสินใจที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนจำเป็นที่จะต้องนำปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนด้วย เพราะปัจจัยดังกล่าวนี้ จะทำให้ต้นทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนใหม่มีมากกว่าผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับกิจการที่มีการเจริญเติบโตแบบก้าวกระโดดการเพิ่มทุนด้วยการกู้หรือก่อหนี้สินจะก่อให้เกิดปัญหา “Overshoot” คือกิจการจะไม่สามารถรักษาระดับอัตราส่วนหนี้สินได้ อย่างไรก็ตาม สามารถที่จะสามารถลดผลกระทบดังกล่าวได้ ด้วยการเปลี่ยนมาใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้นและเมื่อกิจการมีเงินกู้ระยะสั้นเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จนถึงระดับหนึ่ง กิจการก็อาจจะทำการเพิ่มแหล่งเงินทุนระยะยาวจากภายนอกวิธีการเช่นนี้เป็นการลดต้นทุนการดำเนินงาน หรือ Transaction Cost เพราะสามารถลดจำนวนครั้งที่เพิ่มเงินกู้ระยะยาวได้และยังมีข้อดีอีกประการหนึ่งคือสามารถลดผลกระทบของการใช้เงินกู้ระยะยาวที่เพิ่มขึ้น อันส่งผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการกล่าวคือกิจการสามารถนำเงินกู้ระยะยาวที่เพิ่มขึ้นใหม่ส่วนหนึ่งไปชำระหนี้เงินกู้ระยะสั้นที่มีมากได้ซึ่งกิจการอาจจะดำเนินการวิธีนี้เป็นวงจรไปเรื่อยๆ

ในส่วนของประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการบริหารระดับของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเพื่อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมนั้น Taggart (1977) และ Marsh (1982) ได้ศึกษาโดยใช้รูปแบบของทฤษฎีทางเลือก Static-Tradeoff Model และได้ข้อสรุปที่ว่าระดับของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะเป็นค่า ณ เวลาใดเวลาหนึ่งเท่านั้นเนื่องจากผลประโยชน์ทางภาษีที่จะได้รับจากการก่อหนี้จะเท่ากับต้นทุนของความเสียหายทางการเงิน (Financial Distress) ณ เวลาหนึ่งแต่เมื่อเวลาผ่านไประดับของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยแต่จากการศึกษาของ Masulis (1980), Dann and Mikkelson (1984), Mikkelson and Partch (1986) และ Eckbo (1986) ได้ให้ข้อสรุปที่ขัดแย้งกับรูปแบบทฤษฎีทางเลือก Static Trade-off model โดยกล่าวว่าพฤติกรรมการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการนั้นจะได้รับอิทธิพลจากทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินตามลำดับชั้น Pecking Order Theory ซึ่งเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดหาเงินทุน (Transaction Cost) โดยกิจการจะพยายามที่จะลดค่าใช้จ่ายจากการจัดหาเงินทุนเพิ่มและจะตัดสินใจเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) ก่อนแหล่งเงินทุนจากภายนอกกิจการ (External Fund) แต่ถ้ากิจการมีความจำเป็นที่จะต้องใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกแล้วกิจการก็จะตัดสินใจที่จะจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) มากกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุน (Equity) ซึ่งการเลือกประเภทของแหล่งเงินทุนดังกล่าวจะเป็นผลทำให้กิจการไม่มีระดับอัตราส่วนหนี้สินที่

เหมาะสม (Target debt ratio) รวมไปถึง Bhaird (2007) พบว่าทำการศึกษาทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) จากกลุ่มธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางในประเทศไอร์แลนด์ ก็พบผลลัพธ์ในทำนองเดียวกัน ปัจจัยสำคัญที่ถูกระบุในทฤษฎีนี้คือ ความสามารถทำกำไร อายุของธุรกิจ และ โอกาสการเจริญเติบโต (Psillaki & Daskalakis, 2008)

Myers (1984) ได้ศึกษาและนำเสนอว่าการจัดหาเงินทุนจากภายนอกของบริษัทเป็นการส่งผลให้บริษัทต้องรับภาระต้นทุนที่เกิดขึ้นในอัตราที่สูงกว่าการใช้เงินทุนภายในบริษัท ดังนั้นบริษัทควรจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยใช้เงินทุนของบริษัทก่อนคือ จากกำไรสะสมที่เกิดจากการดำเนินงาน รวมทั้งการขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด และควรจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ถ้าเงินทุนภายในของบริษัทไม่เพียงพอต่อการลงทุนแล้ว โดยเลือกแหล่งเงินทุนที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน

ต่อมา Myers (1984) ได้พัฒนาทฤษฎีของเขาจากแนวคิดเรื่องความไม่เท่าเทียมของข้อมูล (Asymmetric information) โดยอธิบายว่าผู้บริหารทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าและความเสี่ยงของบริษัทในการบริหารเพื่อประโยชน์แก่ธุรกิจมากกว่านักลงทุนภายนอก เรียกว่าเป็นความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอก ทำให้นักลงทุนมองว่าเมื่อใดที่ผู้บริหารจัดหาเงินทุน โดยการออกหุ้นทุน เขาจะออกขายหุ้นในราคาที่สูงกว่าราคาที่แท้จริง เพื่อให้ธุรกิจสามารถระดมเงินทุนได้มาก ทำให้นักลงทุนชะลอการซื้อเพราะไม่แน่ใจในราคาหุ้นทุนที่ออกขาย ทำให้ผู้บริหารอาจไม่สามารถออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำไปลงทุนในโครงการใหม่ที่มีผลตอบแทนสูงได้ตามเวลาที่กำหนด นักลงทุนมองว่าการออกหุ้นทุนเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารในทางลบ (Negative signaling) ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาดังกล่าวไม่ให้เกิดผลกระทบต่อราคาหุ้นธุรกิจควรใช้แหล่งเงินทุนภายในเป็นอันดับแรก และจัดหาเงินจากส่วนหนี้สินซึ่งไม่มีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมของข้อมูลเป็นอันดับต่อไป และการออกหุ้นทุนควรกระทำเป็นกรณีสุดท้ายหากเงินทุนจากแหล่งก่อนหน้านี้นี้ไม่เพียงพอ

การทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่กล่าวมาข้างต้นสรุปได้ดังนี้ ธุรกิจจะจัดหาเงินตามลำดับขั้น โดยใช้เงินทุนภายในของบริษัทก่อน ซึ่งก็คือเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด กำไรสะสม และถ้าเงินทุนที่มีอยู่ในธุรกิจไม่เพียงพอต่อการลงทุนบริษัทจะจัดหาเงินมาจากภายนอก โดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน ซึ่งสามารถเรียงลำดับได้ดังนี้คือ ส่วนหนี้สิน หุ้นกู้แปลงสภาพ และส่วนทุน ตามลำดับ

2.3 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ทฤษฎีตัวแทน หรือ Agency Theory ซึ่งมาจากแนวคิดของ Jensen และ Meckling ซึ่งได้พัฒนาไว้ใน ค.ศ. 1976 ทฤษฎีตัวแทน มองว่าเจ้าของกิจการไม่สามารถบริหารงานเพียงผู้เดียวได้ จึงทำให้ต้องมีบุคคลที่เข้ามาช่วยในการบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเป็นตัวแทนว่าเกิดขึ้นระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายที่มอบอำนาจคือ ตัวการ (Principle) ในขณะที่อีกฝ่ายที่ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือตัวแทน (Agent) ตราบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนในวิธีที่สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกันจะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ขึ้น

ทฤษฎีนี้มีความสำคัญต่อ โครงสร้างเงินทุน เนื่องจากทฤษฎีตัวแทนคำนึงถึงต้นทุนของความขัดแย้งในผลประโยชน์ของการมีตัวแทนในการบริหารกิจการ กล่าวคือการมีตัวแทนมาเป็นผู้บริหารกิจการแทนผู้ถือหุ้นและใช้การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มาก แต่ไม่สามารถบริหารธุรกิจให้สามารถชำระหนี้ได้ตามเวลาอาจส่งผลให้กิจการเข้าใกล้การล้มละลาย ผู้ถือหุ้นต้องแบกรับภาระต้นทุนของเงินลงทุน กลายเป็นความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้นด้วย เจ้าหนี้จึงป้องกันความเสี่ยงด้วยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยหรือข้อจำกัดขึ้น ส่งผลให้ธุรกิจมีต้นทุนการเงินที่สูงขึ้น

