

การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน
โดยพิจารณาถึง สภาวะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน



นางสาวรจเรช กัลปากรณ์ชัย

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-171-584-6

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

AN EMPIRICAL STUDY OF CAPITAL STRUCTURE CHOICE: MACROECONOMIC CONDITION,
FIRM-SPECIFIC AND FINANCIAL CONSTRAINTS IN THAILAND

Miss Rosjarek Kalpagonchai

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-171-584-6

หัวข้อวิทยานิพนธ์ การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนด
โครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึงสภาวะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะ
ของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน

โดย นางสาวรจเรข กัลปากรณชัย

สาขาวิชา การเงิน

อาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทมหาบัณฑิต

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ
(อาจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาชน์นันท์)

.....อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์)

.....กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รจเรข กัลปากรณชัย : การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึงสภาวะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน (AN EMPIRICAL STUDY OF CAPITAL STRUCTURE CHOICE: MACROECONOMIC CONDITION, FIRM-SPECIFIC AND FINANCIAL CONSTRAINTS IN THAILAND) อ.ที่ปรึกษา: ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์ ,66 หน้า. ISBN 974-171-584 -6

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาบทบาทปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและศึกษาพฤติกรรมการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม กิจการตัวอย่างที่ศึกษาเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกิจการในภาคการเงิน ช่วงระยะเวลาศึกษาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 จนกระทั่งถึงปี พ.ศ.2544 ซึ่งกิจการตัวอย่างที่ศึกษาถูกแบ่งออกตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญ

วิธีการวิจัยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลภาคตัดขวางเข้ามาช่วยในกระบวนการวิจัยทั้งสองขั้นโดยในกระบวนการขั้นแรกอาศัยการวิเคราะห์ความถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด ส่วนในกระบวนการขั้นที่สองใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโดยวิธีโลจิสต์ (Logit regression) ผลการศึกษา พบว่าปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาคมีผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน โดยกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันตามสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันกับสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค สำหรับการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ที่จะใช้สำหรับการระดมทุนเพิ่มนั้น การศึกษาพบว่า นอกเหนือไปจากปัจจัยทางด้านสภาวะเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อการพิจารณาตัดสินใจของทั้งสองกลุ่มแล้ว ในกรณีของกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินนั้น ปัจจัยความแตกต่างของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และ ปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ก็มีอิทธิพลต่อทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มของกิจการ

ในกรณีของประเทศไทยนั้น พบว่า ในประเด็นการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มนั้นผู้บริหารทางการเงินไม่ได้พยายามที่จะปรับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เข้าสู่ระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับงานศึกษาในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว เนื่องจากการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการอาจจะต้องเผชิญกับอุปสรรคทางด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการดำเนินการจัดหาเงินทุน และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน ซึ่งจะมีผลทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการผันผวนออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายได้ตลอดเวลา

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิสิต

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

#4482364426 : MAJOR FINANCE

KEY WORD : CAPITAL STRUCTURE / MACROECONOMIC CONDITION / FINANCIAL CONSTRAINTS

ROSJAREK KALPAGONCHAI : AN EMPIRICAL STUDY OF CAPITAL
STRUCTURE CHOICE: MACROECONOMIC CONDITION, FIRM - SPECIFIC AND
FINANCIAL CONSTRAINTS IN THAILAND. THESIS ADVISOR : ASST.PROF.
SUNTI TIRAPAT, PH.D.,66 pp. ISBN 974-171-584-6.

This study investigated the roles of macroeconomic conditions and firm-specific variables on the establishment of a target capital structure of the firms. We also studied the behavior of firms in choosing the type of security to issue. Our sample group comprised the data on non-financial firms listed in The Stock Exchange of Thailand. The time period lasted from 1995 to 2001. These firms were categorized into two groups according to a measure of financial constraints.

For the research methodology, we adopted the cross-sectional regression approach to assist the two-stage procedure, which consisted of the OLS and the logit regression. The result of the study showed that macroeconomic conditions significantly affected the capital structure decision of the firms. The target leverage was pro-cyclical for the relatively constrained sample but counter-cyclical for the relatively unconstrained sample. This study found that, in addition to the macroeconomic factors that affected the choice of what type of security to issue in both groups, the issue choice for the constrained firms was also related to deviations from the target capital structure and firm-specific variables.

For the Thai capital market, financial managers tended not to issue the new securities with the aim of adjusting the capital structure to converge to its optimal level. This result contradicts the study in the developed market, probably due to the transaction and adjustment costs prevailing in the emerging market.

Department of Banking and Finance
Field of study Finance
Academic year 2002

Student's signature
Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์ รองศาสตราจารย์ ดร. โสตติธร มัลลิกะมาส และอาจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาษนันท์ ที่กรุณาสละเวลาและให้ความช่วยเหลือในการเป็นที่ปรึกษา และกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ รวมถึงอาจารย์ท่านอื่น ๆ ในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต ที่ได้ให้คำอบรมและชี้แนะตลอดระยะเวลาที่ได้ศึกษาในหลักสูตรนี้ ผู้เขียนจึงใคร่ขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูง

ที่สำคัญที่สุด ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณบิดาและมารดา ที่คอยให้ความรัก ความห่วงใย และเป็นกำลังใจให้เสมอมา รวมถึงน้องนุ้ย น้องก๊อฟ และทุกคนในครอบครัวที่ให้ความเอาใจใส่มาโดยตลอด

สุดท้าย ขอขอบคุณ คุณ ศรัณย์ พุ่มม่วง ที่ช่วยเหลือในการเก็บข้อมูล และน้องปอ ที่ช่วยในการเรียบเรียงวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้สมบูรณ์ รวมไปถึงเจ้าหน้าที่ในกองปฏิบัติการทางการเงิน และเจ้าหน้าที่หลักสูตรทุกท่านที่ให้คำแนะนำและคอยให้ความช่วยเหลืออย่างดีมาโดยตลอด ที่ขาดไม่ได้คือ กำลังใจ เสียงหัวเราะ ความห่วงใย และคำปรึกษาของเพื่อนที่อยู่รอบข้างและเพื่อนๆทุกคนในหลักสูตรนี้

สถาบันวิทยสิริเมธี

รจเรช กัลปากรณ์ชัย

มีนาคม 2546

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่	
1. บทนำ	
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.4 สมมติฐานเบื้องต้น.....	4
1.5 เนื้อหาของการวิจัย.....	5
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
1.7 นิยามศัพท์.....	7
2. วรรณกรรมปริทัศน์	
2.1 ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน.....	8
2.1.1 แนวความคิดเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างบุคคล.....	9
2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล.....	12
2.1.3 อิทธิพลของลักษณะทางธรรมชาติของผลผลิตหรือการแข่งขัน ในตลาดผลิตภัณฑ์.....	13
2.1.4 ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ.....	14
2.1.5 ปัจจัยทางด้านสภาวะเศรษฐกิจมหภาค.....	23
2.2 ทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ.....	24
3. วิธีการดำเนินการวิจัย	
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	27
3.1.1 ข้อมูลปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค.....	27
3.1.2 ข้อมูลที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ.....	29

3.2 กระบวนการในขั้นที่ 1 (The first stage procedure).....	32
3.3 กระบวนการในขั้นที่ 2 (The second stage procedure).....	37
4. ผลการวิเคราะห์ข้อมูล	
4.1 ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ.....	43
4.2 ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม.....	49
5. สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และ ข้อเสนอแนะ	
5.1 สรุปผลการศึกษา.....	53
5.2 ข้อจำกัดในการศึกษา.....	56
5.3 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป.....	56
รายการอ้างอิง.....	58
ภาคผนวก.....	62
ภาคผนวก ก	63
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	66

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
ตารางที่ 3.1	คำจำกัดความของตัวแปรสภาวะเศรษฐกิจมหภาค	28
ตารางที่ 3.2	ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรสภาวะเศรษฐกิจมหภาค.....	28
ตารางที่ 3.3	คำจำกัดความของตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ.....	29
ตารางที่ 3.4	ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการสำหรับ กิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน.....	30
ตารางที่ 3.5	ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการสำหรับ กิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน.....	31
ตารางที่ 3.6	สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของตัวแปรสภาวะทางเศรษฐกิจ มหภาคต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของ แต่ละกลุ่มกิจการ.....	33
ตารางที่ 3.7	สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณ ลักษณะเฉพาะของกิจการกับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ที่เหมาะสม.....	34
ตารางที่ 3.8	สมมติฐานของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพล ต่อการเบี่ยงเบนระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงออกจากระดับ สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมาย.....	39
ตารางที่ 4.1	แสดงความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยทางด้านสภาวะทางเศรษฐกิจและปัจจัยที่ แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วน หนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม.....	44
ตารางที่ 4.2	แสดงความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สิน ต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ ปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อทางเลือกในการตัดสินใจที่จะระดมทุนของกิจการ.....	50

สารบัญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
แผนภาพที่ 4.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และตัวแปร สภาวะเศรษฐกิจมหภาค.....	42



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การบริหารการเงินจะมีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการอยู่ 3 ประการด้วยกัน คือ 1. การตัดสินใจด้านการลงทุน (Investing decision) 2. การตัดสินใจด้านการจัดหาเงินทุน (Financing decision) 3. การตัดสินใจด้านนโยบายการจ่ายปันผล (Dividend decision) โดยงานวิจัยนี้สนใจที่จะศึกษาในส่วนของ การตัดสินใจจัดหาเงินทุน ซึ่งผู้บริหารจะต้องกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสมกับลักษณะของธุรกิจที่กำลังดำเนินงาน เพื่อให้มูลค่าของกิจการมีค่าสูงสุด โดยแหล่งที่มาของเงินทุนนั้นโดยทั่วไปจะมาจาก 2 แหล่ง คือ 1. จากแหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ซึ่งประกอบด้วย กระแสเงินสดที่ได้จากกำไรสุทธิ และ กำไรสะสมของกิจการ 2. จากแหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) ซึ่งแหล่งเงินทุนในส่วนนี้จะแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ซึ่งในส่วนแรกจะเป็น ส่วนของหนี้สิน ซึ่งประกอบด้วย การกู้เงินจากสถาบันการเงิน และการระดมทุนจากการออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ ส่วนที่สองจะเป็นส่วนของทุน ซึ่งประกอบด้วย การระดมทุนโดยการออกหลักทรัพย์ประเภท หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ โดยการจัดหาเงินทุนในรูปแบบต่างๆ ทำให้กิจการจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งการจัดหาเงินทุนในรูปแบบของการก่อภาระผูกพันทางการเงิน อาทิเช่น การออกหุ้นกู้ เช่าซื้อระยะยาว หรือ ออกหุ้นบุริมสิทธิ การจัดหาเงินทุนตามวิธีการเหล่านี้ทางกิจการจะต้องเสียค่าใช้จ่ายทางการเงิน ซึ่งเป็นรายจ่ายที่แน่นอน ไม่ว่าจะกิจการจะทำกำไรได้หรือไม่ก็ตาม ดังนั้นกิจการจึงต้องเผชิญกับความเสี่ยงใน 2 รูปแบบ คือ ความเสี่ยงในแง่ที่กิจการอาจประสบกับภาวะล้มละลาย และ ความเสี่ยงในแง่ที่เกิดการเปลี่ยนแปลงในกำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงต่อความเสี่ยงทางการเงิน โดยปกติทั่วไป เวลาที่กิจการมีความต้องการที่จะลงทุนในโครงการใหม่ๆ ผู้บริหารมีความจำเป็นที่จะต้องจัดหาเงินทุนเพิ่ม ซึ่งวิธีการจัดหาเงินทุนใหม่นั้นก็สามารถทำได้หลายทางด้วยกัน โดยแต่ละวิธีก็มีข้อดี - ข้อเสีย ที่แตกต่างกันไป อาทิเช่น การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้นั้น กิจการสามารถที่จะนำ ดอกเบี้ยจ่าย มาหักเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อลดหย่อนภาระภาษี อีกทั้งการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้จะเป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นสามัญตรงที่ยังคงสามารถรักษาส่วนได้เสียของตนให้คงไว้ เนื่องจาก ผู้ถือหุ้นกู้ หรือ เจ้าหนี้ จะไม่มีสิทธิในการออกเสียงในการบริหาร อีกทั้งในช่วงภาวะเงินเฟ้อ กิจการที่มีภาระผูกพันทางการเงินที่ต้องชำระดอกเบี้ยและเงินต้นตามจำนวนที่ตกลงกันได้ แต่ในภาวะดังกล่าวค่าของเงินนั้น

จะมีค่าลดลง ในขณะเดียวกัน การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ ก็มีข้อเสียเช่นกัน โดยเฉพาะในกรณีที่กิจการประสบกับปัญหาการขาดทุนจากการดำเนินงาน หรือ ปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) กิจการก็ต้องจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นตามจำนวนเงินและระยะเวลาที่กำหนดไว้ในสัญญา ซึ่งสภาวะดังกล่าวจะเป็นการเพิ่มโอกาสที่กิจการจะตกอยู่ในภาวะล้มละลายมากขึ้น (Bankruptcy risk) และเงื่อนไขบางอย่างในสัญญาอาจจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงในการดำเนินงาน (Business Risk) และทำให้ความคล่องตัวในการบริหารงานลดลง

ส่วนการจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุนนั้น ในส่วนของหุ้นสามัญ การระดมทุนจากส่วนนี้จะไม่มีระยะเวลาไถ่ถอน อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญ ก็ไม่ต้องระบุระยะเวลาและจำนวนเงินที่แน่นอนตายตัว ดังนั้นเงินปันผลจึงไม่ถือเป็น ค่าใช้จ่ายคงที่ (Fixed Charge) ดังเช่นกับ ดอกเบี้ยและเงินปันผลของหุ้นบริมสิทธิ์ อีกทั้งการออกหุ้นสามัญเพิ่มเท่ากับเป็นการขยายความคุ้มครองให้กับเจ้าหนี้ ทำให้อำนาจในการกู้ยืมของกิจการนั้นมีเพิ่มขึ้น ส่วนการลงทุนหุ้นสามัญในช่วงภาวะเงินเฟ้อ จะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงสูงกว่า การลงทุนในหุ้นกู้ แต่ในขณะเดียวกัน การจัดหาเงินทุนเพิ่มจากการออกหุ้นสามัญจะทำให้สิทธิ์ในการออกเสียงกระจายออกไป ทำให้เสียอำนาจการควบคุม และจะทำให้เกิด Dilution Effect ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรต่อหุ้น (Earning per share) และราคาหุ้นของกิจการลดลง อีกทั้ง ค่าใช้จ่ายในการออกและจำหน่ายหุ้นสามัญที่ออกใหม่จะสูงกว่าการออกหุ้นกู้ ส่วนเงินปันผลจากหุ้นสามัญ ก็ไม่ถือเป็นค่าใช้จ่ายที่จะนำไปคำนวณกำไรเพื่อลดหย่อนภาษี เช่น ดอกเบี้ยจ่าย

จะเห็นได้ว่า การจัดหาเงินทุนระยะยาวใหม่นั้นกิจการสามารถทำได้หลายทาง ซึ่งถ้ากิจการตัดสินใจที่จัดหาเงินทุนทั้งหมดมาจากส่วนของทุน กระแสเงินสดของกิจการก็จะตกเป็นของผู้ถือหุ้น แต่ถ้าเมื่อใดก็ตามที่กิจการจัดหาเงินทุนมาจากทั้งส่วนของทุนและส่วนของหนี้ กระแสเงินสดที่เกิดจากการดำเนินงานก็就会被แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ซึ่งสัดส่วนการจัดหาเงินทุนระยะยาวของกิจการจะถูกบรรจุอยู่ในส่วนของโครงสร้างเงินทุนของกิจการ (Capital Structure) โดยผู้บริหารของแต่ละกิจการควรจะมีการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย (Target capital structure) ซึ่งได้แก่ สัดส่วนของหนี้สิน หุ้นบริมสิทธิ์ หุ้นสามัญ ที่กิจการจะใช้ในอนาคต โดยผู้จัดการทางการเงินจะต้องยอมรับการเปลี่ยนแปลงสำหรับโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมายเนื่องจากต้นทุนของหุ้นสามัญที่ออกใหม่สูงขึ้น เมื่อสัดส่วนหนี้สินต่ำกว่าระดับที่ตั้งเป้า ฝ่ายบริหารก็จะเพิ่มทุนโดยการกู้ยืม และเมื่อสัดส่วนหนี้สินสูงกว่าระดับที่ตั้งเป้า ฝ่ายบริหารก็จะเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญใหม่ ในที่สุดโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมายจึงเป็นโครงสร้างต้นทุนที่เหมาะสม

โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal capital structure) คือ โครงสร้างเงินทุนที่ทำให้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทสูงสุด การหาจุดที่เหมาะสมนี้จะต้องเข้าใจถึงการเปรียบเทียบระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน โดยทั่วไปโครงสร้างเงินทุนมักจะมีสัดส่วนหนี้สินมาก จึงทำให้ความเสี่ยงซึ่งวัดในรูปของอัตราผลตอบแทนต่อปีที่ต้องการของหุ้นสูงขึ้น เช่นเดียวกันผลตอบแทนที่คาดหวังในอนาคตที่วัดในรูปของเงินปันผลก็จะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ความเสี่ยงที่สูงขึ้นจะทำให้ราคาหุ้นลดลง ในขณะที่ผลตอบแทนสูงขึ้นจะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น ความขัดแย้งระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนที่มีอยู่นี้ จึงเป็นวัตถุประสงค์ของการบริหารโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ หาระดับหนี้สินที่เหมาะสมที่จะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงสุด

นอกจากการพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนสำหรับการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแล้ว ผู้บริหารทางการเงินควรจะพิจารณาที่ปัจจัยทางด้านสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคด้วย เนื่องจากทางเลือกของโครงสร้างเงินทุนของแต่ละบริษัทมักจะเปลี่ยนแปลงไปตามเวลาและจะมีลักษณะที่แตกต่างกันในแต่ละบริษัท ยกตัวอย่างเช่น กิจกรรมส่วนใหญ่ที่เข้าสู่ตลาดการเงินมักจะมีภาระระดมทุนในส่วนของทุนในทิศทางที่แปรผันไปตามวัฏจักรทางเศรษฐกิจ (Pro-cyclical) โดยจะมีแนวโน้มการระดมทุนจากส่วนทุนตามการเพิ่มขึ้นของความผิดปกติของราคาหุ้น แต่จะมีการระดมทุนจากส่วนของหนี้ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับสถานะทางเศรษฐกิจ (Counter-cyclical) ซึ่งลักษณะของการระดมทุนจากส่วนของหนี้แบบนี้ จะทำได้ค่อนข้างลำบากสำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงินสูง ๆ เพราะว่าการดังกล่าวจะต้องเผชิญกับต้นทุนในการระดมทุนจากส่วนหนี้ที่สูง ในช่วงสภาวะดังกล่าว

นอกจากปัจจัยที่สำคัญทางสถานะทางเศรษฐกิจแล้ว ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ อาทิเช่น โครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการ (Asset composition) ประเภทของอุตสาหกรรม (Industry Classification) ขนาดของกิจการ (Firm size) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โอกาสในการเติบโต (Growth opportunities) ความผันผวนของรายได้จากการดำเนินงาน (Volatility of earnings) เป็นต้น ก็มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มเช่นกัน

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาถึงบทบาทปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic condition) และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm-specific) ว่ามีอิทธิพลต่อ

การกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน และกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน แตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร

2. ศึกษาถึงทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มของกิจการ โดยพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของการเบี่ยงเบนโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการว่ามีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกที่จะจัดหาเงินทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้หรือจากส่วนของทุนหรือไม่ โดยพิจารณาบนเงื่อนไขที่ว่าถ้ากิจการต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงการตัดสินใจอย่างไร

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับภาวะระดมทุนเพิ่ม โดยมีขอบเขตการศึกษา ดังนี้

1. สัดส่วนหนี้สิน ต่อ สินทรัพย์ที่เหมาะสม นั้น ในส่วนของหนี้สิน ประกอบไปด้วยหนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาว ส่วนสินทรัพย์นั้นใช้มูลค่าตามราคาตลาดของสินทรัพย์ โดยคำนวณจาก ผลรวมของมูลค่าทางตลาดของส่วนของทุน กับมูลค่าทางบัญชีจากส่วนของหนี้
2. กิจการตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 230 บริษัทนั้นเป็นกิจการที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ไม่รวมถึงกิจการในภาคการเงิน ได้แก่ หมวดธนาคาร หมวดธุรกิจหลักทรัพย์ และหมวดธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อบังคับพิเศษที่ทำให้โครงสร้างทางการเงินแตกต่างจากกิจการทั่วไป
3. กำหนดระยะเวลาการศึกษาเป็นรายไตรมาส ซึ่งทำการศึกษาย้อนหลัง 7 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2538 ถึง 2544 โดยจะมีบริษัททั้งสิ้น 230 บริษัท

