

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีทางการเงินที่ว่าด้วยการจัดหาแหล่งเงินทุน ที่ปรากฏให้เห็นเด่นชัด คือ Pecking Order Theory ซึ่งบอกถึง การจัดหาแหล่งเงินทุนระหว่างหนี้สินและทุนของบริษัทนั้นได้มาจาก 2 แหล่งใหญ่ คือ อย่างแรก แหล่งเงินทุนภายใน (Internal Source) ที่เกิดขึ้นจากผลการดำเนินงานของธุรกิจในช่วงปีนั้นในรูปของกำไรสะสม ที่เกิดจากผลการดำเนินงานของธุรกิจในช่วงปีนั้นในรูปของกำไรสะสมที่เกิดจากนำกำไรสุทธิหักออกด้วยเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญ ที่ผู้บริหารได้ทำการตัดสินใจจัดสรรคืนแก่ผู้ถือหุ้นที่ซึ่ง ในส่วนนี้บริษัทสามารถนำไปใช้ลงทุนตามแต่วัตถุประสงค์ได้ทันที ส่งผลให้ต้นทุนที่เกิดจากการใช้แหล่งเงินทุนภายในนั้นน้อยกว่าแหล่งอื่น ๆ เพราะหาไม่มีจำเป็นต้องจ่ายดอกเบี้ย ดังเช่นแหล่งเงินทุนภายนอก (External Source) ที่แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ หนี้สิน โดยมีหนี้สินระยะสั้นและระยะยาวและส่วนของเจ้าของโดยแหล่งเงินทุนภายนอกนั้นบริษัทมีภาระผูกพันตามกฎหมายกับบุคคลภายนอก ที่บริษัทกู้ยืมจากสถาบันการเงินหรือออกหุ้นกู้ อีกประเภทหนึ่งของการออกจำหน่ายหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิโดยผ่านช่องทางตลาดทุน (Capital Market) ขายผ่านนักลงทุนที่สนใจ ทั้งที่เป็นบุคคลและสถาบัน โดยที่บริษัทจะกำหนดจำนวนหุ้นสามัญที่ต้องออกจำหน่ายตามราคาที่กำหนดไว้ต่อ 1 หุ้นสามัญที่เรียกว่า par value และถ้าบริษัทไม่แน่ใจในชื่อเสียงของบริษัทที่จะขายหุ้นได้อย่างที่คาดหวังไว้ อาจมอบกรรมสิทธิ์ให้ผู้รับประกันการจำหน่ายหุ้น (Underwriter) ส่งผลให้ต้นทุนการออกหุ้นสามัญ สูงกว่าการระดมทุนโดยการใช้หนี้สิน เหตุผลสำคัญอย่างแรกคือ ค่าใช้บริการของผู้รับประกันการจำหน่ายหุ้น และอีกเหตุผลสิ่งหนึ่งที่สำคัญคือว่าบริษัทมีภาระผูกพันต้องจัดสรรเงินปันผลเป็นสัดส่วนเท่าไรต่อกำไรสุทธิที่ได้ โดยที่เงินปันผลอาจกำหนดเป็นสัดส่วนกับกำไรที่มี หรือกำหนดเป็นจำนวนเงินไปเลยว่าจะจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นเท่านี้เท่านี้ ในบางกรณีที่บริษัทมีกำไรหรือขาดทุนที่ไม่พอจ่ายเงินปันผล ผู้บริหารอาจจะตัดสินใจออกหุ้นสามัญจ่ายเป็นเงินปันผลแทนก็ได้ หรืออาจจะไปกู้โดยใช้หนี้สินแล้วมาจ่ายเป็นเงินปันผลแทน เพราะการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอเป็นนัยถึงสถานะการเงินและประสิทธิภาพของบริษัทที่ให้แก่ผู้ถือหุ้น แล้วจะส่งผลสะท้อนกลับไปยังราคาหุ้นและเมื่อเวลา ออกหุ้นสามัญใหม่จะขายได้ราคาดีกว่าเกิดส่วนเกินมูลค่าหุ้นขึ้นมา

กล่าวโดยย่อคือ Pecking Order Theory บ่งบอกว่าต้นทุนในการใช้แหล่งเงินทุนภายในรูปแบบของกำไรสะสมมีต้นทุนน้อยกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกที่แบ่งเป็น การใช้หนี้สินทั้งในเชิงการกู้ยืมหรือการออกหุ้นกู้ และมีต้นทุนที่มากกว่าการจัดหาเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญที่มี

ภาระหน้าที่ต้องจ่ายเงินปันผล แต่ทั้งนั้นและทั้งนี้ การใช้หนี้สินมีภาระหน้าที่ต้องชำระค่าดอกเบี้ย และเงินต้นซึ่งอัตราดอกเบี้ยจ่ายนั้นแตกต่างกันไปตามลำดับความน่าเชื่อถือ (Rating) ที่ปรากฏ และเมื่อใช้หนี้เป็นปริมาณมากก็ยิ่งเสี่ยงต่อการล้มละลายได้

2.1 แหล่งที่มาของหนี้สินและทุน

การจัดการแหล่งเงินทุนโดยการใช้หนี้สิน

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีศักยภาพในการจัดหาเงินทุนได้ดีกว่า ธุรกิจที่เป็นขนาดกลางหรือขนาดย่อมไม่ว่าในแง่ของขนาดธุรกิจ, ยอดขาย, กำไรสุทธิ ส่งผลให้การจัดหาเงินทุนทำได้สะดวกกว่าและดีกว่า เนื่องจากว่า ความน่าเชื่อถือ (Credit Worthiness) มีสูง ซึ่งเมื่อธุรกิจต้องการเงินนำมาใช้ในการบริหารจัดการนั้น สามารถแบ่งความต้องการใช้เงินได้ดังต่อไปนี้

1. สินเชื่อธนาคาร (Business Loans) แบ่งออกเป็น ยี่มระยะสั้นและระยะยาว
2. หุ้นกู้ (Bond) สามารถแยกออกเป็น 2 ประเภทตามลักษณะโอกาสที่ได้ไถ่ถอนหุ้นคืนก่อนหรือหลัง นั่นคือ หนี้สินมีหลักประกัน (Secured Debt) กับหนี้ไม่มีหลักประกัน(Unsecured Debt)