Jensen and Meckling (1976) และ Jensen (1986) ได้พิจารณาความขัดแย้งระหว่างกลุ่มคนที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัท ได้แก่ ผู้บริหาร (Managers) ผู้ถือหุ้น (Shareholders) และเจ้าหนี้ (Bondholders หรือ Debtholders) โดยแต่ละกลุ่มนั้นจะมีส่วนได้เสียเกี่ยวข้องกับบริษัทและในแต่ละกลุ่มนั้นจะมองถึงผลประโยชน์สูงสุดของตนก่อนทำให้เกิดความขัดแย้งในความคิดของแต่ละกลุ่ม และสามารถสรุปในแต่ละประเด็นได้ดังต่อไปนี้

1) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารนี้ มีสาเหตุมาจากการที่ผู้บริหารมีสิทธิในสินทรัพย์ที่เหลือ (Residual claim) น้อยกว่า 100% ดังนั้นผู้บริหารจึงไม่สามารถจะได้รับผลกำไรทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานพร้อมกันนี้ผู้บริหารยังต้องแบกรับกับภาระต้นทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้น ส่งผลให้ผู้บริหารดำเนินการบริหารจัดการองค์กรในความต้องการของตน โดยไม่ได้สนใจว่าการบริหารดังกล่าวจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงสุดหรือไม่การบริหารงานที่ไม่มีประสิทธิภาพดังกล่าวนี้ ส่งผลทำให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง โดยหากให้การลงทุนของผู้บริการในบริษัทคงที่ ถ้าบริษัทมีการเพิ่มการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้มากขึ้น ก็จะทำให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นและจะลดต้นทุนที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารเพราะว่าการจัดหา

เงินทุนจากส่วนของหนี้สินจะทำให้บริษัทมีภาระผูกพันที่ต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยจ่ายและเงินต้นตามกำหนดระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญาซึ่งเป็นปัจจัยที่ลดจำนวนกระแสเงินสดของกิจการลงทำให้ผู้จัดการไม่สามารถนำเงินไปใช้จ่ายเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนได้มากนักดังนั้นวิธีการที่จะลดความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารสามารถทำได้โดยการใช้สัญญาค่าตอบแทนการควบคุมวินัยในการบริหารซึ่งสัมพันธ์กับการใช้หนี้สินเพิ่มมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหารมีวินัยในการบริหารมากขึ้น

นอกจากนี้ Grossman and Hart (1982) เสนอแนวคิดที่ใช้หนี้สินเป็นกลไกเพื่อทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากขึ้นส่วนหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะเพิ่มโอกาสการล้มละลายและเป็นเครื่องมือในการบังคับให้ผู้บริหารทำงานมีคุณภาพมากขึ้นและทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตามส่งผลต่อไปยังมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้นในที่สุดรวมไปถึง Smith and Watts (1982) สรุปลักษณะของสัญญาการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารจะส่งผลกระทบต่อความขัดแย้งของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยเขาแบ่งสัญญาการจ่ายผลตอบแทนดังนี้

การกำหนดผลตอบแทนคงที่จะทำให้ผู้บริหารไม่ทำการลงทุนในโครงการที่มีกำไรเนื่องจากผลตอบแทนนั้นไม่ขึ้นกับขนาดของกิจการ

การกำหนดผลตอบแทนตามตลาดเช่นผลตอบแทนตามราคาหุ้นเพื่อเป็นการควบคุมการบริหารเพราะการบริโภคเกินความจำเป็นและการลงทุนระยะสั้นที่มีกำไรต่ำของผู้บริหารจะทำให้ราคาหุ้นลดลง

การกำหนดผลตอบแทนตามบัญชีเป็นการแบ่งรางวัลให้แก่ผู้บริหารตามประสิทธิภาพซึ่งเป็นการแสดงประสิทธิภาพการบริหารจากผลการดำเนินงาน โดยตรงลักษณะของผลตอบแทนก็มีลักษณะที่แตกต่างกันและมีข้อดีข้อเสียแตกต่างกัน โดยเขาสรุปว่าการกำหนดผลตอบแทนตามบัญชีจะทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากที่สุดการวิจัยจะเป็นในลักษณะของผลจากกิจกรรมอย่างใดอย่างหนึ่งส่งผลเช่นไรต่อผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

Demestz and Lehn (1984) เสนอแนวคิดในการลดต้นทุนจากความขัดแย้งนี้โดยการกระจายผู้ถือหุ้นมากขึ้นซึ่งจะเป็นการปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบของผู้ถือหุ้นและยังมีปัจจัยเสริมเพื่อลดต้นทุนจากความขัดแย้งนี้คือกำไรที่จะมีความมั่นคงเพิ่มขึ้นเนื่องมาจากตามหลักการที่ศึกษาถึงความสำคัญของผู้ถือหุ้นในการลดความขัดแย้งต่อผู้บริหารบนพื้นฐานของโครงสร้างเงินทุนนั้นการตรวจสอบของผู้ถือหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้กิจการมีความมั่นคงในกำไรลดลง และ Murphy (1985) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพกิจการและผลตอบแทนการบริหารพบว่าความสัมพันธ์นี้มีทิศทางเดียวกันผู้ถือหุ้นทำการวัดประสิทธิภาพกิจการจากการเติบโตของยอดขายแต่ความสัมพันธ์นี้อยู่ในระดับต่ำกล่าวคือถ้ามูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้น

ร้อยละ 10 จะทำให้ผลตอบแทนของการบริหารเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 2 ทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ดังนั้นสัญญาผลตอบแทนการบริหารจะเป็นปัจจัยที่ลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้ ใกล้เคียงกับ Jensen (1986) เสนอแนวคิดจากพื้นฐานลักษณะของผู้บริหารที่ต้องการขยายขนาดกิจการเพื่อเงินเดือนและผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้นจากขนาดของกิจการแรงจูงใจนี้จะสร้างความขัดแย้งระหว่างความต้องการขยายกิจการของผู้บริหารกับความต้องการมูลค่าหุ้นสูงสุดของผู้ถือหุ้นเอง ดังนั้นถ้ากิจการมีกระแสเงินสดจะทำให้ผู้บริหารสามารถนำเงินทุนภายในไปลงทุนในโครงการที่ไม่มีกำไรได้ซึ่งขัดต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

2) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้

ความขัดแย้งประเภทนี้ มีพื้นฐานมาจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการล้มละลายของกิจการเนื่องจากเจ้าหนี้จะต้องแบกรับภาระความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากภาวะล้มละลายในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีข้อจำกัดเพียงแค่ส่วนที่เหลือจากภาระหนี้สินเท่านั้นซึ่งสาเหตุดังกล่าวทำให้การเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนทำให้ความเสี่ยงที่เกิดจากการล้มละลายต้องเปลี่ยนแปลงไปโดยผลกระทบดังกล่าวจะมีอิทธิพลในทิศทางที่ตรงกันข้ามกันระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้นนอกจากนี้สัญญาที่เกิดจากการก่อหนี้จะส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นมีแรงจูงใจที่จะลงทุนต่ำกว่าระดับการลงทุนที่เหมาะสม (Sub-optimally) เนื่องจากถ้าการลงทุนของกิจการให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ามูลค่าราคาตราสารหนี้ก็จะส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลกำไรส่วนที่เกินจากภาระที่ต้องจ่ายคืนหนี้ทั้งหมด แต่ถ้าหากการลงทุนดังกล่าวไม่ประสบความสำเร็จเจ้าหนี้จะต้องแบกรับกับผลขาดทุนดังกล่าวซึ่งส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลประโยชน์จากการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพราะว่าผลจากการลงทุนดังกล่าวจะเป็นการลดมูลค่าของเจ้าหนี้ลง ดังนั้น ต้นทุนที่เกิดขึ้นเนื่องจากการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงจากการก่อหนี้มากจนเกินไป (Asset substitution effect) ถือเป็น agency cost ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้