1.4 สมมติฐานเบื้องต้น

1. ในการศึกษาเรื่องนี้ เชื้อในสมมติฐานหลักของทฤษฎีต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ (The tradeoff theory) โนแ่งที่ว่า กิจกรรมทุกกิจการจะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมเอาไว้
2. การตัดสินใจในการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของ กิจการ จะทำให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ
3. นอกจากปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ จะมีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ แล้วปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ถือเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีอิทธิพลเช่นกัน
4. ถ้ากิจการไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กิจการสามารถที่จะเลือกช่วงระยะเวลาที่จะระดมทุนเพิ่มในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจเอื้ออำนวย แต่ถ้าเมื่อใดก็ตามกิจการดังกล่าวต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กิจการต้องหาทางที่จะระดมทุนเพิ่มในช่วงใดก็ได้ที่กิจการสามารถจะทำได้
5. เมื่อใดก็ตามที่ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นของกิจการเกิดเบี่ยงเบนออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กิจการควรพยายามปรับระดับสัดส่วนหนี้สินให้เข้าสู่ระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่ตั้งไว้ โดยสามารถพิจารณาได้จากพฤติกรรมการระดมทุนของกิจการ

1.5 เนื้อหาของการวิจัย

จากการศึกษาที่ผ่านมา ได้มีการศึกษาถึงปัจจัยต่าง ๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการ แต่ไม่ได้มีการศึกษาว่า ถ้ากิจการจะต้องเผชิญกับเงื่อนไขทางด้านข้อจำกัดทางการเงินขึ้นมา จะมีผลต่อการตัดสินใจที่จะกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการอย่างไร ดังนั้นในการศึกษานี้ จึงได้พิจารณาแยกกลุ่มกิจการตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม อันได้แก่ กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กับ กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยได้พิจารณาทั้งปัจจัยทางสถานะเศรษฐกิจมหภาค และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

โดยปกติทั่วไปจะพบว่า การกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ จะแปรผกผันกับสถานะทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัด ทางด้านการเงิน แต่สำหรับกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินนั้นค่อนข้างจะกำหนดระดับ สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในทิศทางที่แปรผันตามกับสถานะทางเศรษฐกิจ

นอกจากนั้น ในงานวิจัยนี้ยังได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของ ความแตกต่างระหว่าง สัดส่วน ของหนี้สินในปัจจุบัน กับ สัดส่วนของหนี้สินเป้าหมาย ปัจจัยสภาพทางเศรษฐกิจ และ ตัวแปรทาง ปัญชี ว่ามีอิทธิพลต่อทางเลือกในการตัดสินใจที่จะระดมทุนเพิ่มของกิจการหรือไม่ อย่างไร

โดยปกติการตัดสินใจเลือกประเภทของหลักทรัพย์ที่จะใช้สำหรับการระดมทุน ผู้บริหาร ทางการเงินของกิจการจะพิจารณาถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการระดมทุนเพิ่มของหลักทรัพย์แต่ละ ประเภทเปรียบเทียบกัน ในการศึกษาพบว่า นอกจากผู้บริหารทางการเงินจะพิจารณาปัจจัย ทางด้านต้นทุนของหลักทรัพย์แล้ว ยังพิจารณาถึงปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสิน ทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม โดยเฉพาะในช่วงที่กิจการต้อง เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน แต่ถ้าเมื่อใดก็ตามที่กิจการไม่ได้อยู่ในช่วงที่เผชิญกับข้อจำกัด ทางการเงิน กิจการก็จะพิจารณาที่ปัจจัยทางสถานะเศรษฐกิจมหภาคเป็นสำคัญ ซึ่งผลดังกล่าว สอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า ถ้ากิจการไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กิจการสามารถเลือก จังหวะเวลาในการพิจารณาหลักทรัพย์ที่จะใช้ระดมทุนได้ โดยเฉพาะในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจ เอื้ออำนวย แต่ถ้ากิจการต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กิจการจะระดมทุนเพิ่มจากแหล่งไหนก็ ได้ที่กิจการจะสามารถทำได้

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบว่า นอกจากปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ จะมีผล ต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของกิจการแล้ว ปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ก็เป็น อีกปัจจัยหนึ่งที่มีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายของกิจการ โดยกิจการที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อ สินทรัพย์ที่เหมาะสมในลักษณะที่แตกต่างกับกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน
2. ทำให้ทราบว่า ปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับ ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการมีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน

1.7 นิยามศัพท์

ในงานวิจัยนี้ มีคำศัพท์ที่ควรได้รับการนิยามเพื่อความเข้าใจที่ถูกต้อง ดังต่อไปนี้

- แหล่งเงินทุนในงบการเงินทางด้านหนี้สินและทุนจะแบ่งประเภทแหล่งเงินทุนตามระยะเวลา ออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ คือ แหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว
 1. แหล่งเงินทุนระยะสั้น คือ หนี้สินระยะสั้นหรือหนี้สินหมุนเวียนที่มีระยะเวลาครบกำหนดชำระหนี้ภายในหนึ่งปี ประกอบด้วย เจ้าหนี้การค้า ตั๋วเงินจ่าย เงินกู้ระยะสั้นและค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต่างๆ เป็นเงินทุนส่วนที่จัดหามาได้จากแหล่งภายนอก
 2. แหล่งเงินทุนระยะยาว แบ่งได้เป็น 2 ส่วน คือ เงินทุนระยะยาวส่วนที่ได้จากการก่อหนี้และเงินทุนระยะยาวส่วนที่ได้จากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเงินทุนส่วนนี้จัดหามาได้ทั้งจากแหล่งภายนอกและแหล่งภายในของธุรกิจนั้นๆ
- โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) หมายถึง งบดุลด้านหนี้สินและทุนหรือเงินทุนที่จัดหามาเพื่อลงทุนในสินทรัพย์รวมของธุรกิจ ซึ่งจะรวมตั้งแต่รายการหนี้สินหมุนเวียนตลอดถึงรายการกำไรสะสม
- โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) หมายถึง รายการเฉพาะเงินทุนระยะยาวซึ่งประกอบด้วย หนี้สินระยะยาว ทุนบุริมสิทธิ์ ทุนสามัญและกำไรสะสม

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

แนวคิดและทฤษฎี

วิวัฒนาการของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน เริ่มขึ้นเมื่อต้นทศวรรษ 1950 โดย David Durand ซึ่งได้เสนอแนวคิดที่คำนึงถึงผลกระทบของภาวะผูกพันทางการเงิน (Financial Leverage) ต่อมูลค่าของกิจการ คือ แนวคิดกำไรสุทธิ (Net Income Approach) แนวคิดกำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Income Approach) และ แนวคิดวิธีปฏิบัติมาดั้งเดิม (Traditional Approach) ต่อมาในตอนปลายทศวรรษ 1950s และ 1960s Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) ได้เสนอว่า การกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนไม่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้นมูลค่าของกิจการจะพิจารณาได้จากมูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริง และได้ศึกษาเพิ่มเติมและนำเสนอทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนว คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ และมีภาษีเงินได้ หลังจากนั้นมามีนักการเงินและนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่ทำการวิจัยพัฒนาแนวคิดของ Modigliani และ Miller (MM) (1958) โดยการวิจัยนั้นได้ทำการพัฒนานำเอาหลายปัจจัยเข้ามาทำการศึกษาเพื่อที่จะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้น อาทิเช่น ขนาดของกิจการ ความแปรปรวนของกระแสเงินสด ความยืดหยุ่นอุปสงค์ของผลผลิต การมีข้อมูลภายในของกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ผลกระทบทางภาษี เป็นต้น ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงได้แยกวรรณกรรมปริทัศน์ออกเป็น 2 ประเด็นด้วยกัน ได้แก่ ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน และทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ ดังนี้

- 2.1 **ปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน** ประกอบด้วย 5 ปัจจัยที่สำคัญ ดังนี้
 - 2.1.1 แนวความคิดเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างบุคคล (agency approach)
 - 2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (asymmetric information approach)
 - 2.1.3 อิทธิพลของลักษณะทางธรรมชาติของผลผลิตหรือการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์
 - 2.1.4 ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ
 - 2.1.5 ปัจจัยทางด้านสภาวะเศรษฐกิจมหภาค

2.1.1 แนวความคิดเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างบุคคล

การศึกษาในประเด็นนี้ เริ่มต้นจากการศึกษาของ Jensen และ Meckling (1976) ซึ่งได้พัฒนามาจากแนวคิดของ Fama และ Miller (1972) โดยได้แยกความขัดแย้งทางผลประโยชน์ออกเป็น 2 ลักษณะ คือ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นส่วนหนึ่ลนกับผู้ถือหุ้นส่วนทุน

1) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ต้นเหตุของความขัดแย้งนี้เกิดจาก ผู้บริหารมีสิทธิในสินทรัพย์ที่เหลือ (Residual claim) น้อยกว่า 100 % ด้วยเหตุนี้ ผู้บริหารจึงไม่สามารถจะได้รับผลกำไรทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงาน ในขณะที่เดียวกัน ผู้บริหารจะต้องแบกรับกับภาระต้นทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้น ซึ่งส่งผลทำให้ผู้จัดการบริหารงานบริษัทตามแบบที่ตัวเองต้องการ โดยไม่ได้สนใจว่าการบริหารดังกล่าวจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงสุดหรือไม่ การบริหารงานที่ไม่มีประสิทธิภาพเช่นนี้จะส่งผลทำให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ถ้าสมมติให้การลงทุนของผู้จัดการในบริษัทคงที่ ถ้าบริษัทมีการเพิ่มการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้มากขึ้นจะส่งผลทำให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น และจะลดต้นทุนที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร เพราะว่า การจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ นั้น จะทำให้บริษัทมีภาระผูกพันที่ต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยจ่ายและเงินต้น ตามกำหนดระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญา ซึ่งเป็นปัจจัยที่ลดจำนวนกระแสเงินสดของกิจการลงทำให้ผู้จัดการไม่สามารถนำเงินไปใช้จ่ายเพื่อผลประโยชน์ส่วนตนได้มากนัก ดังนั้นวิธีการที่จะลดความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร สามารถทำได้โดย การใช้สัญญาค่าตอบแทน การควบคุมวินัยในการบริหาร ซึ่งสัมพันธ์กับการใช้หนี้สินเพิ่มมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหารมีวินัยในการบริหารมากขึ้น

Grossman และ Hart (1982) เสนอแนวคิดที่ใช้หนี้สินเป็นกลไกเพื่อทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่วนหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะเพิ่มโอกาสการล้มละลายและเป็นเครื่องมือในการบังคับให้ผู้บริหารทำงานมีคุณภาพมากขึ้น และทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตาม ส่งผลต่อไปยังมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้นในที่สุด

Smith และ Watts (1982) สรุปลักษณะของสัญญาการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารจะส่งผลต่อความขัดแย้งของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยเขาแบ่งสัญญาการจ่ายผลตอบแทน ดังนี้

- การกำหนดผลตอบแทนคงที่ จะทำให้ผู้บริหารไม่ทำการลงทุนในโครงการที่มีกำไร เนื่องจาก ผลตอบแทนนั้นไม่ขึ้นกับขนาดของกิจการ

- การกำหนดผลตอบแทนตามตลาด เช่น ผลตอบแทนตามราคาหุ้น เพื่อเป็นการควบคุมการบริหาร เพราะการบริโภคเกินความจำเป็นและการลงทุนระยะสั้นที่มีกำไรต่ำของผู้บริหารจะทำให้ราคาหุ้นลดลง
- การกำหนดผลตอบแทนตามบัญชี เป็นการแบ่งรางวัลให้แก่ผู้บริหารตามประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นการแสดงประสิทธิภาพการบริหารจากผลการดำเนินงานโดยตรง

ลักษณะของผลตอบแทนก็มีลักษณะที่แตกต่างกันและมีข้อดีข้อเสียแตกต่างกัน โดยเขาสรุปว่าการกำหนดผลตอบแทนตามบัญชีจะทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากที่สุด การวิจัยจะเป็นในลักษณะของผลจากกิจกรรมอย่างใดอย่างหนึ่งส่งผลเช่นไรต่อผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น

Demestz และ Lehn (1984) เสนอแนวคิดในการลดต้นทุนจากความขัดแย้งนี้ โดยการกระจายผู้ถือหุ้นมากขึ้น ซึ่งจะเป็นการปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบของผู้ถือหุ้น และยังมีปัจจัยเสริมเพื่อลดต้นทุนจากความขัดแย้งนี้ คือ กำไรที่จะมีความมั่นคงเพิ่มขึ้น เนื่องจาก ตามหลักการที่ศึกษาถึงความสำคัญของผู้ถือหุ้นในการลดความขัดแย้งต่อผู้บริหารบนพื้นฐานของโครงสร้างเงินทุนนั้น การตรวจสอบของผู้ถือหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้กิจการมีความมั่นคงในกำไรลดลง

Murphy (1985) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพกิจการและผลตอบแทนการบริหาร พบว่าความสัมพันธ์นี้มีทิศทางเดียวกัน ผู้ถือหุ้นทำการวัดประสิทธิภาพกิจการจากการเติบโตของยอดขาย แต่ความสัมพันธ์นี้อยู่ในระดับต่ำ กล่าวคือ ถ้ามูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 10 จะทำให้ผลตอบแทนของการบริหารเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 2 ทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ดังนั้นสัญญาผลตอบแทนการบริหารจะเป็นปัจจัยที่ลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้

Jensen (1986) เสนอแนวคิดจากพื้นฐานลักษณะของผู้บริหารที่ต้องการขยายขนาดกิจการ เพื่อเงินเดือนและผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้นจากขนาดของกิจการ แรงจูงใจนี้จะสร้างความขัดแย้งระหว่างความต้องการขยายกิจการของผู้บริหารกับความต้องการมูลค่าหุ้นสูงสุดของผู้ถือหุ้นเอง ดังนั้นถ้ากิจการมีกระแสเงินสดจะทำให้ผู้บริหารสามารถนำเงินทุนภายในไปลงทุนในโครงการที่ไม่มีกำไรได้ ซึ่งขัดต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

2) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นนี้สินกับผู้ถือหุ้น

โดยความขัดแย้งนี้มีพื้นฐานมาจากความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการล้มละลายของกิจการ เนื่องจาก เจ้าหนี้จะต้องแบกรับภาระความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นจากภาวะล้มละลาย ในขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีข้อจำกัดเพียงแค่ส่วนที่เหลือจากภาระหนี้สินเท่านั้น ซึ่งสาเหตุดังกล่าวทำให้การ

เปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนทำให้ความเสี่ยงที่เกิดจากการล้มละลายต้องเปลี่ยนแปลงไป โดยผลกระทบบ้างกล่าวจะมีอิทธิพลในทิศทางที่ตรงกันข้ามกันระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้สัญญาที่เกิดจากการก่อหนี้จะส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นมีแรงจูงใจที่จะลงทุนต่ำกว่าระดับการลงทุนที่เหมาะสม (Sub-optimally) เนื่องจากถ้าการลงทุนของกิจการให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่ามูลค่าราคาตราสารหนี้ ก็จะส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลกำไรส่วนที่เกินจากภาระที่ต้องจ่ายคืนหนี้ทั้งหมด แต่ถ้าหากการลงทุนดังกล่าวไม่ประสบความสำเร็จ เจ้าหนี้จะต้องแบกรับกับผลขาดทุนดังกล่าว ซึ่งเป็นผลทำให้ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลประโยชน์จากการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะว่า ผลจากการลงทุนดังกล่าวจะเป็นการลดมูลค่าของเจ้าหนี้ลง ดังนั้น ต้นทุนที่เกิดขึ้นเนื่องจากการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมากจนเกินไปจะได้รับอิทธิพลมาจากการก่อหนี้ เราเรียกผลกระทบดังกล่าวนี้ว่า “Asset substitution effect “ ซึ่งถือเป็น agency cost ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้

Galai และ Masulis (1976) วิเคราะห์ความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้จากการที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ถึงแม้ว่าจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง เนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการถ่ายเทผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นไปสู่ผู้ถือหุ้นทุน ดังนั้น ผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นจะไม่เท่ากับมูลค่าสูงสุดของกิจการ และถ้าผู้ถือหุ้นนั้นเป็นผู้บริหารของกิจการด้วยจะยิ่งทำให้การถ่ายเทผลประโยชน์นั้นสะดวกมากยิ่งขึ้น โดยการถ่ายเทผลประโยชน์นั้นสามารถทำได้โดยการออกหลักทรัพย์ประเภทหนี้สินมากขึ้น การกระจายการถือครองสินทรัพย์โดยการขยายกิจการไปในธุรกิจใหม่ และ การขายกิจการเล็ก ๆ ที่มีความเสี่ยงที่ต่ำ เพื่อเพิ่มความสามารถในการกู้ยืม

Jensen และ Meckling (1976) ได้เสนอแนวความคิดที่ว่า นักลงทุนเป็นประเภทนักลงทุนที่มีเหตุผล ดังนั้นเมื่อกิจการมีการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ ก็จะทำให้มูลค่าของหุ้นกู้ลดต่ำลงทันทีเพราะคาดว่าจะเกิดการสูญเสียอันเกิดจากการถ่ายเทผลประโยชน์ และการลดลงในมูลค่าหุ้นกู้ ซึ่งก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้รับผลประโยชน์ในที่สุด โดยสิ่งเหล่านี้จะทำให้ กิจการเสนอการควบคุมสิทธิของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะทำให้เกิดต้นทุนในการตรวจสอบขึ้น และจะส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนในระยะสั้น ซึ่งเป็นการลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้น กับผู้ถือหุ้นหนี้สินลงได้ อีกทั้งยัง แนะนำวิธีการป้องกัน Asset substitution effect สามารถทำได้โดยควรระบุเงื่อนไขดังต่อไปนี้ลงไปในสัญญาหนี้ อาทิเช่น อัตราดอกเบี้ยที่บริษัทจะต้องจ่าย (interest coverage requirement) การห้ามผู้จัดการไปลงทุนในโครงการใหม่ที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจที่กิจการดำเนินการ โดยพบว่า อุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการเกิด Asset substitution มากจะถูกจำกัดการมีสัดส่วนหนี้สินที่สูง

Myers (1977) แบ่งสินทรัพย์ของกิจการออกเป็นสองลักษณะ คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตนซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากการลงทุน และสินทรัพย์ที่มีโอกาสการเติบโต ซึ่งได้รับผลกระทบจากการลงทุน โดยถ้ากิจการมีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีโอกาสเติบโตมากกว่า ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้น จะสามารถแบกรับต้นทุนความขัดแย้งได้ ดังนั้นถ้ากิจการมีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีโอกาสเติบโตสูงจะมีสัดส่วนหนี้สินต่ำและจะใช้หนี้สินระยะสั้นสูง

Kim, McConnell และ Greenwood (1977) วิเคราะห์ปฏิกริยาของราคาหุ้นและราคาหนี้สินต่อการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน โดยรูปแบบทางการเงินจะส่งผลต่อการเพิ่มหนี้สินของกิจการและการประกาศเพิ่มส่วนหนี้สินจะส่งผลบวกต่อราคาหุ้น แต่จะส่งผลลบต่อราคาหุ้น

Smith และ Warner (1984) เสนอแนวความคิดการออกหนี้สินที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถถ่ายเทผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นได้ โดยสามารถกระทำได้ใน 4 ลักษณะ ดังนี้

- เพิ่มการจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นการกระจายสินทรัพย์มาสู่ผู้ถือหุ้น
- ลดสิทธิผู้ถือหุ้นเดิม ด้วยการเพิ่มหนี้สินที่จัดชั้นสูงกว่า
- การแทนที่สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ ด้วยสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงที่สูงขึ้น
- การปฏิเสธโครงการที่มีผลตอบแทนที่เป็นบวก เมื่อผลประโยชน์ตกแก่ผู้ถือหุ้น และยอมรับโครงการที่มีผลตอบแทนที่เป็นลบ เมื่อผลประโยชน์ตกแก่ผู้ถือหุ้น

โดยได้เสนอวิธีการแก้ไขที่เกิดขึ้นจากการกระทำทั้ง 4 นี้ได้ด้วยการออกหนี้สินที่จัดชั้นต่ำกว่า หรือ ออกหนี้สินที่มีเงื่อนไขทางการเงินที่อ่อน จะสามารถช่วยป้องกันปัญหาดังกล่าวนี้ได้

2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทำให้การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนส่งผลต่อมุมมองที่มีต่อกิจการ โดย Ross (1977) กล่าวว่า ผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนเพื่อเป็นสัญญาณต่อตลาดในการเปลี่ยนแปลงกำไร และสัญญาณนี้มีความเชื่อถือได้พอสมควร เพราะถ้าการเปลี่ยนแปลงนั้นไม่เข้ากับกระแสเงินสดที่แท้จริงในอนาคตจะทำให้เกิดต้นทุนการล้มละลายของกิจการ

Leland และ Pyle (1977) เสนอโมเดลที่แสดงสัญญาณจากการเปลี่ยนสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากกิจกรรมนี้จะเป็นต้นทุนสำหรับผู้บริหารที่ต้องการเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดจากการถือหุ้น ในทางกลับกันผู้บริหารจะมีแรงจูงใจให้ผู้ถือหุ้นมีสัดส่วนสูง ถ้าเขาคาดว่ากระแสเงินสดในอนาคตจะสูงเมื่อเทียบราคาปัจจุบันในตลาด ดังนั้นนักลงทุนที่มีเหตุผลจะสังเกตสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพื่อทำนายสภาพกำไรในอนาคตของกิจการ