โดยที่ในประเทศไทย การขอสินเชื่อส่วนใหญ่มาจากธนาคารพาณิชย์ในประเทศเป็นหลักที่ ซึ่งธนาคารนั้น ทำหน้าที่เสมือนหนึ่งเป็นคนกลางระหว่างผู้ฝากเงินกับผู้ขาดเงินโดยที่ผู้ฝากเงินจะได้รับความคุ้มครองจากธนาคารว่าเงินที่นำมาฝากนั้นเมื่อต้องการถอนเงินจะได้รับเงินทันที ทำให้ธุรกิจนั้นขอสินเชื่อโดยทางอ้อมจากประชาชน แต่มีบางกรณีของบริษัทที่มีทรัพย์สินเป็นจำนวนมาก ต้องการระดมเงินจากประชาชนโดยตรง ไม่ผ่านสถาบันการเงินนั้นก็สามารถกระทำได้โดยผ่านการออกหุ้นกู้ แต่นักลงทุนที่มาซื้อหุ้นกู้จากบริษัทที่ออกหุ้นกุนั้น จะต้องรับความเสี่ยงจาก ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทำให้ราคาหุ้นกู้มีการเปลี่ยนแปลงไป และโอกาสที่จะไม่ได้รับการไถ่ถอนหุ้นคืนเมื่อถึงระยะเวลาที่กำหนดไว้ ดังนั้นขออธิบายเพิ่มเติมเกี่ยวกับประเภทของสินเชื่อจากธนาคารและหุ้นกู้ ดังต่อไปนี้

สินเชื่อธนาคารพาณิชย์ โดยเน้นที่สินเชื่อด้านธุรกิจที่ส่วนใหญ่ของกู้เงินไปเพื่อใช้ในการดำเนินงานของธุรกิจเอง สามารถแยกออกเป็น 2 ช่วงเวลาได้คือ

1.1 **สินเชื่อระยะสั้น (Short Term Loans)** ที่กำหนดจากระยะเวลาชำระคืนเงินต้น ถ้าไม่เกิน 1 ปี ถือว่าเป็นระยะสั้น มีเหตุผลหลายประเด็นที่ธุรกิจต้องขอกู้ระยะสั้นได้โดยสังเขป ดังนี้ นำเงินที่ได้จากการขอกู้นำไปใช้เพื่อรักษาสภาพคล่องของบริษัท ในแง่เป็นเงินสำรองไว้ชำระค่าสินค้าหรือจ่ายค่าเงินเดือน ค่าสาธารณูปโภคต่าง ๆ และขอกู้เพื่อนำไปซื้อวัตถุดิบเพื่อนำไปผลิตสินค้า

หรือซื้อสินค้าต่อจากพ่อค้าคนกลางเพื่อนำมาวางขายอีกทอดหนึ่งเป็นต้น ยังอาจสำรองไว้เพื่อเป็นหลักประกันความมั่นใจให้แก่เจ้าหนี้ต่าง ๆ ว่ามีเงินสดสำรองไว้พอเพียงเพื่อใช้ในกรณีที่ฉุกเฉิน นอกจากนี้ ฤดูกาลของสินค้า (Season) เป็นอีกเหตุผลหนึ่งธุรกิจควรพิจารณาอย่างสำคัญว่าช่วงเวลาใดของปีที่มียอดขายสูงสุด (Sale Peaks) มีผลให้ต้องมีการกันสำรองสินค้าคงเหลือในคลังสินค้าสำหรับจำหน่าย ทำให้ธุรกิจต้องสั่งซื้อวัตถุดิบมาไว้เป็นจำนวนมาก ตัวอย่างเช่น ช่วงเวลาที่เด็กนักเรียนเปิดเทอมปีการศึกษาใหม่ ตำราเรียนขายดีเป็นพิเศษส่งผลให้ต้องมีการสั่งพิมพ์เป็นจำนวนมาก ธุรกิจสิ่งพิมพ์จำเป็นต้องมีสำรองกระดาษที่มากกว่าปกติเป็นต้น

1.2 สินเชื่อระยะยาว (Long Term Loans) พิจารณาจากระยะเวลาที่เกินกว่า 1 ปี โดยส่วนใหญ่ธุรกิจขอสินเชื่อไปเพื่อซื้อเครื่องจักรใหม่มาทดแทนของเก่าที่ชำรุดทรุดโทรมหมดสภาพ ล้าสมัยหรือเพื่อลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ที่คาดหวังไว้ว่าจะได้รับผลตอบแทนเกินกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการขอสินเชื่อ ระยะเวลายาวนานมากขึ้น อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นตามไปด้วย ถ้าเป็นแบบลอยตัว (Floating Interest Rate) ที่เพิ่มขึ้นและลดลงตามแต่กลไกตลาดเป็นตัวกำหนดไว้ เป็นผลให้ต้นทุนการขอกู้สูงกว่าแบบขอสินเชื่อระยะสั้น เหตุผลหลักเพราะธนาคารพาณิชย์มีความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นสูงและต้องแบกความเสี่ยงด้านสภาพคล่องจากผู้ฝากเงินมาถอนเงินฝากทำให้การขอสินเชื่อเป็นไปได้ที่จะมีการชำระคืนทั้งเงินต้น และดอกเบี้ยตามจำนวนที่ระบุไว้ในสัญญา เพื่อให้ธนาคารรักษาระดับสภาพคล่องที่เหมาะสมไว้ แต่มีบางกรณีให้มีการจ่ายเงินต้นในงวดสุดท้ายของการชำระคืน การพิจารณาสินเชื่อของแผนกสินเชื่อที่มีหลายประเด็นที่น่าสนใจเช่น ความน่าเชื่อถือของระบบบัญชีของบริษัท ฐานะทางการเงินโดยดูได้จากงบการเงิน และลักษณะการบริหารงานของผู้จัดการ เป็นต้น ในบางกรณีการขอสินเชื่อระยะยาวต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Collateral) ที่นำมาใช้พิจารณาขอสินเชื่อด้วย

หุ้นกู้ (Bond)

นอกจากการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ แล้วยังมีเครื่องมือทางการเงินประเภทอื่นที่ธุรกิจต้องการเงินสามารถนำมาใช้ได้คือ หุ้นกู้ (Bond) ซึ่งผู้ซื้อสิทธิเสมือนเป็นเจ้าของที่ถ้าเวลากิจการที่ใกล้จะล้มละลาย ผู้ถือหุ้นกู้มีสิทธิเหนือทรัพย์สินที่มีอยู่ในกิจการก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ นอกนั้นผู้ซื้อหุ้นกู้จะได้รับอัตราดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ในหน้าตัวภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ นี้คือผลตอบแทนที่คาดหวังว่าจะได้รับในตลาดหลัก (Primary Market) ส่วนในตลาดรอง (Secondary Market) นั้นหวังผลจากการเคลื่อนไหวในราคาหุ้นกู้ที่เกิดขึ้นจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในตลาด โดยที่เมื่ออัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นเกินกว่าอัตราดอกเบี้ยในหุ้นกู้จะส่งผลกระทบต่อราคาทำให้ลดลง สาเหตุเพราะว่าอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นทำให้ต้นทุนที่เป็นค่าเสียโอกาสมีสูงกว่าดอกเบี้ยที่ได้รับได้ ส่งผลให้ราคาพันธบัตรที่แท้จริงนั้นต่ำกว่าราคาที่ปรากฏ ในมูลค่าของหุ้นกู้ เพราะฉะนั้น

แล้วตามกลไกตลาดส่งผลให้ราคาที่เราจะเป็นนั้นจำเป็นต้องลดลงกว่าราคาที่ปรากฏในอดีต ส่วนกรณีที่อัตราดอกเบี้ยลดลงนั้นก็ส่งผลให้ราคาหุ้นก็เพิ่มสูงขึ้น เหตุผลก็ในเชิงทำนองเดียวกันกับที่กล่าวมาแล้ว โดยที่ประเภทของหุ้นที่นั้นสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ

1. หุ้นที่มีหลักประกัน (Secured Debt) กรณีทั่วไปนั้นหุ้นที่มีระยะเวลาไถ่ถอนเกินกว่า 1 ปี ส่งผลให้ระยะเวลาของหุ้นที่ยาวนาน ทำให้เกิดความเสี่ยงที่ผู้ออกหุ้นจะไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยและไถ่ถอนหุ้นตามระยะเวลาที่ระบุไว้ได้ ดังนั้นเพื่อเป็นการเสริมสร้างความมั่นใจให้นักลงทุน ผู้ออกหุ้นจึงนิยมมีหลักทรัพย์หรือ ทรัพย์สินที่จับต้องได้ (Tangible Asset) เสมือนเป็นหลักประกันเมื่อบริษัทกรณีที่ไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ สินทรัพย์ เช่น ที่ดิน อาคาร หรือหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดจะถูก นำมาชำระหนี้คืนแก่ผู้ซื้อหุ้นแบบมีหลักประกันและเป็นไปได้ที่อัตราดอกเบี้ยที่ระบุไว้ในสัญญา หุ้นจะน้อยกว่ากรณีหุ้นแบบไม่มีหลักประกัน เนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะได้รับชำระหนี้้น้อยกว่าแบบไม่มีหลักประกัน

2. หุ้นแบบไม่มีหลักประกัน (Unsecured Debt) ผู้ถือหุ้นประเภทนี้มีความเสี่ยงมากกว่าแบบแรก เพราะว่าการที่บริษัทไม่สามารถจ่ายชำระหนี้ได้ ผู้ลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนรูปแบบใด ๆ กลับคืนมาทั้งสิ้น มีแต่ใช้สิทธิเรียกร้องชำระหนี้คืนจาก คำสั่งศาลซึ่งกระทำได้ในกรณีที่บริษัทล้มละลาย (Bankruptcy) หรือมีปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) ซึ่งผู้ถือหุ้นเป็นเจ้าของนี้มีอำนาจในทรัพย์สินของบริษัทมากกว่าสิทธิของผู้ถือหุ้นสามัญทำให้ได้รับการชำระหนี้คืนก่อน แต่กระบวนการฟ้องร้องนั้นจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาานาน ผิดกับหุ้นแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกันที่สามารถนำหลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกันขายทอดตลาดเอาเงินมาชำระหนี้คืนแก่ผู้ถือหุ้นได้ทันที

ข้อดีของการใช้หนี้สิน

1. ประหยัดภาษี เงินได้นิติบุคคล ยิ่งธุรกิจก่อนนี้สินมาก ส่งผลให้จำเป็นต้องชำระค่าดอกเบี้ยจ่ายมากตามไปด้วย นั่นคือ รายได้หลังหักดอกเบี้ยจ่าย (EBIT) จะสูงขึ้นกว่ากรณีที่มีภาระด้านดอกเบี้ยจ่ายน้อย

2. บริษัทที่ใช้การจัดการเงินทุนโดยการก่อหนี้สินมากนั้น ทำให้ความจำเป็นที่ออกหุ้นสามัญลดน้อยลง ทำให้ผู้ถือหุ้นยังรักษาอำนาจในการตัดสินใจดำเนินงานได้ เพราะว่าปริมาณหุ้นมีเท่าเดิม

ข้อเสียของการใช้หนี้สิน

1. ผู้บริหารมีภาระหน้าที่ความรับผิดชอบเสมือนหนึ่งเป็นภาระผูกพันที่ต้องจัดหาเงินมาชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ให้จงได้ กรณีที่ขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ มิเช่นนั้นถูกเรียกเก็บอัตราดอกเบี้ยทบต้น และกรณีที่มีได้ จ่ายคืนเป็นเวลานาน ทางธนาคารจะฟ้องร้องดำเนินคดีให้เป็นไปตามขั้นตอนการล้มละลาย

2. สูญเสียความเป็นอิสระในการบริหาร เนื่องจากบางกรณีที่บริษัทมีการใช้หนี้สินเป็นจำนวนมากกว่าทุนนั้นทำให้ เจ้าหนี้ต่าง ๆ ทั้งเจ้าหนี้เงินกู้ และผู้ถือหุ้นกู้ในการทำสัญญามักจะระบุถึงเงื่อนไขที่มีให้บริษัทไม่มีเงินมาจ่ายชำระหนี้ได้ ยกตัวอย่างเช่น ห้ามก่อหนี้เพิ่มขึ้นอีกในระยะเวลาหนึ่ง ให้มีการรักษาสภาพคล่องไว้โดยมีเงินสดเพียงพอจ่ายชำระดอกเบี้ยได้ มีการแต่งตั้งบุคคลของฝ่ายเจ้าหนี้เข้ามาดูแลโครงการใหม่ที่มีการใช้หนี้สินมหาศาล เพื่อพิจารณาว่าเงินที่ไปขอกู้ให้นำไปใช้ตามเงื่อนไขสัญญาที่ระบุไว้ดีพอหรือยัง