Galai and Masulis (1976) วิเคราะห์ความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้จากการที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นถึงแม้ว่าจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงเนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการถ่ายเทผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นกลับมาสู่ผู้ถือหุ้นทุน ดังนั้นผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นจะไม่เท่ากับมูลค่าสูงสุดของกิจการและถ้าผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้บริหารของกิจการด้วยจะยิ่งทำให้การถ่ายเทผลประโยชน์นั้นสะดวกมากยิ่งขึ้นโดยการถ่ายเทผลประโยชน์นั้นสามารถทำได้โดยการออกหลักทรัพย์ประเภทหนี้สินมากขึ้นการกระจายการถือครองสินทรัพย์โดยการขยายกิจการไปในธุรกิจใหม่และการขายกิจการเล็กๆ ที่มีความเสี่ยงที่ต่ำเพื่อเพิ่มความสามารถในการกู้ยืม

Jensen and Meckling (1976) ได้เสนอแนวความคิดที่ว่านักลงทุนเป็นประเภทนักลงทุนที่มีเหตุผล ดังนั้นเมื่อกิจการมีการระดมทุน โดยการออกหุ้นกู้ก็จะทำให้มูลค่าของหุ้นกู่ลดต่ำลงทันที เพราะคาดว่าอาจจะเกิดการสูญเสียอันเกิดจากการถ่ายเทผลประโยชน์และการลดลงในมูลค่าหุ้นกู้ ซึ่งก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้รับผลประโยชน์ในที่สุด โดยสิ่งเหล่านี้จะทำให้กิจการเสนอการควบคุมสิทธิของผู้ถือหุ้นซึ่งจะทำให้เกิดต้นทุนในการตรวจสอบขึ้นและจะส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนในระยะสั้นซึ่งเป็นการลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้นที่ลดลงได้อีกทั้งยังแนะนำวิธีการป้องกันโครงการที่มีความเสี่ยงสูงจากการก่อหนี้มากจนเกินไป สามารถทำได้โดยควรระบุเงื่อนไขดังต่อไปนี้ลงไปในสัญญาหนี้ อาทิเช่น อัตราดอกเบี้ยที่บริษัทจะต้องจ่าย การห้ามผู้จัดการไปลงทุนในโครงการใหม่ที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจที่กิจการดำเนินการ โดยพบว่าอุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการเกิดโครงการที่มีความเสี่ยงสูงจากการก่อหนี้มากจนเกินไป จะถูกจำกัดสัดส่วนหนี้สินที่สูง

Myers (1977) แบ่งสินทรัพย์ของกิจการออกเป็นสองลักษณะคือสินทรัพย์ที่มีตัวตนซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากการลงทุนและสินทรัพย์ที่มีโอกาสเติบโตซึ่งได้รับผลกระทบจากการลงทุน โดยถ้ากิจการมีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีโอกาสเติบโตมากกว่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นนี้สินกับผู้ถือหุ้นจะสามารถแบกรับต้นทุนความขัดแย้งได้ ดังนั้นถ้ากิจการมีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีโอกาสเติบโตสูงจะมีสัดส่วนหนี้สินต่ำและจะใช้หนี้สินระยะสั้นสูง แล Kim, McConnell, and Greenwood (1977) วิเคราะห์ปฏิกริยาของราคาหุ้นและราคาหนี้สินต่อการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน โดยรูปแบบทางการเงินจะส่งผลต่อการเพิ่มหนี้สินของกิจการและการประกาศเพิ่มส่วนหนี้สินจะส่งผลบวกต่อราคาหุ้นแต่จะส่งผลลบต่อราคาหุ้นกู้ Smith and Warner (1984) เสนอแนวคิดการออกหนี้สินที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถถ่ายเทผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นกู้ได้โดยสามารถกระทำได้ 4 ลักษณะดังนี้

เพิ่มการจ่ายเงินปันผลเพื่อเป็นการกระจายสินทรัพย์มาสู่ผู้ถือหุ้น

ลดสิทธิผู้ถือหุ้นเดิมด้วยการเพิ่มหนี้สินที่จัดชั้นสูงกว่าการแทนที่สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำด้วยสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่สูงขึ้น

การปฏิเสธโครงการที่มีผลตอบแทนที่เป็นลบเมื่อผลประโยชน์ตกแก่ผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นและยอมรับโครงการที่มีผลตอบแทนที่เป็นลบเมื่อผลประโยชน์ตกแก่ผู้ถือหุ้นทุน โดยได้เสนอวิธีการแก้ไขที่เกิดขึ้นจากการกระทำทั้ง 4 นี้ได้ด้วยการออกหนี้สินที่จัดชั้นต่ำกว่าหรือออกหนี้สินที่มีเงื่อนไขทางการเงินที่อ่อนจะสามารถช่วยป้องกันปัญหาดังกล่าวนี้ได้

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารคือ ความขัดแย้งที่เกิดขึ้นจากการที่เจ้าของบริษัทหรือผู้ถือหุ้น ไม่ได้บริหารบริษัทด้วยตัวเองแต่จ้างผู้บริหารมืออาชีพมาดูแลบริษัทแทน ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไรแทนที่ผู้บริหารจะสร้างผลตอบแทนเพื่อผู้ถือหุ้น ผู้บริหารอาจฉวยโอกาส

สร้างผลตอบแทนเพื่อตัวเอง เช่น สร้างอาคารสำนักงานที่ใหญ่โต หุรรหาและสะดวกสบาย มีรถยนต์ประจำตำแหน่ง กำหนดโบนัสและเงินเดือนสูงๆ ให้ตัวเอง เป็นต้น

ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นคือความขัดแย้งในเรื่องของการเลือกโครงการในการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องการที่จะลงทุนในโครงการที่ได้รับผลตอบแทนมากพอที่จะทำให้ผลตอบแทนนั้นสามารถจ่ายชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้และมีผลตอบแทนมาถึงผู้ถือหุ้นด้วย ซึ่งนั่นหมายความว่าโครงการนั้นก็จะต้องมีความเสี่ยงที่จะประสบความล้มเหลวเพิ่มสูงขึ้นด้วย ในขณะที่เดียวกันเจ้าหนี้ของบริษัทไม่ได้ต้องการให้บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง เนื่องจากโอกาสที่จะล้มเหลวมีสูง ซึ่งจะเกิดผลกระทบต่อเจ้าหนี้ของบริษัทด้วยทำให้เจ้าหนี้ของบริษัทต้องแบกรับความเสี่ยงเพิ่มขึ้นในขณะที่ได้รับผลตอบแทนเท่าเดิม จากปัญหาดังกล่าวทำให้เจ้าหนี้เพิ่มต้นทุนของการกู้ยืมเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับกับความเสี่ยงนี้ เพราะเจ้าหนี้ไม่มีข้อมูลที่เพียงพอที่ทำให้สามารถแยกแยะได้ว่าบริษัทใดมีความเสี่ยงสูง บริษัทใดมีความเสี่ยงต่ำ ดังนั้นเพื่อการแก้ไขปัญหาการขาดข้อมูลเรื่องการวิเคราะห์ความเสี่ยงเรื่องนี้จึงทำให้เจ้าหนี้เพิ่มต้นทุนในการกู้ยืมแก่ทุกบริษัท โดยปริยาย (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986)

ด้วยความขัดแย้งดังกล่าว งานวิจัยของ Jensen and Meckling, (1976) ได้กล่าวว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นและโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของธุรกิจที่มีต้นทุนความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าของบริษัท ควรเลือกระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีส่วนในการบริหารในสัดส่วนที่ทำให้บริษัทมีความขัดแย้งอย่างต่ำที่สุดแล้วค่าที่สุดซึ่ง Jensen (1986) พบว่าการให้ผลตอบแทนอื่นแก่ผู้บริหารนอกเหนือจากเงินเดือนเป็นปัจจัยที่ลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารลงได้ Michaelas, Chittenden and Poutziouris (1999) พบว่า ปัญหาการขัดแย้งผลประโยชน์ระหว่างผู้มีส่วนได้เสีย มีความสำคัญและทำให้เกิดต้นทุนเกี่ยวกับตัวแทนสูงขึ้นไป (agency cost) ส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าของธุรกิจ Eriotis (2007) กล่าวว่าในการบริหารของธุรกิจ หากเจ้าของให้ความสำคัญเกี่ยวกับ การบริหารมากขึ้นจะลดความขัดแย้ง และส่งผลให้ธุรกิจบรรลุผลสำเร็จในมูลค่าธุรกิจและเจ้าของก็ได้รับผลประโยชน์เพิ่มขึ้นด้วยปัจจัยสำคัญที่ถูกระบุในทฤษฎีนี้คือ โครงสร้างสินทรัพย์ หนี้สินความเสี่ยงทางการเงิน และขนาดธุรกิจ (Eriotis, 2007; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999)