Myers และ Majluf (1984) เสนอแนวความคิดว่า ผู้บริหารจะทำการเพิ่มหลักทรัพย์เมื่อตลาดกำลังมีราคาสูงจริง เนื่องจากมีข้อมูลที่ดีกว่า ทำให้ได้ประโยชน์จากข้อมูล และผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับประโยชน์จากการเพิ่มทุนและการวิเคราะห์

Miller และ Rock (1985) เสนอว่า ตลาดจะมีปฏิกริยาทางบวกจากการประกาศเพิ่มทุนภายนอก ซึ่งเป็นสัญญาณว่ากำไรจากการลงทุนจะมีเสถียรภาพ ดังนั้นจึงพบว่า ราคาหุ้นจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินทุนภายนอก

Michael (1986) ศึกษาถึงผลกระทบของปฏิกริยาของหุ้นและหุ้นกู้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปันผล และ/หรือ โครงสร้างเงินทุน และทำการเทียบการปันผลกับกลุ่มอุตสาหกรรม ผลจากการศึกษาพบว่า การประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลและโครงสร้างเงินทุน ส่งผลต่อราคาของหุ้นและหุ้นกู้

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล แสดงได้หลายรูปแบบจากการตัดสินใจทางการเงินซึ่งจะส่งผลต่อราคาหุ้น เช่น เมื่อมีการประกาศเพิ่มทุน ส่งผลลบทั้งราคาหุ้นและราคาหุ้นกู้ของกิจการ เนื่องจากเป็นสัญญาณที่ส่งจากผู้บริหารของกิจการ และเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน แล้ว ก็จะเป็นช่วงที่ผู้บริหารจะทำการปรับเปลี่ยนการถือหุ้นของตัวเองไปด้วย

2.1.3 อิทธิพลของลักษณะทางธรรมชาติของผลผลิตหรือการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์ ลักษณะของแนวความคิดในประเด็นนี้แบ่งเป็นสองส่วน คือ

1) การแข่งขันในตลาดจะทำให้แผนการกับโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กัน

ประเด็นนี้ศึกษาอยู่บนพื้นฐานที่กิจการต้องการกำไรสูงสุด และต้องการมูลค่าหุ้นสูงสุด ด้วย การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สินจะส่งผลต่อแผนการทางการตลาดของผลิตภัณฑ์

Brander และ Lewis (1986) สรุปได้ว่าการเพิ่มสัดส่วนหนี้สินจะทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการแผนการที่มีความเสี่ยงมากขึ้น โดยการเพิ่มนโยบายการขายที่เชิงรุกมากขึ้น ดังนั้นถ้ากิจการจำเป็นต้องแข่งขันกันในตลาดเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้การใช้หนี้สินเพิ่มสูงขึ้นตาม

Maksimovic (1988) สรุปว่าการที่กิจการมีหนี้สินสูงสุดจะสนับสนุนให้อุตสาหกรรมไม่สามารถร่วมมือกันแต่แทนที่ด้วยการแข่งขันกัน

2) ลักษณะของวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน

สภาพตลาดวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์สามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนได้

Titman (1984) กล่าวว่า กิจกรรมที่มีผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์ เช่น ผลิตภัณฑ์โปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่มีความแตกต่างในแต่ละชนิด โปรแกรมในตัวเอง หรือกิจกรรมที่มีการผลิตที่ใช้เทคโนโลยีสูง พบว่ากิจกรรมเหล่านี้จะมีการใช้หนี้สินต่ำ ซึ่งตรงกับแนวความคิดของ Sarig (1988) คือ กิจกรรมที่มีการถ่ายทอดความชำนาญง่าย จะมีหนี้สินเพิ่มสูงขึ้น

Long และ Malitz (1985) กล่าวว่า ใช้จ่ายทางด้านค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Research and development expenditures) เป็นปัจจัยที่สามารถบอกถึงลักษณะผลิตภัณฑ์ของกิจการได้ ซึ่งจะใช้ Intangible assets เป็นตัวแทนสำหรับค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ โดยพบว่า ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ

2.1.4 ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

การศึกษาในประเด็นนี้เริ่มมาจากการพัฒนาทฤษฎี หลังจากนั้นก็จะเป็นการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อตรวจสอบว่าสอดคล้องกับทฤษฎีที่มีการคิดค้นมามากน้อยเพียงใด โดยทฤษฎีหลักที่เกี่ยวข้องกับคุณลักษณะเฉพาะของกิจการมีด้วยกัน 2 ทฤษฎี ได้แก่ 1. ทฤษฎีในการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ (Tradeoff theory) และ 2. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

1. ทฤษฎีในการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ (Tradeoff theory) มีแนวความคิดว่า การกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่เหมาะสมนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาทั้งต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้

2. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) มีแนวคิดอยู่บนพื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เนื่องจากผู้จัดการบริษัทจะเป็นผู้ที่รู้ถึงความสามารถในการทำกำไรและโอกาสในการเติบโตของกิจการได้ดีกว่าบุคคลภายนอก ดังนั้นหากกิจการมีความต้องการจัดหาเงินทุนจะพิจารณาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) เป็นอันดับแรก แต่หากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการมีไม่เพียงพอกับความต้องการ ผู้บริหารของกิจการจะต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) ก่อนการพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity)

โดยปัจจัยหลักที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ประกอบไปด้วย สิทธิทางภาษี, โอกาสในการล้มละลายของกิจการ และ โครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการ

1) สิทธิทางภาษี

จากทฤษฎี The tradeoff theory กล่าวว่า ถ้ากิจการมีผลประโยชน์ทางภาษีสูงจากค่าเสื่อมราคา กิจการจะมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายต่ำ เนื่องจาก ถ้ากิจการมีค่าใช้จ่ายในส่วนของค่าเสื่อมราคามาก ก็จะมีผลทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง ส่งผลทำให้สัดส่วนของภาระภาษีที่บริษัทต้องจ่ายนั้นมีน้อยลง ดังนั้น การที่กิจการมีภาระของค่าเสื่อมราคาที่สูง กิจการก็ไม่มี ความจำเป็นที่จะต้องก่อหนี้มากเพื่อที่จะหวังการลดหย่อนภาระภาษี (Tax shield)

ส่วนการพิจารณาผลกระทบทางภาษีสัมพันธ์กับความแตกต่างจากการลดหย่อนภาษี ทำให้เกิดความแตกต่างจากการใช้โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันเช่นกัน ดังเช่นงานวิจัยในอดีตเหล่านี้

DeAngelo และ Masulis (1980) ศึกษาความสัมพันธ์ของการป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สิน (Non-Debt Tax Shields)¹ กับสัดส่วนการใช้หนี้สิน โดยโยงเข้ากับการให้สิทธิพิเศษทางภาษีจากการลงทุน สรุปผลการศึกษาได้ว่า กิจการที่มีการจ่ายภาษีต่างกันจะมีการตัดสินใจในสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่แตกต่างกัน และกิจการที่มีการป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สินสูงก็จะมีการใช้หนี้สินลดลงด้วย

Flath และ Knoeber (1980) ศึกษาความสัมพันธ์ของภาษี อัตราความผิดพลาด (Failure Costs) และจุดที่ดีที่สุดของโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรม โดยใช้วิธีการศึกษาเชิงประจักษ์ โดยสร้างแบบจำลองรูปแบบของกิจการขึ้น ใช้ตัวแปรของอุตสาหกรรมเพื่อแสดงลักษณะของแต่ละกิจการ จากผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างการล้มละลายกับกำไรก่อนการหักภาษีและดอกเบี้ย (EBIT) และกิจการสามารถมีจุดที่โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้ แต่ไม่สามารถระบุได้ว่าภาษีมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนเช่นไร

Kane, Marcus และ McDonald (1984) ศึกษาถึงข้อได้เปรียบทางด้านภาษีของหนี้สิน จากผลการวิเคราะห์ สรุปได้ว่า ข้อได้เปรียบทางภาษีของหนี้สินมีน้อย

MackIE-Mason (1990) แสดงความสัมพันธ์อย่างเด่นชัดของความสัมพันธ์ระหว่างการลดหย่อนทางภาษีและแรงจูงใจในหนี้สิน โดยทฤษฎีทำนายว่า ถ้ากิจการคาดหวังอัตราภาษีหน่วยสุดท้าย² ไว้ต่ำจะเป็นแรงจูงใจในการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น อีกประเด็นหนึ่งได้แก่ การศึกษาถึงความแตกต่างของการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาในส่วนความต้องการเพิ่มทุน เพื่อเสนอทาง

¹ การป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สิน (Non-Debt Tax Shields) คือ ดัชนีที่แสดงถึงการลดหย่อนภาษีในส่วนที่นอกเหนือไปจากการได้ลดหย่อนภาษีจากการใช้หนี้สินเพื่อผลประโยชน์ทางภาษี

² อัตราภาษีหน่วยสุดท้าย คือ อัตราภาษีที่เรียกเก็บจากกำไรสุทธิหน่วยสุดท้าย

เลือกที่เหมาะสมต่อกิจการ ข้อมูลที่ใช้ได้แก่ การอนุญาตให้หักผลขาดทุนสะสมก่อนการหักภาษี (tax loss carryforward)³ และ การให้สิทธิพิเศษทางภาษีของการลงทุน (Investment tax credits) ซึ่งอ้างถึงทฤษฎีของ Auerbach และ Poterba (1986) เพื่อสนับสนุนแนวความคิดนี้โดยเสนอว่า เช่น การอนุญาตให้หักผลขาดทุนสะสมก่อนการหักภาษี (tax loss carryforward) ที่เพิ่มขึ้นจะลดโอกาสการใช้หนี้สินของกิจการ ในขณะที่เดียวกันการให้สิทธิพิเศษทางภาษีของการลงทุน (Investment credit tax) มีปริมาณสูงจะทำให้กิจการมีความสามารถการทำการกำไรของกิจการที่เพิ่มขึ้น แต่จากผลการศึกษาของเขาพบว่า การผนวกโอกาสการล้มละลายผลทางลบต่อโอกาสการใช้หนี้สินได้ดีขึ้น การศึกษาในครั้งนี้ยังได้ใช้ตัวแปรอื่นเพิ่มเติม ได้แก่ โอกาสการล้มละลายของกิจการ Moral Hazard การส่งสัญญาณ และอื่น ๆ ซึ่งจะแสดงถึงความสัมพันธ์กับการเลือกใช้หนี้สินได้ในระดับหนึ่ง

Smith และ Watts (1992) ศึกษาพบว่า กิจการที่มีผลขาดทุนจากภาษีสะสมมาหลายปี (tax loss carryforwards) จะมีแนวโน้มจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ที่น้อยลง

2) การล้มละลายทางการเงิน

ความน่าจะเป็นของการล้มละลายขึ้นอยู่กับความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินสำหรับระดับความเสี่ยงทางธุรกิจ ยิ่งบริษัทกู้เงินมากขึ้นเท่าไร ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังก็จะยิ่งสูงขึ้น และมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญก็จะยิ่งลดต่ำลง ต้นทุนล้มละลายนี้จึงเป็นตัวจำกัดจำนวนหนี้ที่บริษัทนำมาใช้ในโครงสร้างเงินทุน

อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2543) กล่าวว่า ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) วัดได้จากความผันแปรของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ (EBIT) ของบริษัท ระดับของความเสี่ยงนี้ขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรม อาทิเช่น อุตสาหกรรมที่เป็นวงจร เช่น อุตสาหกรรมเหล็กจะมีความเสี่ยงของธุรกิจสูง ในขณะที่อุตสาหกรรมผลิตสินค้าอุปโภคและบริโภคจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจที่ต่ำกว่า ส่วนบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์หลายชนิดจะมีความเสี่ยงต่ำกว่าบริษัทที่มีผลิตภัณฑ์เพียงชนิดเดียว บริษัทที่มีต้นทุนคงที่สูงพบว่ายากที่จะลดต้นทุนคงที่เมื่อยอดขายลดลง ผลที่ตามมาคือ บริษัทจะต้องประสบกับปัญหาความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ในขณะที่บริษัทที่มีคู่แข่งน้อยจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ เนื่องจากสามารถปรับปรุงราคาขายให้เป็นที่ไปตามการเปลี่ยนแปลงต้นทุนดำเนินงาน การเลือกผลิตสินค้าจะมีผลกระทบต่อความเสี่ยงทางธุรกิจด้วย เนื่องจากผลิตภัณฑ์ที่

3 การอนุญาตให้หักผลขาดทุนสะสมก่อนการหักภาษี (tax loss carryforward) คือ สิทธิพิเศษทางภาษีที่กิจการ ที่ประสบปัญหาการขาดทุนสะสมสามารถนำการขาดทุนนั้นมาหักภาษีในปีต่อมาที่เริ่มมีกำไรได้

ต้องใช้เทคโนโลยีการผลิตระดับสูงจะมีต้นทุนคงที่สูง ซึ่งทำให้เกิดภาวะผูกพันจากการดำเนินงาน (Operating leverage) มาก และส่งผลให้ความเสี่ยงทางธุรกิจสูงขึ้น

หากภาวะผูกพันจากการดำเนินงานของบริษัทมีค่ามาก หมายความว่าบริษัทมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง แต่ภาวะผูกพันจากการดำเนินงานก็ไม่ได้เป็นต้นเหตุของความเสี่ยงทางธุรกิจเพียงอย่างเดียว ความมีเสถียรภาพของรายได้และเสถียรภาพของต้นทุนจะมีผลกระทบต่อระดับความเสี่ยงทางธุรกิจด้วย บริษัทที่มีความต้องการในสินค้าและราคาขายที่คงที่ที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ เช่นเดียวกันบริษัทที่สามารถซื้อวัตถุดิบได้ในราคาคงที่ก็ที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ

ส่วน ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) คือ ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนอกเหนือจากความเสี่ยงทางธุรกิจ ความเสี่ยงทางการเงินเป็นผลมาจากการเพิ่มเงินกู้เข้าไปในโครงสร้างเงินทุน

Flath และ Knoeber (1980) นอกจากจะศึกษาด้านภาษีแล้ว เขายังได้ศึกษาในแง่ของต้นทุนการล้มละลาย พบว่า ต้นทุนการล้มละลายมีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนการหักภาษีและดอกเบี้ย

Castanias (1983) พบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการล้มละลายสูงจะมีการใช้สัดส่วนหนี้สินที่ต่ำกว่า เนื่องจากความเสี่ยงของกิจการมีมากขึ้น

Titman (1984) ได้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายหนี้สินกับการล้มละลายทางการเงิน ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์กัน โดยเสนอว่า ต้นทุนของการล้มละลายทางการเงินเกี่ยวข้องกับพฤติกรรมของผู้บริหารที่มีลักษณะไม่ชอบความเสี่ยง ซึ่งสัมพันธ์กับการตัดสินใจในการดำเนินงานและการตัดสินใจทางการเงิน

Titman และ Wessels (1988) แสดงถึงความผันผวนของรายได้น้อยจะทำให้ต้นทุนจากการล้มละลายลดลง การศึกษาใช้ความผันผวนของรายได้ส่งผลต่อกิจการเช่นไร นอกจากนี้ต้นทุนจากการล้มละลายที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาของส่วนหนี้สินลดลง ทำให้ประโยชน์ที่ควรจะได้รับลดน้อยลงตามไปด้วย

Jesus Saa-Requejo (1996) ทำการศึกษาการตัดสินใจทางการเงินของกิจการ กรณีการศึกษาประเทศสเปน โดยใช้การศึกษาแบบเชิงประจักษ์เน้นที่การแลกเปลี่ยนผลประโยชน์กันระหว่างส่วนหนี้สินกับส่วนหุ้นทุน โดยมีสมมติฐานว่ากิจการมีความสามารถในการกำหนดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนได้ และจะดำเนินการปรับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เข้าหาเป้าหมาย จากผลการศึกษาไม่พบว่าต้นทุนการล้มละลายมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

3) โคร่งสร้างสินทรัพย์ของกิจการ

โคร่งสร้างสินทรัพย์ของกิจการนั้น มีความสัมพันธ์โดยตรงต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ โดยตามทฤษฎี Tradeoff theory ที่คำนึงถึงต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้เป็นหลักนั้น ได้อธิบายถึง ความเกี่ยวข้องระหว่างโคร่งสร้างสินทรัพย์ของกิจการ และการกำหนดระดับโคร่งสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ดังต่อไปนี้

กิจการโดยทั่วไป จะมีการพยากรณ์ สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายแตกต่างกันไป โดยกิจการใดที่มีลักษณะของสินทรัพย์ที่มีตัวตนเป็นสัดส่วนที่สูง (Tangible assets) และมีกำไรก่อนภาษีเงินได้มาก จะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายไว้สูง ส่วนกิจการที่ไม่ค่อยจะมีผลกำไรจากการดำเนินงาน อีกทั้งลักษณะธุรกิจก็มีความเสี่ยงสูง ประกอบกับโคร่งสร้างสินทรัพย์ส่วนใหญ่ของกิจการเป็นสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน (Intangible asset ratio) กิจการแบบนี้ก็ควรจะจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุน ดังนั้นกิจการจึงต้องมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมไว้ต่ำ

เมื่อพิจารณาประกอบกับลักษณะในด้านอุตสาหกรรม จะพบว่า โดยปกติทั่วไปแล้ว กิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ต้องอาศัยเทคโนโลยีสูง ๆ (high-tech growth companies) จะมีการก่อหนี้น้อย ในขณะที่กิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมประเภท เช่น สาธารณูปโภค อุตสาหกรรมที่ใช้ทุนอย่างเข้มข้น (capital – intensive manufacturing firms) ธุรกิจบริการ (service firms) อุตสาหกรรมเหมืองแร่ (mining companies) และ ธุรกิจพ่อค้าปลีก จะสามารถก่อหนี้ได้มาก เนื่องจากสินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ที่มีตัวตนซึ่งสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันเวลาไปขอกู้ได้

อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงพบว่า กิจการส่วนใหญ่ที่มีความสามารถในการทำกำไรที่สูง จะมีสัดส่วนของหนี้สินที่ต่ำ ซึ่งขัดแย้งกับหลักการของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ (Tradeoff theory) โดยหากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่สูง กิจการมีแนวโน้มที่จะก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูง เพื่อจะได้รับผลประโยชน์การลดหย่อนทางภาษีที่เพิ่มขึ้น

แต่ความขัดแย้งดังกล่าวนี้ สามารถอธิบายได้ด้วยหลักการของ ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เนื่องจากผู้จัดการบริษัทจะเป็นผู้ที่รู้ถึงความสามารถในการทำกำไร และโอกาสในการเติบโตของกิจการได้ดีกว่าบุคคลภายนอก ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้ จะส่งผลทำให้นักลงทุนไม่ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ที่มีการออกใหม่ ทำให้นักลงทุนจะต้องมีการไต่ตรองอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจที่จะซื้อหลักทรัพย์ เนื่องจากความกังวลที่ว่าหลักทรัพย์นี้อาจจะมีมูลค่าที่เกินกว่าความเป็นจริง (Overpriced) มิฉะนั้นแล้ว หลังจากการ

ประกาศออกหุ้นจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นตกลงได้ ถ้าผู้จัดการบริษัทมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอกจริง ผู้จัดการจะพยายามหาสิ่งดึงดูดใจให้นักลงทุนเข้ามาซื้อหุ้นของบริษัทตอนที่ราคาหุ้นมีราคาสูงเกินกว่าความเป็นจริง แต่ถ้าผู้จัดการมองเห็นว่า ขณะนี้ราคาหุ้นของกิจการมีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (Underpriced) ก็จะตัดสินใจที่จะยังไม่ออกหุ้น แต่จะตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้แทน ซึ่งตาม Pecking order theory มีสมมติฐานว่า ผู้จัดการบริษัทต้องตระหนักถึง จังหวะเวลา (Timing) ในการออกหลักทรัพย์ แต่ในความเป็นจริงแล้ว ผู้จัดการบริษัทควรจะพิจารณาถึงปัจจัยทางด้านภาษี (Taxes) ต้นทุนที่จะเกิดจากความอ่อนแอทางการเงิน (Financial distress cost) และต้นทุนความขัดแย้งระหว่างบุคคล (agency cost) ด้วย ดังนั้น นักลงทุนจึงเรียนรู้พฤติกรรมจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยมักจะมองว่าการออกหุ้นเพิ่มเป็นการส่งสัญญาณในแง่ลบต่อบริษัทที่ออก โดยปัญหาต่างๆ จะสามารถจัดไปได้ ถ้ากิจการสามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ซึ่งก็คือ กำไรสะสมที่กิจการมีอยู่ (Retained Earning) โดยผู้จัดการควรจะนำกำไรส่วนนี้มาใช้สำหรับการลงทุนต่อ แต่ถ้าแหล่งเงินทุนจากภายในมีไม่เพียงพอ ทำให้กิจการมีความจำเป็นต้องจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกจริงๆ แนวทางแรกของการเลือกแหล่งเงินทุน ก็ควรจะมาจากส่วนของหนี้ เพราะ การระดมทุนจากการก่อหนี้ดูเหมือนจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นน้อยกว่า ดังนั้น การระดมทุนจากส่วนของหนี้ก็จะเป็นการลดความกังวลต่อนักลงทุนได้ ซึ่งตาม Pecking order theory ผู้จัดการบริษัทควรตัดสินใจระดมเงินทุนจากส่วนของทุนเป็นแหล่งเงินทุนอันดับสุดท้าย