การจัดการแหล่งเงินทุนโดยการมีส่วนร่วมของทุน

หุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock)

หุ้นที่มีสิทธิเหนือทรัพย์สินรองจากเจ้าหนี้ และมีลักษณะกึ่งหนี้สินและกึ่งหุ้นสามัญ ปรากฏในงบดุลฝั่งซ้ายมือในส่วนของเจ้าของ ซึ่งส่งผลให้ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธินั้นได้รับเงินปันผลแจก เช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นสามัญตามนโยบายจ่ายเงินปันผลของธุรกิจนั้น กรณีที่ขายหุ้นได้มากกว่ามูลค่าที่ตราไว้ (Par Value) จะถูกบันทึกบัญชีว่าส่วนเกินมูลค่าหุ้น (Paid In Capital)

ข้อดีของหุ้นบุริมสิทธิ

1. หุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะเป็นส่วนหนึ่งของเจ้าของ ส่งผลให้การออกหุ้นทุนประเภทนี้มีความจำเป็นต้องเกิดภาวะผูกพันที่ต้องไถ่ถอน เช่นเดียวกับ หุ้นกู้
2. การออกหุ้นบุริมสิทธิ มิได้มีผลกระทบต่อราคาของหุ้นสามัญ และ ผู้ซื้อหุ้นบุริมสิทธิ ยังคงได้รับเงินปันผลเหมือนกับผู้ถือหุ้นสามัญ
3. มีสิทธิในทรัพย์สินเหนือกว่า ผู้ถือหุ้นสามัญแต่รองจากเจ้าหนี้ทำให้เวลาธุรกิจปิดกิจการ ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับการชำระหนี้คืนตามสัดส่วนที่ปรากฏในงบดุล

ข้อเสียของหุ้นบุริมสิทธิ

1. ไม่มีสิทธิในอำนาจบริหารต่อการเลือกคณะกรรมการบริหารงาน (Board of Director)
2. เงินปันผลที่ได้รับนั้น ไม่สามารถเป็นส่วนหนึ่งในการหักภาษีเงินได้นิติบุคคลในงวดภาษี ปิดได้ไปได้ ซึ่งคล้ายคลึงกับเงินปันผลที่ได้รับจากการถือหุ้นสามัญนั่นเอง

ใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นทุน (Warrant)

สิทธิพิเศษที่บริษัทที่ออกต้องการให้ นักลงทุนสามารถซื้อหุ้นสามัญที่ ออกใหม่ของบริษัท ได้ตามระยะเวลาที่กำหนดไว้ โดยปกติอยู่ในช่วง 5-10 ปีมีแนวความคิดเช่นเดียวกันกับ Call Option นั่นคือ ต้องมีการใช้สิทธิ หรือ Exercise แล้วบริษัทที่ออก Warrant โดยปกติจะออกหุ้น

สามัญชนมาให้แก่นักลงทุนที่ทำการใช้สิทธินั้นภายในระยะเวลาที่กำหนด เป็นผลทำให้งบดุลด้าน ส่วนของทุนมีการเปลี่ยนแปลงจากจำนวนหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น และมีผลกระทบต่อจำนวนเงินที่จ่าย เงินปันผล

บริษัทนิยมออก Warrant ควบคู่ไปกับหุ้นกู้ (Bond with Warrant) เพื่อสร้างแรงจูงใจแก่นักลงทุนทั่วไปทำให้ขายหุ้นกู้ได้สะดวกขึ้น และมีอัตราดอกเบี้ยที่ต้องชำระต่ำกว่าหุ้นกู้โดยทั่วไป หรือเป็น Warrant ที่ไม่อิงกับตราสารทางการเงิน โดยที่ หุ้นกู้ที่ออกควบกับ Warrant สามารถช่วยลด ปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้นได้เพราะว่าผู้ซื้อหุ้นกู้มีสิทธิที่จะเปลี่ยนจากความเป็น ลักษณะผู้มีกรรมสิทธิในทรัพย์สิน มาเป็นผู้ที่มีสิทธิในการลงคะแนนเสียงเพื่อผลประโยชน์ของ บริษัทหรือคือเจ้าของกิจการนั่นเอง

นักลงทุนจะซื้อ Warrant เมื่อพิจารณาแล้วว่า ราคาหุ้นสามัญนั้นมีโอกาสที่จะสูงขึ้นในอนาคตได้และมากพอที่จะคุ้มกับราคา Warrant ที่ซื้อมาเพราะว่าราคา Warrant มีการเปลี่ยนแปลง ไปตามเวลาที่เหลืออยู่ก่อนหมดอายุ

ข้อดีที่สำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นทุน

1. Warrant เป็นเครื่องมือทางการเงินที่เมื่อธุรกิจต้องการเงินสามารถหาเงินมาใช้ประโยชน์ เพื่อการอื่นได้ โดย Warrant จะปรากฏที่งบดุลด้าน ส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งส่งผลให้เมื่อทำการออกขาย สัดส่วนหนี้สินและทุนลดลงซึ่งส่งผลดีต่อบริษัทในทางอ้อม

2. ต้นทุนในการขาย Warrant ต่ำเหตุผลสำคัญเพราะว่าบริษัทสามารถออก Warrant ควบคู่ กับการออกหุ้นกู้ (Bond with Warrant) นั่นคือ ธุรกิจลดอัตราความเสี่ยงที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ โดยให้สิทธิแก่ผู้ซื้อหุ้นกู้ได้แปลงสภาพจากหุ้นกู้เป็น หุ้นสามัญเมื่อผู้ถือเห็นชอบว่าราคาหุ้นสามัญ ในตลาดทำให้เกิดกำไรแก่ผู้ทำการแปลงสภาพเกินกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพ

ข้อเสียที่สำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นทุน

1. เมื่อผู้ถือสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญได้ใช้สิทธิอันชอบธรรมนั้น ส่งผลให้บริษัทที่ออกจำ ต้องออกขายหุ้นสามัญใหม่ที่ซึ่งตามกฎหมายไทยยังห้ามมิให้บริษัททำการซื้อหุ้นคืน (repurchase) เพื่อวัตถุประสงค์นำมาส่งมอบให้แก่ผู้ใช้สิทธิ Warrant ส่งผลให้ปริมาณหุ้นสามัญของบริษัท จำ ต้องเพิ่มสูงขึ้นนั่นหมายความว่า เงินปันผลที่ควรจะได้รับกรณีที่ยังมีหุ้นสามัญเท่าเดิมจำต้องลดน้อย ลงเพราะปริมาณหุ้นสามัญได้เพิ่มสูงขึ้นนั่นเองส่งผลให้

Dilution Effect

หุ้นสามัญ (COMMON STOCK)

แสดงถึงความเป็นเจ้าของบริษัท โดยผู้ถือหุ้น (Stockholder) มีอำนาจที่เข้าไปคัดเลือกบุคคลทั้งจาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ตั้งแต่ 30% ขึ้นไปหรือเชิญบุคคลภายนอกที่มีความรู้ ความสามารถให้เข้ามาบริหารงานในแบบของคณะกรรมการบริหารงาน ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากการซื้อหุ้นของบริษัทในรูปของเงินสดปันผล (Cash Dividend) ที่ส่วนใหญ่ประกาศจ่ายเป็นรายปีทั้งในแบบของจ่ายเป็นสัดส่วนเท่าไรต่อกำไรสุทธิ ซึ่งเปลี่ยนแปลงตลอดเวลาในรอบระยะเวลาบัญชี 1 รอบหรือ 1 ปี ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับระดับกำไรสุทธิของบริษัทหรือธุรกิจจ่ายเป็นเงินสดปันผลในรูปแบบที่กำหนดจำนวนเงินไว้ตายตัว เป็นนโยบายจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy) ตัวอย่างเช่น ให้มีการจ่ายเงินที่ได้จากการดำเนินกิจกรรมของธุรกิจ เป็นจำนวนเงิน 3 บาทต่อ 1 หุ้นสามัญ ผลดังกล่าวนี้ทำให้นักลงทุนได้รับเงินสดปันผลที่ตายตัว ภายใต้ว่ามีจำนวนหุ้นสามัญถือครองแบบคงที่

นอกจากนี้ผู้ถือหุ้นสามัญยังได้รับผลกำไรที่เกิดขึ้นจากส่วนต่างระหว่างราคาซื้อขายที่สูงกว่าราคาที่ซื้อ หรือที่เรียกว่า เงินได้ฝ่ายทุน (Capital Gain) หลังหักต้นทุนจากการทำธุรกรรมจาก นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (Broker) แล้วโดยที่กฎหมายของประเทศไทยยังไม่มีการเสียภาษีประเภทนี้ ส่วนภาษีที่บริษัทจ่ายเป็นเงินสดปันผลนั้นมิได้มีการเรียกเก็บภาษีแต่อย่างใดแต่ผู้ที่ได้รับ (Receiver) ต่างหากที่จะต้องเสียภาษีในเชิงของภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาตามที่กฎหมายได้บัญญัติเอาไว้

ข้อดีของหุ้นสามัญ

1. ไม่เกิดการผูกพันแก่บริษัทที่ต้องจ่ายชำระหนี้สิน ตามเวลาที่กำหนดไว้ส่งผลให้ผู้บริหารไม่มีความกังวลใจเรื่องถูกฟ้องร้องดำเนินคดี ส่งผลทางอ้อมต่อการบริหารงานทำให้เกิดประสิทธิภาพได้
2. ช่วยลดโอกาสล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ได้ เพราะสัดส่วนหนี้สินต่อทุนนั้นลดลง
3. เพิ่มโอกาสที่นักลงทุนรายย่อย สามารถเข้ามามีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการ ทำให้ธุรกิจที่มีหุ้นสามัญเป็นปริมาณที่มากจะมีโอกาสให้ กลุ่มนักลงทุนรายใหญ่เข้ามามีอำนาจในการบริหารและจัดการอย่างเบ็ดเสร็จเด็ดขาด

ข้อเสียของหุ้นสามัญ

1. ธุรกิจมีความจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) แก่ผู้ถือหุ้นสามัญกรณีที่มีกำไรสุทธิเกิดขึ้นในงวดกิจกรรมการดำเนินงานทางธุรกิจในปีนั้น ส่งผลให้รายได้ที่จะไหลเข้ากำไรสะสมลดน้อยลง ทำให้แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินของบริษัท

2. ลดอำนาจของผู้บริหารที่มีหุ้นสามัญ (Managerial Ownership) เนื่องจากว่าทำให้จำนวนหุ้นสามัญเพิ่มปริมาณขึ้น ส่งผลให้สัดส่วนการถือครองหุ้นของเหล่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ลดลง

3. มีต้นทุนที่เกิดขึ้นจากขั้นตอนการออกหุ้นสามัญ ที่ต้องอาศัยนายหน้ารับประกันการขายหุ้น (Underwriter) ที่มาบริการให้การขายหุ้นสะดวกรวดเร็วขึ้นแล้วยังหาแหล่งลงทุนที่สนใจมาซื้อ นอกจากนี้บางกรณี นายหน้าอาจรับความเสี่ยงที่จะขายหุ้นสามัญได้หมด กรณีที่บริษัทที่ออกหุ้นนั้นมีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับโดยทั่วกัน

2.2 วรรณกรรมปริทัศน์

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2501 ผลงานด้านวิชาการของ Modigliani and Miller หรือ ทฤษฎี MM เขียนว่า มูลค่าของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง และต้นทุนเงินทุนไม่ได้ขึ้นต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทนั้น แต่โครงสร้างเงินทุนขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ที่ปรากฏมา หลังจากนั้นมา ทฤษฎีด้านสัดส่วนหนี้สินต่อทุนถูกพัฒนาอย่างมากจากผลการวิจัยเป็นจำนวนร้อย ๆ ฉบับ ซึ่งสามารถแบ่งแยกหัวข้อสำคัญได้ดังต่อไปนี้

1. แนวความคิดด้านความขัดแย้งระหว่างกลุ่ม (Agency Cost)
2. ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)
3. ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน (Determinants of Capital Structure)

จากการศึกษาที่ผ่านมาทั้งในเชิงนำทฤษฎีมาขยายต่อ หรือนำทฤษฎีมาทดสอบกับข้อมูลที่เกิดขึ้นจริง เพื่อหาข้อขัดแย้งหรือข้อมูลเพิ่มเติมจะได้นำไปพัฒนาเป็นแนวความคิดใหม่ ๆ ต่อไปเป็นเวลาเกินกว่า 44 ปีแล้วที่ทฤษฎีด้านโครงสร้างเงินทุนพัฒนาขึ้นมาดังนั้นอธิบายได้ตามหัวข้อดังนี้

แนวความคิดด้านความขัดแย้งระหว่างกลุ่ม (Agency Cost)

โดยแยกเป็นความขัดแย้งได้ 2 ลักษณะคือ ความขัดแย้งระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และ ความขัดแย้งระหว่างส่วนของเจ้าของและเจ้าหน้าที่ เหตุผลหลักของการขัดแย้งนั้นมาจากการขัดผลประโยชน์กันของกลุ่มตั้งแต่ 2 กลุ่มขึ้นไปอธิบายได้ดังนี้

1.1 ความขัดแย้งระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร

ช่วงปี พ.ศ. 2519 คือระยะเวลาเริ่มต้นงานวิจัยทางด้านนี้นำเสนอโดย Jensen and Meckling (1976) เสนอว่าความขัดแย้งนี้เกิดขึ้นเนื่องจาก ผู้บริหารไม่ได้ถือหุ้นของกิจการครบทุกหุ้น ดังนั้น ช่วงเวลาบริษัทมีกำไรขึ้นมา ผู้บริหารได้รับผลประโยชน์ในบางส่วนเท่านั้น เพราะนอกจากนั้นผู้ถือหุ้นอื่นได้รับผลประโยชน์หมด ในขณะที่ผู้บริหารต้องรับผิดชอบความเสี่ยงในการดำเนินงานทางด้านธุรกิจ ส่งผลให้ผู้บริหารต้องทำการโอนทรัพย์สินของกิจการไปสู่ผลประโยชน์

ส่วนตน หรือดำเนินกิจการที่ต้องมีความเสี่ยงต่ำ และให้ผลกำไรที่น้อยลง แต่ผู้ถือหุ้นจะไม่พอใจ เพราะผลตอบแทนที่ควรจะได้ลดลง ตัวอย่างเช่น บริษัทแห่งหนึ่งสนใจลงทุนในโครงการ ที่มีความเสี่ยงสูงและต้องใช้เงินลงทุนสูง ถ้าผู้บริหารตัดสินใจแล้วเกิดผลผิดพลาด ทำให้ธุรกิจล้มละลายตัวผู้บริหารจะไม่มีงานทำ จึงอาจจะลดขนาดโครงการโดยใช้เงินลงทุนลดลง ส่งผลให้ความเสี่ยงของกิจการที่จะล้มละลายน้อยลงไปด้วย

อย่างไรก็ตามมีผลงานอื่น ๆ ที่แสดงถึงแนวทางวิธีการแก้ไข

Jensens (1986) แสดงถึงการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สิน ช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้จัดการและส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากบริษัทต้องเตรียมเงินเพื่อจ่ายชำระดอกเบี้ย และเงินต้นตามงวดที่กำหนดไว้ในสัญญาการกู้ยืม ทำให้ผู้บริหารต้องวางแผนจัดหาเงินมาใช้หนี้ ปัญหาลดลงโดยผู้ถือหุ้นต้องยินยอม เหตุเพราะถ้าบริษัทมีเงินไม่พอจ่ายหนี้ เจ้าหนี้อาจฟ้องร้องล้มละลายถ้ากระบวนการด้านศาลหรือมีกฎหมายล้มละลายที่เข้มงวดพอ

อย่างไรก็ดี สัญญาการกู้ยืมเงินที่เกิดขึ้นจะก่อให้เกิดความขัดแย้งอีกประเภทหนึ่งขึ้นมาคือ 1.2 ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้และส่วนของเจ้าของ

Myers (1977) ให้ไว้ว่าผลประโยชน์ที่ได้จากโครงการที่ประสบความสำเร็จ จะแบ่งให้แก่ผู้ได้รับผลประโยชน์ 2 กลุ่มคือ กลุ่มเจ้าหนี้และผู้ถือพันธบัตร และกลุ่มผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นผู้มีอำนาจในการบริหารและตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ ถ้าผลประโยชน์หลังจากกลุ่มเจ้าหนี้แล้วมีน้อย กลุ่มผู้ถือหุ้นมีโอกาสที่จะไม่ลงทุนในโครงการนั้น ๆ แม้ว่าผลตอบแทนที่ได้รับจะมีมาก หลังจากหักออกด้วยต้นทุนแล้วก็ตาม เหตุผลเพราะว่าโครงการใช้สัดส่วนหนี้สินมากกว่าทุนหลายเท่านั่นเอง

Aivazain and Callen (1980) เสนอเพิ่มว่า ถ้าการร่างสัญญาเงินกู้ใหม่กระทำได้ง่ายและสะดวกทั้ง 2 ฝ่ายจะทำให้ปัญหาการไม่พอใจ ในการลงทุนของผู้ถือหุ้นน้อยลงได้ เพราะมีการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขในสัญญาได้ เช่น การกู้เงินแบบจ่ายอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เมื่อช่วงเวลาหนึ่งที่อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมสูง แล้วบริษัทไม่สามารถจ่ายชำระค่าดอกเบี้ย แม้ว่าจะมีการกำหนดค่าเพดานอัตราดอกเบี้ยไม่เกินเท่าที่กำหนดก็ตาม แต่บริษัทต้องการเปลี่ยนแปลงสัญญาเป็นแบบจ่ายอัตราดอกเบี้ยคงที่แทน ดังนั้นความง่ายในการเปลี่ยนแปลงสัญญาเงินกู้จะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งได้เช่นกัน

Smith and Watts (1992) เขียนว่าการทำสัญญาเงินกู้ระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้นั้น กรณีที่ให้มีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินทั้งหมดเป็นสัดส่วนที่น้อยเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมนั้น เพื่อลดความเสี่ยงในการไม่จ่ายชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ และยังสัญญาระบุถึงข้อตกลงที่ให้มีการจ่ายชำระหนี้เงินกู้แก่เจ้าหนี้รายใหญ่ก่อนรายอื่น ๆ การกระทำดังกล่าวสามารถความขัดแย้งระหว่างกลุ่มได้ เพราะ เจ้าหนี้มีอำนาจในการกำหนดระดับหนี้สินของบริษัทได้ดังนั้นลูกหนี้จะไม่สามารถกู้ยืม

เงินจากสถาบันการเงิน อื่น ๆ ได้จ่ายดอกเบี้ยจนกว่าจะชำระหนี้คืนเจ้าหนี้ที่กู้มาเป็นรายลำดับแรก ๆ ก่อน

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)

ในการดำเนินธุรกิจมีเพียงเฉพาะระดับผู้บริหารที่เข้าใจสถานะของธุรกิจตนเอง ดียิ่งกว่าผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ ดังนั้น 2 ฝ่ายหลังจึงต้องทำการตรวจสอบการดำเนินงาน และการคาดการณ์อนาคตของบริษัทโดยอาศัยข้อมูลที่พอจะหาได้ เช่นจากรายงานประจำปี ที่แสดงถึง สถานะทางการเงิน ทิศทางแนวโน้ม ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา ตลอดจนการคาดการณ์อนาคตของธุรกิจได้ดังผล

งานวิจัยของ Ross (1977), Leland and Pyle (1977) กล่าวถึงว่านักลงทุนสังเกตระดับหนี้สินของบริษัท เสมือนหนึ่งแสดงถึงสถานะของธุรกิจได้เป็นอย่างดี เมื่อบริษัททำการจัดหาทุนโดยใช้หนี้เป็นจำนวนมาก ชี้ให้เห็นเป็นนัยถึง สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมีประสิทธิภาพสูงของธุรกิจที่ทำการกู้ยืม ตรงกันข้ามกับธุรกิจที่มีทรัพย์สินน้อย และมีเงินทุนหมุนเวียนน้อยไม่นิยมการกู้ยืมเนื่องจากมีความเสี่ยงที่จะล้มละลายสูงด้วย

นอกจากนี้ Flannery (1986) ชี้ให้เห็นถึงผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลดีกว่านักลงทุนทั่ว ๆ ไปจะออกหลักทรัพย์ในตลาดขณะนั้น ให้ราคาหลักทรัพย์ของตลาดมากกว่าราคาที่ธุรกิจออก นักวิจัยผู้นี้ได้ทำการศึกษาดังว่าอายุของพันธบัตรหรือหุ้นกู้จะแสดงเป็นนัยถึง สถานะภาพของธุรกิจได้เสมือนหนึ่งรับรู้ถึงข้อมูลภายในของบริษัทเอง (Insider's Information) โดยการแบ่งธุรกิจออกเป็น 2 แบบใหญ่ ๆ คือบริษัทที่ดี (Good Firm) กับบริษัทที่ไม่ดี (Bad Firm) ซึ่งทั้ง 2 สนใจหาเงินลงทุนโดยการออกหุ้นกู้ แต่ยังไม่แน่ใจว่าจะออกแบบระยะสั้นหรือระยะยาวดี ผลจากการวิจัยภายใต้สมมติฐานที่ว่าไม่มีต้นทุนในการทำธุรกรรม และนักลงทุนไม่สามารถทราบได้ว่าธุรกิจใดดีหรือไม่ดีโดยการให้ การจัดชั้นลูกหนี้ (Credit Rating) เท่ากันแล้วธุรกิจที่ดีจะนิยมออก พันธบัตรระยะสั้นเพราะว่าพันธบัตรระยะยาวจะให้ราคาต่ำกว่าความเป็นจริง เนื่องจากธุรกิจที่ดีต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าธุรกิจที่ไม่ดี ในทางตรงกันข้ามธุรกิจชั้นต่ำกว่ามาตรฐานจะออกหุ้นกู้ระยะยาวแทนเพราะราคาที่ได้สูงกว่าความเป็นจริง นั่นคือธุรกิจจ่ายอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าความเป็นจริง

ปัจจัยกำหนดด้านการตัดสินใจจัดหาเงินทุน (The Determinants of Capital Structure)

มีนักการศึกษาหลายท่านพยายามใช้ การวิเคราะห์เชิงเส้นตรงเพื่ออธิบายปัจจัยต่าง ๆ ที่ใช้ในการจัดหาหนี้ ไม่ว่าจะเป็น ปัจจัย อัตราภาษี, ความเสี่ยงของธุรกิจ, อัตราการเติบโตของ

บริษัท, และขนาดของกิจการเป็นต้น ปัจจัยดังกล่าวนี้ ผ่านการศึกษาจากนักวิชาการมาหลายท่านแล้ว ดังปรากฏนี้

Booth et al. (2001) เป็นผลงานวิจัยที่กล่าวถึงโครงสร้างเงินทุนของประเทศกำลังพัฒนาจำนวน 10 ประเทศ มี บราซิล, เม็กซิโก, อินเดีย, เกาหลีใต้, จอร์แดน, มาเลเซีย, ปากีสถาน, ตุรกี, ซิมบาวี, และประเทศไทย โดยผู้ทำการศึกษาสนใจถึงว่าประเทศดังกล่าวข้างต้นมี ขนบธรรมเนียมประเพณี วัฒนธรรม และ ลักษณะกฎหมายซึ่งสามารถแบ่งระบบกฎหมายออกเป็น 2 ระบบหลัก ๆ ได้ ดังนี้ อันดับแรกระบบกฎหมายลายลักษณ์อักษร (Civil Law) ที่ใช้ประมวลกฎหมายในการพิจารณาตัดสินคดีความโดยอาศัยคำตัดสินที่ก ในขณะที่ระบบกฎหมายอีกแบบหนึ่งคือ ระบบกฎหมายจารีตประเพณี (Common Law) ที่ใช้หลักคำพิพากษาของศาลมาเป็นหลักกฎหมาย คำตัดสินนั้นจะเป็นบรรทัดฐานในการตัดสินคดีความ ในอนาคตต่อไป

จากทั้งหมดมีผลต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุน โดยเปรียบเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้วคือ สหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และ ฮองกง เป็นต้น ใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2528 ถึง 2530 วิธีการศึกษามี 2 แบบคือ วิธี Pooling และวิธีที่สองคือ Fixed Effects Model มีปัจจัยที่นำมาศึกษาทั้งสิ้น 5 ตัวแปร ดังนี้คือ ปัจจัยสินทรัพย์คงที่ อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล ความเสี่ยงทางด้านธุรกิจ ขนาดกิจการ และความสามารถในการทำกำไร

ผลการศึกษาโดยรวมที่ได้รับคือปัจจัยที่นำมาวิเคราะห์นั้นในประเทศกำลังพัฒนา ไม่มีความแตกต่างจากปัจจัยที่ใช้ในประเทศพัฒนาแล้ว โดยที่ปัจจัย อัตราภาษีเงินได้, อัตราผลตอบแทนคืนแก่สินทรัพย์ (ROA) และสัดส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ทั้ง 2 แบบวิธีที่ใช้ในการศึกษา

Rajan and Zingales (1995) เป็นผลงานที่ศึกษาถึงปัจจัยการใช้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของประเทศในกลุ่ม G-7 ได้แก่ สหรัฐอเมริกา, ญี่ปุ่น, เยอรมัน, ฝรั่งเศส, อิตาลี, อังกฤษ, และแคนาดา มีวัตถุประสงค์เพื่อพิจารณาถึงปัจจัยด้านโครงสร้างเงินทุน ในประเทศกลุ่มอุตสาหกรรมจะเหมือนหรือแตกต่างจากปัจจัยในประเทศสหรัฐอเมริกาหรือไม่ ขนาดของธุรกิจที่ทำการศึกษามีความแตกต่างกันมากนัก โดยจำนวนบริษัทที่ทำการศึกษาทั้งสิ้นมีจำนวน 4,557 แห่งมีปัจจัยที่นำมาใช้พิจารณาในการศึกษาทั้งสิ้นคือ ทรัพย์สินที่จับต้องได้, สัดส่วนราคาตลาดต่อหุ้นตามบัญชี, ลีอการที่มธรรมชาติของยอดขาย, ความสามารถในการทำกำไร ใช้จำนวนปีที่ทำการศึกษาช่วง พ.ศ. 2527 ถึง 2534 โดยที่ผลการศึกษาที่ได้ที่มีความเป็นนัยสำคัญที่ระดับ 1% มีดังตาราง 1.4 ต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1 แสดงถึงปัจจัยที่มีระดับนัยสำคัญต่อประเทศในกลุ่ม G-7

ปัจจัย/ประเทศ	สหรัฐอเมริกา	ญี่ปุ่น	เยอรมัน	ฝรั่งเศส	อิตาลี	อังกฤษ	แคนาดา
สินทรัพย์คงที่	+	+	+	+	+	+	+
สัดส่วนราคาตลาดต่อราคาหุ้นทางบัญชี	-	-	-	-	-	-	-
ขนาดธุรกิจ	+	+	-	+	+	+	+
ความสามารถในการทำกำไร	-	-	+	-	-	-	-

* ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

มีข้อสังเกตเกี่ยวกับประเทศญี่ปุ่นที่ปัจจัยด้านสัดส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีนั้นไม่มีระดับนัยสำคัญที่ 1% ซึ่งบอกเป็นนัยถึงว่าบริษัทในประเทศญี่ปุ่นไม่ได้คำนึงถึงการหาทุนโดยการใช้ตลาดทุน หรือการออกหุ้นสามัญเป็นหลักแต่นิยมที่ใช้หนี้สินแทน

Kester (1986) เป็นผลงานที่ศึกษาถึงการใช้นี้สินของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาในประเทศญี่ปุ่นเพื่อดูว่ามีปัจจัยประเภทใด ที่มีผลต่อการก่อหนี้ของธุรกิจในประเทศญี่ปุ่นมากกว่าธุรกิจในประเทศอเมริกาโดยมีปัจจัยที่นำมาพิจารณามี กำไรที่ได้รับ, ยอดขาย, ความเสี่ยงของธุรกิจ, ขนาดของธุรกิจ, และลักษณะประเทศโดยใช้ Dummy ซึ่งผลสรุปของการวิจัยพบว่าบริษัทในประเทศญี่ปุ่นไม่ได้นิยมก่อหนี้สินเป็นจำนวนมากเมื่อเทียบกับการออกหุ้นสามัญ โดยพิจารณาจากจำนวนสัดส่วนหนี้สินและทุน และผลต่อมาที่สำคัญคือ ปัจจัยด้านประเทศที่มีความเป็นนัยสำคัญที่ 5% ซึ่งแสดงถึงว่าทั้ง 2 ประเทศที่เป็นแบบจำลองในการศึกษานั้นมีความแตกต่างกันในการตัดสินใจว่าจะใช้หนี้สินและส่วนของทุน

พันธุ์นิติ เหนียนเฉลย (2543) ศึกษาถึงปัจจัยที่ใช้กำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมีปัจจัยที่นำมาทดสอบทั้งสิ้น 5 ประเภทมีปัจจัย สิทธิทางภาษีจากหนี้สินลดลง ความอ่อนแอทางการเงิน การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ขนาดของกิจการ และความสามารถในการทำกำไร โดยมีปัจจัย ความอ่อนแอทางการเงินเท่านั้นที่มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05

Namthip Hongpan (2000) ศึกษาปัจจัยชี้้นำของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยโดยนำปัจจัยทั้งสิ้น 13 ตัวแปรนำมาศึกษาโดยใช้ข้อมูลบริษัททั้งสิ้น 266 บริษัท โดยการใช้แบบจำลองตามบัญชีและราคาตลาด ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยภาษี ขนาดธุรกิจ สัดส่วนราคา

ตลาดต่อหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี อัตราผลตอบแทนค้ำแก่สินทรัพย์รวม และครอบครัว มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ทั้งหมดในแบบจำลองตามราคาตลาด ในขณะที่แบบจำลองตามมูลค่าทางบัญชีมีปัจจัย อัตราผลตอบแทนค้ำแก่สินทรัพย์รวม และครอบครัวที่มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 จากทั้ง 2 แบบจำลองกล่าวได้ว่าปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนมีเพียง 2 ปัจจัยคือ อัตราผลตอบแทนค้ำแก่สินทรัพย์รวม และครอบครัว