จากที่กล่าวมาข้างต้นสามารถสรุปปัญหาเรื่องตัวแทนของทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) เป็น 2 แบบดังนี้ คือ ปัญหาเรื่องความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และปัญหาเรื่องความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้น ปัญหานี้เกิดจากรายได้ของบริษัทไม่ได้ตกเป็นรายได้ของผู้บริหารทั้งหมดเพราะผู้บริหารไม่ได้ถือหุ้น 100% โดยรายได้ของกิจการจะต้องแบ่งสรรให้กับ

เจ้าของที่เป็นผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ของกิจการด้วย ในขณะที่ต้นทุนความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานนั้นผู้บริหารจะต้องแบกรับทั้งหมด ทำให้ผู้บริหารอาจไม่นำเงินไปลงทุนในโครงการที่เหมาะสม โดยอาจจะนำเงินทุนของบริษัทไปลงทุนใน โครงการที่สร้างประโยชน์ให้แก่ผู้บริหาร ซึ่งนอกเหนือจากเงินเดือนที่ได้รับ เช่น นำเงินไปลงทุนในการสร้างสำนักงานใหญ่โตและ สะดวกสบาย เป็นต้น

2.4 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ผ่านมาในเรื่องของปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่ผ่านมา มีนักวิจัยที่ผ่านมาใช้ตัวแปรที่แตกต่างกันในแต่ละประเทศ ดังนี้

Michaelas, Chittenden and Panikkos (1999) ทำการศึกษาเกี่ยวกับนโยบายทางการเงิน และการเลือกโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศอังกฤษ โดยทำการรวบรวมข้อมูลโดยการใช้งบการเงินของบริษัท วิเคราะห์โดยข้อมูลตัดขวาง (Panel Data) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นธุรกิจขนาดเล็กลงในประเทศอังกฤษจำนวน 3,500 บริษัท การเก็บรวบรวมข้อมูลจำนวน 10 ปี จากปี 1986 ถึง 1995 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน การเจริญเติบโตในอดีต การเจริญในอนาคต โครงสร้างสินทรัพย์ ความเสี่ยงจากการดำเนินงาน ความสามารถในการทำกำไร อายุและขนาดของธุรกิจ รวมทั้งเจ้าหนี้สุทธิ เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินดังนี้ ผลกระทบของอัตราภาษีมักมีความสัมพันธ์ทางลบ โดยที่ผลกระทบของอัตราภาษีไม่มีอิทธิพลและไม่มีระดับนัยสำคัญต่อระดับของหนี้สินจากผลการศึกษาธุรกิจขนาดเล็กลงไม่ปรากฏการพิจารณาของอัตราภาษีในการก่อหนี้ เพราะธุรกิจขนาดเล็กลงจะใช้หนี้สินระยะสั้น แต่ผลกระทบของอัตราภาษีจะมีความสำคัญต่อธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งไม่ตรงกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ และไม่ปฏิบัติตามทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) การเจริญเติบโตในการดำเนินธุรกิจทั้งในปัจจุบันและในอนาคตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุนดังนั้น โอกาสในการเจริญเติบโตจึงเกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจ โครงสร้างเงินทุน ซึ่งธุรกิจขนาดเล็กลงนั้นเงินทุนที่ในการดำเนินธุรกิจที่มาจากเจ้าของและกำไรสะสมนั้นคงไม่เพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจถ้าธุรกิจนั้นมีการเจริญเติบโตจึงมีความเป็นไปได้ที่จะจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายนอก ตรงกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ ซึ่งสนับสนุน ทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost) โครงสร้างสินทรัพย์มีความสำคัญต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนเพราะแสดงให้เห็นว่าธุรกิจนั้นมีสินทรัพย์ถาวรที่สูง เพราะถ้าธุรกิจขนาดเล็กลงนั้นมีสินทรัพย์ถาวรมากธุรกิจนั้นก็จะต้องการเงินลงทุนเป็นจำนวนมาก เนื่องจากสินทรัพย์สามารถนำไปค้ำประกันการกู้ยืม ดังนั้นโครงสร้างของ

สินทรัพย์น่าจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุน ทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost) ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนธุรกิจขนาดเล็ก ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ เพราะธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินธุรกิจธุรกิจนั้น จะไม่มีการใช้หนี้สินระยะยาวในการดำเนินธุรกิจ แต่จะเป็นการใช้หนี้สินระยะสั้นในการดำเนินธุรกิจมากกว่า ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) อายุของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุน พบว่าธุรกิจที่เริ่มดำเนินกิจการจะมีการใช้แหล่งเงินทุนมาจากแหล่งภายนอก เมื่อเทียบกับธุรกิจที่ดำเนินธุรกิจมานานจะมีกำไรสะสมมากและเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจจะใช้จากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) เจ้าหนี้สุทธิมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดเล็ก เพราะบริษัทขนาดเล็กจะทำการจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นหรือแหล่งว่าแหล่งเงินทุนหมุนเวียน ดังนั้นเจ้าหนี้ทางการค้าจึงมีความสำคัญต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ และสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุนนั้นแสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจมีการขยายหรือขนาดใหญ่ขึ้นนั้นแสดงว่าธุรกิจก็ต้องการเงินลงทุนมากขึ้น โดยจะใช้เงินทุนมาจากแหล่งภายนอกมากขึ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Pandey (2001) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและลักษณะเฉพาะของธุรกิจโดยทำการตรวจสอบปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศมาเลเซีย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 106 บริษัท และใช้ข้อมูลงบการเงินจาก 1984 ถึง 1999 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ การเจริญเติบโตของยอดขาย โอกาสในการลงทุน ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงของธุรกิจ ขนาดของธุรกิจ และสินทรัพย์ที่มีตัวตนตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาคือ อัตราส่วนหนี้สิน จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่กล่าวไว้ว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนมากจากการก่อหนี้มากกว่าการเพิ่มทุน เพราะต้นทุนของการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้ต่ำกว่าต้นทุนการออกหุ้น ซึ่งตรงกับสมมติฐานของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) การเจริญเติบโต จากการศึกษา งานวิจัยนี้พบว่า การเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับ อัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งตรงกับสมมติฐานของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) และทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ความเสี่ยง มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน นั้นแสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจจัดหาเงินมาจากการก่อหนี้สินมากความเสี่ยงในการดำเนิน

ธุรกิจก็จะตามมา ไม่ว่าจะเป็นความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระหนี้สิน หรือความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ ผลการศึกษาที่พบไม่ตรงตามสมมติฐานของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory)

Sogorb – Mira (2001) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนในบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กในประเทศสเปนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 3,962 บริษัท ยกเว้นบริษัททางการเงิน ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินระหว่างระยะเวลา 1994 ถึง 1998 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน โอกาสการเจริญเติบโต โครงสร้างสินทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ และความสามารถในการทำ ส่วนโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินรวม จากการวิเคราะห์ทำให้รู้ว่า ขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ขึ้น จะมีการจัดหาเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจโดยการก่อหนี้สินมากกว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็ก ซึ่งตรงกับสมมติฐานของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) โครงสร้างของสินทรัพย์ของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีความสำคัญต่อการจัดหาเงินทุน เพราะถ้าธุรกิจมีสินทรัพย์ถาวรที่ใช้เป็นหลักทรัพย์ในการค้ำประกันก็จะทำให้ธุรกิจนั้นเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้น สนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ความสามารถในการทำกำไรไม่มีความทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน นั้น แสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะไม่จัดหาเงินทุนมาจากกการก่อหนี้สิน แต่จะใช้เงินทุนมาจากแหล่งภายในธุรกิจมากกว่า ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Aybar Arias, Casino-Martinez, and López Gracia (2003) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและการรับรู้ในคำนิยามของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้ข้อมูลตัดขวาง (Panel data) โดยทำการตรวจสอบทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้นเพื่อใช้ในการจัดการโครงสร้างเงินทุนในวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในสหภาพยุโรปโดยทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 3 กลุ่มดังนี้ 1. จำนวนการจ้างแรงงานน้อยกว่า 250 คน ใช้กลุ่มตัวอย่าง 5,831 บริษัท 2. จำนวนการจ้างแรงงานน้อยกว่า 50 คน ใช้กลุ่มตัวอย่าง 5,985 บริษัท 3. จำนวนการจ้างแรงงานน้อยกว่า 10 คน จำนวน 7183 บริษัท ระยะเวลาที่ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากปี 1995 ถึง 2001 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เงินลงทุนของตนเอง โอกาสการเจริญเติบโต ขนาดของธุรกิจ อายุของธุรกิจ โครงสร้างเงินทุนที่ใช้ในการศึกษาคือ อัตราส่วนหนี้สิน จากการศึกษาทำให้ทราบว่า วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูง และมีกระแสเงินสดต่ำมีโอกาสที่จะจัดหาเงินทุนมากเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจมาจากการก่อหนี้สิน