ทฤษฎี Pecking order theory นี้ ไม่ได้ละเลยที่จะพิจารณาถึง ปัจจัยทางด้านภาษี และความอ่อนแอทางการเงิน (Financial distress) แต่ได้ให้ความสำคัญแก่ปัจจัยดังกล่าวน้อยกว่า ความพอใจของผู้จัดการที่มีต่อการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน มากกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก และพอใจการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการระดมทุนโดยการออกหุ้นใหม่ ด้วยเหตุผลที่ว่า ถ้าพิจารณาในแง่ของนักลงทุน นักลงทุนจะมีความกังวลเกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์ที่ออก โดยพบว่าโอกาสของหลักทรัพย์ที่เป็นตราสารหนี้จะมีโอกาส Mispriced น้อยกว่า หลักทรัพย์ที่เป็นตราสารประเภททุน ดังนั้น ถ้าไม่เกิดความอ่อนแอทางการเงินกับกิจการที่ออกหลักทรัพย์ นักลงทุนก็จะได้รับผลตอบแทนที่คงที่ในรูปของดอกเบี้ย ด้วยเหตุนี้ ตามทฤษฎี Pecking order theory จึงกล่าวว่า ถ้ากิจการมีความต้องการแหล่งเงินทุนจากภายนอกจริงๆ ก็ควรจะระดมทุนจากส่วนของหนี้ก่อน การพิจารณาจากส่วนของทุน และควรจะออกตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่าประเภทหุ้นกู้ (Straight bond) ก่อน ตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible bond)

สำหรับงานศึกษาในประเทศไทยนั้น นางสาวน้ำทิพย์ หงษ์ปาน (2543) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นเครื่องชี้นำโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัททางการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2542 จากผลการศึกษา พบว่า ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทน และ เงินทุนภายในของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ในขณะที่ผลกระทบทางภาษีไม่มีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างทางการเงิน เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการลดภาระทางภาษี เป็นปัจจัยที่มีบทบาทน้อยต่อการตัดสินใจเลือกใช้แหล่งเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงภาวะวิกฤตทางการเงิน นอกจากนี้ ยังพบว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้น และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น มีบทบาทอย่างมากต่อโครงสร้างทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะกิจการที่มีลักษณะแบบครอบครัวจะมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินมากกว่าเงินทุนจากผู้ถือหุ้น และยังพบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและระดับของการใช้หนี้สินของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้าม เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีบทบาทในการควบคุมการบริหารของฝ่ายบริหาร ซึ่งทำให้การใช้หนี้สินเพื่อการควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารนั้นไม่มีความจำเป็นสำหรับกิจการที่มีสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในระดับสูง

นายพันธุ์นิติ เหนียนเฉลย (2543) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย โดยโครงสร้างเงินทุนอธิบายได้ด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทางบัญชีซึ่งรวบรวมข้อมูลจากงบดุลของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกิจการภาคการเงิน จำนวน 282 กิจการโดยใช้การวิเคราะห์โมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นหรือโมเดลลิสเรล (Linear structural relation or linear structural equation model: LISREL) จากการวิเคราะห์คุณสมบัติกิจการกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุน พบว่าปัจจัยภาวะทางภาษี, การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ, ขนาดกิจการและความสามารถในการทำกำไร ไม่สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยความอ่อนแอทางการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน โดยมีค่าอิทธิพลเท่ากับ 0.50 กล่าวคือ ถ้ากิจการมีความอ่อนแอมากขึ้นจะเป็นปัจจัยที่กำหนดให้กิจการใช้ส่วนหนี้สินมากขึ้น ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานก่อนการศึกษา ทั้งนี้เนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทยไม่เป็นทางเลือกที่ดีในการจัดหาแหล่งเงินทุน เพราะตลาดทุนมีลักษณะที่ไม่สมบูรณ์ เช่น มีขนาดเล็ก มีความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ดังนั้นการแก้ไขโครงสร้างเงินทุนจากภาระหนี้สินที่มากเกินไปสำหรับประเทศไทย ควรใช้มาตรการพัฒนาตลาดทุนเพื่อให้มีการใช้ส่วนทุนเพิ่มมากขึ้น

ในส่วนของประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการบริหารระดับของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน เพื่อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมนั้น Taggart (1977) และ Marsh (1982) ได้ศึกษาโดยใช้ Static Tradeoff Model และได้ข้อสรุปที่ว่า ระดับของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะเป็นค่า ณ เวลาใด

เวลาหนึ่งเท่านั้น เนื่องจาก ผลประโยชน์ทางภาษีที่จะได้รับจากการก่อหนี้จะเท่ากับต้นทุนของ ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress) ณ เวลาหนึ่ง แต่เมื่อเวลาผ่านไประดับของสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย

แต่จากการศึกษาของ Masulis (1980), Dann และ Mikkelsen (1984), Mikkelsen และ Partch (1986) และ Eckbo (1986) ได้ให้ข้อสรุปที่ขัดแย้งกับ Static Tradeoff model โดยกล่าวว่า พฤติกรรมการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการนั้นจะได้รับอิทธิพลจาก Pecking Order Theory ซึ่งเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดหาเงินทุน (Transaction Cost) โดยกิจการจะพยายามที่จะลดค่าใช้จ่ายจากการจัดหาเงินทุนเพิ่ม และจะตัดสินใจเลือกใช้แหล่ง เงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) ก่อนแหล่งเงินทุนจากภายนอกกิจการ (External Fund) แต่ถ้ากิจการมีความจำเป็นที่จะต้องใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกแล้ว กิจการก็จะตัดสินใจที่จะจัด หาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) มากกว่า การจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุน (Equity) ซึ่งการเลือก ประเภทของแหล่งเงินทุนดังกล่าวจะเป็นผลทำให้กิจการไม่มีระดับอัตราส่วนหนี้สินที่เหมาะสม (Target debt ratio)

สำหรับประเด็นเกี่ยวกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนนั้น สมมติ ฐานภายใต้ทฤษฎีของ Modigliani - Miller ระบุว่า ไม่มีต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครง สร้างเงินทุน (no adjustment cost) ขณะที่ในทางปฏิบัติมีต้นทุนดังกล่าวเกิดขึ้น ดังนั้น ผู้จัดการ บริษัทควรที่จะวางแผนการจัดหาเงินทุนเพื่อให้ต้นทุนดังกล่าวต่ำที่สุด เพราะถ้าต้นทุนในการออก หลักทรัพย์มีเพิ่มขึ้นมากอย่างผิดปกติ ต้นทุนดังกล่าวนี้จะส่งผลทำให้สัดส่วนหนี้สินของกิจการผัน ฝวอนออกจากระดับหนี้สินเป้าหมายได้ตลอดเวลา

อย่างไรก็ตาม จากงานศึกษาของ Myers's (1984) Myers และ Majluf's (1984) โดยใช้ pecking order models นั้น ได้ข้อสรุปว่า ไม่สามารถหาระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมได้ เนื่องจากปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (asymmetric information) และ ปัญหาการส่งสัญญาณ (signaling problem) ที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ดังนั้น ทางที่ดีกิจการควรที่จะพิจารณาการจัดหาเงินทุนตามขั้นตอนการจัดหาเงินทุน โดยควรที่จะ พิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ เป็นอันดับแรก แต่ถ้ามีความจำเป็นต้องแหล่ง เงินทุนจากภายนอกก็ควรที่จะจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ก่อนการพิจารณาการจัดหาเงินทุนจาก ส่วนของทุน เหตุผลที่ The pecking order model กล่าวว่า กิจการโดยทั่วไปจะไม่มีที่ตั้งสัดส่วน หนี้สินเป้าหมาย ก็เพราะว่าสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของบริษัทนั้นถูกกำหนดมาจากผลการจัดหา เงินทุนตามลำดับขั้นตอนของการจัดหาเงินทุนอยู่ตลอดเวลา โดยถ้าสมมติว่า ในปัจจุบันบริษัท ต้องประสบกับปัญหาความขาดแคลนทางการเงิน โดยพิจารณาหาแหล่งเงินทุนอันดับแรก จากการกู้ หรือ การก่อหนี้ ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการนั้นสูงขึ้นในภาย

หลัง ซึ่งเหตุผลดังกล่าวก็สามารถอธิบายได้ว่า ทำไมความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอดีตถึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

Lucas และ McDonald (1990) ได้ขยายทฤษฎีของ Myers และ Majluf เกี่ยวกับ Dynamic Setting โดยกล่าวว่า ผู้จัดการบริษัทจะรับรู้เกี่ยวกับข้อมูลภายในมูลค่าของกิจการ ดังนั้น ผู้จัดการก็จะยึดระยะเวลาการระดมทุนจากส่วนของทุนออกไปจนกระทั่งถึงเห็นถึงโอกาสในการลงทุนของกิจการ และมองเห็นว่า ระดับราคาหุ้นของกิจการที่ออกหลักทรัพย์นั้นมีความสูงเกินกว่าที่ควรจะเป็นจึงจะพิจารณาการออกหลักทรัพย์ใหม่

แนวคิดเกี่ยวกับ Dynamic Optimal นี้มีความสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เมื่อค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจัดหาเงินทุน (Transaction Cost) เป็นอุปสรรคต่อการที่กิจการไม่สามารถรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมได้ ดังนั้นหากกิจการตัดสินใจที่จะเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ก็จำเป็นที่จะต้องพิจารณาถึงค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนนี้ด้วย เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวอาจจะทำให้ต้นทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนใหม่มีมากกว่าผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

สำหรับกิจการที่มีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็ว พบว่า การเพิ่มทุนจากการก่อหนี้ จะก่อให้เกิดปัญหา “ Overshoot “ คือ กิจการจะไม่สามารถรักษาระดับ Target Debt ratio นี้ได้ แต่ก็มีวิธีการหนึ่งที่สามารถลดผลกระทบนี้ได้ โดยการที่กิจการหันมาใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้น และเมื่อกิจการมีเงินกู้ระยะสั้นเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ เมื่อเวลาผ่านไป กิจการก็อาจจะทำการเพิ่มแหล่งเงินทุนระยะยาวจากภายนอก ซึ่งวิธีการนี้จะเป็นการลด Transaction Cost เนื่องจาก สามารถลดจำนวนครั้งที่เพิ่มเงินกู้ระยะยาวได้ อีกทั้งยังสามารถช่วยลดผลกระทบของการใช้เงินกู้ระยะยาวที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะมีผลต่อสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ กล่าวคือ กิจการสามารถนำเงินกู้ระยะยาวที่เพิ่มขึ้นใหม่ส่วนหนึ่งไปใช้ชำระหนี้เงินกู้ระยะสั้นที่มีมากได้ ซึ่งกิจการอาจจะดำเนินการวิธีนี้เป็นวงจรไปเรื่อยๆ (Rollover)

นอกจากประเด็นที่สำคัญ 4 ประเด็น ที่เกี่ยวข้องกับพิจารณาโครงสร้างเงินทุน ดังที่ได้อธิบายไปข้างต้นแล้วนั้น พบว่า จากงานศึกษาที่ผ่านมา ยังไม่ได้มีการนำเอาปัจจัยบทบาทของสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic condition) เข้ามาพิจารณาร่วมด้วย ดังนั้นในงานวิจัยนี้ จึงได้นำเอาปัจจัยทางด้านสถานะเศรษฐกิจมหภาค และลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm – specific variables) เข้ามาพิจารณาต่อการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการ และทางเลือกในการจัดหาเงินทุน โดยมีการพิจารณานั่นเองเพิ่มเติมว่า ถ้าหากกิจการต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินขึ้นมา จะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจของกิจการอย่างไร โดยการศึกษานี้ได้แบ่งกิจการตัวอย่างที่ใช้ศึกษาออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทาง

การเงิน (Financial constrained firms) กับ กลุ่มกิจการที่ไม่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial unconstrained firms) จากสมมติฐานในเบื้องต้น กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน อาจจะมีลักษณะโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมือนกับกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินก็ได้ ในทำนองเดียวกัน เมื่อระยะเวลาเปลี่ยนไป สภาพทางเศรษฐกิจก็มีการเปลี่ยนแปลงไปด้วย อาทิเช่น ถ้ากำหนดให้ปัจจัยอื่นๆ คงที่ เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงในราคาโดยเปรียบเทียบของสินทรัพย์ ก็อาจจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจการมีการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่แตกต่างกันออกไปในแต่ละช่วงเวลา

2.1.5 ปัจจัยทางด้านสถานะเศรษฐกิจมหภาค

จากหลักการทั่วไป กิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrained firm) จะมีการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่แปรผันตามกับสถานะทางเศรษฐกิจ (Pro-cyclical) เนื่องจากในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจมีการขยายตัว สินทรัพย์ที่สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันจะมีมูลค่าที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการมีมากขึ้น ดังนั้นในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจมีการขยายตัว กิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางด้านการเงินจึงมีการตั้งระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่สูง

แต่จากการศึกษาของ Levy (2001) ได้พัฒนา agency model พบว่า กิจการที่ไม่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial unconstrained firm) จะมีการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายในลักษณะที่สวนทางกับสถานะทางเศรษฐกิจ (Counter-cyclical) เนื่องจาก Levy ให้เหตุผลว่า ในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจถดถอยนั้น ความมั่งคั่งของผู้จัดการบริษัทที่มีการก่อหนี้จะลดลงเมื่อเทียบกับ ผู้ถือหุ้นภายนอก ซึ่งจะส่งผลให้ ผู้จัดการบริษัทมีแรงจูงใจที่จะโยกย้ายความมั่งคั่งของบริษัทเข้าสู่ผลประโยชน์ส่วนตัวมากขึ้น ซึ่งในสภาวะดังกล่าว ยิ่งส่งผลทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (agency problem) มั่นรุนแรงยิ่งขึ้น ดังนั้นทางที่จะลดหย่อนปัญหานี้ได้ ผู้ถือหุ้นจึงต้องบังคับให้ผู้จัดการบริษัทเพิ่มระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายเพื่อที่จะเป็นการควบคุมตรวจสอบการบริหารงานและลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลง

จาก ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนึ่งของหนี้ (The trade-off theory) นั้น พบว่า การก่อหนี้ของกิจการจะผันแปรไปตามสถานะทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในช่วงที่สถานะทางเศรษฐกิจมีการขยายตัว อาทิเช่น ตลาดหุ้นมีผลการดำเนินงานที่ดี ซึ่งถูกคาดว่าจะมีต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการล้มละลาย (bankruptcy cost) ที่ต่ำ และมีกระแสเงินสด (free cash flow) ที่มาก ดังนั้น การระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ จะเป็นทางเลือกที่น่าสน

ใจสำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน: Jensen และ Meckling (1976) Gertler และ Hubbard (1993) หรือ Zwiebel (1996)

แต่ถ้าอธิบายตามหลักการของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (The pecking order theory) จะกล่าวว่า การก่อหนี้ของกิจการจะผันแปรไปในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับสถานะทางเศรษฐกิจ (Counter-cyclical leverage) เพราะว่ากิจการอยากจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในสำหรับการลงทุนและจะยังมีการใช้แหล่งเงินทุนภายในมากขึ้นในช่วงสถานะเศรษฐกิจขยายตัว โดยเฉพาะสำหรับกลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งผลดังกล่าวก็สอดคล้องกับการศึกษาทางทฤษฎีของ Levy (2001) ที่อธิบายถึง ความสัมพันธ์ของ สถานะทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic conditions) กับ สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน (Capital structure)

Korajczyk และ Lucas และ McDonald (1992) และ Choe และ Masulis และ Nanda (1993) กล่าวว่า กิจการจะมีการระดมทุนจากการออกหุ้นสามัญใหม่เมื่อตลาดมี adverse selection costs ที่ต่ำ เพื่อที่การประกาศระดมทุนจากส่วนของทุนจะมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของราคาที่น่า้อยลง อีกทั้งยังพบว่า Adverse selection cost จะแปรผันไปในทิศทางที่สวนทางกับสถานะทางเศรษฐกิจ ซึ่งโดยทั่วไปจะมีการระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุนกันมากในช่วงที่มีเศรษฐกิจมีการขยายตัว

2.2 ทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ

การตัดสินใจเกี่ยวกับทางเลือกในการระดมทุนของบริษัท จะตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า เมื่อระดับโครงสร้างเงินทุนที่เกิดขึ้นจริงเกิดเบี่ยงเบนออกจากระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย กิจการจะพยายามที่จะปรับระดับโครงสร้างเงินทุนให้เข้าสู่ระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่ได้ตั้งไว้

จากการศึกษาของ Paul Marsh (1982) ภายใต้สมมติฐานที่ว่า การตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนจากส่วนของหนี้ หรือ ส่วนของทุน นั้นเป็นผลมาจากความแตกต่างระหว่าง ระดับสัดส่วนหนี้สินในปัจจุบัน กับ ระดับหนี้สินที่บริษัทได้ตั้งเป้าหมายไว้ (Target Debt ratio) โดยพบว่า สภาพตลาดและราคาหลักทรัพย์ในอดีตมีผลต่อการตัดสินใจเลือกระหว่าง Debt และ Equity ของกิจการ โดยที่การตั้งระดับหนี้สินเป้าหมายของกิจการนั้นจะได้รับอิทธิพลจากขนาดของกิจการ (Firm size) ความเสี่ยงในการล้มละลาย (Bankruptcy risk) และ โครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการ (Asset composition)

ส่วนการศึกษาของ Modigliani และ Miller's (1958) กล่าวว่าทางเลือกของกิจการในการจัดหาเงินทุนโดยวิธีใดๆนั้น จะขึ้นอยู่กับ ความแตกต่างระหว่าง สัดส่วนของหนี้สินในปัจจุบัน

กับ สัดส่วนของหนี้สินเป้าหมาย เนื่องจาก สัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนนั้นจะถูกกำหนดจากการคาดการณ์ ความอ่อนแอทางการเงินของกิจการ (Financial Distress) และพิจารณาถึงข้อได้เปรียบทางภาษี

นางสาวรุ่งทิพย์ กมลพรพันธ์ (2540) ทำการทดสอบกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีการบริหาร Leverage ในลักษณะที่เป็น Active Leverage Management เพียงใด โดยวัดจากการเปลี่ยนแปลงค่าของ Leverage ที่คาดว่าจะเกิด ถ้ามีการเพิ่มเงินทุนเทียบกับการเปลี่ยนแปลงค่า Leverage ที่เกิดขึ้นจริงหลังจากมีการเพิ่มเงินทุน ผลจากการศึกษา หากพิจารณา Book-value Leverage พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วผู้บริหารมีความพยายามรักษาระดับ Leverage และกิจการมีแนวโน้มที่จะรักษา Leverage ไว้ให้อยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับอุตสาหกรรม แต่ในขณะที่การคำนวณ Market-value Leverage ยังมีอาจสรุปได้ อีกทั้งทดสอบปัจจัยต่างๆในตัวแบบที่มีผลต่อการกำหนดและการตัดสินใจเปลี่ยนแปลง Leverage พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าเฉลี่ย Leverage ที่แตกต่างจากค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงระดับ Leverage อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งแสดงว่า โดยเฉลี่ยแล้วกิจการมีความพยายามที่จะคงระดับ Leverage ให้ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย Leverage ของอุตสาหกรรม โดยช่วงที่สนใจศึกษาอยู่ในช่วงปี 2537-2539 มีกลุ่มกิจการทั้งสิ้น 317 บริษัท โดยใช้วิธีการ OLS regression

งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับวิธีการประมาณระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับปัจจัยที่มีผลต่อทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของกิจการ

การศึกษาของ Marsh (1982) ในเรื่องทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ ได้ใช้ a Logit model โดยพบว่า โอกาสที่กิจการจะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ และ ส่วนของทุนนั้น จะขึ้นอยู่กับ ความแตกต่างของระดับ สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในปัจจุบัน กับ ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายของบริษัท โดยหาสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป้าหมายจากค่าเฉลี่ยของข้อมูลตัวอย่างในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ในขณะที่ Opler และ Titman (1994) ซึ่งก็ใช้ a Logit model เช่นกัน แต่หาสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป้าหมายจาก a cross – sectional model

ส่วน Taggart (1977) และ Jalilvand และ Harris (1984) ได้พยากรณ์หาสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม (Optimal debt ratio) จากการใช้ a target – adjustment model เพื่อจะหาความมีนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ในการปรับตัว โดย Auerbach (1985) ก็ได้พยากรณ์สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ด้วยวิธีเดียวกัน แต่ผลที่ได้จะใช้สำหรับกิจการที่มีลักษณะเฉพาะเจาะจง และมีลักษณะโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่แตกต่างกันไปตามเวลา