Cassar and Holmes (2003) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนและการจัดหาเงินทุนของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กหลักฐานจากประเทศออสเตรเลียกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ 1,555 บริษัท ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลในปี 1994 ถึง 1995 ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ขนาดของธุรกิจ, โครงสร้างของสินทรัพย์, ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง การเจริญเติบโตตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาคือโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น การจัดหาเงินจากภายนอก การจัดหาเงินจากธนาคาร จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน อย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ การเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุนนั้นแสดงให้เห็นว่า ธุรกิจที่มีการเจริญเติบโต จะมีการจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายนอกเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ ขนาดของธุรกิจมีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม นั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจขนาดใหญ่จะมีความต้องการในการใช้เงินทุนมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุน ผลการศึกษาพบว่าทั้งบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการทำกำไร จะใช้เงินทุนในการดำเนินธุรกิจมาจากแหล่งเงินทุนภายในธุรกิจมากกว่าการก่อหนี้สิน

Sogorb – Mira (2003) ทำการศึกษาลักษณะของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนอย่างไร โดยการศึกษาครั้งนี้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 6,482 บริษัทที่จดทะเบียนในรูปแบบของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศสเปน ระยะเวลาที่ทำการศึกษา 1994 ถึง 1998 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน โอกาสการเจริญเติบโต โครงสร้างสินทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ และความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินรวม จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน มีความสัมพันธ์ทางลบกับหนี้สิน ซึ่งตรงกับสมมติฐานงานวิจัย ซึ่งธุรกิจขนาดเล็กเลือกที่จะออกหนี้สินเพื่อที่จะได้รับผลประโยชน์ทางภาษีมากกว่าที่จะนำ ค่าเสื่อมราคา ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา เป็นต้น มาใช้ในการประหยัดภาษี ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ขนาดของธุรกิจ จากการศึกษาพบว่าขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน นั้นแสดงให้เห็นว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่จะมีการใช้หนี้สินที่อยู่ในโครงสร้างเงินทุนมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก แต่ถ้าธุรกิจขนาดเล็กมีการขยายกิจการให้ใหญ่ขึ้นก็จะมีแนวโน้มในการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้นเช่นกัน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) โอกาสการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สินของธุรกิจถ้าธุรกิจที่ดำเนินอยู่มีการ

เจริญเติบโตก็จะมีการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) โครงสร้างของสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สินของธุรกิจ นั่นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรเป็นจำนวนมากนั้นจะนำสินทรัพย์ไปค้ำประกันในการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สิน และจะมีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ถ้าธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรจะใช้เงินทุนมาจากแหล่งเงินทุนภายในธุรกิจ เช่น กำไร กำไรสะสม เป็นต้น จะไม่มีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ และสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Deesomsak, Paudyal, and Pescetto (2004) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนหลักฐานจากภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก โดยทำการตรวจสอบเกี่ยวกับปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนใน 4 ประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ประกอบด้วย ประเทศไทย ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ และประเทศออสเตรเลีย ระยะเวลาที่ใช้ในเก็บรวบรวมข้อมูลจากปี 1993 ถึง 2001 กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาซึ่งแบ่งออกเป็น 4 ประเทศโดยเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประกอบ ประเทศไทยจำนวน 294 บริษัท ประเทศมาเลเซียจำนวน 669 บริษัท ประเทศสิงคโปร์จำนวน 345 บริษัท และประเทศออสเตรเลีย 219 บริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ประกอบด้วยโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วยอัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ได้แก่ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร ขนาดธุรกิจ อัตราการเจริญเติบโต ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน สภาพคล่อง ความเสี่ยงทางธุรกิจ ราคาหุ้น จากการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้ สินทรัพย์ถาวร ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ยกเว้นประเทศออสเตรเลีย ซึ่งเจ้าของธุรกิจจะมีความสัมพันธ์กับผู้ให้กู้ (เจ้าหนี้) ด้วยเหตุนี้สินทรัพย์ถาวรจึงมีความจำเป็นที่จะใช้ในการค้ำประกันในการเพิ่มหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน ขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ในทุกประเทศ ยกเว้นประเทศสิงคโปร์ ที่ได้รับการสนับสนุนเงินทุนในการทำธุรกิจจากรัฐบาล ผลการศึกษานับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) เป็นการยืนยันว่าธุรกิจขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มการกู้เงินมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน และมีระดับนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน เป็นการสนับสนุนการเสียภาษีของธุรกิจในรูปแบบหนึ่ง โดยการใช้ค่าเสื่อมราคา แทนการประหยัดภาษีในรูปแบบของอัตราดอกเบี้ย สภาพคล่อง

มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน และมีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Tong and Green (2005) ทำการศึกษาสมมติฐานของทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้นหรือสมมติฐานการพิจารณาต้นทุนหรือผลประโยชน์ในการก่อหนี้ หลักฐานในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศจีน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้จำนวน 50 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินจาก 2001 ถึง 2002 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวม ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ อัตราการเจริญเติบโต และเงินปันผลจ่าย จากผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับหนี้รวม ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) เงินปันผลจ่าย มีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Nguyen and Ramachandran (2006) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กในประเทศเวียดนาม กลุ่มตัวอย่างจำนวน 558 บริษัท ระยะเวลาที่ทำการศึกษาคือข้อมูลจากปี 1998 ถึง 2001 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ การเจริญเติบโตของธุรกิจ สินทรัพย์ถาวร ความเสี่ยงของธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ ความเข้มข้นของเจ้าของธุรกิจ ความสัมพันธ์กับธนาคารและเครือข่ายโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้ การเจริญเติบโตของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน และมีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน นั้นแสดงให้เห็นว่า ธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตจะมีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนมากกว่าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตต่ำ ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีตัวแทน ขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน และขนาดของธุรกิจจะเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดการ โครงสร้างทุนของธุรกิจวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศเวียดนาม ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ความเสี่ยงทางธุรกิจ มีความสำคัญทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน และความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดการ โครงสร้างทุนของธุรกิจวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศเวียดนาม เพราะความเสี่ยงทางธุรกิจ เกิดจากการที่ธุรกิจก่อหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ความเสี่ยงก็จะเกิดจากอัตราดอกเบี้ยที่ธุรกิจอาจไม่สามารถที่จะชำระหนี้สินได้

Eriotis (2007) ทำการศึกษาลักษณะเฉพาะของธุรกิจที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้จำนวน 129 บริษัทในประเทศกรีซระยะเวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงิน จาก 1997 ถึง 2001 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ขนาดของธุรกิจ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และการเจริญเติบโต โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สิน จากผลการศึกษาพบว่า สภาพคล่องของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางลบอัตราส่วนหนี้สินนั้น แสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีสภาพคล่องสูง จะใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนต่ำ ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ความสามารถในการชำระดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์ทางลบอัตราส่วนหนี้สิน ธุรกิจที่มีอัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยสูง มีความเป็นไปได้ที่จะใช้หนี้สินจำนวนน้อยในโครงสร้างเงินทุน เพราะธุรกิจนั้นจะมีผลกำไรสูง และธุรกิจจะใช้เงินทุนมากกว่าผลกำไรมากกว่าหนี้สิน ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) การเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางลบอัตราส่วนหนี้สิน ผลการศึกษาพบว่าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตจะใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจำนวนน้อยกว่าธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตต่ำ ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Ivashkovskaya and Solntseva (2007) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศรัสเซีย ทดสอบโดยใช้ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้และทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น ระยะเวลาที่ใช้ในการรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจากปี 2002 ถึง 2005 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 62 บริษัทขนาดใหญ่ในประเทศรัสเซีย โดยการเลือกกลุ่มตัวอย่างมาจาก 9 อุตสาหกรรม ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแยกออกเป็นตัวแปรตามคือ โครงสร้างเงินทุนแบ่งออกเป็น 5 อัตราส่วนดังนี้ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวหารด้วยราคาตามบัญชีของหุ้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้น อัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวหารด้วยสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ผลกระทบของอัตราภาษี อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ อัตราเงินปันผล การเจริญเติบโต จากผลการศึกษาพบว่า การศึกษาโครงสร้างเงินทุนของประเทศรัสเซีย จะทำการปฏิเสธทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) แต่ทำการเลือกทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของรัสเซีย

Mac an Bhaird and Lucey (2007) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศไอร์แลนด์ โดยใช้เทคนิคการถดถอยเชิงซ้อน ทำการวิเคราะห์ปัจจัยโครงสร้างเงินทุน กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาจำนวน 299 บริษัท การศึกษาครั้งนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลโดยใช้แบบสอบถาม ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาคือ อายุของการดำเนินธุรกิจ ขนาดของยอดขาย อัตราการหมุนของการวิจัยและพัฒนาความซึดไค้ของเจ้าของ หลักประกันภายในธุรกิจ หลักประกันของเจ้าของ ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา เงินฝากออมทรัพย์ส่วนบุคคล ร้อยละของเงินทุนทั้งหมด ทุนภายนอก หนี้สินระยะยาว หนี้สินระยะสั้น หนี้สินรวม จากผลการศึกษาพบว่า ขนาดของธุรกิจ และอายุของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับกำไรสะสม นั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่ดำเนินมานานและมีอายุการดำเนินธุรกิจมานาน จะมีกำไรสะสมในธุรกิจ ซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) และพบว่า อายุของธุรกิจจะมีความสัมพันธ์ทางลบกับ อัตราส่วนหนี้สินซึ่งตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) จากผลการศึกษาสามารถที่จะนำทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) มาใช้ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมได้ ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนามีความสำคัญต่อระดับหนี้สิน เพราะถ้าธุรกิจมีการทำวิจัยและพัฒนาสินค้าของธุรกิจ ก็จะมีการจัดหาเงินทุนมาจากการใช้หนี้สินมาทำการวิจัยและพัฒนาสินค้า

Zhang and Steven (2008) ศึกษาทฤษฎีตัวแทนที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน หลักฐานจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 323 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ ระยะเวลาที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล 2004 ถึง 2005 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ได้แก่ อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน อัตราส่วนหนี้สินรวม ขนาดของธุรกิจ และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม จากการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สิน และต้นทุนตัวแทน มีนัยสำคัญทางลบ และต้นทุนตัวแทนของธุรกิจจะมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินในระดับสูง

Ali Ahmed and Hisham (2009) ทำการศึกษาทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ทำการศึกษาโดยการทดสอบทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้นและทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ ของตลาดทุนในประเทศมาเลเซีย กลุ่มตัวอย่างจำนวน 102 บริษัทที่มีการออกหุ้นกู้หรือพันธบัตรในช่วงเวลา 1999 ถึง 2003 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคือตัวแปรตามคือ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าโดยจำนวนที่มีการออกหนี้ใหม่ ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาคือ แหล่งเงินทุนภายใน ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ขนาดของธุรกิจ โครงสร้างสินทรัพย์ และอัตราการเจริญเติบโต ผลการศึกษาพบว่า ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้นที่นำเสนอโดยการใช้จ่ายแหล่งเงินทุนภายใน

ไม่สามารถที่จะอธิบายโครงสร้างเงินทุนของตลาดทุนในประเทศมาเลเซีย และตัวแปรที่น่าเสนอ จากทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ไม่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

Degryuse, de Goeij, and Kappert (2009) ทำการศึกษาผลกระทบของธุรกิจและลักษณะเฉพาะของธุรกิจขนาดเล็กที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นวิสาหกิจขนาดกลางและย่อม จำนวน 103,217 บริษัทของคัตซ์ ทำการรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน ระยะเวลาที่ทำการศึกษากว่าปี 2003 ถึง 2005 ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษานี้คือ สินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร เจ้าหนี้สุทธิ โอกาสการเจริญเติบโต อัตราภาษี ค่าเสื่อมราคา ตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษาคือ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น จากผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจในการก่อหนี้เพิ่มในโครงสร้างเงินทุนได้แก่ ขนาดของธุรกิจ สินทรัพย์ถาวร เจ้าหนี้สุทธิ โอกาสการเจริญเติบโต

Psillaki and Daskalakis (2009) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนหรือลักษณะเฉพาะบริษัท หลักฐานจากวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม โดยทำการตรวจสอบปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของ ประเทศกรีซ ประเทศฝรั่งเศส ประเทศอิตาลี และประเทศโปรตุเกส และทำการเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในแต่ละประเทศ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน ดังนี้ ประเทศกรีซ 1,252 บริษัท ประเทศฝรั่งเศส 2,006 บริษัท ประเทศอิตาลี 320 บริษัท และประเทศโปรตุเกส 52 บริษัท ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาคือ โครงสร้างสินทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจ ตัวแปรตามคือโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สิน จากผลการศึกษาพบว่า ขนาดมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ โครงสร้างของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางลบ

Rajagopal (2010) ทำการศึกษาศักยภาพของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนโดยดูรูปแบบในการปฏิบัติที่เหมาะสมสำหรับระบบเศรษฐกิจใหม่ ในประเทศอินเดียโดยใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 1110 บริษัทในกลุ่มธุรกิจการผลิต ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ได้จากการรวบรวมข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินเดีย ระยะเวลาที่ทำการรวบรวมข้อมูลจาก 1998-2002 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคือ ตัวแปรตามคือโครงสร้างเงินทุนซึ่งแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินรวม ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษานี้คือ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร ขนาดของธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสการเจริญเติบโต ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจ ผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์

ทางบวกกับหนี้สินระยะยาว แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น แสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจมีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมาก ธุรกิจจะมีการใช้หนี้สินระยะยาวมากกว่าหนี้สินระยะสั้น ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สินระยะยาว แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น แสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่จะมีการใช้หนี้สินระยะยาวมากกว่าหนี้สินระยะสั้น ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Serrasqueiro and Nunes (2010) ทำการศึกษาทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้และทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น โดยในแต่ละทฤษฎีนั้นมีความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุน ทำการศึกษาโดยการรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศโปตุเกส กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 100 บริษัท ระยะเวลาที่ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากปี 1986 ถึง 1987 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรตามคือ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วยมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินซึ่งรวมทั้งหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว ส่วนตัวแปรต้นเป็นปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ สินทรัพย์ถาวร ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราภาษี ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโต อัตราการจ่ายเงินปันผล กระแสเงินสด จากผลการศึกษาพบว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ จะทำการจัดหาเงินทุนมาการก่อหนี้สิน มากกว่าธุรกิจขนาดเล็กซึ่งตรงกับ ผลการศึกษาสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) เป็นการยืนยันว่าธุรกิจขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มการกู้เงินมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีกระแสเงินสดเป็นจำนวนมากจะมีการใช้หนี้สินน้อย ตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ในขณะที่ธุรกิจที่อัตราการจ่ายเงินปันผลสูงก็จะมีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเป็นจำนวนมาก และธุรกิจที่มีขนาดใหญ่แต่มีกระแสเงินสดจำนวนน้อยก็จะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินเป็นจำนวนมากเช่นกัน ตรงกับสมมติฐานการวิจัยของ ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Mustape, Ismail, and Minal (2011) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างหนี้สินโดยการตรวจสอบหลักฐานจากประเทศมาเลเซีย การศึกษาในครั้งนี้เพื่อศึกษาเกี่ยวกับผลต่อโครงสร้างหนี้ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 235 บริษัท จากกลุ่มอุตสาหกรรมหลักได้แก่ อุปโภคบริโภค ก่อสร้างและที่ดิน ซ้ำขายแลกเปลี่ยน และบริการ ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรตามได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วน

หนี้สินระยะสั้น หนี้สินรวมหารด้วยมูลค่าตลาดของบริษัท หนี้สินระยะยาวหารด้วยมูลค่าตลาดของบริษัท ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ เชื้อชาติ ขนาดของธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไร สินทรัพย์ถาวร และการเจริญเติบโต ความเสี่ยง ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างหนี้สิน ผลการศึกษาพบว่าถ้าบริษัทในประเทศมาเลเซียมีความสามารถในการทำกำไรสูง จะมีการใช้หนี้สินเป็นจำนวนน้อยกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างหนี้สิน ถ้าบริษัทมีขนาดของสินทรัพย์ถาวรเป็นจำนวนมากก็จะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายยิ่งขึ้น โดยการนำสินทรัพย์ถาวรไปใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory)

Law and Chong (2011) ทำการศึกษาประวัติศาสตร์ธุรกิจไทยและโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจไทยการศึกษาในครั้งนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปีเพื่อทำการศึกษาข้อมูลของอุตสาหกรรมไทยเริ่มตั้งแต่ปี 1980 ถึง 2003 แต่จะใช้ข้อมูล 5 ปี หลังในการศึกษาโครงสร้างเงินทุน กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จำนวน 261 บริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ตัวแปรตามคือโครงสร้างเงินทุนแบ่งออกเป็นสองตัวแปรคือมูลค่าตามบัญชีของอัตราส่วนหนี้สิน และมูลค่าตลาดของอัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวร ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ โอกาสการเจริญเติบโต ความเสี่ยงของธุรกิจ ผลประโยชน์ทางภาษีที่ไม่ใช่หนี้สิน และสภาพคล่อง

วิจิตรา (2554) ทำการศึกษาแบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย จำนวน 60 บริษัท ที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548-2552 เป็นระยะเวลา 5 ปี ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ตัวแปรโครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย ระดับในการก่อหนี้สิน วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาคือตัวแปรปัจจัยเฉพาะกิจการ แทนด้วย โอกาสการเจริญเติบโต ขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางธุรกิจ ขนาดตราสารหนี้ต่อ GDP ผลการศึกษาพบว่า โอกาสในการเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้สิน และมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ โดยบริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงจะมีระดับในการก่อหนี้สูง ขณะที่บริษัทที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตต่ำจะมีระดับในการก่อหนี้สินต่ำ และเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ ขณะเดียวกันขนาดของกิจการก็มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้สินในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทขนาดใหญ่จะก่อหนี้สินสูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เป็นไปตามทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ ส่วน

ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับในการก่อหนี้สินเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้สินน้อยกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ซึ่งบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้สินน้อย เนื่องจากบริษัทสามารถใช้เงินทุนจากกำไรสะสม และเป็นไปตามทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น

Mazur (2007) ทำการศึกษาการเลือกปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน หลักฐานจากการศึกษาในประเทศโปแลนด์ ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ จำนวน 238 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจำนวน 5 ปี ตั้งแต่ปี 2000-2004 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาตัวแปรตามคือโครงสร้างเงินทุน แทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรต้นได้แก่ โครงสร้างของสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสการเจริญเติบโต สภาพคล่อง ขนาดของธุรกิจ ความเป็นเอกลักษณะ ความเสี่ยงทางธุรกิจ รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน ผลกระทบของอัตราภาษี นโยบายเงินปันผล จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนมีดังต่อไปนี้ สภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน สำหรับธุรกิจที่มีสภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไร จะใช้แหล่งเงินทุนภายในธุรกิจมากกว่าหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) โครงสร้างของสินทรัพย์และขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน โอกาสการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ธุรกิจที่มีโอกาสการเจริญเติบโตสูงมีความเป็นไปได้ที่จะต้องการในการใช้เงินลงทุนในการดำเนินธุรกิจสูง ดังนั้นธุรกิจมีความจำเป็นที่จะกู้เงิน หรือการออกหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Rafiq, Iqbal, and Atiq (2008) ทำการศึกษาปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมสารเคมีในประเทศปากีสถาน ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้จำนวน 39 บริษัท ที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจากข้อมูลงบการเงิน ตั้งแต่ปี 1993-2004 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ตัวแปรต้นได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ การเจริญเติบโต การเปลี่ยนแปลงของรายได้ และรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน ส่วนตัวแปรตามคือโครงสร้างเงินทุน แทนค่าด้วยอัตราส่วนหนี้สิน จากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนดังต่อไปนี้ ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมสารเคมีในประเทศปากีสถาน ที่มีความสามารถในการทำกำไรจะมีการใช้ ทุนหรือกำไรสะสม มากกว่าการใช้หนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) โครงสร้างของสินทรัพย์ และขนาดของธุรกิจ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ผลการศึกษาสนับสนุน

ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) เป็นการยืนยันว่าธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรสูง และมีธุรกิจขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มการกู้เงินมากกว่าการใช้แหล่งเงินทุนภายใน โอกาสการเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมสารเคมีในประเทศปากีสถานที่มีการเจริญเติบโต จะใช้หนี้สินมากกว่าการออกหุ้นในการจัดหาเงินทุนเพื่อลงทุนในโครงการที่จะลงทุนใหม่ ดังนั้นจึงไม่สนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินไม่สนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory)

Somnuk, Piya, and Janthima (2009) ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อน และภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ การศึกษาครั้งนี้มุ่งศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่หมวดธนาคาร เงินทุนและหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต จำนวน 134 บริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีดังนี้ โครงสร้างเงินทุน แทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุนหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษามีดังนี้ สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ การเจริญเติบโตของธุรกิจ รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน และความเสี่ยงจากการผิดชำระหนี้สิน ผลการศึกษาพบว่า การเจริญเติบโต ผลได้จากการศึกษาแบบจำลองทั้ง 4 แบบ สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ เมื่อธุรกิจมีโอกาสการเจริญเติบโตมากขึ้นจะใช้ส่วนของหนี้สินมากขึ้น เนื่องจากธุรกิจที่มีการเจริญเติบโตต้องการเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุนมาก แต่กำไรสะสมที่มีอยู่นั้นไม่เพียงพอและผู้บริหารทราบข้อมูลภายใน จึงไม่จำเป็นให้บุคคลภายนอกเข้ามามีส่วนในผลกำไรซึ่งมั่นใจว่าจะเพิ่มขึ้น จึงตัดสินใจจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกโดยการสร้างหนี้สิน

ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินระยะยาวต่อทุนในทิศทางเดียวกัน และผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานการที่เขียนไว้ โดยธุรกิจขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงในการล้มละลายต่ำและมีความน่าเชื่อถือมากจึงสามารถก่อหนี้สินได้มาก แต่ธุรกิจขนาดเล็กจะมีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง และมีความน่าเชื่อถือน้อยจึงสามารถก่อหนี้ได้น้อย อีกทั้งมองได้อีกด้านว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีกระแสเงินสดมาก แต่ยังมีภาระหนี้สูงอาจจะเป็นผลจากผู้ถือหุ้นต้องการใช้โครงสร้างเงินทุนเพื่อควบคุมการบริหารงานของผู้บริหาร โดยให้มีการก่อหนี้ในระดับหนึ่งของผู้บริหารที่จะบริหารหนี้สินของธุรกิจ โดยไม่เอาเงินที่มีไปใช้ในการลงทุนอย่างไม่เหมาะสม ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางต่อกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อ

ทุน และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อทุน ทั้ง 4 แบบจำลอง สอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียนไว้ เมื่อธุรกิจมีกำไรมากทำให้มีกำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในมากขึ้น จึงพิจารณาก่อนหนี้สินน้อยมาก แต่ธุรกิจที่มีกำไรน้อยจะก่อหนี้สินมากเพราะแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจึงต้องจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายนอกโดยการกู้เงิน และการออกหุ้นตามลำดับ ดังที่กล่าวไว้ในทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น