เมื่อพิจารณาในส่วนของการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ พบว่า กิจการที่มีขนาดเล็กจะอาศัยแหล่งเงินทุนจากเงินกู้ธนาคาร มากกว่า การออกหนี้สินระยะยาว เนื่องจาก กิจการที่มีขนาดเล็กมักจะเผชิญกับปัญหาต้นทุนในการออกหลักทรัพย์ค่อนข้างสูง อีกทั้งยังมีอุปสรรคมากต่อการเข้าไปในตลาดทุน : Van Horne (1977) และ Myers (1977) กิจการส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะพิจารณาการออกหลักทรัพย์ให้สอดคล้องกับระยะเวลาที่ครบกำหนดของสินทรัพย์และหนี้สินของกิจการ โดยกิจการจะออกหนี้สินระยะยาวตามระดับสินทรัพย์ถาวรที่กิจการครอบครองอยู่ และจะออกหนี้สินระยะสั้นตามสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการ และยังพบอีกว่า ถ้าผู้จัดการบริษัทใดมีกังวลเกี่ยวกับ ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับระดับอัตราเงินเฟ้อในอนาคตของบริษัทก็จะส่งผลทำให้ผู้จัดการบริษัทหลีกเลี่ยงการออกหนี้สินระยะยาวที่มีเงื่อนไขการจ่ายดอกเบี้ยในอัตราคงที่ แต่จะหันมาออกหนี้สินระยะสั้น หรือออกหนี้สินระยะยาวที่มีเงื่อนไขการจ่ายดอกเบี้ยในอัตราลอยตัวแทน : Brealey และ Schaefer (1977)

ดังนั้น การที่กิจการจะเลือกออกตราสารทางการเงินใดสำหรับการจัดหาเงินทุนนั้น ก็จะขึ้นอยู่กับความแตกต่างระหว่างระดับหนี้สินในปัจจุบัน กับ ระดับหนี้สินเป้าหมาย ส่วนการกำหนดระดับหนี้สินเป้าหมายของกิจการ ตามหลักทฤษฎีที่กล่าวมาข้างต้น พบว่าจะขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่าง อาทิเช่น ความเสี่ยงในการล้มละลาย (Bankruptcy risk) ระดับภาษี (Tax rates) ขนาดของกิจการ (Firm size) โครงสร้างสินทรัพย์ของกิจการ (Asset Composition) และ ความไม่แน่นอนของระดับอัตราเงินเฟ้อในอนาคต (Uncertainty about future inflation rates) เป็นต้น

จากงานวิจัยที่ผ่านมาสามารถสรุปแนวทางการวิจัยได้สองแนวทาง คือ การวิจัยเชิงทฤษฎีโดยเป็นการวิจัยเพื่อศึกษาสาเหตุและผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน และการวิจัยเชิงประจักษ์ซึ่งจะเป็นการวิจัยที่นำทฤษฎีมาทดสอบทางสถิติเพื่อทดสอบว่าทฤษฎีนั้นมีความสอดคล้องกับความเป็นจริงมากน้อยเพียงใด การศึกษาในยุคเริ่มแรกจะเป็นการศึกษาในเชิงทฤษฎี และนำทฤษฎีนั้นมาพัฒนาและทดสอบในเชิงประจักษ์ ดังจะเห็นว่าการเพิ่มขึ้นของงานวิจัยเชิงประจักษ์จะสอดคล้องกับการพัฒนาทางสถิติเพื่อให้ได้คำตอบที่มีคุณค่ามากขึ้น ดังนั้นในการศึกษานี้จึงสนใจวิธีการศึกษาถึงปัจจัยต่างๆที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และ การตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม ดังที่ได้อธิบายไว้ในบทถัดไป

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic conditions) และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm-specific variables) ที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายของกิจการ และการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม โดยได้อาศัยแบบจำลองทางเศรษฐมิติของ Hovakimian, Opler, and Titman (2001) และ Robert A. Korajczyk and Amnon Levy (2002) และอาศัยการวิเคราะห์ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-sectional regression) เข้ามาช่วยในกระบวนการ Two-stage procedure โดยกระบวนการ Two-stage procedure นั้นหมายความว่า การประมาณหาค่าความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ จากกระบวนการในขั้นที่ 1 หลังจากนั้นนำเอาค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ดังกล่าวมาประมาณหาค่าระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ เพื่อสำหรับที่จะใช้ในการคำนวณหาค่าระดับความแตกต่างระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่สำคัญปัจจัยหนึ่งที่ใช้สำหรับการอธิบายถึงการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มในกระบวนการในขั้นที่ 2 โดยทั้งสองกระบวนการนี้ได้พิจารณาเพิ่มเติมบนเงื่อนไขในกรณีที่ว่าหากกิจการต้องอยู่ในสถานะที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กิจการจะมีพฤติกรรมการตัดสินใจที่จะกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและทางเลือกในการระดมทุนของกิจการอย่างไร

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ ข้อมูลปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค และ ข้อมูลที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาเป็นรายไตรมาสครอบคลุมระหว่างไตรมาสที่ 1 ของปี พ.ศ. 2538 จนถึง ไตรมาสที่ 4 ของปี พ.ศ. 2544

3.1.1 ข้อมูลปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค

ข้อมูลปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคนั้นเป็นข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (Time series) ประกอบด้วย ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index) และอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index) โดยแหล่งที่มาของข้อมูลมาจากฐาน

ข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค ธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งแต่ละตัวแปรที่มีจำนวนข้อมูลตัวอย่าง (observation) ทั้งหมด 28 ข้อมูลตัวอย่าง

โดยคำจำกัดความของข้อมูลปัจจัยสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค ทั้ง 4 ตัว สามารถสรุปได้ดัง ตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1
คำจำกัดความของตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาค

ตัวแปร	คำจำกัดความ
1. ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index)	เครื่องชี้ระดับการผลิตในภาคอุตสาหกรรมของงวดเวลาใดงวดเวลาหนึ่งเปรียบเทียบกับระดับการผลิตภาคอุตสาหกรรมในปีฐาน (ปีฐาน: 2538)
2. ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption index)	ดัชนีที่สามารถดูการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนซึ่งถือเป็นดัชนีที่ชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ
3. ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private investment index)	ดัชนีที่สามารถดูการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายลงทุนของภาคเอกชน ซึ่งประกอบด้วย รายจ่ายในการสะสมทุนถาวรเบื้องต้นภาคเอกชน (Gross private fixed capital formation) และส่วนเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง (change in inventories)
4. อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index)	เครื่องชี้ระดับการผลิตของภาคอุตสาหกรรม ซึ่งมีความสำคัญในเชิงนโยบาย เพราะสะท้อนถึงความเพียงพอที่จะรองรับการขยายตัวของการผลิต การส่งออกและแรงกดดันต่อราคาสินค้าภายในประเทศ

สำหรับข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาค สามารถแสดงได้ดัง ตารางที่

3.2

ตารางที่ 3.2
ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาค

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาค ประกอบด้วย ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และอัตราการใช้กำลังการผลิต ระหว่างไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2538 ถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2544

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวนข้อมูล
ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	106.5275	107.2490	117.8657	92.8089	7.0888	28
ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน	99.8714	100.4000	104.2333	93.1333	3.0548	28
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	56.6146	42.2190	101.8385	24.2337	27.8515	28
อัตราการใช้กำลังการผลิต	62.6570	58.9653	79.3905	50.8388	9.3052	28

3.1.2 ข้อมูลที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm-specific variables)

ข้อมูล que แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการเป็นข้อมูลที่ผสมกันระหว่างข้อมูลอนุกรมเวลา (Time –series) และข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross –sectional) โดยกลุ่มกิจการตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งสิ้น 230 บริษัท ไม่รวมกิจการในภาคการเงิน ซึ่งในการศึกษานี้ได้แบ่งกลุ่มกิจการตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrained firms) กับกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial unconstrained firms) โดยแหล่งที่มาของข้อมูลมาจากฐานข้อมูล I-SIM ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยคำจำกัดความของข้อมูลที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 3.3

ตารางที่ 3.3
คำจำกัดความของตัวแปรคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ

ตัวแปร	คำจำกัดความ
1. สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage ratio)	สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้ : $\text{สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์} = (\text{หนี้สินระยะสั้น} + \text{หนี้สินระยะยาว}) / \text{สินทรัพย์รวม}$
2. ขนาดของกิจการ (Firm size)	ขนาดของกิจการ สามารถหาได้จาก ล็อกการที่มีธรรมชาติของยอดขายของกิจการ
3. สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม (Tangible asset ratio)	สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้ : $\text{สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม} = (\text{สินค้ำคงคลัง} + \text{เครื่องจักรและอุปกรณ์เบื้องต้น}) / \text{สินทรัพย์รวม}$
4. ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense / Sales)	ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้ : $\text{ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย} = \text{ค่าใช้จ่ายในการขาย} / \text{ยอดขาย}$
5. อัตราผลตอบแทนของหุ้น (Stock return)	อัตราผลตอบแทนของหุ้น สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้ : $\text{อัตราผลตอบแทนของหุ้น} = (\text{ราคาหลักทรัพย์}_{t+1} - \text{ราคาหลักทรัพย์}_t) / \text{ราคาหลักทรัพย์}_t$
6. มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสินทรัพย์ (Market to book ratio)	มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสินทรัพย์ สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้ : $\text{มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสินทรัพย์} = \text{มูลค่าตามราคาตลาดของสินทรัพย์} / \text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}$
7. กำไรจากการดำเนินงาน (Operating profit)	กำไรจากการดำเนินงาน สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้ :

	ไปนี้ : กำไรจากการดำเนินงาน = รายรับรวม - ต้นทุนขาย - ค่าใช้จ่าย ในการขายและการบริหาร
8. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on asset)	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สามารถหาได้จากความสัมพันธ์ ดังต่อไปนี้ : อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ = กำไรก่อนดอกเบี้ย / สินทรัพย์ รวม
9. อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด (Equity market return)	อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด สามารถหาได้จากความ สัมพันธ์ดังต่อไปนี้ : อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด = (ราคาหลักทรัพย์ของ ตลาด _{t+1} - ราคาหลักทรัพย์ของตลาด _t) / ราคาหลักทรัพย์ ของตลาด _t

สำหรับข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สามารถแบ่งได้
ออกเป็น 2 กลุ่มตามลักษณะข้อจำกัดทางการเงินของกิจการ ดังแสดงไว้ที่ ตารางที่ 3.4 และ 3.5

ตารางที่ 3.4

ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน ระยะเวลาในการ
ศึกษาระหว่างไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2538 ถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2544

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวนข้อมูล
สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.4256	0.4257	1.7700	0.0000	0.2808	1372
ขนาดของกิจการ	13.2690	13.1322	17.3048	8.5370	1.3312	1372
สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อ สินทรัพย์รวม	2901.8960	0.6484	1687592.0000	0.0000	63950.9900	1372
ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย	0.3075	0.1767	53.2708	-2.4306	1.5062	1372
อัตราผลตอบแทนของหุ้น	-0.3115	0.0029	0.9633	-22.0195	1.4713	1372
มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตาม บัญชีสินทรัพย์	3.7411	2.0200	300.0000	0.0000	14.6414	1372
กำไรจากการดำเนินงาน	283684.3000	65748.8800	11190647.0000	-760881.0000	761558.7000	1372

ตารางที่ 3.5
ข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ
สำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ สำหรับกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน ระยะเวลาในการศึกษาระหว่างไตรมาสที่ 1 พ.ศ. 2538 ถึง ไตรมาสที่ 4 พ.ศ. 2544

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	มัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	จำนวนข้อมูล
สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	0.3036	0.3185	0.9181	0.0000	0.1976	3543
ขนาดของกิจการ	12.7331	12.6897	17.4023	7.2772	1.3002	3543
สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม	8365.9810	0.6469	2475261.00	-0.0103	114676.70	3543
ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย	0.2410	0.1550	8.6909	-1.2508	0.5419	3543
อัตราผลตอบแทนของหุ้น	-0.0507	0.0111	23.5380	-18.6086	0.6622	3543
มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสินทรัพย์	0.6821	0.5200	83.9400	0.0300	1.7946	3543
กำไรจากการดำเนินงาน	135530.60	32961.38	11625026.00	-5864113.00	593709.00	3543
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	0.2066	0.0904	14.5104	-0.4656	0.7290	3543
อัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด	-0.1834	-0.1591	5.7143	-1.0000	0.6679	3543

สำหรับเกณฑ์การพิจารณากลุ่มกิจการที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrained firms) ออกเป็น 2 อย่าง ดังนี้

1. เป็นกิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล และ
2. กิจการนั้นจะต้องมีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 ในแต่ละไตรมาส ซึ่งถือเป็นตัวแทนสำหรับการอธิบายถึง โอกาสในการลงทุน (investment opportunities) ของกิจการ

$$The Firm's Tobin's Q = \frac{Market\ value\ of\ equity + Book\ value\ of\ Debt}{Book\ value\ of\ assets}$$

แต่ถ้ากิจการใดไม่มีลักษณะดังที่กล่าวมาข้างต้น ก็จะถูกถือว่าเป็น กิจการที่อยู่ในกลุ่มที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial unconstrained firms)

ในกลุ่มตัวอย่างได้กำหนดให้ มีตัวแปรแฝง ที่อธิบายเกี่ยวกับลักษณะของกิจการ โดยกลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrained firm) เราจะให้แทนด้วย = 0 ส่วนกลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial unconstrained firm) แทนด้วย = 1 หลังจากกำหนด

กลุ่มตัวอย่างแล้ว ก็นำตัวแปรทางบัญชีและตัวแปรทางสภาวะเศรษฐกิจมหภาคของกิจการในแต่ละกลุ่มมาหาความสัมพันธ์เกี่ยวกับการกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ ตามกระบวนการในการศึกษาในขั้นที่ 1 และ ขั้นที่ 2 ตามลำดับ

3.2 กระบวนการในขั้นที่ 1 (The first stage procedure)

จุดประสงค์ของ กระบวนการในขั้นที่ 1 ต้องการประมาณค่า ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ (Target debt ratio) จากสมการถดถอยโดยใช้วิธีการ OLS regression

$$Lev_{it}^* = \alpha_1 MPI_{i,t-1} + \alpha_2 PCI_{i,t-1} + \alpha_3 PII_{i,t-1} + \alpha_4 CU_{i,t-1} + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 TA_{i,t-1} + \beta_3 SELLEXP_{i,t-1} + \beta_4 STOCKRET_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 OP_{i,t-1} \quad (1)$$

กำหนดให้

Lev_{it}^* = สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป้าหมาย (Firm's expected optimal leverage ratio) รายไตรมาส

$$Lev_{i,t}^* = \frac{Short\ term\ debt + Long\ term\ debt}{Market\ value\ of\ assets}$$

Lev_{it}^* เป็นตัวแปรตามใน สมการถดถอยขั้นแรก ซึ่งจะมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1

ตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้ เป็นตัวแทนของปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งสามารถอธิบายถึงสภาพทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงที่สนใจศึกษา

$MPI_{i,t-1}$	=	ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) รายไตรมาส
$PCI_{i,t-1}$	=	ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) รายไตรมาส
$PII_{i,t-1}$	=	ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index) รายไตรมาส
$CU_{i,t-1}$	=	อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index) รายไตรมาส

ส่วนตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ มีดังต่อไปนี้

- $SIZE_{i,t-1}$ = ขนาดของกิจการ (Firm size) ใช้ข้อมูลรายไตรมาส
- $TA_{i,t-1}$ = สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible assets ratio) ใช้ข้อมูลรายไตรมาส
- $SELLEXP_{i,t-1}$ = ค่าเฉลี่ยของค่าใช้จ่ายในการขาย ต่อ ยอดขาย ตลอดทั้ง 4 ไตรมาสก่อนที่จะมีการระดมทุนเพิ่ม (Selling expenses /sales)
- $STOCKRET_{i,t-1}$ = อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปีสิ้นสุด ก่อนที่จะมีการระดมทุนเพิ่ม (Two-year stock return)
- $MTB_{i,t-1}$ = มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to book ratio) ใช้ข้อมูลรายไตรมาส
- $OP_{i,t-1}$ = ค่าเฉลี่ยของ กำไรจากการดำเนินงาน ตลอดทั้ง 4 ไตรมาสก่อนที่จะมีการระดมทุนเพิ่ม (Operating income)

สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของตัวแปรสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของแต่ละกลุ่มกิจการสามารถแสดงดัง ตารางที่ 3.6

ตารางที่ 3.6

สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ของตัวแปรสถานะทางเศรษฐกิจมหภาคต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของแต่ละกลุ่มกิจการ

ตัวแปรสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค	สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม	
	กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน	กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน
ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	+	-
ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน	+	-
ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน	+	-
อัตราการใช้จ่ายกำลังการผลิต	+	-

จากตารางที่ 3.6 สามารถอธิบายได้ว่า ผู้บริหารทางการเงินของกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในลักษณะที่แปรผันตามกับสถานะทางเศรษฐกิจ (Pro-cyclical) ซึ่งก็หมายความว่า ถ้าหากระดับดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และอัตราการใช้จ่ายกำลังการผลิต มีแนวโน้มที่สูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าสถานะเศรษฐกิจในช่วงนั้นมีการขยายตัว ผู้บริหารทางการเงินของ

กลุ่มกิจการดังกล่าวจะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในสัดส่วนที่สูงขึ้น เนื่องจากในช่วงที่สภาวะทางเศรษฐกิจรุ่งเรือง มูลค่าสินทรัพย์ที่กิจการสามารถนำไปใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันมีมูลค่าสูงขึ้น ซึ่งเป็นการเพิ่มขีดความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการ ส่งผลทำให้กิจการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่สูงขึ้น และนำเงินทุนไปลงทุนในช่วงสภาวะเศรษฐกิจดังกล่าว

ในขณะเดียวกัน ผู้บริหารทางการเงินของกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในลักษณะที่แปรผกผันกับสภาวะทางเศรษฐกิจ (Counter-cyclical) เนื่องจากในช่วงที่สภาวะทางเศรษฐกิจรุ่งเรือง ระดับอัตราผลตอบแทนส่วนทุนของตลาด (Equity market return) จะมีมูลค่าสูง ดังนั้นการจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุนก็น่าจะให้ผลตอบแทนที่น่าพอใจมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากส่วนของหนี้ ดังนั้นในช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจขยายตัว ผู้บริหารทางการเงินของกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในสัดส่วนที่ต่ำ

สำหรับสมมติฐานเบื้องต้นของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 3.7

ตารางที่ 3.7

สมมติฐานเบื้องต้นสำหรับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ กับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

ตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ	สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม
ขนาดของกิจการ	-
สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน	+
ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย	-
อัตราผลตอบแทนของหุ้น	-
มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์	-
กำไรจากการดำเนินงาน	-

จากตารางที่ 3.7 สามารถอธิบายได้ว่า ขนาดของกิจการ (Firm size) จะมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ โดยขนาดของกิจการนั้น จะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนการระดมจากส่วนของหนี้สินหรือส่วนทุน กิจการที่มีขนาดเล็ก จะมีส่วนหนี้สินเป้าหมายที่สูง เนื่องจาก กิจการที่มีขนาดเล็ก จะต้องเผชิญกับต้นทุนในการเพิ่มทุนด้วยเงินทุนที่มากกว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้น กิจการที่มีขนาดเล็ก จึงมีส่วนหนี้สินเป้า

หมายถึงสูงกว่า กิจกรรมที่มีขนาดใหญ่ และนิยมการกู้หนี้ระยะสั้น มากกว่า การกู้หนี้ระยะยาว เพราะมีค่าใช้จ่ายคงที่ต่ำกว่าวิธีอื่นๆ

สำหรับสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนนั้น พบว่า กิจกรรมที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับที่สูง จะมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่สูงด้วย เนื่องจาก สินทรัพย์ดังกล่าวสามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ซึ่งส่งผลทำให้ความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการมีมากขึ้น (Debt capacity) อีกทั้ง Myers (1977), Jensen และ Meckling (1976) ได้กล่าวว่า การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt Financing) นั้นเป็นการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้จัดการบริษัทนั้นลงทุนในระดับที่ต่ำกว่าระดับการลงทุนที่เหมาะสม (sub-optimal investment) หรือ หันไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง ๆ ดังนั้น กิจกรรมใดที่มีโอกาสในการลงทุนสูง ๆ (อาทิเช่น มีสัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตนน้อยๆ) ก็จะมีแนวโน้มที่จะกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่ต่ำ เพื่อที่จะกำจัดแรงจูงใจที่เกิดกับผู้จัดการบริษัท

หากกิจการมีค่าใช้จ่ายในการขายต่อ ยอดขายในสัดส่วนที่สูง กิจการจะมีแนวโน้มการก่อหนี้ที่ต่ำ เนื่องจาก ค่าใช้จ่ายในการขายต่อ ยอดขาย ถือเป็นตัวแทนสำหรับลักษณะผลิตภัณฑ์ที่มีความเป็นเอกลักษณ์ของกิจการ (Uniqueness) ซึ่งกิจการที่มีลักษณะผลิตภัณฑ์ดังกล่าวเป็นแบบนี้ จะมีค่าใช้จ่ายในการโฆษณาสินค้าเหล่านี้สูง อีกทั้งการที่กิจการมีการดำเนินงานที่มีลักษณะเฉพาะ คนงาน และผู้ส่งวัตถุดิบ (suppliers) ในกิจการประเภทนี้จะมีโอกาสในการโยกย้ายไปทำงานอย่างอื่นได้ยาก โดยเฉพาะในกรณีถ้าเกิดกิจการอยู่ในภาวะล้มละลาย คนงานจะต้องแบกรับต้นทุนส่วนน้อยอย่างมาก อีกทั้งลูกค้า ก็ต้องเผชิญกับทางเลือกที่ลดลงสำหรับการบริการสินค้าที่มีลักษณะเฉพาะ ดังนั้น กิจการก็สมควรที่จะก่อหนี้ให้หน่อยๆ เพื่อลดโอกาสในการล้มละลายลง