Khrawish and Khraiwesh (2010) ทำการศึกษาปัจจัยของ โครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมในประเทศจอร์แดน ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 30 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ขนาดของธุรกิจ สินทรัพย์ที่มีตัวตนความสามารถในการทำกำไร หนี้สินระยะยาว หนี้สินระยะสั้น ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมของประเทศจอร์แดนดังต่อไปนี้ ขนาด โครงสร้างของสินทรัพย์ และหนี้สินระยะยาว มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน หนี้สินระยะสั้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม และมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

Awan, Rashid, and Zia-ur-Rehman (2011) ทำการศึกษาการวิเคราะห์ปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมน้ำตาลและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องของประเทศปากีสถาน ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 33 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากข้อมูลงบการเงิน ระยะเวลาที่ทำการศึกษาดังแต่ปี 1999-2004 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาค้นนี้ได้แก่ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย มูลค่าของหนี้ตามบัญชี และมูลค่าตลาดของหนี้สิน ตัวแปรต้นประกอบด้วย สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของธุรกิจ การเจริญเติบโต และความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่อิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมน้ำตาลและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องของประเทศปากีสถาน มีดังต่อไปนี้ ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost theory) สินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน หนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost theory)

Sheikh and Wang (2011) ทำการศึกษาการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมการผลิตของ ปากีสถาน ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 160 บริษัท ทำการศึกษาโดยการรวบรวมข้อมูลงบการเงินจาก ปี 2003-2007 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สิน ส่วนปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง ความผันผวนของกำไร สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของธุรกิจ รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน โอกาสการเจริญเติบโต จากผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง ความผันผวนของกำไร และ โครงสร้างของสินทรัพย์ถาวร มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ส่วนรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน และ โอกาสการเจริญเติบโต ไม่มีระดับนัยสำคัญกับอัตราส่วนหนี้สิน

Vatavu (2012) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน หลักฐานจากอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศโรมาเนีย ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 196 บริษัท ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินตั้งแต่ปี 2003-2010 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้ ตัวแปรตามประกอบ อัตราส่วนหนี้สินรวม อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น ตัวแปรต้นประกอบด้วย สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของธุรกิจ โอกาสในการลงทุน รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน ความเสี่ยง และเงินเพื่อ ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศโรมาเนีย มีดังต่อไปนี้ ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สิน ส่วนสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น ในขณะที่ความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นและอัตราส่วนหนี้สินรวม และเงินเพื่อมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

Ahmad and Rahim (2013) ทำการศึกษาการตรวจสอบทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของบริษัทรัฐบาล ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 44 บริษัทรัฐบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากข้อมูลงบการเงินตั้งแต่ปี 2001-2010 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ตัวแปรตามได้แก่โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วย อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว อัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น ตัวแปรต้นประกอบด้วย สภาพคล่อง สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของธุรกิจ โอกาสการเจริญเติบโต และรายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน จากผลการศึกษาพบว่า ขนาดของธุรกิจ เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทรัฐบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินทั้ง 3 แบบจำลอง สามารถที่จะกู้เงินจากธนาคารได้ง่าย เพราะบริษัทรัฐบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย มีหลักทรัพย์ที่จะสามารถค้ำประกันเงินกู้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ผลการศึกษาสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและ

ผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) สภาพคล่อง เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ทางลบและมีนัยสำคัญต่ออัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าบริษัทรัฐบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย มีการใช้หนี้สินระยะสั้นจำนวน จึงทำให้เกิดสภาพคล่องสูง ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) โอกาสการเจริญเติบโต เป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินและมีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างสร้างเงินทุน แสดงให้เห็นว่าบริษัทรัฐบาลที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย ที่มีการเจริญเติบโต จะมองหาแหล่งเงินทุนภายนอกในการทำธุรกิจ และจะใช้หนี้สินระยะยาวในการลงทุนในการทำธุรกิจ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Cost theory)

Ahmad and Zaman (2013) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน กรณีศึกษาอุตสาหกรรมสิ่งทอในประเทศปากีสถาน ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 50 บริษัท ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลงบการเงินจากปี 2005-2009 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษารังนี้ ได้แก่ ตัวแปรตามคือ โครงสร้างเงินทุนแทนค่าด้วยอัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรต้นประกอบด้วย สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของธุรกิจ โอกาสการเจริญเติบโต และความสามารถในการทำกำไร จากผลการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างสินทรัพย์ถาวรกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ความสัมพันธ์ทางลบระหว่างขนาดของธุรกิจและอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งโต้แย้งกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) และทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Fauzi, Basyith, and Idris (2013) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศนิวซีแลนด์ ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษารังนี้จำนวน 79 บริษัท ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินตั้งแต่ปี 2007-2011 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษารังนี้ ได้แก่ ตัวแปรตามประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว และอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้น ตัวแปรต้นประกอบด้วย สินทรัพย์ที่มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร การเจริญเติบโต รายการช่วยเหลือภาษีที่มีใช้หนี้สิน ขนาดของธุรกิจ การบริหารของเจ้าของธุรกิจ เครื่องหมายการค้า จากผลการศึกษาพบว่า สินทรัพย์ถาวร มีนัยสำคัญและมีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สินรวมและหนี้สินระยะสั้น เป็นการยืนยันว่าธุรกิจที่มีสินทรัพย์ถาวรจำนวนมากก็จะมีการใช้หนี้สินจำนวนมาก เพราะสินทรัพย์ถาวรสามารถที่จะนำไปเป็นหลักประกันค้ำประกันเงินกู้ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) การ

เจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางบวกกับหนี้สินรวม หนี้สินระยะยาว และหนี้สินระยะสั้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ขนาดของธุรกิจและความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ทางลบกับหนี้สินรวมและมีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Forte, Barros, and Nakamura (2013) ทำการศึกษาปัจจัยของโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดกลางในประเทศบราซิล การศึกษาครั้งนี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากปี 1994 -2006 ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 19,272 บริษัท ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าได้แก่ โครงสร้างเงินทุน แทนด้วย อัตราส่วนหนี้สิน ส่วนปัจจัยที่ใช้ในการศึกษามีดังต่อไปนี้ ขนาดของธุรกิจ โครงสร้างสินทรัพย์ การเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร และอุตสาหกรรม จากผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน การเจริญเติบโตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน จึงสรุปได้ว่าความสามารถในการทำกำไร และการเจริญเติบโตพิจารณาร่วมกับทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ของโครงสร้างเงินทุน ถ้าวิสาหกิจขนาดเล็กและขนาดกลางมีแนวโน้มที่จะขยายตัว จะมีการใช้หนี้สินหลังจากที่แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน แสดงให้เห็นว่าธุรกิจขนาดใหญ่จะมีการใช้หนี้สินมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) อายุของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน นั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่ดำเนินกิจการมานานจะใช้เงินมากจากแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าหนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

Masoud (2014) ทำการศึกษาค้นคว้าปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน หลักจากการบริษัทในประเทศลิเบีย ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศลิเบีย ทำการรวบรวมข้อมูลงบการเงินจากปี 2008-2013 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุน แทนด้วย มูลค่าราคาตามบัญชีของหุ้น และมูลค่าราคาตลาดของหุ้น ตัวแปรปัจจัยของโครงสร้างเงินทุน ได้แก่ สินทรัพย์ที่มีตัวตน โอกาสการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง ขนาดของธุรกิจ ต้นทุนของเงินทุน ผลการศึกษาพบว่า การเจริญเติบโต มีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าราคาตามบัญชีของหุ้น และมูลค่าราคาตลาดของหุ้น และขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกกับมูลค่าราคาตามบัญชีของหุ้น และมูลค่าราคาตลาดของหุ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) ความสามารถในการทำกำไร สินทรัพย์ถาวร และสภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าราคาตามบัญชีของหุ้น และมูลค่า

ราคาตลาดของหุ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ต้นทุนของทุนมีความสัมพันธ์ทางบวกและมีนัยสำคัญกับมูลค่าราคาตามบัญชีของหุ้น และมูลค่าราคาตลาดของหุ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off Theory) และทฤษฎีการจัดการเงินตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมาในอดีตผู้ศึกษาได้ทำการสรุปการศึกษาที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ตามตารางที่ 2.1 ตารางสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวกับการศึกษาโครงสร้างเงินทุน ดังต่อไปนี้