ในส่วนของอัตราผลตอบแทนของหุ้น พบความสัมพันธ์ในเชิงลบ โดยกิจการที่เคยผ่านประสบการณ์ที่ราคาหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จะมีแนวโน้มลดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายลง

สำหรับโอกาสในการลงทุนของกิจการ (Investment opportunities) สามารถดูได้จากมูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ ซึ่งความสัมพันธ์ต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมเป็นไปในเชิงลบเช่นกัน โดยหากกิจการมีมูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์สูงๆ ผู้จัดการบริษัทจะนิยมระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุนมากกว่าการระดมทุนจากส่วนของหนี้ เนื่องจากการระดมทุนจากส่วนของทุนในช่วงนี้ ราคาของหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นในช่วงนี้ผู้จัดการบริษัทจะกำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่ต่ำ

ความสัมพันธ์ของกำไรจากการดำเนินงาน ต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม ก็เป็นไปในทางลบเช่นกัน เนื่องมาจากแนวคิดที่ว่า เมื่อกิจการต้องการเงินทุน ทางเลือกอันดับแรกของกิจการ คือ การใช้กำไรมาลงทุน อันดับสอง คือ การกู้ และ อันดับสุดท้าย คือ การเพิ่มทุนจากหุ้นสามัญ ซึ่งพฤติกรรมนี้ แสดงถึง ต้นทุนที่สูงกว่าของการออกหุ้นสามัญเพิ่ม (ต้นทุน

ในส่วนนี้ สามารถอธิบายได้จาก Asymmetric information) และ อีกแนวคิดหนึ่ง คือ กำไรของกิจการในอดีตและกำไรคงเหลือ จะมีความสำคัญต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายของกิจการ

หลังจากทราบถึงความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในกระบวนการขั้นที่ 1 แล้วให้นำเอาค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละปัจจัยมาแทนค่าในสมการที่ 3 ซึ่งก็จะสามารถประมาณหาค่าของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ หลังจากนั้นให้คำนวณหาค่าความแตกต่างระหว่างระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมกับระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง (Leverage deficit) ซึ่งเราถือเป็นปัจจัยหลักปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการ ดังที่แสดงในกระบวนการในขั้นที่ 2



3.3 กระบวนการในขั้นที่ 2 (The second stage procedure)

สมการในขั้นที่สองนี้ต้องการจะแสดงถึง ทางเลือกของกิจการในการตัดสินใจที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของตัวเอง (รวมทั้ง หุ้นกู้ และหุ้นกู้แปลงสภาพ) หรือ จากส่วนของทุน (รวมทั้ง หุ้นสามัญ และ หุ้นบุริมสิทธิ) ซึ่งขึ้นอยู่กับ ความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่พยากรณ์ได้ กับ สัด

ส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage deficit) สภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic condition) และลักษณะคุณสมบัติของกิจการ (Firm-specific) โดยมีสมมติฐาน ให้ตัวแปรเหล่านี้มีความเกี่ยวข้องกับทางเลือกในการระดมทุนของกิจการ ซึ่งมีแนวโน้มที่กิจการจะปรับโครงสร้างเงินทุนให้เข้าสู่ระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยใช้วิธี Logit Regression

$$\Pr(y_{it}=1) = F \left\{ \begin{array}{l} \delta(Lev_{it}^* - Lev_{i,t-1}) + \eta_1 MPI_{i,t-1} + \eta_2 PCI_{i,t-1} + \eta_3 PII_{i,t-1} \\ + \eta_4 CU_{i,t-1} + \gamma_1 EMR_{i,t-1} + \gamma_2 ROA_{i,t-1} + \gamma_3 OP_{i,t-1} \\ + \gamma_4 STOCKRET_{i,t-1} \end{array} \right\} \quad (2)$$

จาก Logit model⁴

กำหนดให้ $y_{it} = 1$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ ณ ระยะเวลาที่ t

$y_{it} = 0$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุน ณ ระยะเวลาที่ t

โดย $(Lev_{it}^* - Lev_{i,t-1})$ แทน Leverage deficit (Estimated targeted leverage – Firm's actual leverage) ซึ่งเป็นตัวแปรหลักในการอธิบาย

$${}^4 P_i = E(Y_{it}=1 / X_i) = \sum_{i=1}^n \beta_i X_i = R_i$$

โดยสมมติให้ X_i แทน ปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อทางเลือกของกิจการในการตัดสินใจที่จะระดมทุนเพิ่ม

$Y_{it} = 1$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ ณ ระยะเวลาที่ t

P_i แทน โอกาสที่กิจการจะเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ หรือ ส่วนของทุน

$$P_i = \frac{1}{1 + e^{-R_i}}$$

$$1 - P_i = \frac{1}{1 + e^{R_i}}, \quad \frac{P_i}{1 - P_i} = \frac{1 + e^{R_i}}{1 + e^{-R_i}} = e^{R_i}$$

โดย $\frac{P_i}{1 - P_i}$ หมายถึง odds ratio

$$L_i = \ln \left(\frac{P_i}{1 - P_i} \right) = R_i$$

$$= \sum_{i=1}^n \beta_i X_i$$

โดย L_i แทน log of odds ratio

หลังจากได้ค่าความสัมพันธ์ของปัจจัยต่าง ๆ ทั้งปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ จากกระบวนการในขั้นที่ 1 ให้นำเอาค่าสัมประสิทธิ์ของความสัมพันธ์ที่ได้มาแทนค่าในสมการที่ 3 เพื่อประมาณค่า สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง

กำหนดให้ Firm's actual leverage สามารถหาได้จาก

$$\begin{aligned} Lev_{it} = & \alpha_1 MPI_{i,t-1} + \alpha_2 PCI_{i,t-1} + \alpha_3 PII_{i,t-1} + \alpha_4 CU_{i,t-1} + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \\ & \beta_2 TA_{i,t-1} + \beta_3 SELLEXP_{i,t-1} + \beta_4 STOCKRET_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} \\ & + \beta_6 OP_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

ตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้ เป็นตัวแทนของปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งสามารถอธิบายถึงสภาพทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงที่สนใจศึกษา กำหนดให้

$MPI_{i,t-1}$ = ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production index) รายไตรมาส

$PCI_{i,t-1}$ = ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private consumption index) รายไตรมาส

$PII_{i,t-1}$ = ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private investment index) รายไตรมาส

$CU_{i,t-1}$ = อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization) รายไตรมาส

$EMR_{i,t-1}$ = อัตราผลตอบแทน 3 เดือนส่วนของทุนของตลาด (The 3-month equity market return)

ตัวแปรต่างๆ ที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ และเป็นปัจจัยตัวแทนที่มีอิทธิพลต่อการเบี่ยงเบนระดับโครงสร้างเงินทุนของกิจการให้ออกจากระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Leverage deficit) มีดังต่อไปนี้

กำหนดให้

$ROA_{i,t-1}$ = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on asset) โดยเฉลี่ย 3 ปีก่อนการระดมทุน

$OP_{i,t-1}$ = ค่าเฉลี่ยกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงาน ตลอดทั้ง 4 ไตรมาส ก่อนการระดมทุนเพิ่ม (Operating profit)⁵

$STOCKRET_{i,t-1}$ = อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี สิ้นสุด ณ 1 ไตรมาสก่อนการระดมทุนเพิ่ม (Two year stock return)

สำหรับสมมติฐานของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีอิทธิพลต่อการเบี่ยงเบนระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมาย สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 3.8

ตารางที่ 3.8

สมมติฐานของตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีอิทธิพลต่อการเบี่ยงเบนระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมาย

ตัวแปร	การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยเฉลี่ย 3 ปี	-
ค่าเฉลี่ยกำไรจากการดำเนินงาน ตลอดทั้ง 4 ไตรมาส	+
อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี	-

จากตารางที่ 3.8 ปัจจัยข้างต้นมีส่วนเกี่ยวข้องกับการที่กิจการมีระดับโครงสร้างเงินทุนเบี่ยงเบนออกจากระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้

⁵ สำหรับกระบวนการศึกษาในขั้นที่ 2 นี้ พบว่าในการศึกษาของ Armen Hovakimian, Tim Opler, and Sheridan Titman (2001) จะใช้ ตัวแปรที่แสดงถึงผลขาดทุนสะสมจากการดำเนินงาน (net operating loss carryforwards : NOLC) สำหรับการอธิบายถึงลักษณะการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม แต่เนื่องจากตัวแปรดังกล่าว ในฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ฐานข้อมูลของ DataStream ไม่มีข้อมูลตัวแปรนี้ ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ จึงได้ใช้ ตัวแปรผลกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงาน (Operating Profit) เป็นตัวแทนตัวแปรนี้ เนื่องจากการศึกษาของ Armen Hovakimian, Tim Opler, and Sheridan Titman (2001) พบว่า ตัวแปรที่แสดงถึงผลขาดทุนสะสมจากการดำเนินงาน (net operating loss carryforwards : NOLC) และ ผลกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงาน (Operating Profit) มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน

อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์โดยเฉลี่ย 3 ปี ก่อนการระดมทุน ถือเป็นตัวแทนที่อธิบายถึง กระแสเงินสดในอดีตของกิจการ จะมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย เนื่องจากกิจการอาจใช้กระแสเงินสดที่มีมากในอดีตไปเพื่อการจ่ายชำระหนี้ซึ่งส่งผลทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการอยู่ในระดับที่ลดลง

ค่าเฉลี่ยกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงานตลอดทั้ง 4 ไตรมาสก่อนการระดมทุนเพิ่มสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Profitability) โดยถ้ากำหนดให้โอกาสในการเติบโตของกิจการ (Growth Opportunity) คงที่ กิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่า มูลค่าของสินทรัพย์ที่สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันจะมีแนวโน้มที่สูงตามไปด้วย ทำให้ความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการเพิ่มขึ้น ดังนั้นสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ในทำนองเดียวกัน อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี สิ้นสุด ณ 1 ไตรมาสก่อนการระดมทุนเพิ่ม ถือเป็นตัวแทนสำหรับ ระดับอัตราผลตอบแทนของหุ้นในอดีต (Past stock return) ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตของกิจการ โดยถ้ากำหนดให้ระดับกระแสเงินสดคงที่ กิจการที่มีโอกาสในการเติบโตสูง ก็ย่อมกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในอัตราที่ต่ำลง

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 4

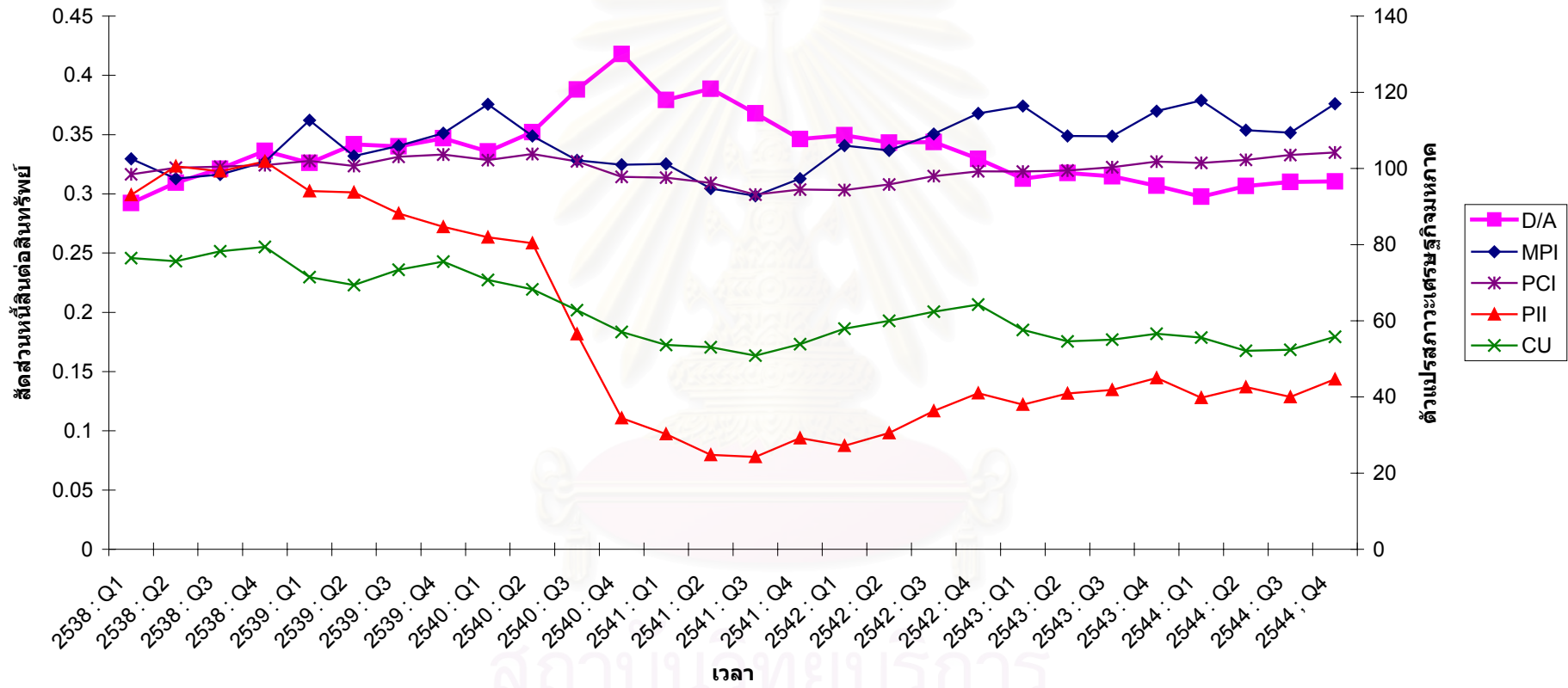
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

เนื้อหาในบทนี้จะเป็นการนำเสนอ ผลการศึกษาตามวิธีการวิจัยที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ คือ ในส่วนแรกจะเป็นผลการศึกษาที่ได้จากกระบวนการในขั้นแรกที่อธิบายถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ ส่วนที่สอง นั้นจะเป็นผลการศึกษาที่ได้จากกระบวนการในขั้นที่สองที่อธิบายถึงปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการ โดยผลการศึกษาในแต่ละขั้น จะแบ่งเกณฑ์การพิจารณาตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญ

ในช่วงภาวะวิกฤตเศรษฐกิจ ในปี 2540 พบข้อสังเกตได้ประการหนึ่งเกี่ยวกับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ กล่าวคือ สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์โดยเฉลี่ยของกิจการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัดเมื่อเทียบช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งจะเห็นได้จากแผนภาพที่ 4.1 ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาคในระหว่างเวลาที่ทำการศึกษา พบว่า สถานะเศรษฐกิจมหภาคน่าจะมีบทบาทสำคัญต่อพฤติกรรมในการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 4.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาค



4.1 ปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ

การศึกษาในประเด็นนี้จัดอยู่ในกระบวนการศึกษาในขั้นที่ 1 (First stage procedure) โดยเป็นการประมาณค่าระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมจากตัวแปรต่างๆที่คาดว่าน่าจะมีอิทธิพล ซึ่งได้แบ่งกลุ่มกิจการที่ศึกษาออกเป็น 2 ประเภทตามระดับข้อจำกัดทางการเงิน



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.1

แสดงความสัมพันธ์สำหรับ ปัจจัยทางด้านสภาวะทางเศรษฐกิจ และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

สำหรับสมการที่ 1 ต้องการประมาณค่าระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ โดยพิจารณาทั้งปัจจัยทางด้านสภาวะเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ จากสมการถดถอย โดยวิธีการ OLS regression และได้แบ่งกิจการตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่มตามระดับข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญ ซึ่งในการศึกษานี้เชื่อว่า ถ้ากิจการต้องเผชิญกับเงื่อนไขทางด้านข้อจำกัดทางการเงินจะส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้บริหารในการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่แตกต่างกัน

$$Lev_{it}^* = \alpha_1 MPI_{i,t-1} + \alpha_2 PCI_{i,t-1} + \alpha_3 PII_{i,t-1} + \alpha_4 CU_{i,t-1} + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 TA_{i,t-1} + \beta_3 SELLEXP_{i,t-1} + \beta_4 STOCKRET_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 OP_{i,t-1} \quad (1)$$

ตัวแปรอิสระ (Independence variable)	สัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Target debt ratio)	
	กลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Constrained Firm)	กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Unconstrained Firm)
	(N = 1372)	(N = 3543)
MPI_{t-1}	-0.0023 ** (-2.2089)	-0.0021*** (-4.8655)
PCI_{t-1}	0.0032 *** (3.3098)	0.0002 (0.5596)
PII_{t-1}	-0.0017 ** (-2.4619)	0.0009 *** (3.0486)
CU_{t-1}	0.0037 ** (2.0330)	-0.0002 (-0.2409)
$SIZE_{t-1}$	0.01051 ** (2.0240)	0.0358*** (14.5095)
TA_{t-1}	-0.0000 (-0.5622)	0.0000 * (1.9175)
$SELLEXP_{t-1}$	-0.0013 (-0.2806)	0.0331 *** (5.1090)
$STOCKRET_{t-1}$	-0.1313 *** (-8.7974)	-0.0441 *** (-7.5700)
MTB_{t-1}	0.0015 *** (3.0748)	-0.0003 (-0.1478)
OP_{t-1}	0.0220 (1.3009)	-0.0006 (-0.0598)

*** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

* แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic variables)

สำหรับกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrained firms) ในส่วนของปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจ พบว่า ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) และอัตรา

การใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index) ให้ผลที่สอดคล้องกับสมมติฐานในเบื้องต้น โดยถ้าระดับดัชนีดังกล่าวมีแนวโน้มที่สูงขึ้น สามารถสะท้อนให้เห็นว่า สภาพทางเศรษฐกิจในช่วงนั้นมี การขยายตัว เพราะว่า ระดับดัชนีการบริโภคภาคเอกชน และ อัตราการใช้กำลังการผลิต มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน โดยถ้าระดับรายจ่ายในการอุปโภคบริโภคของภาคเอกชนมีการขยายตัว ก็จะส่งผลให้หน่วยธุรกิจคาดคะเนสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจเป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้น และมีการเพิ่มปริมาณการผลิตสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม หน่วยธุรกิจอาจจะเพิ่มการลงทุนหรือไม่ก็ได้ ถ้าการผลิตของหน่วยธุรกิจใกล้จะเต็มกำลังการผลิต หน่วยธุรกิจอาจจะตัดสินใจเพิ่มการลงทุน แต่ถ้าหน่วยธุรกิจยังมีกำลังการผลิตส่วนเกินอยู่มาก หน่วยธุรกิจก็อาจจะยังไม่เพิ่มการลงทุน เพียงแต่เพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ไม่ว่าจะเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิต หรือเพิ่มการลงทุนก็ตาม การขยายตัวของการใช้รายอุปโภคบริโภคก็จะส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวหรือขยายตัวสูงขึ้น แสดงถึงสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในทิศทางที่ดีขึ้น ดังนั้น สำหรับกิจการที่มีโอกาสในการลงทุน แต่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน ในช่วงสภาวะเศรษฐกิจดังกล่าว กิจการน่าจะใช้ความสามารถในช่วงนี้ก่อนนี้ โดยการนำเอาสินทรัพย์ที่สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันไปจัดหาแหล่งเงินทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ เพื่อที่จะนำเอาแหล่งเงินทุนดังกล่าวมาใช้สำหรับการลงทุนในโครงการดังกล่าว

ส่วนกิจการใดที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) พบว่า ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) เป็นเพียงปัจจัยเดียวทางสภาวะเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการ ซึ่งให้ผลที่สอดคล้องกับสมมติฐานในเบื้องต้น ที่กล่าวว่า กิจการใดที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายในลักษณะที่สวนทางกับสภาวะทางเศรษฐกิจ (Counter-cyclical) ซึ่งดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ถือเป็นเครื่องชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศเบื้องต้น⁵

⁵ เมื่อพิจารณาสัดส่วนของภาคเศรษฐกิจที่สำคัญในผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) จะพบว่า สัดส่วนของภาคอุตสาหกรรมใน GDP ถือเป็นสัดส่วนที่ใหญ่ที่สุด คืออยู่ประมาณ ร้อยละ 28 ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของผลผลิตอุตสาหกรรมจึงน่าจะมีส่วนสำคัญที่ทำให้ GDP เปลี่ยนแปลงไป และ สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจเปลี่ยนแปลงไปด้วย

(Gross Domestic Product : GDP) ดังนั้น ถ้าระดับของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่ลดลง สะท้อนให้เห็นว่า สถานะทางเศรษฐกิจในช่วงนั้นมีการหดตัว เมื่อพิจารณาในตลาดหุ้น พบว่า อัตราผลตอบแทนของตลาดต่ำ ซึ่งจะส่งผลทำให้กิจการดังกล่าวหันมาระดมทุนจากส่วนของหนี้ ส่งผลทำให้ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการมีระดับที่สูงขึ้น ในขณะที่เดียวกันผลที่ได้ก็สอดคล้องกับงานศึกษาของ Levy (2002) ที่กล่าวว่า ในช่วงสถานะเศรษฐกิจถดถอย ความมั่งคั่งของผู้จัดการบริษัทที่มีการก่อหนี้จะลดลงเมื่อเทียบกับผู้ถือหุ้นภายนอกซึ่งจะส่งผลทำให้ผู้จัดการบริษัทมีแรงจูงใจที่จะโยกย้ายความมั่งคั่งของบริษัทเข้าสู่ผลประโยชน์ส่วนตนมากขึ้น ดังนั้นในช่วงสถานะเศรษฐกิจแบบนี้ จะยิ่งส่งผลทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนรุนแรงยิ่งขึ้น ซึ่งวิธีการบรรเทาปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนก็คือ ผู้ถือหุ้นจะต้องบังคับให้ผู้จัดการบริษัทเพิ่มระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายเพื่อที่จะเป็นการควบคุมตรวจสอบการบริหารงานและลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลง

ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm-specific variables)

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการทั้ง 2 กลุ่มนั้น พบว่า ความสัมพันธ์ใน 2 กลุ่มกิจการให้ผลที่ไม่เหมือนกัน สำหรับกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) พบว่า ตัวแปรที่แสดงถึง ขนาดของกิจการ (Firm Size) อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่ม (Two-year stock return) และมูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to book ratio) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม โดยปัจจัยตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการทางด้านขนาดของกิจการ (Firm Size) มีความสัมพันธ์กับระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป้าหมายในทิศทางเดียวกัน ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานในเบื้องต้น ซึ่งพิจารณาในแง่ของต้นทุนในการระดมทุน เนื่องจาก กิจการที่มีขนาดเล็ก จะต้องเผชิญกับต้นทุนในการเพิ่มทุนด้วยหุ้นที่มากกว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ ดังนั้น กิจการที่มีขนาดเล็ก จึงมีสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่สูงกว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ และนิยมการกู้หนักระยะสั้น มากกว่าการกู้หนักระยะยาว เพราะมีค่าใช้จ่ายคงที่ต่ำกว่าวิธีอื่น ๆ อย่างไรก็ตาม ในทางทฤษฎี จะพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการกับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมของกิจการนั้นค่อนข้างคลุมเครือ เนื่องจากผลของความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ จะต้องขึ้นอยู่กับว่าเราได้ใช้ข้อมูลของตัวแปรทางบัญชีใดเป็นตัวแทนในการอธิบายถึงขนาดของกิจการ แต่จากผลการศึกษาที่ได้นี้ สอดคล้องกับงานศึกษาของ Fama และ Jensen (1983) ที่กล่าวว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลของบริษัทให้

แก่เจ้าหน้าที่เวลาที่เกิดการมีความต้องการที่จะขอกู้ได้มากกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ดังนั้น ต้นทุนในการควบคุมและตรวจสอบก็จะมีน้อยลงสำหรับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งก็จะส่งผลทำให้กิจการที่มีขนาดใหญ่ที่มีความสามารถในการกู้ยืม หรือ กำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายได้สูงกว่า กิจการที่มีขนาดเล็กโดยเปรียบเทียบ ส่วนตัวแปรอัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่ม (Two-year stock return) ซึ่งเป็นตัวแทนสำหรับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ พบว่า มีความสัมพันธ์กับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมในทิศทางที่ตรงกันข้าม โดยถ้าอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีแนวโน้มที่สูงขึ้นเรื่อย ๆ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ของกิจการในขณะนั้นมีมูลค่าสูงเกินกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (overpriced) ผู้บริหารทางการเงินจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของทุนเนื่องจากในช่วงภาวะดังกล่าวจะเป็นการทำให้กิจการได้รับผลกำไรจากส่วนต่างของมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อข้อกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการให้มีระดับที่ต่ำลง ส่วนตัวแปรที่เป็นตัวแทนโอกาสในการเติบโตของกิจการ ซึ่งก็คือ มูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to book ratio) พบว่า มีความสัมพันธ์กับการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมในทิศทางเดียวกัน

ในขณะที่มีตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่ใช้ในการศึกษานี้ อาทิเช่น ตัวแปรที่แสดงถึง สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset ratio) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense / Sales) และกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมสำหรับกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน

ส่วนกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม พบว่า ตัวแปรที่แสดงถึง ขนาดของกิจการ (Firm size) สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset ratio) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense / Sales) และอัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุน (Two-year stock return) เป็นปัจจัยทางบัญชีที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม โดยปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการทางด้านขนาดของกิจการให้ผลเหมือนกับกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน แสดงว่า ไม่ว่าจะกิจการจะเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินหรือไม่ ถ้าพิจารณาที่ระดับขนาดของกิจการ ผู้จัดการของกิจการที่มีขนาดใหญ่ จะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่สูงกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก เมื่อเทียบกิจการในระดับอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งผลในการศึกษานี้ถือว่า ปัจจัยทางด้านขนาดของกิจการ มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้า

หมาย ที่ระดับนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ส่วนปัจจัยทางด้านสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset ratio) นั้นพบว่า มีความสัมพันธ์กับการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานในเบื้องต้น เนื่องจากกิจการสามารถนำเอาสินทรัพย์ดังกล่าวไปใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ส่งผลทำให้ความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการมีมากขึ้น ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense / Sales) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งให้ผลไม่สอดคล้องกับสมมติฐานเบื้องต้น อาจจะเป็นเพราะว่า ปัจจัยที่ใช้เป็นตัวแทนในการอธิบายถึงลักษณะผลิตภัณฑ์ที่มีความเป็นเอกลักษณ์ของกิจการในที่มีเพียง ตัวแปรทางบัญชี ได้แก่ ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย เพียงตัวเดียว ซึ่งถ้าจะให้ผลที่ได้มีความชัดเจนและถูกต้องควรจะพิจารณาค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาควบคู่กันไปด้วย แต่เนื่องจากข้อมูลงบการเงินของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่ค่อยระบุถึง ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (Research and development expenditures) เลยทำให้ผลที่ได้ขัดแย้งกับหลักการทางทฤษฎีและผลการศึกษาของ Titman (1984) และ Long และ Malitz (1985) ซึ่งกล่าวว่า กิจการที่มีค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย และค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนามากๆ จะมีแนวโน้มการก่อหนี้ที่ต่ำ เนื่องจากค่าใช้จ่ายดังกล่าวถือเป็นตัวแทนสำหรับลักษณะผลิตภัณฑ์ที่มีความเป็นเอกลักษณ์ ซึ่งกิจการที่มีลักษณะผลิตภัณฑ์ดังกล่าวเป็นสัดส่วนที่สูง จะยังเป็นกิจการที่มีโอกาสในการล้มละลายที่สูงกว่ากิจการที่มีลักษณะผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย ส่วนตัวแปรอัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุน (Two-year stock return) มีความสัมพันธ์กับระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป้าหมายในทิศทางที่ตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่า ถ้ากิจการไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน เมื่อระดับอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ กิจการจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของหุ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้การกำหนดสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่เหมาะสมของกิจการมีระดับต่ำลง

ในขณะที่ตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ อันได้แก่ มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to book ratio) และกำไรจากการดำเนินงานของกิจการ (Operating Income) พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ต่อ การกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม ของกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน

โดยสรุป สำหรับการศึกษาในประเด็นการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม พบว่า ความแตกต่างหลักระหว่าง 2 กลุ่มกิจการอยู่ที่ความสัมพันธ์ของตัวแปรสถานะเศรษฐกิจมหภาค โดยกลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะพิจารณากำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในลักษณะที่แปรผันตามสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค (Pro-cyclical) ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อ

จำกัดทางการเงิน จะพิจารณากำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในลักษณะที่แปรผกผันกับสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค

4.2 ปัจจัยต่างๆที่มีอิทธิพลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการ

การศึกษาในประเด็นพฤติกรรมเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการนี้จัดอยู่ในกระบวนการศึกษาขั้นที่ 2 (Second stage procedure) ซึ่งเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ต่โอกาสในการเลือกระดมทุนเพิ่มจากส่วนหนี้และส่วนทุน โดยได้แบ่งกลุ่มกิจการที่ศึกษาออกเป็น 2 ประเภทตามระดับข้อจำกัดทางการเงิน



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.2

แสดงความสัมพันธ์สำหรับปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับ สัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage deficit) ปัจจัยทางสถานะเศรษฐกิจ ปัจจัยที่แสดงถึง คุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อ ทางเลือกในการตัดสินใจที่จะระดมทุนของกิจการ

ในที่นี้ได้พิจารณาทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มจากวิธีการ Logit Regression ดังสมการที่ 2

$$\Pr(y_{it}=1) = F \left\{ \begin{array}{l} \delta(Lev_{it}^* - Lev_{i,t-1}) + \eta_1 MPI_{i,t-1} + \eta_2 PCI_{i,t-1} + \eta_3 PII_{i,t-1} \\ + \eta_4 CU_{i,t-1} + \gamma_1 EMR_{i,t-1} + \gamma_2 ROA_{i,t-1} + \gamma_3 OP_{i,t-1} \\ + \gamma_4 STOCKRET_{i,t-1} \end{array} \right\} \quad (2)$$

กำหนดให้ $y_{it} = 1$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนหนี้ ณ ระยะเวลาที่ t

$y_{it} = 0$ แทน การตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุน ณ ระยะเวลาที่ t

ตัวแปรอิสระ (Independence variable)	ทางเลือกในการระดมทุนจากส่วนหนี้ และ ส่วนทุน (Debt – Equity Issue)	
	กลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Constrained Firm) (N = 1372)	กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Unconstrained Firm) (N = 3543)
	<i>LEVDEF</i>	-2.3608 ** (-2.0199)
<i>MPI</i> _{t-1}	0.1680 (1.7695)	0.0889 * (1.9012)
<i>PCI</i> _{t-1}	-0.2905 *** (-2.5486)	-0.1017 ** (-2.0051)
<i>PII</i> _{t-1}	-0.0642 (-1.4344)	-0.0372 * (-1.7513)
<i>CU</i> _{t-1}	0.1882 (1.4739)	0.0346 (0.4812)
<i>EMK</i> _{t-1}	-1.5201 (-1.5624)	-0.1156 (-0.2806)
<i>ROA</i> _{t-1}	2.1472 (0.8772)	-2.5948 (-1.4369)
<i>OP</i> _{t-1}	-0.6492 (-0.6906)	1.1336 (1.2232)
<i>STOCKRET</i> _{t-1}	11.3748 ** (2.0478)	1.9776 (1.2432)
Observation = 1	62	54
Observation = 0	11	34
Total observation	73	88

โดย *** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

** แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

* แสดงถึง ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายตัวแปรตาม มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 %

ปัจจัยความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับ ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage deficit)

สำหรับกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) พบว่า ปัจจัยที่แสดงถึง ความแตกต่างของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับ ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage deficit) มีอิทธิพลอย่างมากต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม โดยมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% แต่ความ

สัมพันธ์ที่ได้เป็นไปในทิศทางที่ตรงกันข้าม ยกตัวอย่างเช่น ถ้าระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงต่ำกว่าระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมาย พบว่าโอกาสที่กิจการจะตัดสินใจเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้จะมีน้อยลง แต่จะหันไปพิจารณาการระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุนแทน ซึ่งผลการศึกษาที่ได้นี้ขัดแย้งกับงานศึกษาในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว โดยเราตั้งข้อสังเกตว่า ตลาดที่สนใจศึกษานี้เป็นตลาดทุนที่เกิดใหม่ซึ่งตลาดดังกล่าวจะต้องเผชิญกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุน (Transaction cost) และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (Adjustment cost) ซึ่งต้นทุนดังกล่าวอาจจะเป็นอุปสรรคที่ส่งผลทำให้ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการผันผวนออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายได้ตลอดเวลา

ส่วนกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) พบว่า ปัจจัยความแตกต่างของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับ ระดับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ (Leverage deficit) นั้นไม่มีความสัมพันธ์ต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม

ปัจจัยทางสถานะเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic variables)

สำหรับกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) พบว่า ปัจจัยทางสถานะเศรษฐกิจมหภาคนั้น มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ในการระดมทุนเพิ่มเช่นกัน โดยผลที่ได้พบว่า ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) มีความสัมพันธ์กับทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มในทิศทางที่ตรงกันข้าม ซึ่งหมายความว่า ในช่วงสถานะเศรษฐกิจขยายตัว โอกาสที่กิจการจะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของทุนจะมีมากขึ้น

ส่วนกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) พบว่า พิจารณา ปัจจัยสถานะเศรษฐกิจมหภาคเป็นปัจจัยหลักสำหรับการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม โดยผลการศึกษาที่ได้ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) มีความสัมพันธ์กับทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มในทิศทางที่ตรงกันข้าม แสดงให้เห็นว่า ถ้าดัชนีการบริโภคภาคเอกชนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น โอกาสที่กิจการจะพิจารณาเลือกที่จะระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้ก็จะมีน้อยลง แต่จะหันไปพิจารณาการลงทุนเพิ่มจากส่วนของทุนแทน

ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Firm-specific variables)

สำหรับกลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) พบว่า มีอัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่มเท่านั้น ที่มีผลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม โดยถ้าระดับอัตราผลตอบแทนของหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ผู้บริหารทางการเงินจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของหุ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการลดลงต่ำกว่าระดับเป้าหมาย ดังนั้น เพื่อให้จะให้เข้าสู่ระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย ผู้บริหารทางการเงินจึงมีแนวโน้มที่จะเลือกระดมทุนเพิ่มจากส่วนของหนี้มากขึ้น

ในขณะที่ตัวแปรอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset) โดยเฉลี่ย 3 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่ม และค่าเฉลี่ย กำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงาน (Operating Profit) ตลอดทั้ง 4 ไตรมาส ก่อนการระดมทุน ไม่มีผลต่อทางเลือกในการตัดสินใจที่จะระดมทุนของกิจการ

ส่วนกลุ่มกิจการที่ไม่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) พบว่า ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่สนใจใช้ในการศึกษานี้ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Asset) โดยเฉลี่ย 3 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่ม ค่าเฉลี่ยกำไร (ขาดทุน) จากการดำเนินงาน (Operating Profit) ตลอดทั้ง 4 ไตรมาส ก่อนการระดมทุนเพิ่ม และ อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี (Two-year stock return) ก่อนการระดมทุนเพิ่ม พบว่าไม่มีผลต่อทางเลือกในการตัดสินใจที่จะระดมทุนของกิจการ

โดยสรุป สำหรับการศึกษานี้ในประเด็นพฤติกรรมตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มนี้ พบว่า พฤติกรรมของทั้งสองกลุ่มกิจการมีความแตกต่างกัน โดยกลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงินจะพิจารณาถึงปัจจัยระดับความแตกต่างของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม กับสัดส่วนหนี้สินที่เกิดขึ้นจริงของกิจการ เป็นหลัก ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน จะพิจารณาถึงปัจจัยสภาวะเศรษฐกิจมหภาค ส่วนปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ พบว่ามีความสัมพันธ์น้อยมากในทั้งสองกลุ่มกิจการ

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การบริหารการเงินของกิจการมีส่วนเกี่ยวข้องอย่างมากกับการตัดสินใจด้านการจัดหาเงินทุน (Financial decision) ของกิจการนั้นๆ ผู้บริหารการเงินจะต้องวางแผนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม โดยพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับ เพื่อหาระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมที่จะทำให้มูลค่าหุ้นสามัญของบริษัทสูงสุด โดยงานวิจัยนี้สนใจที่จะศึกษาถึง ประเด็นที่สำคัญ 2 ประเด็น ดังนี้ ประเด็นแรก ศึกษาถึงปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม (Target Capital Structure) ประเด็นที่สอง ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มของกิจการที่อยู่นอกภาคการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาจากพฤติกรรมในการระดมทุนของกิจการ โดยในการศึกษาทั้งสองประเด็นนี้ได้เพิ่มการพิจารณาในแง่ที่ว่า ถ้าหากกิจการต้องเผชิญกับเงื่อนไขทางด้านข้อจำกัดทางการเงินขึ้นมา (Financial Constraint) จะส่งผลกระทบต่อตัดสินใจที่จะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และการพิจารณาทางเลือกในการระดมทุนเพิ่ม หรือไม่ อย่างไร โดยได้แบ่งกลุ่มกิจการตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน กับ กลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน โดยช่วงระยะเวลาที่สนใจศึกษาอยู่ในช่วงตั้งแต่ ปี 2538 จนกระทั่งถึงปี 2544

สำหรับในประเด็นแรกนั้น ผลการศึกษา พบว่า ปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาค และ ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ จะมีอิทธิพลต่อ การกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมของกิจการที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) เนื่องจากกิจการดังกล่าว หากมีความต้องการแหล่งเงินทุนเพิ่มกิจการจะต้องพยายามหาทางที่จะหาแหล่งเงินทุนมาให้ได้ไม่ว่าจะเป็นทางใดก็ตาม โดยผู้บริหารทางการเงินของกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะมีการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในลักษณะที่สอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจมหภาค (Pro-cyclical) โดยตัวแปรที่ใช้สะท้อนสภาวะเศรษฐกิจมหภาค ได้แก่ ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index) และอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index) โดยพฤติกรรมของกิจการเหล่านี้จะมีการก่อหนี้มากในช่วงสภาวะเศรษฐกิจและตลาดทุนอยู่ในภาวะที่รุ่งเรือง พฤติกรรมนี้สืบเนื่องมาจากเหตุผลที่ว่าในช่วงนี้มูลค่า

สินทรัพย์ที่กิจการสามารถนำไปใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันจะมีมูลค่าสูงสุด ซึ่งเป็นการเพิ่มความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการ สำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น พบว่าตัวแปรที่แสดงถึง ขนาดของกิจการ (Firm size) อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่ม (Two-year stock return) และมูลค่าตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to book ratio) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม

สำหรับกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) ผู้บริหารการเงินจะกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในลักษณะที่แปรผกผันกับสภาวะทางเศรษฐกิจ (Counter-cyclical) ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวมีเพียงตัวแปร ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index) เท่านั้นที่ให้ผลที่สอดคล้องตามหลักการของ Levy (2001) ที่กล่าวว่า ในช่วงที่สภาวะทางเศรษฐกิจถดถอยนั้น ความมั่งคั่งของผู้จัดการบริษัทที่มีการก่อหนี้จะลดลงเมื่อเทียบกับผู้ถือหุ้นภายนอกซึ่งจะส่งผลให้ผู้จัดการบริษัทมีแรงจูงใจที่จะโยกย้ายความมั่งคั่งของบริษัทเข้าสู่ผลประโยชน์ส่วนตนมากขึ้น ซึ่งในสภาวะดังกล่าวจะยิ่งส่งผลทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Problem) รุนแรงยิ่งขึ้น ดังนั้นในการที่จะบรรเทาปัญหานี้ ผู้ถือหุ้นจะต้องบังคับให้ผู้จัดการบริษัทเพิ่มระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย เพื่อที่จะเป็นการควบคุมตรวจสอบการบริหารงานและลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลง ส่วนปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ ที่มีผลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมสำหรับกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) นั้นพบว่า ปัจจัยที่แสดงถึงขนาดของกิจการ (Firm Size) สัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset ratio) ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย (Selling Expense/Sales) และอัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุน (Two-year stock return) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสม

หากพิจารณาในเรื่องต้นทุนของเงินทุน จะพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับการกำหนดระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target Capital Structure) ซึ่งประกอบด้วย สัดส่วนของหนี้สิน หนี้บุริมสิทธิ หนี้สามัญที่กิจการจะใช้ในอนาคต ตามสมมติฐานเบื้องต้นนั้น ผู้บริหารทางการเงินจะต้องยอมรับการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนถ้าหากกิจการต้องเผชิญกับต้นทุนในการดำเนินการจัดหาเงินทุนที่สูงขึ้นซึ่งต้นทุนดังกล่าวถือเป็นอุปสรรคสำคัญที่ส่งผลทำให้โครงสร้างเงินทุนของกิจการต้องเบี่ยงเบนออกจากระดับโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย

โดยถ้าหากกิจการมีความจำเป็นที่จะต้องจัดหาแหล่งเงินทุนเพิ่มสำหรับการลงทุนโครงการหนึ่ง ๆ ขั้นตอนที่ผู้บริหารทางการเงินจะตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ในการระดมทุนเพิ่มนั้น

นอกจากจะพิจารณาถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการระดมทุนเพิ่มของหลักทรัพย์แต่ละประเภทเปรียบเทียบกันแล้ว จากผลการศึกษาพบว่าผู้บริหารทางการเงินยังพิจารณาถึงระดับความแตกต่างระหว่างสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงว่าเบี่ยงเบนออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายไว้มากน้อยเพียงใด โดยถ้าหากระดับสัดส่วนหนี้สินในขณะนั้นต่ำกว่าระดับสัดส่วนหนี้สินตามเป้าหมาย ผู้บริหารทางการเงินก็ควรจะต้องพิจารณาเพิ่มทุนโดยการกู้ยืม แต่ถ้าระดับสัดส่วนหนี้สินในขณะนั้นสูงกว่าระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย ฝ่ายบริหารก็จะเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญ ซึ่งกลไกดังกล่าวจะทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทสามารถเข้าสู่ระดับโครงสร้างเป้าหมายได้ในท้ายที่สุด แต่อย่างไรก็ดีสำหรับกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constrained Firms) นั้นพบว่า ผู้บริหารทางการเงินจะพิจารณาที่ปัจจัยความแตกต่างของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมเป็นปัจจัยหลักต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่มเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Unconstrained Firms) แต่ด้วยความสัมพันธ์ที่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานในเบื้องต้น เนื่องจากผู้บริหารทางการเงินของกิจการไม่ได้พยายามที่จะปรับระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เข้าสู่ระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยถ้าหากระดับสัดส่วนหนี้สินในขณะนั้นต่ำกว่าระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมาย ผู้บริหารทางการเงินกลับพิจารณาเพิ่มทุนจากการออกหุ้นสามัญเพิ่ม ซึ่งทำให้โครงสร้างเงินทุนยิ่งเบี่ยงเบนออกจากระดับโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายมากขึ้น ซึ่งผลดังกล่าวอาจจะเกิดจาก ตลาดทุนที่เกิดขึ้นใหม่อย่างประเทศไทยต้องเผชิญกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุน (Transaction cost) และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (Adjustment cost) ซึ่งต้นทุนดังกล่าวอาจจะเป็นอุปสรรคที่ส่งผลทำให้ระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการผันผวนออกจากระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายได้ตลอดเวลา สำหรับปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการนั้น พบว่ามีเพียงปัจจัยอัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปี ก่อนการระดมทุนเพิ่มเท่านั้น ที่มีผลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม สำหรับกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินนั้น จะพิจารณาปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาคเป็นปัจจัยหลักสำหรับการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม ในขณะที่ปัจจัยความแตกต่างของระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงกับระดับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และ ปัจจัยตัวแปรทางบัญชีไม่มีผลต่อการพิจารณาตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมทุนเพิ่ม

ข้อจำกัดในการศึกษา

จากผลการศึกษาในงานวิจัยนี้พบว่าข้อจำกัดหลายประการที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผลการศึกษาที่ได้ ดังต่อไปนี้

1. เนื่องจากระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาค่อนข้างสั้น อีกทั้งข้อมูลตัวแปรต่างๆ ที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ เป็นข้อมูลประเภทรายไตรมาส จึงอาจมีความถูกต้องและเหมาะสมน้อยกว่าการใช้ข้อมูลรายปี เพราะข้อมูลรายปีได้ผ่านการตรวจทานจากผู้ตรวจสอบบัญชีและมีการปรับปรุงแก้ไขงบการเงินระหว่างปีมาแล้ว ดังนั้นอาจจะทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้เกิดผลที่คลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริงได้
2. ตลาดตราสารหนี้และตราสารทุนของประเทศไทยในปัจจุบัน ยังอยู่ในระหว่างการพัฒนา ปริมาณการซื้อขายยังไม่สูงมากนัก และยังมีขาดความเป็นสากลเพียงพอที่จะใช้สำหรับการศึกษาวิจัย เพื่อให้งานวิจัยในอนาคตมีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รัฐบาลควรที่จะออกมาตรการต่างๆ เพื่อยกระดับตลาดตราสารหนี้ และตลาดตราสารทุนของไทยให้มีความเป็นสากลมากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

ในงานวิจัยนี้ ผลการศึกษายังไม่สามารถอธิบายปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสม และ ทางเลือกในการระดมทุนเพิ่มของกิจการได้ดีนัก เพื่อให้งานศึกษาในอนาคตมีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น ผู้เขียนมีข้อเสนอแนะ ดังต่อไปนี้

1. พฤติกรรมในการระดมทุนของบริษัทอาจจะใช้เป็นเครื่องมือแสดงถึงสถานะเศรษฐกิจในขณะนั้น เนื่องจากโดยปกติเรามองผลประกอบการของกิจการในการสะท้อนสถานะเศรษฐกิจ แต่เนื่องจากว่าข้อมูลผลประกอบการของกิจการจะสามารถเปิดเผยข้อมูลออกมาเป็นรายไตรมาส หรือ รายปี ซึ่งล่าช้าเกินกว่าที่จะสามารถสะท้อนสถานะเศรษฐกิจในขณะนั้นได้ ในขณะที่ข้อมูลเกี่ยวกับการระดมทุนของกิจการเป็นที่รับรู้ได้ จึงสามารถใช้สะท้อนถึงสถานะเศรษฐกิจได้ดีกว่า
2. ควรคัดเลือกตัวแปรทางสถานะเศรษฐกิจมหภาคและตัวแปรที่แสดงถึงคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่สามารถใช้ในการอธิบายเกี่ยวกับการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน

ของกิจการได้ดียิ่งขึ้น อาทิเช่น ควรมีตัวแปรเพื่อแยกหมวดอุตสาหกรรม ตัวแปรสัดส่วนการกระจายหุ้นของกิจการ เป็นต้น

3. ควรหาตัวแปรที่เหมาะสมสำหรับการวัดต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการดำเนินการจัดหาเงินทุน (Transaction cost) และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน (Adjustment cost) ซึ่งต้นทุนดังกล่าวอาจจะเป็นอุปสรรคที่ส่งผลทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการผันผวนออกจากระดับหนี้สินเป้าหมายได้ตลอดเวลา

4. ควรมีการศึกษาขยายถึงกลุ่มกิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีพฤติกรรมที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและการระดมทุนเพิ่มของกิจการอย่างไร

5. น่าจะมีการศึกษาถึงปัจจัยทางสภาวะเศรษฐกิจมหภาคว่ามีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างระยะเวลาในการไถ่ถอนหลักทรัพย์ของกิจการ

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

น้ำทิพย์ หงษ์ปาน. 2543. การศึกษาปัจจัยชี้้นำของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย. โครงการวิจัย
หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์
มหาวิทยาลัย.

รองศาสตราจารย์ สุณี ประจวบเหมาะ. การวางแผนกลยุทธ์ทางการเงินเพื่อการเจริญเติบโต. กรุงเทพมหานคร:
โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2539.

รัตนา สายคณิต. เครื่องชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาค. กรุงเทพมหานคร: โครงการตำรา ลำดับ 47
ศูนย์บริการเอกสารวิชาการ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544.

รุ่งทิพย์ กมลพรพันธ์. 2540. การบริหารโครงสร้างเงินทุนเมื่อกิจการมีการเพิ่มเงินทุน. โครงการวิจัยหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์
มหาวิทยาลัย.

พันธุ์นิวัติ เหนียนเฉลย. ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐ
ศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย .

ศาสตราจารย์ เพชรี ชุมทรัพย์. หลักการบริหารการเงิน. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์,
2532.

อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. การเงินธุรกิจ. กรุงเทพมหานคร: เท็กซ์ แอนด์ เจอร์นัล พับลิเคชั่น, 2543.

ภาษาอังกฤษ

Auerbach A. and Poterba J. Tax loss carryforwards and corporate tax incentives. Working Paper,
Dept. Economics, MIT. (1986).

Bernanke, B.S., and Gertler, M. Inside the black box: The credit channel of monetary policy
transmission. Journal of Economic Perspectives. 9: 27-48.

Brealey, R.A., Myers, S.C., and Marcus, A.J. Fundamentals of Corporate Finance. 3 rd ed. Boston,
Mass : McGraw-Hill, 2001.

Brealey, R.A., and Myers, S.C. Principles of Corporate Finance . 5 th ed. New York : McGraw-Hill,
1996.

- Breder J. and Lewis T. Oligopoly and Financial Structure. American Economics Review. (December) (1986): 956-971.
- Castanias R. Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure. Journal of Finance. (December) (1983).
- Choe, H., Msulis, R.W., and Namda,V. Common stock offerings across the business cycle. Journal of Empirical Finance. 1: 3-31.
- Damodaran, A. Corporate Finance : Theory and Practice . 2nd ed. New York : John Wiley & Sons, 2001.
- Damodaran, A. Applied Corporate Finance : A User's manual . New York : John Wiley, 1999.
- DeAngelo H. and Masulis R. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. Journal of Financial Economics. (January) (1980): 3-29.
- Demsetz H., and Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. Journal of Political Economy. 93 (1985): 1155-1177.
- Fama, Eugene F., and Merton H. Miller. The Theory of Finance. (Holt, Rinechart, Winston, New York). (1972).
- Fischer, E.O, Heinkel, R. , and Zechner J. Dynamic Capital Structure Choice : Theory and Tests. Journal of Finance. 44 (1989) : 19 – 40.
- Flath D., and Knoeber C. taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test. Journal of Finance. (March)(1980).
- Galai D., and Masulis R. The option Pricing Model and the Risk Factor of Stock. Journal of Financial Economics. 3(1976): 53-81.
- Gertler, M., and Hubbard, R.G. Corporate financial policy, taxation and macroeconomic risk. RAND Journal of Economics. 24(1993): 286-303.
- Grossman H. and Hart O. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. The Economics of Information and Uncertainty. (1982).
- Harris, M., and Raviv A. The Theory of Capital Structure. Journal of Finance. 46 (1991): 297 - 355.
- Hovakimian, A., Opler, T., and Titman, S. The Debt - Equity Choice . Journal of financial and quantitative analysis . 36 (2001): 1 – 29.
- Jalilvand,A.,Harris,R.S. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: an econometric study. Journal of Finance. 39: 127-145.

- Jensen M.C., and Meckling W.H. Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. 3 (1976): 305-360.
- Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review. 76(1986): 323-329.
- Jesus Saa-Requejo. Financing Decision : Lessons from the Spanish Experience. Journal Financial Management. 25(1996): 44-56.
- Kane A., Marcus A., and McDonald R. How big is the tax advantage to debt ? Journal of Finance. 39(1984): 841-852.
- Kim H., McConnell J., and Greenwood P. Capital Structure Rearrangements and Me-First Rules in an Efficient Market. Journal of Finance. 32(1977): 789-810.
- Korajczyk, R.A., and Levy, A. Capital Structure Choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. Forthcoming Journal of Financial Economics. Forthcoming working paper # 279 (2002).
- Leland H., and Pyle D. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. Journal of Finance. 32(1977): 371-387.
- Makie-Mason J. Some nonlinear tax effects on asset values and investment decision under uncertainty. Journal of Public Economics. (Autumn) (1988): 389-407.
- Maksimovic V. Capital Structure in repeated Oligopolies. Rand Journal of Economics. (Autumn) (1988): 389-407.
- Marsh, P. The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Study. Journal of Finance. 37 (1982) : 121 – 144.
- Masulis, R.W., The impact of capital structure change on firm value : some estimate. Journal of Finance. 38 (1983): 107 -126.
- Meggison, W.L. Corporate Finance Theory .Reading, Mass : Addison-Wesley, 1997.
- Michael J. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Turnovers. American Economics Review. 76(1986): 323-329.
- Miller M. and Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information. Journal of Finance. 40(1985): 1031-1051.
- Murphy K. Corporate Performance and Managerial Remuneration. Journal of Accounting and Economics. 7(1985): 11-42.

- Myers S., and Majluf N. Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics. (June) (1984): 187-221.
- Myers, S.C. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics. 5 (1977): 147 – 175.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jaffe, J.F. Corporate Finance. 6 th ed. Chicago : McGraw-Hill, 2002.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jordan, B.D. Fundamentals of corporate finance. Boston : Irwin/ McGraw-Hill, 2000.
- Sarig O. Bargaining with a corporation and the capital structure of the bargaining firm. Working paper, Tel Aviv University. (1988).
- Shyam-Sunder L., and Myers, S.C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. Journal of Finance Economics. 51 (1999) : 219 - 244.
- Smith and Warner. On Financial Contracting. Journal of Financial Economics. 13(1984): 115-136.
- Taggart,R.A. A model of corporate financing decision. Journal of Finance. 32(1977): 1467-1484.
- Titman S. The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. Journal of Financial Economics. (March)(1984): 137-151.
- Titman, S. and Wessels, R. The determinants of capital structure choice. Journal of Finance.43 (1988): 1 -18.
- Zwiebel, J. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. American Economic Review. 86(1996): 1197-1215.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ก

อธิบายตัวแปรสถานะทางเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic Target condition variables)

1. ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index)

หมายถึง เครื่องชี้ระดับการผลิตในภาคอุตสาหกรรมของงวดเวลาใดเวลาหนึ่งเปรียบเทียบกับระดับการผลิตภาคอุตสาหกรรมในปีฐานซึ่งเท่ากับหนึ่งร้อย ในกรณีของประเทศไทย หน่วยงานของธนาคารแห่งประเทศไทยได้จัดทำดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมออกเผยแพร่เป็นรายเดือน รายไตรมาส และรายปี (โดยให้ปี 2538 เป็นปีฐาน) ตัวเลขรายเดือนและรายไตรมาสสามารถใช้เป็นเครื่องชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจได้อย่างรวดเร็วว่า ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในแต่ละเดือนหรือไตรมาสเปลี่ยนแปลงจากปีฐานเท่าใด และเปลี่ยนแปลงจากงวดเวลาเดียวกันของปีก่อนอย่างไร

ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่นำมาใช้จัดทำดัชนีประกอบด้วยผลผลิตในอุตสาหกรรมสิ่งทอ ยานยนต์ ปิโตรเลียม เครื่องดื่ม อิเล็กทรอนิกส์และเครื่องใช้ไฟฟ้า อาหาร อัญมณีและเครื่องประดับ วัสดุก่อสร้าง ผลิตภัณฑ์เหล็ก ยาสูบ และอื่น ๆ ครอบคลุมสินค้า 45 รายการ คิดเป็น ร้อยละ 62.4 ของผลผลิตอุตสาหกรรมทั้งหมดในปี พ.ศ. 2538 และถ่วงน้ำหนักของอุตสาหกรรมแต่ละประเภทด้วยสัดส่วนมูลค่าเพิ่มของการผลิตของอุตสาหกรรมนั้น ๆ ต่อมูลค่ารวมตามบัญชีรายได้ประชาชาติในปีฐาน

ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเป็นเครื่องมือชี้ถึงภาวะการผลิตของกลุ่มอุตสาหกรรมในระยะสั้น ซึ่งสามารถใช้ประกอบการประมาณการแนวโน้มของผลผลิตอุตสาหกรรมในระยะยาว โดยวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลได้คัดเลือกตัวอย่างที่กำหนดและจัดหมวดหมู่ตามมาตรฐานอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (Thailand Standard Industry Classification: TSIC) โดยข้อมูลดังกล่าวได้ ใช้ปี 2538 เป็นปีฐาน วิธีการคำนวณ¹ ได้ถ่วงน้ำหนักของอุตสาหกรรมแต่ละประเภทด้วย สัดส่วนมูลค่า

¹ สูตรการคำนวณดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม ใช้สูตรการคำนวณดัชนีของลาสเปร์ (Laspeyres) ดังนี้

$$MPI_t = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{Q_i^t \cdot W_i^0}{Q_i^0}}{\sum_{i=1}^n W_i^0} \times 100$$

MPI_t = ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมในเวลา t

Q_i^t = ปริมาณการผลิตของอุตสาหกรรม i ในเวลา t

Q_i^0 = ปริมาณการผลิตของอุตสาหกรรม i ในปีฐาน

W_i^0 = น้ำหนักหรือสัดส่วนของอุตสาหกรรม i เทียบกับอุตสาหกรรมทั้งหมดในปีฐาน

ค่าเพิ่มของการผลิตของอุตสาหกรรมนั้นๆ ต่อ มูลค่ารวมตามบัญชีรายได้ประชาชาติในปีฐาน (2538)

2. ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption index)

เป็นดัชนีที่สามารถดูการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ซึ่งถือเป็นดัชนีที่ชี้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจโดยคำนวณขึ้นจากข้อมูลต่าง ๆ ดังนี้ การนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภค ภาษีมูลค่าเพิ่มทั่วประเทศ ปริมาณการจำหน่ายสุรา ปริมาณการจำหน่ายเบียร์ ปริมาณการจำหน่ายเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ ปริมาณการจำหน่ายรถยนต์นั่ง ปริมาณการจำหน่ายรถจักรยานยนต์ ปริมาณการใช้กระแสไฟฟ้าเพื่อที่อยู่อาศัย และปริมาณการจำหน่ายน้ำมันเบนซิน และเป็นข้อมูลที่ได้ขจัดปัจจัยฤดูกาลออกแล้ว โดยใช้ราคาปี พ.ศ.2538 เป็นปีฐาน

3. ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน (Private investment index)

เป็นดัชนีที่สามารถดูการเปลี่ยนแปลงของรายจ่ายลงทุนของภาคเอกชน ซึ่งประกอบด้วยรายจ่ายในการสะสมทุนถาวรเบื้องต้นภาคเอกชน (Gross private fixed capital formation) และส่วนเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง (change in inventories) แม้ว่าการลงทุนของภาคเอกชนจะแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท แต่ว่าก็ยังมียปัจจัยอื่น ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการลงทุนของภาคเอกชน ได้แก่ ผลิตภัณฑ์(รายได้)ประชาชาติ การแข่งขัน ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยี อัตราดอกเบี้ย อัตราภาษี อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ กำลังการผลิตส่วนเกิน และการคาดคะเนอนาคต

4. อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index)

เป็นเครื่องชี้ระดับการผลิตของภาคอุตสาหกรรม ซึ่งมีความสำคัญในเชิงนโยบาย เพราะสะท้อนถึงความเพียงพอที่จะรองรับการขยายตัวของการผลิต การส่งออกและแรงกดดันต่อราคาสินค้าภายในประเทศ อัตราการใช้กำลังการผลิต ได้ครอบคลุมสินค้า 35 รายการ ซึ่งมีความสำคัญคิดเป็นร้อยละ 44.5 ของมูลค่าเพิ่มภาคอุตสาหกรรม และได้จัดทำเป็น 7 หมวดอุตสาหกรรม ได้แก่ หมวดอาหาร เครื่องดื่ม ยาสูบ วัสดุก่อสร้าง เหล็กและผลิตภัณฑ์เหล็ก ยานยนต์และอุปกรณ์ขนส่ง และ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม

วิธีการเก็บข้อมูล ใช้ข้อมูลปริมาณการผลิตและกำลังการผลิตในแต่ละอุตสาหกรรมที่เป็นปรุภูมิ และใช้ข้อมูล ปี 2538 เป็นปีฐาน วิธีการคำนวณ² ได้ถ่วงน้ำหนักของอุตสาหกรรมแต่ละประเภท ด้วยสัดส่วนมูลค่าเพิ่มของการผลิตของอุตสาหกรรมนั้นๆ ต่อ มูลค่ารวมตามบัญชีรายได้ประชาชาติในปีฐาน (2538)

อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Index) หมายถึง การเปรียบเทียบปริมาณผลผลิตจริง (Production) กับกำลังการผลิตสูงสุด (Capacity) ที่เครื่องจักรสามารถผลิตได้คิดเป็นสัดส่วนเท่าไร โดยหมวดอุตสาหกรรมที่มีอัตราการใช้กำลังการผลิตตั้งแต่ร้อยละ 80 ขึ้นไป ถือว่ามีการใช้กำลังการผลิตที่ใกล้เคียงเต็มกำลังการผลิต (Fully Capacity Utilization) แต่ถ้าหมวดอุตสาหกรรมใดที่มีอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ถือว่ามีการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำกว่าเกณฑ์เฉลี่ย และมีศักยภาพในการผลิตค่อนข้างต่ำกว่าเกณฑ์เฉลี่ยและมีศักยภาพในการผลิตที่ค่อนข้างต่ำ เป็นจุดไม่คุ้มทุน

อัตราการใช้กำลังการผลิตภาคอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในทิศทางเดียวกัน เมื่อผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นเร็วกว่าการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิต อัตราการใช้กำลังการผลิตจะสูงขึ้น แต่ในทางตรงกันข้าม ในระยะที่ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเพิ่มช้ากว่าการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตหรือผลผลิตภาคอุตสาหกรรมลดลง อัตราการใช้กำลังการผลิตก็จะลดลงด้วย

² สูตรในการคำนวณอัตราการใช้กำลังการผลิตโดยใช้สูตรของสาสแปร์ ดังนี้

$$U^t = \frac{\sum_{i=1}^n U_i^t \cdot W_i^0}{\sum_{i=1}^n W_i^0} \times 100$$

โดย U^t = อัตราการใช้กำลังการผลิตรวมของภาคอุตสาหกรรมในเวลา t

$$U_i^t = \text{อัตราการใช้กำลังการผลิตของหมวดอุตสาหกรรม } i \text{ ในเวลา } t \text{ หรือ คือ } \frac{Q_i^t}{C_i^t} \quad (Q_i^t = \text{ผลผลิตอุตสาหกรรม } i \text{ ในเวลา } t)$$

C_i^t = กำลังการผลิตอุตสาหกรรม i ในเวลา t)

W_i^0 = น้ำหนักของอุตสาหกรรม i ในปีฐาน

i = อุตสาหกรรมที่ 1, 2, ..., n

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวจรูญ กัลปากรณชัย เกิดวันที่ 21 ธันวาคม พ.ศ. 2521 ที่อำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียน เตรียมอุดมศึกษา ในปี พ.ศ. 2538 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีเศรษฐศาสตรบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปีการศึกษา 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อ พ.ศ. 2544



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย