

การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย



นางสาว บุศรินทร์ บุรณศักดิ์

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-171-604-4

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

TESTING THE PECKING ORDER THEORY OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM THAILAND



Miss Bussarin Buranasakda

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 974-171-604-4

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย
โดย	นางสาวบุศรินทร์ บุรณศักดิ์
สาขาวิชา	การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

---

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิตวิทยาลัย  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

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

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภายนันท์)

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

..... กรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร.โสติสร มัลลิกะมาส)

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บุศรินทร์ บูรณศักดิ์ดา : การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน : การศึกษาของประเทศไทย (TESTING THE PECKING ORDER THEORY OF CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : ผศ. ดร. สันติ ธีรพัฒน์, 74 หน้า. ISBN 974-171-604-4

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 275 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2535 - 2544 โดยการศึกษาแบ่งออกเป็นการทดสอบเชิงประจักษ์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนจากข้อมูลงบการเงิน และการสำรวจโดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือในการสอบถามผู้บริหารเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของกิจการ

จากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่ากิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน เมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนกิจการเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนจากกำไรสะสม และถ้ามีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการจะมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น มากกว่าการออกหุ้นทุน โดยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นอย่างชัดเจนในกิจการที่เผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม

ผลสำรวจจากแบบสอบถามพบว่าลักษณะของกิจการในประเทศไทยและทัศนคติของผู้บริหารนั้นมีแนวทางเดียวกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน คือมีการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุนจาก แหล่งเงินทุนภายใน หนี้สินจากการกู้ยืมจากธนาคาร หนี้สินกู้ยืมระยะยาว และการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ

จากการศึกษาโดยรวมพบว่าผลการศึกษาจากวิธีการศึกษาที่แตกต่างกันนั้นให้ผลที่สอดคล้องกัน คือ ประเทศไทยมีการจัดหาเงินทุนแบบเดียวกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ซึ่งเรียงลำดับแหล่งเงินทุนดังนี้ เงินทุนภายใน หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน  
สาขาวิชา การเงิน  
ปีการศึกษา 2545

ลายมือชื่อนิสิต.....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

## 4482521626 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: PECKING ORDER / CAPITAL STRUCTURE / FIANANCIAL DEFICIT / SURVEY

BUSSARIN BURANASAKDA : TESTING THE PECKING ORDER THEORY OF  
CAPITAL STRUCTURE : EVIDENCE FROM THAILAND. THESIS ADVISOR : ASST.  
PROF. SUNTI TIRAPAT, PH.D., 74 pp. ISBN 974-171-604-4.

The study investigates the pecking order theory of capital structure. Which states that debt will be given priority over equity when firms need external funds. The study examines the capital-raising histories of 275 companies listed on the Stock Exchange of Thailand from 1992-2001. The study uses a two-step methodology for improved accuracy, first testing whether debt is chosen more frequently than equity when firms raise external funds. In the second step, the responses from a survey questionnaire show whether or not companies do follow the pecking order.

In the first step, the empirical study shows that when firms need external funds (define as a financial deficit) debt is chosen to fill the deficit. Since the adverse selection problem drives firms to follow the pecking order theory, firms facing the adverse selection problem (such as small firms and high growth firms) should follow the priority of the pecking order. The study finds support for this priority. A robustness check using factor such as Tangible asset, market to book ratio, profitability and financial deficit finds firm facing financial deficits and profitability change their capital structure. The questionnaire in the second step is designed to determine whether or not firms follow the pecking order when they need to raise additional capital.

The results from both steps show support for the pecking order theory, indicating companies use internal funds from retained earnings as the primary source of funds. When firms need external financing, debt is more frequently used than equity.

Department of Banking and Finance

Student's signature.....

Field of study Finance

Advisor's signature.....

Academic year 2002

### กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความช่วยเหลือของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์ด้วยดีมาโดยตลอด รวมทั้ง อาจารย์ ดร.ชัชชัย จิตรภักษ์นันท์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รองศาสตราจารย์ ดร.โตติธร มัดลิกะมาศ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทั้งสามท่านเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ด้วย

นอกจากนี้ผู้เขียนขอขอบคุณท่านผู้บริหารของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ได้ช่วยกรุณาสละเวลาในการตอบแบบสอบถาม และ คุณอิทธิพล สิงห์คำ คุณชาติรี โรจนอาภา คุณแหววัน ปรางค์รัชช คุณอังคณา ชูวะเจริญพานิช คุณไวศิษฏ์ ภูริวิโรจน์กุล คุณกฤติกา ชอบชื่นชม และคุณสุนทร ดิลกกัลยา กุล ที่เป็นที่ปรึกษาและช่วยแก้ปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างการทำวิทยานิพนธ์ เจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงินและเจ้าหน้าที่ประจำห้องหลักสูตรทุกท่าน ที่ได้ช่วยเหลือในการประสานงานต่างๆ ระหว่างการทำวิทยานิพนธ์ รวมทั้งพี่ๆ และ เพื่อนทุกคน ที่ให้กำลังใจและความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ พี่ชาย ที่ได้ให้การสนับสนุน ให้กำลังใจ ในการศึกษา ประโยชน์อันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบแด่ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทความรู้แก่ผู้เขียน ส่วนข้อผิดพลาดในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์

เมษายน 2546

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญแผนภูมิ.....	ญ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตการดำเนินงานวิจัย.....	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	2
1.5 วิธีดำเนินการศึกษา.....	3
2 คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์.....	5
2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง.....	5
2.2 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	5
2.2.1 งานวิจัยเกี่ยวกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน.....	5
2.2.2 งานวิจัยเกี่ยวกับการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน.....	7
2.2.3 งานวิจัยที่ศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุน โดยใช้การสำรวจจากแบบสอบถาม.....	8
2.2.4 งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับปัจจัยที่ทำให้ โครงสร้างเงินทุนมีการเปลี่ยนแปลง ลงระดับหนี้สิน.....	9
2.2.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุนในประเทศไทย.....	9
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.1 กลุ่มตัวอย่าง.....	13
3.2 วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.2.1 การทดสอบเชิงประจักษ์.....	13

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่		หน้า
	3.2.2 การทดสอบเชิงปฏิบัติ.....	24
4	ผลการศึกษา.....	29
	4.1 การทดสอบเชิงประจักษ์.....	29
	4.2 การทดสอบเชิงปฏิบัติ.....	55
5	สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....	62
	5.1 สรุปผลการศึกษา.....	62
	5.2 ข้อจำกัดในการศึกษา.....	64
	5.3 ข้อเสนอแนะ.....	65
	รายการอ้างอิง.....	67
	ภาคผนวก.....	69
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	74

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## สารบัญญัตราง

ตาราง	หน้า	
4.1	สรุปค่าสถิติต่างๆที่นำมาใช้ในการศึกษา.....	30
4.2	การจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ.....	31
4.3	การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับ ขั้นในการจัดหาเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง.....	34
4.4	การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับ ขั้นในการจัดหาเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง.....	35
4.5	การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับ ขั้นในการจัดหาเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่มีอัตราการก่อกำหน้อยู่ในระดับกลาง.....	36
4.6	การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้น ในการจัดหาเงินทุนโดยแบ่งตามขนาดของกิจการ.....	38
4.7	การตรวจสอบความถูกต้องของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน.....	41
4.8	การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการ ใช้ไปของเงินทุน กับการก่อกำหน้อยของกิจการของกลุ่มข้อมูลทั้งหมด.....	45
4.9	การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไป ของเงินทุน กับการก่อกำหน้อยของกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง.....	46
4.10	การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไป ของเงินทุน กับการก่อกำหน้อยของกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง.....	47
4.11	การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไป ของเงินทุน กับการก่อกำหน้อยของกิจการที่มีอัตราการก่อกำหน้อยู่ในระดับกลาง.....	49
4.12	การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไป ของเงินทุน กับการก่อกำหน้อยของกิจการแบ่งตามขนาดของกิจการ.....	50
4.13	การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็ การใช้ไปของเงินทุน กับการก่อกำหน้อยของกิจการ.....	54
4.14	ลักษณะการจัดหาเงินทุนภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของกิจการ.....	56
4.15	ลำดับความสำคัญของปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน.....	59
4.16	ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจต่อการจัดหาเงินทุนของกิจการ.....	60

## สารบัญแผนภูมิ

แผนภูมิ	หน้า
4.1 ผลการตอบกลับของแบบสอบถาม แบ่งตามขนาด ของกิจการตามมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี.....	56
4.2 ทางเลือกที่ผู้บริหารเลือกเมื่อมีโครงการควรแก่การลงทุนของกิจการ.....	57



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเริ่มมีบทบาทที่สำคัญนับตั้งแต่ปี 1958 Modigliani และ Miller ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจัดการทางการเงินในเรื่องของโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าของกิจการซึ่งหลังจากนั้นเป็นต้นมาก็ได้มีทฤษฎีใหม่ๆ ขึ้นมามากมายเกี่ยวกับการหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อที่จะบรรลุวัตถุประสงค์ในการจัดการทางการเงินให้เกิดประสิทธิภาพสูงสุด ซึ่งหนึ่งในทฤษฎีที่สำคัญและมีอิทธิพลเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนได้แก่ ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory Hypothesizes) เริ่มจากในปี 1984 Myers และ Majluf ได้นำเสนอแนวความคิดในเรื่องของโครงสร้างเงินทุน โดยให้ความสำคัญในเรื่องการจัดการแหล่งเงินทุนของกิจการต่างๆ ภายใต้อุปสรรคของข้อมูล ผู้บริหารทราบข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับโอกาสการลงทุนที่มากกว่านักลงทุนภายนอก ดังนั้นเมื่อกิจการมีความต้องการเงินทุนเพื่อที่จะลงทุนในโครงการที่ดี กิจการควรที่จะมีสินทรัพย์สภาพคล่องสูงสำรองไว้ภายในกิจการเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนสำรอง เพราะการที่กิจการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกนั้นกิจการจำเป็นต้องเผชิญปัญหาต้นทุนของเงินทุน และปัญหาเกี่ยวกับการเลือกเงินทุนที่เหมาะสม

ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนเป็นหนึ่งในทฤษฎีที่มีบทบาทสำคัญในเรื่องของโครงสร้างเงินทุนเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งกล่าวถึงการจัดหาเงินทุนโดยมีวัตถุประสงค์ในการอธิบายพฤติกรรมในการเลือกแหล่งเงินทุนที่ต้องการ โดยเรียงเป็นลำดับจาก การใช้เงินทุนภายในของกิจการซึ่งอาจจะเป็นกำไรสะสม หรือเงินส่วนที่กักไว้หรือเผื่อไว้ในการลงทุน และเมื่อกิจการไม่มีเงินภายในเพียงพอแต่กิจการมีความต้องการที่จะใช้เงิน กิจการก็จะมองหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยจะเลือกจากความปลอดภัยมากที่สุดก่อน ซึ่งสามารถเรียงลำดับได้จาก การก่อกำหนดหนี้ระยะยาวจากธนาคาร การก่อกำหนดหนี้ระยะยาว การก่อกำหนดหนี้ที่มีความสามารถในการไถ่ถอนคืนได้ หนี้สินแปลงสภาพ และการออกหุ้นตามลำดับ

ลักษณะของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้น ไม่ได้มีการกำหนดสัดส่วนที่เหมาะสมของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น แต่มีลักษณะเด่นตรงที่เป็นการสังเกตพฤติกรรม และสามารถให้เหตุผลสนับสนุนพฤติกรรมต่างๆ ของการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุน ซึ่งเป้าหมายหลักของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่มีมากมายหลายทฤษฎีนั้นต่างก็มุ่งที่จะทราบถึงสัดส่วนที่เหมาะสมที่สุดของการรวมกันระหว่างหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ยังไม่มียุทธศาสตร์ที่สามารถให้คำตอบในเรื่องนี้ได้ชัดเจน ลักษณะของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนเป็นสิ่งที่น่าสนใจในการศึกษาพฤติกรรมที่เกิดขึ้นของผู้บริหารแต่ในที่นี้ไม่ได้หมายความว่าทฤษฎีลำดับชั้นในการ

จัดหาเงินทุนนั้นเป็นทฤษฎีที่ดีที่สุด อันเนื่องมาจากข้อจำกัดบางอย่างที่ทฤษฎีนี้ไม่ได้คำนึงถึง เช่น ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นไม่ได้อธิบายถึงผลกระทบต่อภาษี และต้นทุนของการล้มละลาย

สำหรับการศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนในประเทศไทยที่ผ่านมาส่วนใหญ่มุ่งจะศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยเพื่อพิจารณาว่าปัจจัยใดส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยทราบว่าปัจจัยตัวใดบ้างที่มีผลต่อการตัดสินใจทางการเงินและพยายามใช้ปัจจัยเหล่านั้นให้เกิดประโยชน์สูงสุดในการจัดการโครงสร้างเงินทุน ดังนั้นการที่นำทฤษฎีซึ่งเป็นทฤษฎีที่มีความโดดเด่นในเรื่องการจัดหาเงินทุนอย่างทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนมาทำการทดสอบนั้นก็มีความน่าสนใจว่า ลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นกิจการเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งใด และมีลักษณะตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนกล่าวคือมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนและตามด้วยหนี้สิน และหุ้นทุนเป็นลำดับสุดท้ายหรือไม่ ซึ่งถ้ามีลักษณะเช่นนั้นจริงย่อมแสดงให้เห็นว่า ลักษณะภาพรวมของโครงสร้างเงินทุนในประเทศไทยนั้นมีภาพรวมเป็นแบบลำดับขั้นในการจัดหาแหล่งเงินทุนย่อมจะเอื้อประโยชน์ในการจัดการด้านโครงสร้างเงินทุนทั้งต่อผู้บริหาร นักลงทุน หรือผู้ควบคุมและกำกับดูแลตลาดเงินทุน ส่งผลให้เกิดประสิทธิภาพต่อการจัดการทางการเงิน

การศึกษาทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของประเทศไทยนี้ศึกษาว่าพฤติกรรมของผู้บริหารขององค์กรในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนนั้นมีแนวทางการจัดหาเงินทุนว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ รวมถึงการพิจารณาการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุนด้วย

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อทำการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนสามารถอธิบายพฤติกรรมในการจัดหาเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้หรือไม่

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

ในการดำเนินศึกษาจะใช้ข้อมูลจากงบการเงินในช่วงปี พ.ศ. 2535 – 2544 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจ ดังต่อไปนี้ ธุรกิจการเงิน การธนาคาร และธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อบังคับพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ ทั่วไป

## 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เมื่อทดสอบแล้วทราบว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นมีการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน และเมื่อแหล่งเงินทุนภายในหมดแล้วกิจการก็จะเลือกใช้การก่อหนี้สิน และออกหุ้นทุนตามลำดับ ย่อมแสดงให้เห็นว่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้นมีอิทธิพลต่อการจัดหาเงินทุนส่งผลให้กิจการมีการเลือกแหล่งเงินทุนตามหลักการลำดับขั้นของเงินทุน และเมื่อเป็นเช่นนั้นการส่งสัญญาณต่อตลาดย่อมเกิดขึ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในการส่งสัญญาณต่อตลาดนั้นถ้ากิจการเลือกที่จะจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ย่อมเป็นการส่งสัญญาณที่ดีต่อตลาดเพราะการที่กิจการมีการก่อภาระผูกพันเพิ่มมากขึ้นแสดงว่ากิจการมั่นใจว่าจะได้รับประโยชน์จากการลงทุนจึงสามารถรับภาระของหนี้สินนั้นได้ และผู้ถือหุ้นกลุ่มปัจจุบันก็ยังเป็นผู้ได้รับประโยชน์สูงสุดในกิจการอีกด้วย ในทางกลับกันถ้ามีการออกหุ้นทุนย่อมแสดงให้เห็นว่ากิจการนั้นไม่มีความสามารถในการก่อหนี้ และกิจการยังไม่มั่นใจในการลงทุนครั้งนี้ว่าจะได้รับผลประโยชน์หรือไม่จึงจำเป็นต้องดึงนักลงทุนภายนอกมาร่วมรับผิดชอบในโครงการลงทุนดังกล่าว ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีต่อตลาด

ดังนั้นประโยชน์ที่ได้รับนี้จึงเป็นทั้งทางตรงคือได้ทราบว่าทฤษฎีนี้สามารถใช้ได้จริงในโลกแห่งความเป็นจริงหรือไม่ และยังได้ประโยชน์ทางอ้อมจากการใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุนนั้นเป็นตัวส่งสัญญาณต่อตลาด และผู้บริหารและนักลงทุนก็สามารถที่จะทราบข้อมูลและตีความได้อย่างชัดเจน และมีประโยชน์ในการบริหาร การลงทุน และการควบคุมดูแลของภาครัฐอีกด้วย

### 1.5 วิธีดำเนินการศึกษา

วิธีการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ส่วน การศึกษาในเชิงประจักษ์ โดยอาศัยวิธีทางเศรษฐมิติมาใช้ทดสอบกับข้อมูลที่ได้จากงบการเงิน และส่วนการศึกษาเชิงปฏิบัติ โดยทำการสำรวจจากกลุ่มผู้มีอำนาจในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุน และกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทต่างๆ โดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือช่วยในการทดสอบ

**การศึกษาเชิงประจักษ์** ประกอบไปด้วยวิธีการและเหตุผลที่นำมาใช้ในการดำเนินการวิจัย ซึ่งตัวแบบที่ใช้ศึกษานำมาจาก Goyal and Frank (2002) แบ่งไปตามวัตถุประสงค์ต่างๆ ดังต่อไปนี้

- การทดสอบการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ
- การทดสอบการจัดหาเงินทุนของกิจการตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน
- การตรวจสอบความถูกต้องของการทดสอบลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน
- การทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินของกิจการ
- การทดสอบปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

**การศึกษาเชิงปฏิบัติ** จากการสำรวจกลุ่มตัวอย่างโดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือในการถามผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจในด้านการเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัท เพื่อสำรวจลักษณะของพฤติกรรมของการเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัทต่างๆ ว่าเลือกจากแหล่งเงินทุนแหล่งใดก่อนระหว่างแหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก และถ้าเลือกแหล่งเงินทุนภายนอกแล้วระหว่างการก่อหนี้กับการออกหุ้นทุนนั้นสิ่งไหนเป็นสิ่งที่เลือกเป็นอย่างแรก และมีหลักการและเหตุผลเช่นไรในการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนในเรื่องของโครงสร้างเงินทุน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 2

### วรรณกรรมปริทรรศน์

#### 2.1 คำจำกัดความที่ใช้ในการศึกษา

“การขาดแคลนเงินทุน” หมายถึง สภาพการณ์ที่กิจการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ (ถ้าไรสะสม) จนหมดแล้วแต่กิจการยังมีความต้องการเงินทุนเพื่อไปทำการลงทุนอีก ซึ่งจำเป็นต้องจัดหาโดยอาศัยเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น หนี้สิน หรือหุ้นทุน

“ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน” หมายถึง ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนว่าด้วยลำดับขั้นในการเลือกใช้เงินทุน โดยเรียงลำดับจาก เงินทุนภายใน (ถ้าไรสะสม) หนี้สิน และการออกหุ้นทุน

#### 2.2 เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

##### 1. งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

Myers and Majluf (1984) เสนอแนวความคิดในทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ตามสมมติฐานที่มีความเป็นไปได้ 2 ข้อ ซึ่งได้กล่าวถึงผู้บริหารของกิจการดังมีรายละเอียดต่อไปนี้ อย่างแรก ผู้บริหารรู้เกี่ยวกับรายได้ และโอกาสการลงทุนของกิจการมากกว่านักลงทุนภายนอก และอย่างที่สอง ผู้บริหารจะดำรงผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นปัจจุบันที่มีอยู่ สมมติฐานทั้งสองข้อดังกล่าวนี้มีเหตุผลที่สนับสนุนดังนี้ บนความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร นั้นผู้บริหารไม่สามารถที่จะถ่ายทอดข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ (เช่น โครงการลงทุนที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก) ไปยังนักลงทุนได้ เพราะว่าข้อมูลข่าวสารของผู้บริหารนั้นไม่น่าเชื่อถือ พิจารณาได้จาก เมื่อผู้บริหารค้นพบโครงการลงทุนที่น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคต ฝ่ายผู้บริหารก็จะประกาศโครงการดังกล่าวออกมาเพื่อที่จะช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ของกิจการให้มีราคาสูงขึ้น แต่นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะรู้ว่ามันจะเป็นอย่างนั้นจริงได้จนกว่าจะเกิดขึ้นจริง ดังนั้นนักลงทุนก็จะประมาณค่าเฉลี่ยต่ำสุดของราคาหลักทรัพย์ไว้ และจะทำการเข้าซื้อต่อเมื่อราคานั้นต่ำกว่าราคาตลาด หรืออยู่ในช่วงที่ต่ำกว่าราคาที่นักลงทุนประมาณค่าไว้ว่าควรจะเป็น ซึ่งผู้บริหารจะเข้าใจปัญหาเหล่านี้ และมักจะไม่ทำการลงทุนในโครงการที่ถึงแม้จะมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิที่เป็นบวก แต่จำเป็นจะต้องพึ่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน เพราะเปรียบเสมือนเป็นการให้ประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายใหม่บนความเสียประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายเก่า จากการคิดค้น โครงการใหม่ที่กิจการได้สร้างขึ้น

ดังนั้นจึงเกิดความไม่เข้าใจขึ้นมาว่าทำไมนักลงทุนจึงไม่สามารถไว้วางใจผู้บริหารได้ เพราะผู้บริหารไม่สามารถทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นได้ และยังถูกผลักดันให้มองข้ามโอกาสในการลงทุนที่จะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทเพียงเพราะว่าไม่สามารถสร้างความน่าเชื่อถือให้เกิดขึ้นได้บนการ

สื่อสาร ถ้าพิจารณาสักๆจะพบว่าปัญหาที่เกิดขึ้นจากข้อมูลข่าวสารในตลาดการเงินนั้น ปัญหาเกิดมาจากธรรมชาติของมนุษย์ซึ่งบางอย่างก็ไม่สามารถอธิบายได้

Myers and Majluf (1984) ได้เสนอทางออกในการแก้ปัญหาที่ว่าโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกนั้น ควรที่จะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ซึ่งก็คือ เงินสดและหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด (Financial Slack) หรือการเลือกใช้การก่อหนี้ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Debt) ถ้ากิจการมีเงินสดและหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาดเพียงพอแล้ว กิจการก็จะไม่ก่อหนี้ที่มีความเสี่ยง หรือออกหุ้นทุน ในการที่จะจัดหาเงินทุนมาลงทุนในโครงการที่น่าลงทุน และเป็นวิธีที่ช่วยในการจัดปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุน และผู้บริหารได้

นอกจากนี้ Myers and Majluf (1984) ยังได้อธิบายปฏิกริยาที่ตลาดมีต่อการเพิ่มขึ้นและลดลงของการก่อภาระผูกพันจากการก่อหนี้ว่า ถ้ากิจการมีโครงการที่น่าลงทุนแล้วกิจการควรจะลงทุนโดยเลือกแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ หรือถ้าจำเป็นที่จะต้องใช้เงินทุนจากภายนอก กิจการจะเลือกการก่อหนี้ที่ปราศจากความเสี่ยง แต่ถ้ากิจการไหนที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ของกิจการนั้นอยู่ในระดับสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalue) นักลงทุนก็จะเข้าใจถึงเหตุการณ์เหล่านี้ว่าผู้บริหารจงใจที่จะบอกว่ากิจการนั้นมีภาพดีกว่าที่เป็นจริง และทำให้การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการกลายเป็นข่าวร้ายสำหรับกิจการในมุมมองของนักลงทุน ในทางตรงกันข้ามการที่กิจการประกาศเพิ่มขึ้นของการก่อภาระผูกพันโดยการก่อหนี้สิน เป็นเหตุการณ์ที่บอกว่าผู้บริหารของกิจการมีความมั่นใจในรายได้ในอนาคตของกิจการเป็นอย่างมาก จึงไม่ไปลดความสามารถในการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของภาระผูกพันของกิจการจึงเป็นเหมือนกับสัญญาณที่ดีที่ตลาดส่งมาให้กิจการ

Myers (1984) ได้เสนอแนวความคิดในเรื่องของ Pecking Order Hypothesis of Corporate Leverage โดยมีสมมติฐาน 4 ข้อดังต่อไปนี้

- การกำหนดนโยบายการเงินปันผลในอัตราส่วนคงที่ เป็นลักษณะของต่อหุ้น ซึ่งไม่ส่งผลต่อกำไรของบริษัทแต่อย่างใด
- กิจการเลือกจัดหาเงินทุนโดยใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการก่อน (เช่น จากกำไรสะสม) ที่จะพิจารณาถึงแหล่งเงินทุนภายนอกไม่ว่าจะเป็นการก่อหนี้ หรือการออกหุ้นทุน
- ถ้ากิจการจำเป็นที่จะต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการจะเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัยที่สุดก่อน
- ถ้ากิจการจะต้องใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้น กิจการจะเลือกตามลำดับขั้นดังนี้ เริ่มด้วยการก่อหนี้สินที่ปลอดภัยที่สุด แล้วตามด้วย หนี้สินที่มีความเสี่ยง หลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงได้ หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นทุนเป็นแหล่งสุดท้ายที่กิจการจะเลือกใช้



ลักษณะการอธิบายของ Myers นั้นจะอธิบายในมุมมองของผู้บริหารของกิจการมากกว่าที่จะพิจารณาไปถึงหลักการของการประเมินมูลค่าทางตลาดทุน

## 2. งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

Shyam-Sunder and Myers (1999) ขยายความการศึกษาในทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนโดยเสนอตัวแบบขึ้นมาใหม่เพื่อนำมาใช้ในการทดสอบทฤษฎี โดยการสร้างสมการระหว่างหนี้สินสุทธิและการขาดแคลนเงินทุนภายในของกิจการ เมื่อการออกหนี้สินสุทธิคือทางเลือกที่ใช้เพื่อทดแทนจำนวนเงินภายในของกิจการซึ่งกำหนดขึ้นมาจากการรวมกันของ ค่าใช้จ่ายในการลงทุนเงินปันผลจ่าย เงินทุนหมุนเวียนสุทธิที่เพิ่มขึ้น หักออกด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินการหลังจากหักภาษี และ ดอกเบี้ยจ่าย โดยมีจุดประสงค์ของการทดสอบเพื่อดูว่าค่าสัมประสิทธิ์ ของสมการถดถอย ( $b_{po}$ ) ดังกล่าวนั้นมีค่าเท่ากับ 1 ตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้หรือไม่ เนื่องจากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้น ได้ตั้งสมมติฐานว่าถ้ากิจการมีความต้องการเงินทุนเพื่อมาทดแทนเงินทุนภายในที่ขาดแคลนแล้วนั้น การก่อหนี้จะเป็นทางเลือกที่กิจการเลือกใช้เนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารทำให้การออกหุ้นทุนนั้นไม่มีประสิทธิภาพ และส่งผลกระทบต่อกิจการ ซึ่งสมการที่ใช้ทดสอบมีรูปแบบดังนี้

$$\rho D_{it} = a + b_{po} DEF + e_{it}$$

ผลการทดสอบพบว่ากิจการในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีลักษณะการจัดหาเงินทุนที่สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน โดยมีการเรียงลำดับจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน หนี้สินและหุ้นทุนตามมาเป็นลำดับ ต่อมาในปี 2000 Chirinko and Singha ได้เสนอว่าในการอธิบายเกี่ยวกับสมการถดถอยของ Shyam-Sunder and Myers (1999) นั้นมีจุดอ่อน ซึ่ง Chirinko and Singha ได้กล่าวโดยสรุปว่าการทดสอบของ Shyam-Sunder and Myers นั้นไม่สามารถอธิบายว่าเป็นลักษณะของลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนได้ จากการดำเนินการตามหลักการของ Shyam-Sunder and Myers นั้นค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้นั้นมีค่าเข้าใกล้ 1 เท่านั้น ไม่ได้มีค่าเท่ากับ 1 ซึ่งเหตุผลที่ Chirinko and Singha คิดว่าสาเหตุที่ความสัมพันธ์นั้นไม่เป็นไปในลักษณะ 1 ต่อ 1 นั้นอาจจะเป็นผลเนื่องมาจากต้นทุนที่ซ่อนอยู่ของการก่อหนี้สิน และประโยชน์ที่ซ่อนอยู่จากการออกหุ้นทุน ซึ่งเป็นผลทำให้ตลาดหุ้นทุนนั้นมีความน่าดึงดูดมากกว่าการก่อหนี้ แต่การเสนอในครั้งนี้ไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะปรับปรุงตัวแบบในการศึกษาแต่อย่างใด และ Goyal and Frank (2002) ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอเมริกา โดยอาศัยหลักการของ Shyam-Sunder and Myers (1999) ในเรื่องการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน โดยเลือกใช้ข้อมูลจากงบการเงิน ตั้งแต่ปี 1971-1998 ซึ่งมีวิธีการและหลักการดังนี้

1. มีการเตรียมการพิสูจน์เกี่ยวกับวิธีในการจัดหาเงินทุนที่เป็นที่นิยม ซึ่งข้อมูลนั้นเตรียมให้อยู่ในรูปแบบที่สอดคล้องกับสมการถดถอย เพื่อทดสอบว่ากิจการในสหรัฐอเมริกาได้จัดหาเงินทุนในลักษณะตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ โดยจัดสมการให้อยู่ในรูปแบบของสมการถดถอย

2. การตรวจสอบจำนวนของสิ่งที่เกี่ยวข้องในเนื้อหาที่เป็นการทดสอบ สมการถดถอยของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ที่จัดทำโดยShyam-Sunder and Myers (1999)

3. การทดสอบว่าธุรกิจที่เผชิญกับปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนนั้นได้ใช้หลักการจากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่

ผลที่ได้จากการทดลองนั้นพบว่าตรงกันข้ามกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน อย่างสิ้นเชิง เพราะบริษัทส่วนใหญ่ได้ออกหุ้นสามัญมากกว่าการก่อหนี้สิน ในขณะที่ธุรกิจขนาดใหญ่ก็ยังมีการยอมรับในทฤษฎี แต่กิจการที่มีขนาดเล็กและมีการเติบโตที่สูง ซึ่งคาดว่าเป็นกิจการที่เผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม กลับไม่ยอมรับในทฤษฎีนี้ นอกจากนี้ยังพบว่าการก่อหนี้สินนั้นมีความสำคัญที่น้อยมากในการอธิบายถึงการขาดแคลนทางการเงินของทุกๆ ขนาดธุรกิจ

### 3. งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนโดยใช้การสำรวจจากแบบสอบถาม

**Graham and Harvey (2001)** ได้ทำการสำรวจความคิดเห็นของผู้บริหารทางการเงินทั้งหมด 392 คน ของบริษัทต่างๆ ช่วงปี 1999 ในเรื่องของ ต้นทุนของเงินทุน การประเมินโครงการลงทุน และเรื่องโครงสร้างเงินทุน โดยอาศัยแบบสอบถามเป็นเครื่องมือในการตรวจสอบ พิจารณารายละเอียดเกี่ยวกับเรื่องโครงสร้างเงินทุน และทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวความคิดในการจัดหาเงินทุนตามหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน แต่ไม่อยู่ภายใต้ข้อสมมติฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร แต่อย่างใด

**Dennis and Raymond (2000)** ได้จัดทำแบบสอบถามเพื่อสอบถามบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง จำนวน 259 บริษัท เกี่ยวกับการตัดสินใจในเรื่องของโครงสร้างเงินทุนของผู้บริหาร ซึ่งจากแบบสอบถามนี้ได้ให้ผลเป็นที่น่าสนใจว่าลักษณะของการตัดสินใจของผู้บริหารนั้นจะออกมาในรูปแบบของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน รวมไปถึงการสำรวจถึงความชอบของผู้บริหารในการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินในการจัดหาเงินทุนนั้นก็มีลักษณะเป็นไปในทางเดียวกัน นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนของแต่ละกิจการนั้นมีลักษณะที่แตกต่างกันออกไป

### 4. งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับปัจจัยที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนมีการเปลี่ยนแปลง

**Rajan and Zingales (1995)** ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดระดับของภาระผูกพันของกิจการ ซึ่งเป็นการทดสอบโดยใช้ข้อมูลในกลุ่ม G-7 ซึ่งประกอบด้วย สหรัฐอเมริกา แคนาดา ญี่ปุ่น อิตาลี เยอรมัน ฝรั่งเศส และอังกฤษ โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่ก่อให้เกิดภาระผูกพัน ซึ่งส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการแต่ละประเทศ เหมือนหรือแตกต่างกับปัจจัยในสหรัฐอเมริกาอย่างไร ซึ่งได้กำหนดรูปแบบและปัจจัยที่ก่อการเกิดระดับภาระผูกพัน ดังนี้ สินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้ (มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับภาระผูกพัน เนื่องมาจากเป็นเสมือนตัวแทนของหลักทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้) โอกาสการลงทุนในอนาคต วัดได้จากอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับภาระผูกพันเนื่องจากการที่มีอัตราส่วนนี้สูงเปรียบได้กับการมีต้นทุนของการเกิดปัญหาทางการเงินสูง) ขนาดของกิจการ โดยวัดจาก log ธรรมชาติของยอดขาย และความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับภาระผูกพันเนื่องจากการการมีกำไรมากขึ้นก็ไม่มี ความจำเป็นที่ต้องจัดหาเงินทุนเพิ่มอีก)

**Harris and Raviv (1991)** ได้ทำการสำรวจทฤษฎีต่างๆ เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอยู่บนพื้นฐานของ ความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร พฤติกรรมของตลาดที่มีต่อ ผลผลิต และปัจจัย และการคำนึงถึงการควบคุมองค์กร แต่ไม่ได้รวมเอาทฤษฎีทางด้านภาษีเข้าไปด้วย โดยการศึกษาในส่วนของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้น อยู่ในส่วนของเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งได้กล่าวถึงการทดสอบของ Myers and Majluf (1984) เกี่ยวกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

## 5. งานวิจัยในอดีตเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในประเทศไทย

**รุ่งทิพย์ กมลพรพันธ์ (2540)** การบริหารโครงสร้างเงินทุนเมื่อกิจการมีการเพิ่มทุน ในช่วงระยะเวลาปี 2537-2539 มีการเลือกปัจจัยเข้ามาทดสอบเพื่อศึกษาว่า กิจการมีการบริหารระดับภาระผูกพันจากการก่อหนี้สินในลักษณะที่มุ่งที่จะบริหารระดับหนี้สินให้อยู่ในระดับเดียวกันกับอุตสาหกรรม และพิจารณาว่าการเพิ่มทุนของกิจการนั้นมีผลกระทบต่อระดับหนี้สินของกิจการอย่างไร ซึ่งผลการทดสอบพบว่ากิจการที่มีการบริหารเงินทุนในลักษณะที่จะให้มีระดับหนี้สินใกล้เคียงกับอุตสาหกรรมนั้นการเพิ่มทุนของกิจการจะไม่กระทบต่อระดับภาระผูกพันของหนี้สิน

การศึกษาถึงสาเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินของกิจการ พบว่าปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับระดับการเปลี่ยนแปลงของภาระผูกพันของหนี้สิน กล่าวคือเมื่อกิจการต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกก็ส่งผลให้กิจการก่อหนี้มากขึ้นเป็นผลให้ระดับภาระผูกพันโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้น ซึ่งผลที่ได้รับนั้นสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ที่กล่าวว่ากิจการจะเลือกใช้นี้ก่อนที่จะใช้ทุน

**พันธุ์นิวัต เหนียนเฉลย (2543)** ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยจากข้อมูลทางบัญชีซึ่งรวบรวมข้อมูลจากงบดุลของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 282 กิจการ โดยใช้การวิเคราะห์โมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นหรือโมเดลลิสเรล และจากการวิเคราะห์คุณสมบัติกิจการกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุน พบว่าปัจจัยภาวะทางภาษี การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ขนาดกิจการและความสามารถในการทำกำไร ไม่สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยความอ่อนแอทางการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ ถ้ากิจการมีความอ่อนแอมากนั้นจะเป็นปัจจัยที่กำหนดให้กิจการใช้ส่วนหนี้สินมากขึ้น ซึ่งในการศึกษานั้นผลที่ได้รับขัดแย้งกับสมมติฐานก่อนที่จะทำการศึกษา โดยให้เหตุผลว่าตลาดทุนในประเทศไทยนั้นไม่เป็นทางเลือกที่ดีในการจัดหาแหล่งเงินทุน เพราะตลาดทุนมีลักษณะที่ไม่สมบูรณ์ เช่น มีขนาดเล็ก มีความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และได้เสนอแนะแนวทางการแก้ไขในส่วนของโครงสร้างเงินทุนจากภาวะหนี้สินที่มากเกินไปสำหรับประเทศไทยนั้น ควรใช้มาตรการพัฒนาตลาดทุนเพื่อให้มีการใช้ส่วนทุนเพิ่มมากขึ้น

**น้ำทิพย์ หงษ์ปาน (2543)** ศึกษาปัจจัยที่เป็นเครื่องชี้ว่าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย โดยไม่รวมบริษัททางการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2542 และผลที่ได้จากการศึกษานั้นพบว่า ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจเลือกใช้เงินทุนโดยพบความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันคือกิจการที่มีลักษณะของผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นครอบครัวเดียวกันนั้นมีลักษณะการก่อหนี้ที่มากขึ้นเนื่องมาจากการที่กิจการต้องการควบคุมสิทธิในการออกเสียงของผู้ถือหุ้นให้อยู่ภายใต้กลุ่มของตนเป็นหลัก แหล่งเงินทุนภายในของกิจการเป็นปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างทางการเงินของกิจการ แต่ปัจจัยที่เกี่ยวกับค่าใช้จ่ายในการลดภาระทางภาษีกลับเป็นปัจจัยที่มีบทบาทน้อยต่อการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุน โดยเฉพาะในช่วงวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาในเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นพบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นจะมีบทบาทอย่างมากต่อโครงสร้างทางการเงิน โดยเฉพาะกิจการที่มีลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวนั้นมีแนวโน้มในการใช้หนี้สินมากกว่าเงินทุนจากผู้ถือหุ้น และในกลุ่มของผู้ถือหุ้นรายใหญ่แสดงบทบาทที่มีประสิทธิภาพในการควบคุมงานของฝ่ายบริหาร

**Leardsaktanakul (2001)** ศึกษาเกี่ยวกับลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งในการศึกษาได้ดำเนินวิธีการตามหลักการของ **Shayam-Sunder and Myers (1999)** และได้ใช้ข้อมูลในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2518-2539 เพื่อทำการศึกษาจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยช่วงปี 1997 นั้น สาเหตุมาจากการจัดการทางด้านโครงสร้างเงินทุนที่หรือไม่ได้ นำเอาหลักการของลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนเข้าไปใช้ โดยพิจารณาถึงความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการซึ่งได้นำเอาหลักการของหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของค่าเฉลี่ยแต่ละอุตสาหกรรม และค่าเฉลี่ยสามปีของสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท มา

เป็นตัวกำหนดความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการ โดยได้ทำการศึกษาว่าในขณะที่ยังมีความสามารถในการก่อหนี้กิจการเลือกใช้อะไรเป็นเครื่องมือในการจัดหาเงินทุน และเมื่อมีการก่อหนี้สินจนเต็มความสามารถแล้วนั้นกิจการเลือกใช้สิ่งใด ซึ่งผลการศึกษาก็พบว่าในขณะที่มีความสามารถในการก่อหนี้กิจการจัดหาเงินทุนโดยอาศัยหุ้นทุนเป็นหลัก แต่ในขณะที่มีการก่อหนี้สินเต็มความสามารถแล้วนั้นกลับพบว่าใช้การก่อหนี้สินเป็นเครื่องมือหลักในการจัดหาเงินทุน การศึกษาที่ได้รับนั้นพบว่าในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมา ประเทศไทยไม่ได้มีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามหลักการของลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ซึ่งลักษณะการจัดหาเงินทุนแบบไม่เป็นไปตามลำดับขั้นนี้เอง อาจจะเป็นสิ่งที่ส่งผลทำให้ประเทศไทยนั้นเผชิญกับวิกฤตเศรษฐกิจ

จากการศึกษาในประเทศไทยในเรื่องโครงสร้างเงินทุนที่ผ่านมา นั้น ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยใดที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุน เพื่อทราบถึงปัจจัยหลักที่ทำให้กิจการมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน และพยายามที่จะใช้ปัจจัยเหล่านั้นให้เป็นประโยชน์ในการบริหารโครงสร้างเงินทุน และศึกษาในเรื่องของผลกระทบจากการบริหารจัดการทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกิจการ จากการศึกษาในประเทศไทยของ พันธุ์วิวัฒน์ เหนียนเฉลย (2543) พบว่า ความอ่อนแอทางการเงินซึ่งเป็นผลมาจากการที่กิจการมีการก่อภาระผูกพันทางการเงินในรูปแบบของหนี้สินมากนั้น เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เป็นผลมาจากความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุน และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร และ นำทิพย์ หงษ์ปาน (2543) พบว่าแหล่งเงินทุนภายในของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลทำให้โครงสร้างเงินทุนของกิจการมีการเปลี่ยนแปลง และต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ส่งผลต่อการตัดสินใจเลือกใช้เงินทุนในลักษณะของกิจการที่มีลักษณะแบบครอบครัวจะมีการก่อหนี้มากขึ้นเป็นเพราะต้องการควบคุมสิทธิในการออกเสียง ซึ่งลักษณะดังกล่าวนี้ตรงตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน กล่าวคือจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้นส่งผลให้กิจการไม่สามารถเลือกแหล่งเงินทุนเหมาะสมได้ ประกอบกับความพยายามในการลดปัญหาของการขัดแย้งระหว่างตัวแทนและการยังประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้น ทำให้กิจการควรจะมึลักษณะการจัดหาเงินทุนโดยเรียงลำดับจากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ การก่อหนี้สิน และการออกหุ้นทุน ต่อมา Leardsaktanakul (2001) ทดสอบว่าการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นมีลักษณะเช่นไร เมื่อกำหนดความสามารถในการก่อหนี้สินไปพิจารณาและพบว่าเมื่อให้กิจการเลือกระหว่างการออกหุ้นทุนกับการก่อหนี้กิจการเลือกการออกหุ้นแต่เมื่อกิจการมีการก่อหนี้ที่เกินความสามารถของตนแล้วนั้นกลับมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นอีก จึงกล่าวได้ว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนในอดีตก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นมึลักษณะการจัดหาเงินทุนไม่เป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

การศึกษาในครั้งนี้ได้ศึกษาว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ โดยอาศัยจากพื้นฐานจากลักษณะของโครงสร้าง

ตลาดทุนในประเทศไทยนั้นตรงกับสมมติฐานหลักของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร โดยศึกษาทั้งก่อนและหลังการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เพื่อทราบถึงเหตุการณ์หลังจากที่ประเทศไทยเจอกับวิกฤตการณ์นั้นลักษณะของโครงสร้างเงินทุนมีทิศทางเป็นเช่นไร เพื่อความมีประสิทธิภาพในการทดสอบได้มีการเพิ่มการตรวจสอบความถูกต้องของการทดสอบ การแบ่งแยกลักษณะของหนี้สินที่กิจการก่อขึ้นในลักษณะที่ต่างกันออกไป ได้แก่ หนี้สินขั้นต้น หนี้สินสุทธิ หนี้สินระยะยาว และหนี้สินระยะสั้น เพื่อแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนถึงการจัดลำดับของแหล่งเงินทุน การตรวจสอบว่าปัจจัยใดบ้างที่ทำให้กิจการมีความต้องการเงินทุนมากขึ้น และการสำรวจจากกลุ่มผู้มีอำนาจในการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อทราบถึงลำดับของแหล่งเงินทุนอย่างแท้จริงที่เกิดขึ้นนั้นจะถูกนำมาใช้เพิ่มเติมในการศึกษาครั้งนี้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 3

### วิธีการดำเนินการวิจัย

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่าง

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจ ดังต่อไปนี้  
ธุรกิจการเงิน การธนาคาร และธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อบังคับพิเศษที่ทำให้โครงสร้างเงินทุน  
แตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ ทั่วไป ซึ่งจากข้อกำหนดดังกล่าวทำให้มีบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น  
275 บริษัท แหล่งที่มาของข้อมูลที่เป็นงบการเงินนั้นนำมาจากฐานข้อมูล Data stream โดยการเลือก  
ข้อมูลที่เป็นงบการเงิน ซึ่งนำเอาข้อมูลมาจากงบดุลและงบกำไรขาดทุนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ.  
2535-2544 และข้อมูลที่เป็นส่วนของ ชื่อ ที่อยู่ และรายนามกรรมการบริหารของบริษัทนั้นนำมา  
จากแผ่นซีดีรอม I-SIM ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไตรมาสที่ 3-4 ประจำปี 2544

#### 3.2 วิธีการดำเนินการวิจัย

ขั้นตอนในการดำเนินการวิจัยนั้นแบ่งออกเป็น 2 ส่วน โดยแบ่งออกเป็นส่วนของ  
ทดสอบเชิงประจักษ์เป็นการนำเอาแบบจำลองที่ศึกษาในเรื่องทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน  
ของ Shayam-Sunder and Myers (1999) และ Goyal and Frank (2002) มาใช้ทดสอบกับข้อมูลที่  
ได้จากงบการเงิน และส่วนที่สอง เป็นส่วนที่เป็นการทดสอบในเชิงปฏิบัติ โดยการทำการสำรวจ  
จากกลุ่มผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุน และกำหนดโครงสร้างทางการเงิน  
ของบริษัท โดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือในการทดสอบ

##### 3.2.1 การทดสอบเชิงประจักษ์

ช่วงเวลาที่ได้เลือกศึกษาในปี พ.ศ. 2537-2544 นั้นพบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540-2541 ได้เกิด  
เหตุการณ์วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้าง  
เงินทุน ดังนั้นจึงแบ่งการศึกษาออกเป็นก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจเพื่อศึกษาว่าก่อนที่จะ  
เกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้น โครงสร้างเงินทุนในส่วนของการจัดหาเงินทุนมีลักษณะเป็นเช่นไร และหลัง  
จากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจแล้วนั้น ลักษณะของการจัดหาเงินทุนปรับเปลี่ยนหรือไม่ และปรับเปลี่ยน  
ไปเช่นไร

##### 1. การทดสอบการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ

จากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้น กิจการจะจัดหาเงินทุนโดยอาศัยแหล่งเงินทุน  
ภายในของกิจการเป็นครั้งแรก และเมื่อเงินทุนภายในนั้นไม่เพียงพอจึงหันมาใช้จากแหล่งเงินทุน

ภายนอก ดังนั้นในการทดสอบนี้จึงได้พิจารณาจำนวนเงินที่กิจการจำเป็นต้องใช้โดยอาศัยการจัดการจากแหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งในที่นี้ก็คือการขาดแคลนเงินทุน (Financial Deficit) โดยการขาดแคลนเงินทุนนั้นเกิดมาจากการรวมกันของ เงินปันผลจ่าย จำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุน การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และลบออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ ซึ่งสามารถทดแทนได้ด้วยการจัดหาเงินทุน ดังนั้นจึงมีการสร้างสมการให้อยู่ในรูปแบบดังนี้

$$DEF_t = DIV_t + I_t + \rho W C_t - CF_t \quad (1)$$

โดยที่

$DEF_t$	=	จำนวนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการ ณ ปีที่ t
$DIV_t$	=	เงินสดปันผลสุทธิ ณ ปีที่ t
$I_t$	=	เงินลงทุนสุทธิในปีที่ t นำมาจากค่าใช้จ่ายในการลงทุน ณ ปีที่ t
$\rho W C_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนในปีที่ t
$CF_t$	=	กระแสเงินสดสุทธิ ในปีที่ t

ในการทดสอบของ Shyam-Sunder and Myers (1999) ได้เสนอแนวความคิดภายใต้สมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นตอนในการจัดหาเงินทุนว่า หลังจากที่ได้มีการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering) ไปแล้วนั้น การที่กิจการจะประกาศขายหุ้นทุนนั้นเป็นสถานะที่ไม่น่าจะเกิดขึ้นของกิจการ ดังนั้นการขาดแคลนเงินทุนของกิจการจึงควรจะมีการทดแทนได้ด้วยการก่อหนี้สินเพียงอย่างเดียวเท่านั้น ในการศึกษาสมการที่นำมาใช้นั้นจึงไม่ได้คำนึงถึงการออกหุ้นทุนแต่อย่างใด ดังจะเห็นได้จากสมการที่ทดสอบเพียงว่าเมื่อกิจการ มีการขาดแคลนเงินทุนแล้วนั้นหนี้สินสามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้หรือไม่ ซึ่ง Shyam-Sunder and Myers (1999) กล่าวว่าถ้ากิจการมีการจัดหาเงินทุนตามหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้น ควรจะให้ผล  $a=0$  และ  $b_{po}=1$  เนื่องจากเมื่อกิจการมีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก กิจการจะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้ในลักษณะบาทต่อบาท โดยมีรูปแบบสมการที่ใช้ในการทดสอบดังนี้

$$\rho D_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it} \quad (2)$$

โดยที่

$\rho D_{it}$	=	การก่อหนี้สินในปีที่ t
$DEF_{it}$	=	จำนวนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการ ณ ปีที่ t

รายละเอียดของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามีดังต่อไปนี้



**การขาดแคลนเงินทุน (DEF<sub>t</sub>)** จาก **Shyam-Sunder and Myers (1999)** การขาดแคลนเงินทุนนั้นเกิดจากการที่กิจการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในหมดแล้วแต่กิจการยังมีความต้องการเงินทุนจึงต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก โดยเกิดจากการรวมกันของ เงินปันผลจ่าย จำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุน การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และลบออกด้วย กระแสเงินสดสุทธิ

**เงินสดปันผลสุทธิ (DIV)** ค่าใช้จ่ายที่สำคัญของกิจการเนื่องจากการที่กิจการมีการออกหุ้นสามัญ ส่วนที่เป็นผลตอบแทนต่อหุ้นสามัญนี้จะมากขึ้นอยู่กับการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งกิจการส่วนใหญ่จะกำหนดเป็นสัดส่วนจากผลการดำเนินงาน

**เงินลงทุนสุทธิ (I)** แหล่งใช้ไปส่วนใหญ่ของเงินทุนของกิจการ เงินลงทุนสุทธิของกิจการ นำมาจากผลต่างของค่าใช้จ่ายในการลงทุนของกิจการของระยะเวลา  $t$  กับ  $t-1$  ซึ่งค่าใช้จ่ายในการลงทุนนั้นคำนวณจากสินทรัพย์ถาวรสุทธิ หักออกด้วย ค่าเสื่อมราคา

**การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (PWC<sub>t</sub>)** การรวมแหล่งเงินทุนภายในที่กิจการมีอยู่เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของแหล่งเงินทุนภายในของกิจการ ซึ่งเงินทุนหมุนเวียนสุทธินั้นเกิดจากการรวมกันของการเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียน การเปลี่ยนแปลงจำนวนเงินสดและสิ่งเทียบเท่าเงินสด และการเปลี่ยนแปลงในหนี้สินของปีปัจจุบันของกิจการ

**กระแสเงินสดสุทธิ (CF<sub>t</sub>)** แหล่งเงินทุนที่ได้มาจากการดำเนินงานของกิจการซึ่งนำมาจากกำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าเสื่อมสูญ

**การก่อกู้หนี้สิน (PD<sub>t</sub>)** หนี้สินในที่นี้เป็นหนี้สินที่กิจการก่อขึ้น ณ ปีที่  $t$  หาได้จากมูลค่าหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  ลบออกด้วย หนี้สินปีที่  $t$  และเพื่อเป็นการทดสอบให้เห็นอย่างชัดเจนในการจัดลำดับแหล่งเงินทุนของกิจการภายในประเทศไทยว่าได้มีการเรียงลำดับจาก แหล่งเงินทุนภายใน การก่อกู้หนี้ระยะสั้น การก่อกู้หนี้ระยะยาว และการออกหุ้นทุนเป็นลำดับสุดท้ายแล้วนั้น หนี้สินที่นำมาใช้ในการทดสอบจึงแบ่งออกเป็น หนี้สินสุทธิ และหนี้สินขั้นต้น และหนี้สินระยะยาวด้วย โดยที่หนี้สินสุทธิ หมายถึงหนี้สินที่กิจการก่อขึ้นและมีการชำระคืนเงินต้น หนี้สินขั้นต้น หมายถึงหนี้สินที่กิจการก่อขึ้นทั้งหมดในปีนั้น และหนี้สินระยะยาว หมายถึงหนี้สินที่มีระยะเวลาการชำระคืนหนึ่งปีขึ้นไป

#### สมมติฐาน

ถ้ากิจการในประเทศไทยมีการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ค่าสัมประสิทธิ์ของ DEF ( $b_{po}$ ) นั้นควรจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียง กับ 1 เนื่องจากการที่กิจการมีการขาดแคลนเงินทุนจากการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในแล้วนั้น กิจการก็ควรที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อกู้เพื่อนำมาทดแทนการขาดแคลนเงินทุนดังกล่าว จากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร

## 2. การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

จากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนที่ได้ทำการทดสอบแล้วว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกหรือไม่ ขั้นตอนนี้เป็นขั้นตอนการพิจารณาว่าภายใต้สมมติฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้น กิจการมีการจัดหาเงินทุนแบบเดียวกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ โดยการแบ่งกลุ่มกิจการออกตามลักษณะความมั่นคงของกิจการและตามขนาดของกิจการ เพื่อนำมาพิจารณาถึงลักษณะการเผชิญปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร และความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการ เลือกพิจารณาจากลักษณะของกิจการนั้นเอื้อประโยชน์ให้กิจการสามารถจัดหาเงินทุนในลักษณะใดได้บ้าง ในที่นี้ลักษณะกิจการที่มีความสามารถในการเลือกแหล่งเงินทุนได้หลายแหล่ง ได้แก่กิจการที่มีอัตราการก่อหนี้สินในระยะกลาง กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง กิจการขนาดใหญ่ ส่วนกิจการที่มีข้อจำกัดในการเลือกแหล่งเงินทุน ได้แก่ กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง และกิจการขนาดเล็ก ซึ่งกิจการขนาดเล็กและกิจการที่มีอัตราการเติบโตที่สูงนั้น จะมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้ในระดับต่ำอันเนื่องมาจากความน่าเชื่อถือของกิจการ จะมีน้อยกว่าเมื่อเทียบกับกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่า จึงเป็นกิจการที่มีความไม่เท่าเทียมกันทางข้อมูลอยู่มากประกอบกับความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อกิจการขนาดเล็กนั้นมีน้อย ตัวกลางที่ทำหน้าที่ในการวิเคราะห์ข้อมูลของแต่ละกิจการและนักลงทุนสถาบันก็จะไม่ให้ความสำคัญในการวิเคราะห์ในกลุ่มนี้ ดังนั้นข้อมูลที่ออกมาสู่ตลาดจึงไม่สมบูรณ์และส่งผลให้กิจการกลุ่มนี้มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมาก และทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนได้กล่าวว่าการที่เผชิญกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้นควรจะมีการจัดหาเงินทุนตามหลักการของทฤษฎี เนื่องจากการส่งข่าวสารที่ไม่มีประสิทธิภาพทำให้การออกหุ้นทุนส่งผลเสียต่อบริษัท ดังนั้นกิจการควรจะมีการก่อหนี้สินขึ้นมาเพื่อทดแทนการขาดแคลนเงินทุนภายในของกิจการ แบบจำลองวิธีการและสมมติฐานที่นำมาใช้นั้นมีลักษณะเช่นเดียวกับขั้นตอนแรกที่ได้ทำการทดสอบการหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ ต่างกันตรงที่กลุ่มข้อมูลที่ใช้ทดสอบนั้นจะถูกแบ่งตามลักษณะต่างๆดังต่อไปนี้

### แบ่งตามลักษณะของความมั่นคงทางการเงินของกิจการ

ในการแบ่งตามลักษณะความมั่นคงจะเลือกกิจการที่มีลักษณะที่เผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม และกิจการที่มีทางเลือกของแหล่งเงินทุนมาก แบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ดังนี้

- กิจการที่มีการเจริญเติบโตสูง (High-Growth Firm) จากอัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-Book) ที่เกิน 75 เปอร์เซนต์ขึ้นไปของกลุ่มข้อมูล เป็นกลุ่มที่ได้กำหนดไว้ว่าจะมีความเสี่ยงที่เกิดปัญหาจากการเลือกแหล่งเงินทุน เนื่องจากกิจการมีความต้องการในการใช้เงินสูง แต่มีความสามารถในการเลือกแหล่งเงินทุนได้น้อย เนื่องมาจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีมีน้อยซึ่งก็เป็นข้อจำกัดในการเลือกการก่อหนี้สินเนื่องจากหลักประกันที่เป็นรูปของสินทรัพย์นั้นมีไม่มาก ซึ่ง

เผชิญปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นสมมติฐานของการทดสอบในกลุ่มนี้จึงควรจะมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเป็นหลักจากความสามารถในการใช้เงินทุนเป็นเครื่องมือในการจัดหาเงินทุนนั้นมีประสิทธิภาพน้อย และมีความเสี่ยงในการก่อให้เกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการ ในการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของ DEF ( $b_{po}$ ) นั้นควรจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียง 1 เนื่องจากการที่กิจการมีการขาดแคลนเงินทุนจากการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในแล้วนั้น กิจการก็ควรที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้เพื่อนำมาทดแทนการขาดแคลนเงินทุนดังกล่าว ซึ่งจากการที่กิจการเผชิญปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้น ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนควรมีความสามารถในการอธิบายพฤติกรรมของกลุ่มนี้ได้

- **กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง** เป็นกลุ่มที่จะเผชิญปัญหา การเลือกแหล่งเงินทุนที่น้อยมาก หรือแทบจะไม่เผชิญเลย เนื่องจากการที่บริษัทยังคงมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลต่อผู้ถือหุ้นของบริษัท นอกจากนี้ยังมีข้อสังเกตอีกว่า การที่กิจการมีการจ่ายเงินปันผลนั้นก็เสมือนเป็นการเปิดเผยข้อมูลต่อตลาดให้ทราบข้อมูลมากขึ้น และการที่จ่ายเงินปันผลมากกิจการก็จำเป็นจะต้องเข้าไปในตลาดเพื่อที่จะนำเงินมาใช้จ่ายมากขึ้น ก็มีการติดต่อกันภายในตลาดทุน ความเท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจึงมีมาก ไม่เป็นปัญหา ที่จะเกิดในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม กิจการนั้นสามารถที่จะเลือกได้ว่าจะใช้เครื่องมือใดในการจัดหาเงินทุนแต่ละครั้งดังนั้นไม่จำเป็นที่ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนจะมีความสามารถอธิบายพฤติกรรมในกลุ่มนี้ได้ แต่ถ้าหากกิจการกลุ่มนี้ยังสามารถยืนยันการจัดหาเงินทุน โดยใช้หนี้เป็นหลักนั้นย่อมจะเป็นสิ่งที่ยืนยันการจัดหาเงินทุนว่าเป็นลักษณะเดียวกันกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

- **กิจการที่มีการก่อภาระผูกพันอยู่ในระดับกลาง** แบ่งจากกลุ่มข้อมูลที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับที่ 25-75 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งกิจการที่มีลักษณะเช่นนี้จะอยู่ในระดับกลาง ที่อาจจะเผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนแต่ไม่ใช่ปัญหาที่รุนแรงแต่อย่างใดจึงเป็นกลุ่มที่จัดว่า จะเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมในระดับกลาง เพราะกิจการยังมีความสามารถในการก่อหนี้สินได้อีก แต่อาจได้รับผลจากการที่ตลาดมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอยู่มาก ทำให้ความสามารถในการจัดหาเงินทุนโดยใช้เงินทุนมีไม่สูงมากนักเมื่อเทียบกับกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง ผลของการทดสอบในกลุ่มนี้จึงเป็นส่วนที่นำมาสนับสนุนทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน และอาจจะสามารถเป็นสิ่งที่ยืนยันได้ว่าประเทศไทยนั้นมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอยู่มากเนื่องจากกิจการที่สามารถเลือกได้ทั้งการก่อหนี้สินและการออกหุ้นทุน แต่กิจการยังเลือกที่จะก่อหนี้สิน ซึ่งอาจเป็นผลเนื่องมาจากภาพรวมของประเทศไทยนั้นมีลักษณะของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร

เพื่อทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนว่าใช้ได้ดีในกิจการที่เผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุน ซึ่งในที่นี้ก็คือกิจการที่มีลักษณะของการเติบโตที่สูง ประกอบกับกิจการที่มีทาง

เลือกในการจัดหาเงินทุนนั้นเลือกที่จะก่อหนี้มากกว่าออกหุ้นทุนหรือไม่ แต่ลักษณะของการแบ่ง เช่นนี้ ไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบจากขนาดของบริษัท ดังนั้นจึงทำการแบ่งตามขนาดของบริษัทด้วย แบ่งตามขนาดของกิจการ

เพื่อเป็นการพิจารณาว่าขนาดของกิจการนั้นมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนหรือไม่จึงได้มีการทำการศึกษาโดยแบ่งกิจการตามขนาด แบ่งโดยใช้มูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี ได้เป็น 4 กลุ่ม ดังนี้

- **กิจการขนาดใหญ่** โดยคิดจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี (Book value of Asset) ที่มากกว่า 75 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล ในกิจการขนาดใหญ่นี้จะเป็นกิจการที่นักลงทุนให้ความสนใจเป็นอย่างมาก ดังนั้นในตลาดจึงมีข้อมูลของบริษัทขนาดใหญ่มากส่งผลให้กิจการในกลุ่มนี้เผชิญกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารน้อย ดังนั้นสมมติฐานของการทดสอบในกลุ่มนี้จึงเป็นเพียงการดูลักษณะการจัดหาเงินทุนว่ามีลักษณะการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินมากกว่าหรือไม่ เพราะกิจการสามารถเลือกเครื่องมือในการจัดหาเงินทุนได้อย่างอิสระ และมีประสิทธิภาพในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนอีกด้วย

- **กิจการขนาดกลาง-ใหญ่ และ กิจการขนาดเล็ก-กลาง** คิดจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี (Book value of Asset) ที่อยู่ระหว่าง 75-50 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล และ 50-25 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูลตามลำดับ ในกิจการขนาดกลางนี้เป็นกลุ่มที่เห็นได้ไม่ชัดเจนว่าเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมหรือไม่ ดังนั้นสมมติฐานของกลุ่มนี้ก็คือ ถ้ากิจการมีการเลือกใช้หนี้สินมากกว่าก็ย่อมเป็นการสนับสนุนว่าในตลาดเงินทุนของประเทศไทยนั้นยังมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอยู่มาก

- **กิจการขนาดเล็ก** คิดจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี (Book value of Asset) ที่น้อยกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล จากลักษณะของกิจการที่มีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนน้อย และมีความสามารถในการก่อหนี้ในระดับต่ำอันเนื่องมาจากความน่าเชื่อถือยังสู้กลุ่มอื่นไม่ได้ ประกอบกับการไม่เป็นที่สนใจของนักลงทุนทำให้เป็นกลุ่มที่มีความสามารถในการเข้าหาแหล่งเงินทุนได้น้อย ส่งผลให้เผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งมีสมมติฐานที่สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ดังนั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการจึงควรจะมีการก่อหนี้สินขึ้นมาเพื่อทดแทนเงินทุนที่กิจการต้องการจากแหล่งเงินทุนภายนอก ดังนั้นสมมติฐานของการทดสอบในกลุ่มนี้ค่าสัมประสิทธิ์ของ DEF ( $b_{po}$ ) นั้นควรจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียง 1 ตามหลักการของลำดับขั้นของเงินทุน

เพื่อทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ว่าใช้ได้ดีในกิจการที่เผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุน ซึ่งในที่นี้ควร และในกิจการที่สามารถเลือกแหล่งเงินทุนได้นั้นจะมีการเลือกการจัดหาเงินทุนในลักษณะใด

การศึกษาในข้อนี้เป็นการศึกษาโดยเลือกกลุ่มกิจการที่มีลักษณะพื้นฐานเดียวกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนกล่าวคือ เષชัญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ในที่นี้ได้แก่กิจการขนาดเล็ก และกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง ควรจะมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเมื่อกิจการมีการขาดแคลนเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน เพราะกิจการไม่สามารถจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ในกิจการที่นอกเหนือจาก 2 กลุ่มดังกล่าวนี้ลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการถ้ามีการใช้หนี้สินมากกว่าใช้หุ้นทุนก็สามารถนำมาเป็นสิ่งสนับสนุนได้ว่าพื้นฐานของตลาดทุนในประเทศไทยนั้นยังคงมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอยู่มากทำให้กิจการจำเป็นต้องพึ่งเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นหลัก

### สมมติฐาน

กิจการที่คาดว่าควรมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน คือมีการก่อหนี้สินเป็นหลักเมื่อกิจการขาดแคลนเงินทุนภายใน ได้แก่ กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง และกิจการขนาดเล็ก เนื่องจากมีโอกาสในการเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากที่สุดเมื่อเทียบกับกิจการอื่นดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของ  $DEF(b_{po})$  ของสองกิจการนี้ควรจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียง กับ 1

เพื่อสนับสนุนผลกระทบจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้นในประเทศไทยกิจการในกลุ่มอื่นๆ ได้แก่ กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง กิจการที่มีการก่อหนี้สินระดับกลาง กิจการขนาดใหญ่ และกิจการขนาดกลาง ควรจะมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนด้วยเช่นกัน ดังนั้นค่าสัมประสิทธิ์ของ  $DEF(b_{po})$  ของแต่ละกิจการนั้นควรจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียง กับ 1 เพราะเมื่อกิจการมีการขาดแคลนเงินทุนจากการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในแล้วนั้น กิจการก็ควรที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้เพื่อนำมาทดแทนการขาดแคลนเงินทุน

### 3. การตรวจสอบความถูกต้องของการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

จากการทำการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนที่ผ่านมาได้ทดสอบภายใต้สมมติฐานของ Shyam-Sunder and Myers (1999) ได้เสนอแนวความคิดภายใต้สมมติฐานของทฤษฎีลำดับชั้นตอนในการจัดหาเงินทุนว่า หลังจากที่ได้มีการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกต่อประชาชน (Initial Public Offering) ไปแล้วนั้น การที่กิจการจะประกาศขายหุ้นทุนนั้นเป็นสถานะที่ไม่น่าจะเกิดขึ้นของกิจการอันเนื่องมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร นั้น ผู้บริหารนั้นไม่สามารถที่จะถ่ายทอดข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ (เช่น โครงการลงทุนที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก) ไปยังนักลงทุนได้ เพราะว่าข้อมูลข่าวสารของผู้บริหารนั้นไม่น่าเชื่อถือพิจารณาได้จาก เมื่อผู้บริหารค้นพบโครงการลงทุนที่น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคต ฝ่ายผู้บริหารก็จะประกาศโครงการดังกล่าวออกมาเพื่อที่จะช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ของกิจการให้มีราคา

สูงขึ้น แต่นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะรู้ว่าจะเป็นอย่างนั้นจริงได้จนกว่าจะเกิดขึ้นจริง ดังนั้นนักลงทุนก็จะประมาณค่าเฉลี่ยต่ำสุดของราคาหลักทรัพย์ไว้ และจะทำการเข้าซื้อที่ต่อเมื่อราคานั้นต่ำกว่าราคาคุณภาพ หรืออยู่ในช่วงที่ต่ำกว่าราคาที่นักลงทุนประมาณค่าไว้ว่าควรจะเป็น ซึ่งผู้บริหารจะเข้าใจปัญหาเหล่านี้ และมักจะไม่ได้ทำการลงทุนในโครงการที่ถึงแม้จะมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิที่เป็นบวก แต่จำเป็นจะต้องพึ่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน ดังนั้นสมการที่นำมาทดสอบจึงแทนค่าของการขาดแคลนเงินทุนด้วยการก่อหนี้สินเพียงอย่างเดียว (สมการที่ 2) ซึ่งถ้าเป็นจริงตามนั้นว่ากิจการควรจะก่อหนี้เพื่อทดแทนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการอย่างเดียวกัน

ในความเป็นจริงนั้นกิจการมักจะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนทั้งจากหุ้นทุน และการก่อหนี้ผสมกันไป ดังนั้นการทดสอบใหม่ที่ตั้งขึ้นมานี้เพื่อที่จะทดสอบว่ากิจการนั้นมีการทดแทนเงินทุนที่ขาดแคลนด้วยการก่อหนี้เท่านั้นจริงหรือไม่ โดยการนำสมการเดิม (สมการที่ 2) มาทดสอบแต่มีการแทนที่การก่อหนี้สินด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุน (Seasoned Offering) ของกิจการโดยสมการที่นำมาทดสอบมีรูปแบบดังต่อไปนี้

$$\rho E_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it} \quad (5)$$

โดยที่  $\rho E_{it}$  = การออกหุ้นเพิ่มทุนสุทธิของกิจการในปีที่  $t$

$DEF_{it}$  = จำนวนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการ ณ ปีที่  $t$

สมการนี้ถือเป็นสมการที่นำมาใช้เพื่อตรวจสอบความถูกต้องว่าจากการทดสอบที่ผ่านมา นั้นการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยมีลักษณะตามหลักการของการจัดหาเงินทุนแบบเดียวกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนอย่างที่ทำกรทดสอบในหัวข้อการทดสอบลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน นั้นเป็นจริงหรือไม่

#### สมมติฐาน

ค่าสัมประสิทธิ์ของ  $DEF (b_{po})$  ควรจะมีค่าเท่ากับ 0 เพราะว่าเมื่อกิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเป็นหลักแล้วนั้นการทดแทนการขาดแคลนเงินทุนด้วยหุ้นทุนนั้นจึงควรจะไม่สามารถอธิบายการขาดแคลนเงินทุนได้ แต่ถ้าหนี้สินไม่สามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้ หุ้นทุนก็ควรจะทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้ กล่าวคือผลการศึกษาในขั้นตอนนี้ควรจะแสดงผลในทางตรงกันข้ามกับการทดสอบในข้อที่ 1 และ 2

#### 4. การทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงต่อระดับหนี้สินของกิจการ

การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน จำเป็นจะต้องรวบรวมข้อมูลทางบัญชีมาใช้ ซึ่งควรที่จะคำนึงถึงความถูกต้องของข้อมูลที่เรานำมาใช้รวมถึงวิธีการว่ามีความถูกต้องหรือไม่ ซึ่งข้อมูลทางบัญชีนั้นเป็นข้อมูลดิบในการหาการขาดแคลนเงินทุน ( $DEF_{it}$ ) ซึ่งเป็นตัวที่นำมาใช้เพื่อช่วยอธิบายการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน ( $D_{it}$ ) ซึ่งเป็นเพียงข้อกำหนดขึ้นมาไม่ใช่สมมติฐานของ

ทฤษฎีลำดับขั้นตอนในการจัดหาเงินทุนแต่อย่างใด ดังนั้นจึงควรที่จะทำการทดสอบเพื่อดูว่าปัจจัยใดที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินของกิจการ

การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม เพื่อที่จะตรวจสอบว่าปัจจัยใดที่มีความสามารถในการอธิบายการก่อหนี้สินของกิจการ พิจารณาจากสมการต่อไปนี้

$$PD_{it} = a + b_{DIV} DIV_t + b_I I_t + b_w Pw_t - b_c CF_t + e_{it} \quad (3)$$

ภายใต้ทฤษฎีลำดับขั้นตอนในการจัดหาเงินทุน ได้ให้ความสำคัญที่  $DEF_{it}$  ดังนั้นหน่วยที่เพิ่มขึ้นขององค์ประกอบของ  $DEF_{it}$  ก็จะส่งผลแบบเดียวกันต่อ  $PD_{it}$  ด้วย ซึ่งเมื่อกิจการมีการเพิ่มการใช้จ่ายก็มีความจำเป็นที่ต้องเพิ่มเงินทุนด้วย ดังนั้นจึงทดสอบว่าปัจจัยตัวใด ได้แก่ เงินปันผลจ่าย จำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุน การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และกระแสเงินสดสุทธิ นั้นมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินของกิจการหรือไม่ ในการทดสอบนั้นนอกจากจะใช้ข้อมูลรวมทั้งหมดทุกกิจการแล้วได้ทำการแบ่งกิจการออกตามลักษณะการทดสอบในข้อ 2 ด้วย เพื่อพิจารณาลักษณะของกิจการกับปัจจัยที่เกี่ยวข้อง

## สมมติฐาน

เพื่อสนับสนุนว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยเป็นแบบลำดับขั้นนั้น ค่า  $b_{DIV}$   $b_I$   $b_w$  ควรจะมีค่ามากกว่า 1 และ  $b_c$  ควรจะมีค่าน้อยกว่า 1 เพราะความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้สินของกิจการและปัจจัยที่ก่อให้เกิดการก่อหนี้สินของกิจการนั้นควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างปัจจัยที่เป็นการใช้ไปของแหล่งเงินทุน ได้แก่ เงินปันผลจ่าย จำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุน การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันกับปัจจัยกระแสเงินสดสุทธิ เนื่องจากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนกล่าวว่าเมื่อกิจการต้องการเงินทุนมากขึ้นก็ควรมีการก่อหนี้สินมากขึ้น และเมื่อกิจการมีเงินทุนภายในมากก็ควรเลือกใช้เงินทุนภายในของกิจการก่อนที่จะจัดหาจากแหล่งเงินทุนภายนอก

## 5. การทดสอบปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

สมการที่นำมาใช้ในทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นกล่าวถึงภาวะผูกพันทางการเงินในรูปแบบของการเปลี่ยนแปลงระดับภาวะผูกพันทางการเงิน ซึ่งกล่าวว่าเมื่อกิจการมีการขาดแคลนเงินทุนเกิดขึ้นกิจการก็จะจัดหาเงินทุนโดยใช้แหล่งเงินทุนภายใน แต่ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอกิจการจะเลือกแหล่งเงินทุนที่มีความปลอดภัยที่สุดที่ก่อน ซึ่งก็คือการก่อหนี้สิน ดังนั้นเมื่อกิจการมีความต้องการเงินทุนหรือขาดเงินทุนแล้วนั้นกิจการก็จะควรมีระดับภาวะผูกพันทางการเงินที่เปลี่ยนแปลงไป แต่จากการทดสอบเรื่องของภาวะผูกพันทางการเงินในเรื่องของโครงสร้างเงินทุนโดยทั่วไปนั้นจะพยายามอธิบายถึงระดับของภาวะผูกพัน อย่างเช่นการศึกษาของ Rajan and Zingales (1995) นั้นได้นำปัจจัยที่คาดว่าจะเป็นตัวเหตุในการก่อภาวะผูกพันทางการเงินของกิจการ

มาหาความสัมพันธ์เพื่อที่จะดูว่าปัจจัยเหล่านั้นมีความสัมพันธ์อย่างไรกับระดับของภาระผูกพันทางการเงิน (Financial Leverage) และจากการศึกษาของ Rajan and Zingales (1995) ได้นำมาประยุกต์ใช้เพื่อดูว่าการเปลี่ยนแปลงของระดับของภาระผูกพันมีต้นเหตุมาจากการขาดแคลนเงินทุน (DEF<sub>i</sub>) หรือไม่ ดังนั้นจึงได้เพิ่มการขาดแคลนเงินทุนในการทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของระดับของภาระผูกพันทางการเงินกับปัจจัยที่มีผลต่อภาระผูกพันทางการเงิน สมการถดถอยของภาระผูกพัน ประกอบไปด้วยปัจจัยพื้นฐานที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงระดับภาระผูกพันทางการเงินและส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ได้แก่

- **สินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้** (Tangibility of Assets) กำหนดเป็น T หาได้จากสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม
  - **อัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี** (Market-to-book ratio) กำหนดเป็น MTB หาได้จากมูลค่าตามตลาดของสินทรัพย์หารมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์
  - **Log ของยอดขาย** (log sale) กำหนดเป็น LS
  - **ความสามารถในการทำกำไร** (Profitability) กำหนดเป็น P หาได้จากการนำเอากำไรจากการดำเนินงาน (EBITDA) หารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์
  - **การขาดแคลนเงินทุน** (Financial Deficit) กำหนดเป็น DEF หาได้จากการรวมกันของเงินปันผลจ่าย เงินลงทุนสุทธิ และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนหักด้วยกระแสเงินสดสุทธิ
- กำหนดให้  $\rho$  เป็นการเปลี่ยนแปลงขั้นต้น (First difference) ระหว่างปี รูปแบบของสมการถดถอยพื้นฐานคือ

$$\rho DE_i = a + b_T \rho T_i + b_{MBT} \rho MBT_i + b_{LS} \rho LS_i + b_P \rho P_i + b_{DEF} \rho DEF_i + e_{it} \quad (4)$$

โดย  $\rho DE_i$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงระหว่างปีของการก่อภาระผูกพันของกิจการซึ่งหาได้จากหนี้สินสุทธิของกิจการหารด้วยมูลค่าทางตลาดของกิจการ จากสมการเห็นได้ว่าได้ทำการเพิ่มการขาดแคลนทางการเงินเข้าไป โดยปกติสมการของการพิจารณาภาระผูกพันนั้นปกติจะไม่มีตัวแปรนี้ในการตีความหมายของการหาค่าความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ มีเหตุผลสนับสนุนในแต่ละปัจจัยดังต่อไปนี้

1. **สินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้** จากการทดลองภายใต้ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของ Harris and Raviv (1991) สิ่งหนึ่งที่จะต้องคำนึงถึงก็คือ กิจการที่มีสินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้จำนวนน้อย จะมีปัญหา ของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร มากกว่า เนื่องจากกิจการที่มีสินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้น้อยนั้นจะมีแนวโน้มที่จะก่อหนี้สินมากตลอดเวลา และกลายเป็นมีภาระผูกพันที่มาก ดังนั้น Harris and Raviv จึงได้เสนอความคิดจากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนว่า ค่าสัมประสิทธิ์ควรจะน้อยกว่า 0 นั่นคือ  $b_T < 0$  (หนี้แปรผกผันกับ ส/ท ที่จับต้องได้)



แต่ว่าสิ่งที่กล่าวนี้ไม่เป็นจริงตามหลักการของสินทรัพย์ที่สามารถสัมผัสได้ ซึ่งความคิดพื้นฐานก็คือ สมมติฐานในเรื่องของ หลักทรัพย์ค่าประกันเงินกู้ จะสนับสนุนกับการก่อหนี้ และโดยมากสินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้นั้นจะถูกใช้เป็นหลักทรัพย์ค่าประกันเงินกู้ ดังนั้น หลักทรัพย์ค่าประกันเงินกู้ที่สัมพันธ์กับการก่อภาระผูกพัน ดังนั้นจากการคาดการณ์จึงควรจะได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ควร จะมากกว่า 0 นั่นคือ  $b_r > 0$

2. อัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี เพื่อบอกโอกาสของการลงทุนในอนาคต กิจกรรมที่มีอัตราส่วนของ MTB สูง โดยอาจจะแสดงถึงโอกาสในการเจริญเติบโตที่มากในอนาคต จาก Myers (1977) นั้นได้เสนอว่าการที่กิจการมีการก่อหนี้สินที่มากแสดงถึงประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคตในเรื่องเกี่ยวกับหนี้สินจะมีน้อยลง Goyal, Lenh, and Racic (2002) พบว่าโอกาสการเจริญเติบโตของกิจการที่ลดลงจะเป็นการเพิ่มการจัดการจัดหาเงินทุนโดยใช้การออกหนี้สินมากขึ้น Barclay, Morelle, and Smith (2001) ได้แสดงตัวแบบของการเจริญเติบโตของหนี้สินสามารถเป็นค่าลบได้ ซึ่งสิ่งที่ใช้ในการคาดการณ์ก็คือ  $b_{MBT} < 0$

3. Log ของยอดขาย เพื่อใช้วัดถึงขนาดของกิจการโดยที่กิจการขนาดใหญ่ที่มีการกระจายความเสี่ยงมากกว่าและมักจะมีชื่อเสียงในด้านหนี้สินที่ต่ำและได้รับต้นทุนที่ต่ำในการก่อหนี้ ดังนั้นกิจการขนาดใหญ่ส่วนมากจะมีหนี้สินมากในโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น  $b_{LS} > 0$

4. ความสามารถในการทำกำไร จากข้อสนับสนุนของ Myers and Majluf (1984) กล่าวว่าความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้สินกับความสามารถในการทำกำไรควรจะเป็นไปในทางลบ เนื่องจากข้อสนับสนุนจากหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นเสนอว่ากิจการเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน ดังนั้นเมื่อมีการทำกำไรมากแนวโน้มการก่อภาระผูกพันก็จะมีน้อยลงจึงคาดการณ์ที่จะหาทำให้  $b_p < 0$

5. การขาดแคลนเงินทุน เพื่อเป็นการสนับสนุนการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน จึงได้มีการคาดการณ์ว่าความสัมพันธ์ควรจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากเมื่อกิจการมีการขาดแคลนเงินทุน กิจการนั้นควรที่จะทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้ด้วยการก่อหนี้สิน จึงคาดการณ์ที่จะหาทำให้  $b_{DEF} > 0$

## สมมติฐาน

การทดสอบเพื่อดูว่าปัจจัยใดที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน เพื่อสนับสนุนทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นเป็นลักษณะเป็นลำดับขั้นตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ ปัจจัยที่นำมาทดสอบนั้นควรจะต้องมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนเป็นปัจจัยที่ควรจะต้องแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเพิ่มขึ้นของหนี้สิน และปัจจัยความสามารถในการทำกำไรของกิจการก็ควรจะต้องมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันเนื่องจากตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนเมื่อกิจการมีกำไรมากก็แสดงว่ากิจการมีเงินทุนภายในมากขึ้น ก็

ควรที่จะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยลง ค่าสัมประสิทธิ์ของปัจจัยที่นำมาทดสอบนั้นควรจะแสดงความสัมพันธ์ดังนี้  $b_T, b_L, b_{DEF} > 0$  และ  $b_{MBT}, b_p < 0$

การศึกษาวิทยานิพนธ์ในส่วนของการศึกษาเชิงประจักษ์นี้ อาศัยวิธีการทางเศรษฐมิติเข้ามาช่วย โดยการแก้สมการถดถอยแบบพื้นฐานและเพื่อให้เกิดความง่ายต่อการทำความเข้าใจไม่ก่อให้เกิดความยุ่งยากซับซ้อนในการใช้งาน วิธีกำลังสองน้อยที่สุดเป็นตัวที่เลือกมาใช้จากกลุ่มข้อมูลที่ได้ทำการศึกษานั้นเป็นกลุ่มของบริษัทที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีขนาดของแต่ละกิจการที่แตกต่างกัน เพื่อความสมเหตุสมผลในการใช้ข้อมูล ข้อมูลทุกตัวจะถูกนำมาหารด้วยด้วยสินทรัพย์รวมก่อนที่จะนำไปใช้งาน

### 3.2.2 การทดสอบเชิงปฏิบัติ

ในส่วนที่สองนี้เป็นส่วนที่ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนโดยการทำการสำรวจกลุ่มตัวอย่างโดยใช้แบบสอบถาม ถามผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจในด้านการเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัท

การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนโดยใช้แบบสอบถาม (ตัวอย่างแบบสอบถามแสดงไว้ที่ภาคผนวก) เพื่อถามคำถามจากกลุ่มตัวอย่างในเรื่องโครงสร้างเงินทุน และมุ่งเน้นไปที่เรื่องการจัดหาเงินทุน เพื่อจะตอบคำถามว่าเป็นไปตามลักษณะของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ และอย่างไร

ในการเก็บข้อมูลจากแบบสอบถามนี้จัดทำขึ้นเพื่อนำผลสำรวจไปเทียบกับในการทดสอบเชิงประจักษ์ซึ่งเป็นการนำข้อมูลในอดีตมาทดสอบโดยอาศัยวิธีการทางเศรษฐมิติ เพื่อควาลักษณะโครงสร้างเงินทุน การจัดหาเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างโดยใช้วิธีการทดสอบ 2 วิธีที่แตกต่างกันนี้ มีแนวทางที่ไปทางเดียวกันหรือไม่

แบบสอบถามได้ออกแบบตามหลักการของแบบสอบถามที่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศได้แก่ของ Pineger and Wilbricht (1989) ที่จัดทำขึ้นเพื่อสอบถามเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา และได้มีการนำมาปรับปรุงเพื่อทำการสำรวจในภูมิภาคเอเชีย ซึ่งมีลักษณะที่ใกล้เคียงกับประเทศไทยมากขึ้น และจากแบบสอบถามของ Dennis and Raymond (2000) ที่ได้ทำการสำรวจและประสบความสำเร็จอย่างมากในประเทศฮ่องกง และได้มีการปรับปรุงลักษณะให้เหมาะสมกับประเทศไทย และง่ายต่อการตอบคำถาม และจากเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในประเทศไทยนั้นก็ได้มีการเพิ่มคำถามในส่วนของผลกระทบที่เกิดขึ้นหลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจต่อการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัท

เมื่อตั้งข้อกำหนดต่างๆ มาเพื่อพิจารณาทำให้มีกลุ่มบริษัทที่จะทำการสอบถามโดยใช้แบบสำรวจมีจำนวน 275 บริษัทโดยจัดส่งแบบสำรวจพร้อมจดหมายขอความร่วมมือจากคณะกรรมการพาณิชย์ศาสตร์ และการบัญชี และจดหมายอธิบายวัตถุประสงค์ในการจัดทำแบบสอบถาม พร้อมทั้ง

ของจดหมายตอบกลับ และส่งไปให้บริษัทต่างๆในกลุ่มตัวอย่างที่ได้เลือกไว้แล้วนั้น โดยส่งถึงผู้บริหารระดับสูง ซึ่งเป็นผู้มีอำนาจในการตัดสินใจทางการเงิน ซึ่งการส่งจดหมายนั้นส่งไปครั้งแรก ณ วันที่ 17 มกราคม พ.ศ. 2546 และเพื่อความมีประสิทธิภาพของการได้รับการตอบกลับจึงได้โทรศัพท์ และส่ง e-mail ไปตามแบบสอบถามที่ได้ส่งไปแล้ว เพื่อให้แน่ใจว่าแบบสอบถามที่เหลือยังไม่ได้มีการตอบกลับอย่างแน่นอนโดยกำหนดระยะเวลาการตอบกลับ ภายในวันที่ 17 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2546 และได้ชี้ระยะเวลาออกไปจนกระทั่งวันที่ 28 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2546 โดยใช้ระยะเวลาทั้งสิ้น 1 เดือนและ 14 วัน(รวมทั้งสิ้น) 43 วัน

ในการจัดทำแบบสอบถามนั้นเพื่อความเท่าเทียมกันของกลุ่มตัวอย่าง เพื่อความเหมาะสมของการจัดทำแบบสอบถาม และเพื่อกระตุ้นผู้ตอบแบบสอบถามให้ตอบกลับ จึงไม่ได้รวมเอาเรื่องที่จะกระทบกับโครงสร้างเงินทุน อย่างเช่นเรื่องการจัดอันดับความน่าเชื่อถือทางการเงิน (Credit rating) เข้ามาเกี่ยวข้องกับการจัดทำแบบสอบถาม และนอกจากนี้คำถามที่เกี่ยวกับมูลค่าของกิจการก็ไม่ได้นำมารวมเข้าไว้ด้วย เนื่องจากความต้องการในการที่จะประหยัดเวลาที่จะใช้ในการตอบแบบสอบถามให้น้อยที่สุด ประกอบกับข้อมูลที่เป็นตัวเลขของแต่ละบริษัทนั้นมีอยู่แล้วในการทดสอบเชิงประจักษ์ จำนวนคำถามในแบบสอบถามนั้นมีทั้งสิ้น 5 ข้อ โดยได้ประมาณเวลาในการทำแบบสอบถาม 5 นาที และเพื่อความเหมาะสม และการสื่อสารที่สะดวก คำถามทั้งหมดจัดทำเป็นภาษาไทย และภาษาอังกฤษ เนื่องจากผู้บริหารนั้นมีทั้งผู้บริหารที่เป็นคนไทย และเป็นคนต่างชาติ

คำถามที่จัดทำขึ้นมาในแบบสอบถามนั้นมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการทราบถึงพฤติกรรมการตัดสินใจของผู้บริหารว่ามีการจัดหาเงินทุนเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน หรือไม่ ซึ่งถ้าเป็นไปตามทฤษฎีนี้ การเรียงลำดับของแหล่งเงินทุนที่กิจการจะเลือกนั้น ควรจะเรียงจาก เงินทุนภายในกิจการ หนี้สินซึ่งสำหรับประเทศไทยแล้วนั้น หนี้สินที่สามารถจัดหาได้ง่ายที่สุด คือการกู้ยืมเงินจากธนาคาร ตามด้วยหุ้นกู้ระยะยาว และหุ้นกู้ระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้ และแหล่งเงินทุนสุดท้ายที่กิจการเลือกใช้ คือหุ้นทุน ลักษณะการถามคำถามจึงมุ่งที่จะให้ได้คำตอบที่สามารถอธิบายในเรื่องทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน โดยจะแบ่งคำถามออกเป็นหัวข้อดังนี้

### 1. ลักษณะการจัดหาเงินทุนภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

เพื่อถามถึงหลักการที่กิจการใช้เป็นแนวทางในการจัดหาเงินทุนโดยดึงทางเลือกออกมาจากทฤษฎีของโครงสร้างเงินทุนที่สำคัญได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย<sup>1</sup> และทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ซึ่งเป็นทฤษฎีที่ทำการศึกษาทดสอบนั่นเอง ลักษณะของคำตอบนั้น เป็นการให้ผู้มีอำนาจตัดสินใจ

<sup>1</sup> โครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target Capital structure) เป็นนโยบายเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เป็นการเลือกระหว่างความเสี่ยงกับผลตอบแทน โดยกิจการจะมีการตั้งเป้าหมายไว้ว่าถ้ากิจการจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนในอนาคต กิจการจะก่อหนี้สิน และส่วนของเจ้าของในสัดส่วนที่ได้ตั้งไว้ตามความเหมาะสม

สินใจนั้นให้คะแนนว่าลักษณะของทฤษฎีที่ตั้งไว้นั้นเป็นสิ่งที่ผู้บริหารคำนึงถึงอย่างน้อยเพียงใด โดยกำหนดให้ช่วงของคำตอบเรียงลำดับความสำคัญมากไปหาน้อย (ระดับ 1 แสดงว่าให้ความสำคัญมาก และ 6 แสดงว่าให้ความสำคัญน้อย) และจะนำผลที่ได้นั้นมาเปรียบเทียบกับว่ากิจการได้ให้ความสำคัญในทฤษฎีใดมากกว่ากัน

## 2. ลำดับชั้นของเครื่องมือทางการเงินที่กิจการเลือกใช้

คำถามที่ตั้งขึ้นมาเป็นคำถามที่แสดงถึงการเรียงลำดับของแหล่งเงินทุนที่กิจการเลือกใช้ ซึ่งสามารถชี้ให้เห็น ได้อย่างชัดเจนว่ามีลักษณะของการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน โดยตัวเลือกที่กำหนดมาให้ นั้น ประกอบไปด้วยเงินทุนภายในของกิจการ หนี้สินจากการกู้ยืมเงินจากธนาคาร หุ้นกู้ระยะยาว หนี้กู้ระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้ ซึ่งสมมติฐานที่ตั้งไว้นั้นคือ ถ้ามีการจัดหาเงินทุนเป็นไปตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นควรจะเรียงลำดับดังต่อไปนี้ เงินทุนภายในกิจการ หนี้สินจากการกู้ยืมธนาคาร หนี้กู้ระยะยาว หนี้กู้ระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้ และหุ้นทุน เป็นลำดับสุดท้าย ซึ่งวิธีการตอบคำถามคือให้เรียงลำดับก่อนและหลัง (เรียงตามลำดับ 1- 5)

3. การกำหนดเหตุการณ์ขึ้นมาเพื่อทดสอบความยืดหยุ่นของการตัดสินใจในเรื่องโครงสร้างเงินทุน ได้มีการตั้งคำถามในลักษณะว่าถ้ามีโครงการที่นำลงทุนซึ่งจะให้กำไรแก่กิจการอย่างแน่นอน กิจการจะเลือกทำอย่างไร โดยมีคำตอบให้เลือก ดังต่อไปนี้

- เลือกที่จะทำการลงทุนในโครงการดังกล่าว โดยไม่คำนึงถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมหรือลำดับชั้นของเงินทุน
- เลือกที่จะทำการลงทุนในโครงการดังกล่าว โดยนำเงินมาจากเงินส่วนที่จะนำไปจ่ายเงินปันผล
- เลือกที่จะทำการลงทุนในโครงการดังกล่าว โดยนำเงินมาจากการตัดจำหน่ายสินทรัพย์อื่นๆ ของกิจการ
- ไม่เลือกลงทุนในโครงการดังกล่าว ถึงแม้ว่าโครงการลงทุนนั้นจะมีผลตอบแทนแน่นอน สำหรับคำถามในข้อนี้เป็นการทดสอบถึงเมื่อเกิดสถานการณ์ที่บีบบังคับผู้บริหารยังจะให้ความสำคัญในเรื่องของทฤษฎีลำดับชั้นตอนในการจัดหาเงินทุน หรือทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่ได้ตั้งไว้หรือไม่ ถ้ากิจการเลือกทางเลือกแรกย่อมแสดงถึงการยืนยันว่าผู้บริหารยังให้ความสำคัญในเรื่องของโครงสร้างเงินทุน และแผนการที่ได้วางไว้ว่าจะดำเนินการจัดหาแหล่งเงินทุนตามลักษณะนั้นๆ แต่ถ้ากิจการเลือกทางเลือกที่ 2-4 ย่อมแสดงว่ากิจการไม่ได้ให้ความสำคัญในทฤษฎีการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุนแต่อย่างใด

#### 4. ความสำคัญของปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน

มีการกำหนดปัจจัยที่ส่งผลต่อลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการเพื่อต้องการทราบว่ากิจการให้ความสนใจกับปัจจัยใดบ้าง และมากน้อยเพียงใด โดยปัจจัยที่กำหนดขึ้นมีดังต่อไปนี้

- **ต้นทุนในการเสนอขายหลักทรัพย์** (Cost of underwriting) ปัจจัยตัวนี้แสดงให้เห็นถึงการใช้หลักทรัพย์เป็นแหล่งเงินทุน เมื่อกิจการคิดที่จะออกหลักทรัพย์สู่ตลาดนั้นต้องมีต้นทุนในการดำเนินการทุกครั้ง

- **การประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย** (Tax savings on interest expenses) ปัจจัยตัวนี้เป็นปัจจัยที่สนับสนุนในเรื่องของประโยชน์ในการเลือกใช้นี้สินเป็นแหล่งเงินทุน เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้ ดังนั้นถ้ากิจการให้ความสำคัญในเรื่องนี้มากย่อมแสดงว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สินมากเช่นกัน

- **การหลีกเลี่ยงการออกหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่เป็นจริง** (Avoiding underpricing of securities to be issue) ถ้ากิจการให้ความสำคัญในเรื่องนี้แสดงว่าในการตัดสินใจของผู้บริหารนั้นได้คำนึงถึงมูลค่าของกิจการเป็นสำคัญ เพราะถ้ากิจการออกหลักทรัพย์เมื่อราคาต่ำกว่าก็ถือว่าเป็นการถ่ายโอนความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นออกไปแก่บุคคลภายนอก ซึ่งจะมีความสัมพันธ์กันกับปัจจัยการรักษาความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น

- **การรักษาความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน** (Maintaining comparability with firms in the industry) เพื่อดูถึงพฤติกรรมผู้บริหารว่าในการบริหารงานนั้นผู้บริหารได้ให้ความสำคัญต่อการแข่งขันกันภายในภาคธุรกิจเดียวกันหรือไม่

- **การกำหนดความเหมาะสมระหว่างระยะเวลาการไถ่ถอนหนี้สิน กับสินทรัพย์ของกิจการ** (Matching maturity of assets and liability)

- **การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีราคาผิดไปจากปัจจัยพื้นฐาน** (Correcting mispricing of outstanding securities) โดยปกติกิจการจะใช้โครงสร้างเงินทุนเป็นเครื่องมือในการติดต่อกับตลาดเพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นอยู่ในระดับที่เหมาะสม

- **โอกาสในการขาดสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ** (Probability of becoming insolvent) ซึ่งจะเป็นแนวทางที่จะนำกิจการไปสู่ภาวะล้มละลาย ดังนั้นการที่กิจการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมขึ้นมา ก็เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงการจะเผชิญหน้ากับต้นทุนการล้มละลาย

- **การคาดการณ์กระแสเงินสดสุทธิจากสินทรัพย์** (Projected cash flows from the assets to be finance) เป็นลักษณะของการแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจในการลงทุน กับการจัดหาเงินทุน

- **ความเสี่ยงในการถูกควบรวมกิจการ** (Risk of being taken over)

- **การควบคุมการลงมติ** (Voting control) เป็นปัจจัยที่แสดงถึงความสัมพันธ์ภายในของกิจการต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน

- สภาพการณ์ของตลาดที่จะเอื้อประโยชน์ในการจัดหาเงินทุน (Whether market conditions are favorable to a particular source of financing) เป็นการแสดงถึงลักษณะของพฤติกรรมในการปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมระหว่างการก่อหนี้และส่วนของเจ้าของ

- การตอบสนองของตลาดต่อการออกหลักทรัพย์ใหม่ (Stock market reaction to the issue) เป็นลักษณะที่แสดงถึงการใช้หลักทรัพย์เป็นเครื่องมือ เมื่อกิจการมีการออกหลักทรัพย์ใหม่ การตอบสนองของตลาดนั้นมีผลต่อมูลค่าของหลักทรัพย์ และยังกระทบต่อมูลค่าของกิจการด้วย

- ผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน (Effect on cost of capital)

- การทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด (Maximization of shareholders' wealth) เป็นการศึกษาถึงลักษณะของการตัดสินใจของผู้บริหารว่าคำนึงถึงมูลค่าของกิจการมากน้อยเพียงใด

##### 5. ผลกระทบของวิกฤตเศรษฐกิจต่อการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน

จากการทดสอบเชิงประจักษ์นั้น ได้แบ่งการศึกษาเพื่อดูเหตุการณ์ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจที่กระทบต่อการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้น ดังนั้นจึงมีการตั้งคำถามในเรื่องนี้ขึ้นมาด้วย ลักษณะของคำถามจะเป็นการถามถึงผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนผสมระหว่างส่วนของหนี้สิน และส่วนของเจ้าของ ผลกระทบต่อแหล่งเงินทุนที่กิจการใช้อยู่อย่างไร และทำให้มีการใช้เงินทุนมากกว่าหนี้สิน หรือใช้หนี้สินมากกว่าเงินทุน โดยได้ให้ตอบในลักษณะของผลกระทบที่ได้รับสำคัญมาก-น้อย อย่างไร โดยเรียงจาก 1 ถึง 6 (สำคัญมากให้ค่า 1 และสำคัญน้อยให้ค่า 6)

เมื่อทดสอบการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนครบทั้งสองส่วนแล้ว ก็จะนำผลที่ได้รับมาเปรียบเทียบกันว่ามีความสอดคล้องกันหรือไม่ เนื่องจากทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นเป็นทฤษฎีที่มีจุดเด่นในการอธิบายถึงพฤติกรรมในการจัดหาเงินทุน การที่จะยืนยันได้ว่ากิจการมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตรงกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่นั้น ควรพิจารณาข้อสนับสนุนของทั้งการทดสอบเชิงประจักษ์ และการสอบถามจากกลุ่มตัวอย่างจริง จึงจะเป็นการยืนยันได้อย่างสมบูรณ์ว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นเป็นแบบเดียวกับหลักการลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ ดังนั้นในการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน โดยอาศัยข้อมูลการศึกษาของประเทศไทยนั้นจึงสามารถอธิบายได้จริงจากการศึกษาทั้งสองส่วน

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

เนื้อหาในบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลการศึกษามาตามวิธีการศึกษาที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษาแบ่งออกเป็นสองส่วน คือ การทดสอบเชิงประจักษ์จากแบบจำลองของ **Shyam-Sunder and Myers (1999)** และ **Frank and Goyal (2002)** ใช้ทดสอบกับข้อมูลที่ได้จากงบการเงินและการทดสอบเชิงปฏิบัติ โดยการทำการสำรวจจากกลุ่มผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุน และกำหนดโครงสร้างทางการเงินของบริษัทต่างๆในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือ

#### 4.1 การทดสอบเชิงประจักษ์

การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน โดยใช้ข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 275 บริษัท กลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการทดสอบนั้น ไม่รวมธุรกิจการเงิน การธนาคาร และธุรกิจประกันภัยเนื่องจากมีลักษณะโครงสร้างเงินทุนแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ ระหว่างปี พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2544 ได้มีการจำแนกข้อมูลต่างๆ ที่ใช้ไว้ในตารางที่ 4.1 ซึ่งเป็นตารางแสดงค่าสถิติต่างๆที่นำมาใช้ในการศึกษา

ผลการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน โดยการทดสอบการหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน การตรวจสอบความถูกต้องของการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน การทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงต่อระดับหนี้สินของกิจการ และการทดสอบปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ดังนี้

##### 1. การทดสอบการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ

จากตารางที่ 4.2 พบว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกลุ่มตัวอย่างซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีลักษณะการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยใช้หนี้สิน กล่าวคือ กิจการมีลักษณะการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก จากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ตั้งค่าไว้ของทฤษฎีนี้คือ  $a=0$  และ  $b_{po}=1$  ผลที่ได้รับนั้นมีระดับนัยสำคัญบนค่าความเชื่อมั่นที่ 99 เปอร์เซ็นต์ ในส่วนของหนี้สินขั้นต้นซึ่งเป็นส่วนที่ให้ผลการศึกษาที่เด่นชัดที่สุด จากข้อมูลทั้งหมด ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงถึงการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สิน ( $b_{po}$ ) นั้นมีค่าเท่ากับ 0.8784 ภายใต้ค่า  $R^2$  ที่ 32.88% ซึ่งเป็นค่าที่ให้ผลค่อนข้างจะโน้มเอียงไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้คือ  $b_{po}=1$  กล่าวได้ว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยเมื่อกิจการมีการขาดแคลนเงินทุนภายในแล้ว

ตารางที่ 4.1

สรุปค่าสถิติต่างๆที่นำมาใช้ในการศึกษา

ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งมีตัวแปรต่างๆ ดังต่อไปนี้ โดยข้อมูลนำมาจากฐานข้อมูล Data stream (รหัสของข้อมูลนั้นระบุไว้ในวงเล็บ) โดยมีข้อมูลดังนี้ **หนี้สินสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** คือ หนี้สินที่กิจการก่อขึ้นในปีที่ t หักออกด้วยการจ่ายชำระคืนหนี้สินในปีนั้น (1501) **หารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด (392) หนี้สินขั้นต้นต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** คือหนี้สินที่มีการก่อขึ้นในปีที่ t (1301) **หารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (D036)** คือหนี้สินที่มีการก่อขึ้นโดยมีระยะเวลาการจ่ายชำระคืนมากกว่า 1 ปี **หารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด การออกหุ้นทุนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** คือ การออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด **การขาดแคลนเงินทุนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** คือ เงินปันผลจ่ายบวกเงินลงทุนสุทธิ บวกการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน หักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ ทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด **เงินปันผลจ่ายต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** คือ เงินปันผลจ่ายสุทธิในปีที่ t **หารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด เงินลงทุนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** นำมาจากการเปลี่ยนแปลงระหว่างปีของสินทรัพย์ถาวรของกิจการ (339) ลบออกด้วยค่าเสื่อมราคา (136) และหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด **การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** จากการรวมกันของการเปลี่ยนแปลงระหว่างปีของสินทรัพย์หมุนเวียน (D309) บวก การเปลี่ยนแปลงระหว่างปีของเงินสด(D375) บวกการเปลี่ยนแปลงระหว่างปีของหนี้สินหมุนเวียน(D1501) ทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด **กระแสเงินสดสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** นำมาจากกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (625) บวกด้วยค่าเสื่อมราคา(136) ทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์สุทธิ **อัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (D307) สินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด** นำมาจาก สินทรัพย์ถาวรสุทธิ (339) หารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด (392) **ค่า log ของยอดขายหาได้จาก log ยอดขายทั้งหมด (104) กำไรสุทธิ** นำมาจาก กำไรสุทธิก่อนการหักภาษี ดอกเบี้ย ค่าเสื่อมราคา และค่าเสื่อมสูญ (1502)หารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด (392) **หนี้สินสุทธิต่อมูลค่าตลาด** นำมาจาก หนี้สินสุทธิ (1501) **หารด้วยมูลค่าทางตลาด (MV)** โดยที่ (1) เป็นข้อมูลทั้งหมดตั้งแต่ พ.ศ.2535-2544 (2)เป็นข้อมูลช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ.ศ.2535-2539 และ(3) เป็นข้อมูลช่วงหลังวิกฤต พ.ศ. 2541-2544

ตัวแปร	จำนวนตัวอย่าง			ค่าเฉลี่ย			ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน			ค่าต่ำสุด			ค่าสูงสุด		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
หนี้สินสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2422	1052	825	0.08	-0.36	0.47	13.00	19.41	3.94	81.17	3.83	81.17	-629.40	-629.40	-0.65
หนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2426	1054	825	0.57	0.43	0.71	2.72	1.16	4.18	81.19	24.36	81.19	-0.08	-0.08	-0.03
หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2429	1057	825	0.24	0.18	0.29	1.20	0.97	1.19	28.72	21.91	20.52	0.00	0.00	0.00
การออกหุ้นทุนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	368	192	126	0.17	0.17	0.16	0.31	0.30	0.34	2.78	2.52	2.78	0.00	0.00	0.00
การขาดแคลนเงินทุนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2422	1053	824	0.38	0.37	0.45	1.73	0.32	2.90	81.36	5.51	81.36	-12.91	-1.27	-12.91
เงินปันผลจ่ายต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2427	1055	825	0.02	0.03	0.03	0.09	0.05	0.13	2.49	0.63	2.49	0.00	0.00	0.00
เงินลงทุนสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2475	1375	825	0.03	0.08	-0.01	0.66	0.60	0.16	10.04	10.04	5.26	-19.36	-4.26	-8.57
การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์	2427	1055	825	-0.73	4.44	21.86	182.37	76.20	194.29	412.54	203.01	412.54	-257.63	-200.53	-257.63
กระแสเงินสดสุทธิต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	2427	1055	825	0.11	0.11	0.11	0.50	0.30	0.67	9.41	5.56	9.41	-5.35	-0.31	-1.06
อัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี	2146	786	824	-0.30	-0.62	0.00	8.90	12.02	5.93	226.57	226.57	84.22	-241.30	-241.30	-88.72
สินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้	2150	791	823	0.00	0.01	0.00	0.18	0.21	0.10	5.05	5.05	0.77	-5.07	-0.55	-0.53
Log ยอดขาย	2148	789	823	0.07	0.12	0.08	0.47	0.43	0.51	5.74	2.96	5.74	-5.09	-5.09	-3.79
กำไรสุทธิ	2144	785	823	0.00	-0.01	0.00	0.13	0.06	0.16	1.30	0.40	1.30	-1.74	-0.37	-1.74
หนี้สินสุทธิต่อมูลค่าทางตลาดของกิจการ	2417	1049	823	3.71	0.78	4.99	15.56	1.30	21.99	470.73	23.03	470.73	-0.22	-0.08	-0.22



ตารางที่ 4.2

การทดสอบการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของกิจการ

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$pD_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

เมื่อตัวแปรตาม คือ  $pD_{it}$  หมายถึง การก่อหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ คือ หนี้สินสุทธิของกิจการโดยมีการหักการจ่ายชำระคืนหนี้ ในปีที่  $t$  หนี้สินขั้นต้น คือ หนี้สินที่มีการก่อหนี้ทั้งหมดในปีที่  $t$  และหนี้สินระยะยาว คือ หนี้สินที่มีการกู้ยืมโดยกำหนดเวลาชำระคืนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป,  $DEF_{it}$  คือ จำนวนเงินที่กิจการต้องการที่จะจัดหา อันเนื่องมาจากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ คำนวณได้จาก ผลรวมของ เงินปันผลจ่าย เงินลงทุน และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{po}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535 – 2544				ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535 - 2539				หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542 - 2544			
	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว		
ค่าคงที่	-0.2749*** (-7.3942)	-0.2515*** (5.0445)	0.2468 (1.2721)	0.0065 (0.0374)	0.0289 (1.0215)	0.1975 (1.3835)	-0.2643*** (-2.6783)	-0.2629*** (-2.6421)	0.3479 (0.7261)		
DEF <sub>it</sub>	0.9289*** (45.5496)	0.9308*** (44.3864)	0.0050 (0.0469)	0.1155*** (-0.1511)	0.2033*** (3.6175)	0.3116 (1.0964)	0.9563*** (28.4344)	0.9563*** (3.8375)	-0.0553 (-0.0338)		
R <sup>2</sup>	0.4771	0.4642	<0.0001	0.0104	0.0143	0.0013	0.4949	0.4909	<0.0001		
N	2276	2276	2274	907	907	905	824	824	824		

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

กิจการมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยใช้หนี้สินเป็นหลัก เมื่อพิจารณาถึงหนี้สินในส่วนของระยะยาวพบว่าความสามารถในการอธิบายถึงการทดแทนการขาดแคลนเงินนั้น มีความสามารถในการอธิบายได้ต่ำมาก ซึ่งสาเหตุที่สำคัญอาจมาจากการก่อหนี้สินระยะยาวของกิจการเพียงอย่างเดียวนั้นไม่สามารถทดแทนการขาดเงินได้จำเป็นจะต้องมีการรวมกับหนี้สินระยะสั้นจึงจะเป็นการทดแทนที่สมบูรณ์ได้

วิกฤตการณ์เศรษฐกิจก็เป็นอีกปัจจัยที่สำคัญทำให้การเลือกใช้แหล่งเงินทุนมีลักษณะที่เปลี่ยนไป พบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจค่าสัมประสิทธิ์ ที่จะแสดงถึงการจัดหาเงินทุนจากภายนอก ( $b_{po}$ ) มีค่าเท่ากับ 0.4347 ภายใต้อ่า  $R^2$  ที่ 1.41% ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นบริษัทมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนโดยอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอกในรูปแบบของหนี้สินน้อย หลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจกิจการมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนโดยอาศัยแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้นจะเห็นได้จากค่าสัมประสิทธิ์ ที่แสดงถึง  $b_{po}$  นั้นมีค่าเท่ากับ 0.9546 ภายใต้อ่า  $R^2$  ที่ 43.76%

ดังนั้นบทความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารของตลาดทุนในประเทศไทยจากสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้นั้น ลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยได้รับผลกระทบจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจากปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ส่งผลให้การจัดหาเงินทุนโดยใช้หุ้นทุนไม่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้กิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเป็นหลัก

## 2. การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

จากผลการศึกษาที่ผ่านมาข้างต้นได้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างการขาดแคลนเงินทุน และการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยการก่อหนี้สิน ซึ่งมีความสามารถในการอธิบายการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนกล่าวถึงความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารนั้นก่อให้เกิดปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ประกอบกับการที่ไม่ได้ตั้งกฎเกณฑ์ขึ้นมาแต่อย่างใดว่าลักษณะกิจการแบบใดจึงจะมีลักษณะตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ดังนั้นกิจการที่มีลักษณะของการเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมควรจะมีการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สินเป็นหลักเนื่องมาจากความไม่มีประสิทธิภาพในการสื่อสารกับตลาดเมื่อใช้หุ้นทุนเป็นเครื่องมือในการจัดหาเงินทุน ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่มีความเสี่ยงในการเผชิญปัญหาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากควรมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

การทดสอบนี้เพื่อยืนยันว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นเป็นไปตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่โดยอาศัยการแบ่งกลุ่มกิจการตามลักษณะตามลักษณะความมั่นคงของกิจการ และแบ่งตามขนาดของกิจการ เพื่อเป็นตัวกำหนดความสามารถในการจัดหาเงินทุนและการเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม เพื่อทดสอบว่าเมื่อกิจการมี

ทางเลือกที่จำกัดในการจัดหาเงินทุนแล้วนั้น กิจการได้เลือกที่จะใช้ลำดับของเงินทุนตามหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่

#### การแบ่งตามลักษณะความมั่นคงของกิจการ

- **กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง** จากตารางที่ 4.3 พบว่า แนวโน้มของกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง ที่คาดว่าจะเผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมนั้นมีการจัดหาเงินทุนตามหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนจากการมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ค่าสัมประสิทธิ์ มีค่า 0.9958 ใกล้เคียง 1 มากและค่า  $R^2$  สูงอยู่ที่ระดับ 0.51 และพบว่า ลักษณะการจัดหาเงินทุนเป็นลำดับขั้นตอนทั้งในช่วงก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าในประเทศไทย ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนสามารถอธิบายพฤติกรรมของการจัดหาเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่เผชิญปัญหาในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมอย่างเช่น กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงได้เป็นอย่างดี

- **กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง** จากการศึกษาตารางที่ 4.4 พบว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีโอกาสในการเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่น้อยที่สุด และสามารถเลือกใช้แหล่งเงินทุนได้ตามความต้องการไม่ว่าจะเป็นการก่อหนี้สิน หรือการออกหุ้นทุน ในช่วงก่อนที่จะเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น พบว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สินนั้นสามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้จากค่าสัมประสิทธิ์ 0.78 อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งก็มีแนวโน้มที่จะเข้าใกล้ค่าที่สมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่อย่างไรก็ดีเมื่อผ่านวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจไปแล้วพบว่าความสามารถในการอธิบายลักษณะโครงสร้างเงินทุนกลับด้อยลง ซึ่งอาจเป็นผลมาจากกิจการไม่มีความจำเป็นที่จะต้องก่อหนี้มากขึ้นอันเนื่องมาจากการที่กิจการมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลตลอด จึงไม่มีความจำเป็นในการจัดหาเงินทุนเพิ่มขึ้นมาก

- **กิจการที่มีอัตราการก่อหนี้อยู่ในระดับกลาง** เป็นกิจการที่มีความสามารถในการก่อหนี้เนื่องจากมีการก่อหนี้ในระดับไม่สูงมากแสดงว่ากิจการมีความสามารถในการชำระคืนหนี้ในระดับหนึ่ง จากตารางที่ 4.5 พบว่า แนวโน้มของการจัดหาเงินทุนนั้นหนี้สินสุทธินัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ให้ค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.11 และค่า  $R^2$  ต่ำมากที่ระดับ 0.03 เมื่อพิจารณาก่อนเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจ ให้ค่า 0.24 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.07 และในช่วงหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจให้ค่า 0.06 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.03 ซึ่งจะสังเกตได้ว่าลักษณะของการจัดหาเงินทุนนั้นในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินมาก แต่หลังจากวิกฤตเศรษฐกิจแล้ว กิจการที่มีอัตราการก่อหนี้อยู่ในระดับกลางนั้น จะใช้การก่อหนี้เพื่อทดแทนเงินทุนที่ขาดน้อยลงจากการศึกษาโดยการแบ่งกิจการตามความมั่นคงของกิจการนั้น สมมติฐานที่ตั้งไว้นั้นเป็นจริงคือ ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นจะรองรับต่อกิจการที่จะเผชิญปัญหาของการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม

ตารางที่ 4.3

การทดสอบการจัดการเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดการเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง (High Growth)

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

โดยการเลือกกลุ่มข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีค่า market-to-book ตั้งแต่ค่าเปอร์เซ็นไทล์ที่ 75 ขึ้นไป เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อกำหนดหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ คือ หนี้สินสุทธิของกิจการโดยมีการหักการจ่ายชำระคืนหนี้ ในปีที่  $t$  หนี้สินขั้นต้น คือ หนี้สินที่มีการก่อหนี้ทั้งหมดในปีที่  $t$  หนี้สินระยะยาว คือ หนี้สินที่มีการกู้ยืมโดยกำหนดเวลาชำระคืนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป,  $DEF_{it}$  คือ จำนวนเงินที่กิจการต้องการที่จะจัดหา อันเนื่องมาจากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ จำนวนได้จาก ผลรวมของ เงินปันผลจ่าย เงินลงทุน และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{po}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544				ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539				หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544			
	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว		
ค่าคงที่	0.0787 (0.5599)	0.1897 (2.3590)	1.4651*** (3.8260)	0.2059*** (8.6833)	0.3120 (0.9219)	1.9793** (1.9041)	0.2986 (0.7705)	0.4508 (1.3494)	1.3751** (2.3714)		
$DEF_{it}$	0.9973*** (24.5203)	0.9956*** (24.2852)	-0.0339 (-0.3076)	0.1375** (2.5871)	0.8394*** (5.6769)	-1.5361 (-0.6582)	0.9980*** (14.7227)	0.9958*** (14.6320)	-0.0199 (-0.1967)		
$R^2$	0.5169	0.5138	0.0002	0.0287	0.0132	0.0019	0.5176	0.5145	0.0002		
N	564	560	560	228	228	224	204	204	204		

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.4

การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่มีกิจการที่มีย้ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

โดยการเลือกกลุ่มตัวอย่างจากกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องตลอดตั้งแต่ปี พ.ศ.2535-2544 เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อบริษัทของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ คือ หนี้สินสุทธิของกิจการโดยมีการหักการจ่ายชำระคืนหนี้ ในปีที่  $t$  หนี้สินขั้นต้น คือ หนี้สินที่มีการก่อหนี้ทั้งหมดในปีที่  $t$  หนี้สินระยะยาว คือ หนี้สินที่มีการกู้ยืมโดยกำหนดเวลาชำระคืนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป,  $DEF_{it}$  คือ จำนวนเงินที่กิจการต้องการที่จะจัดหา อันเนื่องมาจากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ คำนวณได้จาก ผลรวมของ เงินปันผลจ่าย เงินลงทุน และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{po}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544				ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539				หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544			
	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว		
ค่า คง ที่	0.1431 (1.0130)	0.3460** (2.3590)	0.4539*** (5.1918)	ค่า คง ที่	-0.0908*** (-3.3962)	0.0557 (0.9219)	-0.3151 (-1.7431)	ค่า คง ที่	0.3350 (0.8423)	0.5398 (1.3494)	0.5375*** (4.2974)
$DEF_{it}$	0.2385 (1.3163)	0.2696 (1.4388)	0.2139 (1.9157)	$DEF_{it}$	0.6815*** (11.2554)	0.7765*** (5.6769)	2.2816*** (5.5793)	$DEF_{it}$	0.2885 (0.7247)	0.3512 (0.8770)	0.0850 (0.6795)
$R^2$	0.0029	0.0034	0.0061	$R^2$	0.3259	0.1122	0.1091	$R^2$	0.0026	0.0037	0.0023
N	603	596	595	N	264	257	256	N	204	204	204

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.5

การทดสอบการจัดหาเงินทุนตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนในกลุ่มของกิจการที่มีอัตราการก่อหนี้อยู่ในระดับกลาง

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

โดยเลือกกลุ่มข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนหนี้สิน หรือ D/E ratio ในช่วงของข้อมูลที่ระดับ 25-75 เปอร์เซนต์ไทล์ เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ คือ หนี้สินสุทธิของกิจการโดยมีการหักการจ่ายชำระคืนหนี้ ในปีที่  $t$  หนี้สินขั้นต้น คือ หนี้สินที่มีการก่อหนี้ทั้งหมดในปีที่  $t$  หนี้สินระยะยาว คือ หนี้สินที่มีการกู้ยืมโดยกำหนดเวลาชำระคืนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป,  $DEF_{it}$  คือ จำนวนเงินที่กิจการต้องการที่จะจัดหา อันเนื่องมาจากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ คำนวณได้จาก ผลรวมของ เงินปันผลจ่าย เงินลงทุน และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{po}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

	ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539			หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544		
	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว
ค่าคงที่	0.2228*** (26.4986)	0.4990*** (10.1013)	1.4583*** (4.2051)	0.1420*** (9.0144)	0.2728*** (3.7316)	0.9832*** (2.7593)	0.2605*** (20.0417)	0.5786*** (7.3481)	1.14425*** (3.3210)
$DEF_{it}$	0.1102*** (8.3983)	0.1015 (1.3163)	-0.1334 (-0.2466)	0.2447*** (7.7538)	0.5038*** (3.4495)	0.1015 (0.1428)	0.0617*** (4.0464)	-0.0064 (-0.0687)	-0.1743 (-0.4308)
$R^2$	0.0391	0.0010	<0.0001	0.0731	0.0156	<0.0001	0.0273	<0.0001	0.0003
N	1735	1725	1720	764	754	750	584	584	584

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ข่าวสาร ซึ่งกิจการที่ได้ตั้งไว้ว่าจะสนับสนุนทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นก็คือ กิจการที่มีการเจริญเติบโตสูงที่มีข้อจำกัดในการจัดหาเงินทุนจากหุ้นทุน นั้นมีการเลือกใช้หนี้สินในการจัดหาเงินทุนตามที่คาดการณ์ไว้จริงเมื่อพิจารณาในอีก 2 กลุ่มของกิจการคือกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง และกิจการที่มีการก่อหนี้สินในระดับกลาง จะเห็นได้ว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ กิจการมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินมากแต่กลับลดลงเมื่อผ่านวิกฤตเศรษฐกิจไป

#### แบ่งตามขนาดของกิจการ

- **กิจการขนาดใหญ่** ลักษณะของการจัดหาแหล่งเงินทุนของกิจการขนาดใหญ่ จากตารางที่ 4.6 ส่วนที่ 1 พบว่า แนวโน้มของข้อมูลโดยรวม มีค่าสัมประสิทธิ์เข้าใกล้กับหลักการของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนจากการมีนัยสำคัญที่ความเชื่อมั่น 99% ของหนี้สินสุทธิที่ให้ค่าสัมประสิทธิ์ 0.90 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.89 และหนี้สินขั้นต้นให้ค่าสัมประสิทธิ์ 0.89 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.56 ซึ่งจะสังเกตได้ว่าหนี้สินสุทธิมีค่าใกล้เคียงตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนมากกว่า ด้วยเหตุผลว่ากิจการขนาดใหญ่ นั้น ย่อมต้องมีการรักษาสภาพการณ์ของกิจการให้แกตัวเองเพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุน ดังนั้นมีความจำเป็นที่จะต้องมีการจ่ายชำระคืนหนี้ได้อย่างสม่ำเสมอ ประกอบกับเพื่อไม่ให้เกิดการผูกมัดระหว่างเจ้าหนี้มากเกิดไปจึงทำให้หนี้สินสุทธิสามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการได้ดี เมื่อพิจารณาก่อนเกิดเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจพบว่า ความสามารถในการอธิบายลักษณะของการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้สินนั้นมีค่าต่ำลงดังเห็นได้จากตัวเลขค่าสัมประสิทธิ์ 0.12 บนนัยสำคัญที่ 99% และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.04 และพบว่าหนี้สินขั้นต้นมีความสามารถในการอธิบายแหล่งที่มาของเงินทุนได้ดีกว่าหนี้สินสุทธิจากค่าสัมประสิทธิ์ 0.53  $R^2$  ที่ระดับ 0.01 ซึ่งค่า  $R^2$  นั้นให้ค่าต่ำมากย่อมแสดงให้เห็นว่าในช่วงก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจลักษณะของการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นมีลักษณะไม่เป็นไปตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน แต่เมื่อพิจารณาหลังจากการเกิดวิกฤตการณ์เศรษฐกิจพบว่าบนนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% นั้น กิจการขนาดใหญ่มีลักษณะการจัดหาเงินทุนเป็นไปตามหลักการของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ดังจะเห็นจากค่าสัมประสิทธิ์ของหนี้สินสุทธิมีค่า 0.97 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.90 ซึ่งเป็นตัวเลขที่ให้ผลสนับสนุนทฤษฎีเป็นอย่างมาก

- **กิจการขนาดใหญ่ถึงกลาง** จากตารางที่ 4.6 ส่วนที่ 2 พบว่า ก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนไม่สามารถอธิบายลักษณะของการจัดหาเงินทุนของกิจการในกลุ่มนี้ได้ แต่หลังจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้ผ่านพ้นไปแล้วความสามารถในการอธิบายมีมากขึ้น จากการมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ของหนี้สินสุทธิ และหนี้สินขั้นต้น มีค่าสัมประสิทธิ์เป็น 0.35 และ 0.30  $R^2$  ที่ระดับ 0.20 และ 0.05 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6

## การทดสอบการ จัด หา เงิน ทุน ตา ม ส ม ม ต ร ฐ า น ของ ท ฤ ช ฎี ล ำ ด ำ บ ช ั้น ใน ก า ร จ ำ ด หา เงิน ทุน โ ด ย แ บ ่ง ตา ม ข น า ด ของ กิ จ ก า ร

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

แบ่งขนาดของกิจการตามมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ โดยกิจการขนาดใหญ่ แบ่งกลุ่มข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 75 เปอร์เซ็นต์แรกของกลุ่มข้อมูลทั้งหมด กิจการขนาดใหญ่-กลางแบ่งจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 75-50 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล กิจการขนาดกลาง-เล็ก แบ่งจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 50-25 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล และกิจการขนาดเล็กแบ่งจากกลุ่มตัวอย่างที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 25 เปอร์เซ็นต์สุดท้ายของกลุ่มข้อมูล เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ คือ หนี้สินสุทธิของกิจการโดยมีการหักการจ่ายชำระคืนหนี้ ในปีที่  $t$  หนี้สินขั้นต้น คือ หนี้สินที่มีการก่อหนี้ทั้งหมดในปีที่  $t$  หนี้สินระยะยาว คือ หนี้สินที่มีการกู้ยืมโดยกำหนดเวลาชำระคืนมากกว่า 1 ปีขึ้นไป,  $DEF_{it}$  คือ จำนวนเงินที่กิจการต้องการที่จะจัดหา อันเนื่องมาจากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ คำนวณได้จาก ผลรวมของ เงินปันผลจ่าย เงินลงทุน และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ยและภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{po}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

ส่วนที่ 1 : กิจการขนาดใหญ่				ส่วนที่ 2 : กิจการขนาดใหญ่-กลาง				ส่วนที่ 3 : กิจการขนาดเล็ก			
ข้อมูลทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544				ข้อมูลทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2539				ข้อมูลทั้งหมด ปี พ.ศ. 2542-2544			
	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว		หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว		หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว
ค่าคงที่	0.0147 (0.3678)	0.3813*** (3.7509)	1.4649 (4.4997)	ค่าคงที่	0.1957*** (11.4556)	0.3497** (2.5399)	1.1902** (2.7593)	ค่าคงที่	0.0089 (0.1287)	0.3904** (7.3481)	1.5786*** (2.6732)
$DEF_{it}$	0.8955*** (73.8990)	0.8941*** (29.2250)	-0.0436 (-0.4452)	$DEF_{it}$	0.1222*** (3.8562)	0.5305** (3.4495)	-0.0672 (-0.0693)	$DEF_{it}$	0.9689*** (80.3203)	0.9630*** (29.8012)	-0.0214 (-0.2079)
$R^2$	0.8888	0.5578	0.0002	$R^2$	0.0420	0.0129	<0.0001	$R^2$	0.9692	0.8125	0.0002
N	686	679	679	N	341	344	344	N	207	207	207
ค่าคงที่	-0.4915 (-0.3749)	0.3672*** (11.7763)	0.1798** (4.3962)	ค่าคงที่	-0.6187 (-0.1767)	0.3619*** (10.5655)	0.0880 (1.6771)	ค่าคงที่	0.1735*** (5.3692)	0.3459*** (5.9653)	0.2639*** (3.5796)
$DEF_{it}$	-0.4604 (-0.1821)	0.1531** (2.5462)	0.1877 (0.4452)	$DEF_{it}$	-3.0234 (-0.3796)	-0.0164 (-0.2112)	0.2404* (1.7624)	$DEF_{it}$	0.3534*** (7.2453)	0.2964*** (3.3865)	1.1559 (1.4011)
$R^2$	<0.0001	0.0097	0.0084	$R^2$	0.0004	0.0001	0.0096	$R^2$	0.2038	0.0529	0.0095
N	666	666	666	N	321	321	321	N	207	207	207



ส่วนที่ 3 : กิจกรรมขนาดกลาง-เล็ก											
ข้อมูล ทั้ง หมด ปี พ.ศ. 2535-2544				ข้อมูล ทั้ง หมด ปี พ.ศ. 2535-2539				ข้อมูล ทั้ง หมด ปี พ.ศ. 2542-2544			
	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้สิน ขั้น ต้น	หนี้สิน ระยะยาว		หนี้ สิน สุทธิ	หนี้สิน ขั้น ต้น	หนี้สิน ระยะยาว		หนี้ สิน สุทธิ	หนี้สิน ขั้น ต้น	หนี้สิน ระยะยาว
ค่า คง ที่	0.1331 (0.7613)	0.3947** (2.1871)	1.8137 (1.9144)	ค่า คง ที่	0.1062*** (2.9834)	0.3572*** (6.3221)	1.1140*** (3.1824)	ค่า คง ที่	0.2351 (0.4868)	0.5443 (1.1085)	2.6907 (1.1953)
DEF <sub>it</sub>	0.7970** (2.3274)	0.5192 (1.4701)	-0.2274 (-0.1227)	DEF <sub>it</sub>	0.3795*** (4.7732)	0.0609 (0.4832)	-1.3795 (-1.7656)	DEF <sub>it</sub>	1.1423 (1.4421)	0.8593 (1.0667)	-0.6194 (-0.1678)
R <sup>2</sup>	0.0089	0.0036	<0.0001	R <sup>2</sup>	0.0789	0.0009	0.0118	R <sup>2</sup>	0.0102	0.0056	0.0001
N	608	605	604	N	268	265	264	N	204	204	204
ส่วนที่ 4 : กิจกรรมขนาดเล็ก											
ค่า คง ที่	-0.0594*** (-3.3077)	-0.0203 (-0.5891)	0.0613 (1.5605)	ค่า คง ที่	-0.0359 (-1.1224)	0.0241 (0.2727)	0.0022 (0.0259)	ค่า คง ที่	-0.1481*** (-6.4319)	-0.1107** (-2.3415)	0.0576 (0.9579)
DEF <sub>it</sub>	0.2414*** (7.3817)	0.2266** (3.6024)	0.4423 (3.1227)	DEF <sub>it</sub>	0.4378*** (7.0426)	0.5634*** (3.2705)	0.5150*** (3.2030)	DEF <sub>it</sub>	0.2725*** (7.0288)	0.1931** (2.4278)	0.4690*** (4.6298)
R <sup>2</sup>	0.1057	0.0273	0.0773	R <sup>2</sup>	0.2890	0.0806	0.0788	R <sup>2</sup>	0.1949	0.0285	0.0951
N	463	463	460	N	124	124	122	N	206	206	206

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

- **กิจการขนาดกลางถึงเล็ก** จากตารางที่ 4.6 ส่วนที่ 3 พบว่า ก่อนการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้น ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนสามารถอธิบายลักษณะของการจัดหาเงินทุนของกิจการในกลุ่ม นี้ได้เพียงเล็กน้อยเท่านั้น จากการมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99%ของหนี้สินสุทธิ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็น 0.38 และ  $R^2$  ที่ระดับ 0.08 ซึ่งสนับสนุนแนวทางในการจัดหาเงินทุนตามหลักการของลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนเพียงเล็กน้อยเท่านั้น และหลังจากวิกฤตการณ์เศรษฐกิจได้ผ่านพ้นไปแล้วพบว่าไม่สามารถอธิบายได้

- **กิจการขนาดเล็ก** จากตารางที่ 4.6 ส่วนที่ 4 พบว่า ก่อนเกิดเหตุการณ์วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้น โน้มเอียงเข้าหาพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ซึ่งจะเห็นได้จากความมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ค่าสัมประสิทธิ์ของหนี้สินสุทธิมีค่า 0.44 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.29 ซึ่งค่าที่ได้รับจากการทดสอบนั้นมีค่าที่สนับสนุนว่ากิจการขนาดเล็กในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นมีการจัดหาเงินทุนในลักษณะที่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน แต่เมื่อพิจารณาหลังจากเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจพบว่า ความสามารถในการอธิบายลักษณะการจัดหาเงินทุนด้วยทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นน้อยลงจากค่าที่ได้สำหรับหนี้สินสุทธิ 0.27 และค่า  $R^2$  ที่ระดับ 0.19 ซึ่งอาจเป็นผลมาจากหลังจากเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจผ่านพ้นไปแล้วนั้นกิจการมีข้อจำกัดทางด้านแหล่งเงินทุน โดยเฉพาะหนี้สิน ทำให้ความสามารถในการอธิบายลักษณะของกิจการนั้นลดลงไป

จากการศึกษาจากการแบ่งกิจการตามขนาดนั้น สมมติฐานที่ได้ตั้งไว้เป็นจริง ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นจะรองรับต่อกิจการที่จะเผชิญปัญหาของการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมให้กับตัวเอง ซึ่งเป็นผลมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร กิจการที่คาดไว้ว่าน่าจะสนับสนุนทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นก็คือ กิจการขนาดเล็ก นอกจากนี้การที่กิจการขนาดใหญ่ซึ่งมีลักษณะของการไม่ได้เผชิญปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารแต่มีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเป็นหลักนั้นสามารถเป็นสิ่งที่สนับสนุนได้ว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นเป็นไปตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

ผลจากการศึกษานี้แสดงผลการศึกษาตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนที่ได้ตั้งไว้ กล่าวคือกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง และกิจการขนาดเล็ก ซึ่งทั้งสองกิจการนี้ก็เป็นกลุ่มที่เสี่ยงต่อการเกิดปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่ไม่เหมาะสม ต่างก็มีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามหลักการลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

### 3. การตรวจสอบความถูกต้องของการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน

ผลจากการตรวจสอบความถูกต้องนั้นพบว่าจากตารางที่ 14.7 ในช่วงของข้อมูลทั้งหมดและช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นการออกหุ้นทุนนั้นไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายถึงการทด

## ตารางที่ 4.7

### การตรวจสอบความถูกต้องของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ ได้แก่

$$\rho E_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

เมื่อตัวแปรตาม คือ  $\rho E_{it}$  หมายถึง การออกหุ้นทุนของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยนำมาจากข้อมูลการเพิ่มทุนของกิจการ ในปีที่  $t$ ,  $DEF_{it}$  คือ จำนวนเงินที่กิจการต้องการที่จะจัดหา อันเนื่องมาจากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ คำนวณได้จาก ผลรวมของ เงินปันผลจ่าย เงินลงทุน และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{po}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS และได้ทำการแบ่งกิจการออกตามลักษณะความมั่นคงของกิจการ ซึ่งแบ่งเป็นกิจการที่มีอัตราการเติบโตสูง โดยเลือกจากกิจการที่มีมูลค่าทางตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่ระดับ 75 เปอร์เซ็นไทล์ขึ้นไป กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง กิจการที่มีการก่อหนี้ในระดับกลางนั้นเลือกจากกิจการที่มีการก่อหนี้ในช่วง 25-75 เปอร์เซ็นไทล์ และการแบ่งกิจการออกตามขนาดของกิจการ โดยแบ่งเป็น 4 ขนาดตามมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ของกิจการ ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

ส่วนที่ 1 : ปี พ.ศ. 2535-2544

	กิจการทั้งหมด	กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง	กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง	กิจการที่มีอัตราการก่อหนี้ในระดับกลาง	กิจการขนาดใหญ่	กิจการขนาดใหญ-กลาง	กิจการขนาดกลาง-เล็ก	กิจการขนาดเล็ก
ค่าคงที่	0.0251*** (8.7978)	0.0609*** (7.4611)	0.0210 (0.6597)	0.1334*** (4.9250)	0.1929*** (5.4049)	0.1078*** (2.7343)	0.1191*** (5.9094)	-0.3128*** (-3.2518)
$DEF_{it}$	0.0016 (1.0257)	-0.0007 (-0.5359)	0.4727*** (8.0727)	0.1010** (2.5845)	-0.0020 (-0.3948)	0.1127 (1.4540)	0.0289 (0.9391)	0.0345** (2.3591)
$R^2$	0.0004	0.0016	0.5291	0.0255	0.0011	0.0243	0.0099	0.1514
N	2407	180	60	257	138	87	90	55

ส่วนที่ 2: ปี พ.ศ. 2535-2539

	กิจกรรมทั้งหมด	กิจกรรมที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง	กิจกรรมที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง	กิจกรรมที่มีอัตราการถือหุ้นในระดับกลาง	กิจกรรมขนาดใหญ่	กิจกรรมขนาดใหญ-กลาง	กิจกรรมขนาดกลาง-เล็ก	กิจกรรมขนาดเล็ก
ค่าคงที่	0.0027 (0.3967)	0.0744*** (3.0628)	-0.0383 (-0.6540)	0.1234*** (3.2387)	0.1745*** (3.0633)	0.1389*** (5.4198)	0.1363*** (4.4715)	-0.2635** (-2.5547)
DEF <sub>it</sub>	0.0791*** (5.6659)	-0.0161 (-0.3297)	0.6540*** (10.0963)	0.1444** (2.7109)	0.0448 (0.6138)	0.0401 (0.7512)	-0.3163 (-0.4778)	0.0682** (3.8421)
R <sup>2</sup>	0.0300	0.0016	0.7444	0.0516	0.0051	0.0112	0.0050	0.1091
N	1039	71	37	137	75	52	47	16

ส่วนที่ 3: ปี พ.ศ. 2542-2544

ค่าคงที่	0.0248*** (4.8063)	0.0697*** (5.0655)	0.1086** (2.4378)	0.1549*** (3.1039)	0.1764*** (2.5728)	0.0924 (0.8173)	0.1235*** (3.2763)	0.1385*** (2.7583)
DEF <sub>it</sub>	0.0002 (0.1315)	-0.0008 (-0.5831)	0.1514 (1.8697)	0.0141 (0.2006)	-0.0022 (-0.3881)	0.1793 (0.9328)	0.0219 (0.5162)	0.0594 (0.9315)
R <sup>2</sup>	<0.0001	0.0048	0.1998	0.0005	0.0035	0.0398	0.0088	0.0311
N	824	73	16	81	45	23	32	29

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

แทนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการได้ แต่ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจนั้นพบว่า การออกหุ้นทุนมีนัยสำคัญในการอธิบายการขาดแคลนเงินทุน แต่ค่าสัมประสิทธิ์นั้นมีค่าน้อยมาก คือ 0.08 ในขณะที่หนี้สินนั้นมีค่าสัมประสิทธิ์ 0.20 ดังนั้นจึงสามารถกล่าวได้ว่าในการทดสอบการ จัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของลักษณะการจัดหาเงินทุนในประเทศไทยนั้นมีลักษณะ การจัดหาเงินทุนโดยอาศัยเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกในรูปแบบของหนี้สินและหุ้นทุน โดยใน ส่วนของหนี้สินนั้นจะถูกนำมาใช้เพื่อทดแทนการขาดแคลนเงินทุนมากกว่าหุ้นทุน เพื่อความถูกต้อง มากขึ้นได้ทำการทดสอบโดยใช้สมการที่ (5) ทดสอบในกลุ่มของกิจการที่เผชิญปัญหาของการ เลือกลงแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ได้แก่ กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง และกิจการขนาดเล็ก ซึ่งผล ที่ได้นั้นพบว่ากิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูงนั้นจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้สินเป็นหลัก เนื่อง จากการแสดงค่าของการไม่มีนัยสำคัญในการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นทุน กิจการขนาดเล็กมีการ จัดหาเงินทุนโดยอาศัยแหล่งเงินทุนจากทั้ง 2 แหล่ง คือ หุ้นทุน และการก่อหนี้สินแต่การก่อหนี้ สินนั้นสามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้มากกว่าการออกหุ้นทุน ย่อมแสดงให้เห็นว่ากิจการ นั้นเลือกใช้หนี้สินเป็นหลัก

เมื่อพิจารณาในกลุ่มที่มีความสามารถในการเลือกแหล่งเงินทุนพบความมีนัยสำคัญของการ อธิบายการทดแทนการขาดแคลนเงินทุนด้วยการออกหุ้นทุนในกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับการก่อหนี้สินก็พบว่าการก่อหนี้สินสามารถอธิบายการขาดแคลน เงินทุนได้น้อยกว่าการออกหุ้นทุนสังเกตได้จากจากแนวโน้มของข้อมูลทั้งหมด ในช่วงก่อนวิกฤต เศรษฐกิจนั้นพบว่าการก่อหนี้สินและการออกหุ้นทุนต่างก็สามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้ ในความสามารถที่ใกล้เคียงกัน และในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจพบว่ามีเพียงการออกหุ้นทุนเท่านั้นที่ สามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้ กิจการที่มีการก่อหนี้สินในระดับกลางนั้นพบว่าการออก หุ้นทุนสามารถทดแทนการขาดแคลนเงินทุนได้แต่มีความสามารถน้อยกว่าการก่อหนี้สินในช่วง ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ในกลุ่มที่แบ่งกิจการตามขนาดนั้นไม่พบว่าการออกหุ้นทุนนั้นสามารถทดแทน การขาดแคลนเงินทุนของกิจการได้

ในกิจการที่มีข้อจำกัดในการเลือกแหล่งเงินทุนนั้นหนี้สินมีความสามารถในการทดแทน เงินทุนที่ขาดแคลนในขณะที่การออกหุ้นนั้นไม่สามารถอธิบายได้เลยและในกิจการที่มีข้อจำกัดใน การเลือกแหล่งเงินทุนน้อยนั้น พบว่ากิจการขนาดใหญ่มีการใช้หนี้สินเป็นหลัก ส่วนกิจการที่มี ขนาดกลางนั้นพบว่าการก่อหนี้สามารถอธิบายได้เพียงเล็กน้อยในขณะที่การออกหุ้นทุนไม่สามารถ อธิบายได้ในส่วนของความสามารถในการอธิบายการขาดแคลนเงินทุนด้วยการออกหุ้นทุนที่มาก กว่าการก่อหนี้สินนั้นพบในกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องเพียงกลุ่มเดียวซึ่งเป็นเพียง ส่วนน้อยเท่านั้น ดังนั้นผลการทดสอบที่เกิดขึ้นนั้นจึงสามารถสนับสนุนได้ว่าการทดสอบที่ผ่านมา นั้นมีความถูกต้อง และสามารถสนับสนุนได้ว่าทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนสามารถอธิบาย ถึงพฤติกรรมของการจัดหาเงินทุนของกิจการภายในประเทศไทยได้

#### 4. การทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงต่อระดับหนี้สินของกิจการ

ในการตรวจสอบความถูกต้องของการรวมข้อมูลที่น่ามาจัดทำเป็นค่าของการขาดแคลนเงินทุน (Financial Deficit) ที่ใช้ในการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นเกิดจากการรวมกันของ ดอกเบี้ยจ่าย เงินลงทุนสุทธิส่วนที่เพิ่มขึ้นของเงินทุนหมุนเวียน แล้วหักออกด้วยกระแสเงินสดสุทธิหลังจากการหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี ทดสอบเพื่อต้องการทราบว่าสิ่งที่ตั้งขึ้นมาเป็นตัวแทนของการขาดแคลนเงินทุนนั้นเป็นตัวที่ส่งผลกระทบต่อการก่อหนี้สินของกิจการหรือไม่อย่างไร ซึ่งผลจากการศึกษา นั้นจะอธิบายผลการศึกษาแบ่งแยกเป็นกลุ่มได้ดังต่อไปนี้

- **ทูลักษณะของกิจการ** จากตาราง 4.8 นั้นในกลุ่มข้อมูลทั้งหมดพบว่าการลงทุนสุทธิ และกระแสเงินสดสุทธินั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการก่อหนี้สินของกิจการ ซึ่งเป็นในส่วนของหนี้สินระยะยาวที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้ เมื่อพิจารณาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจนั้นพบว่ากิจการมีการก่อหนี้เพื่อเอาไปจ่ายเงินปันผล แต่ไม่ใช่ในรูปของหนี้สินระยะยาวและเงินลงทุนสุทธิก็ยังคงมีความสัมพันธ์กับการก่อหนี้ระยะยาวของกิจการ ช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจพบว่าหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการลงทุนสุทธิ จากกลุ่มข้อมูลทั้งหมดพบว่าหนี้สินระยะยาวเป็นเครื่องมือทางการเงินที่กิจการนำมาใช้ในการทดแทนใน ส่วนของการลงทุนเป็นหลัก สังเกตได้จากค่า  $R^2$  นั้นมีค่ามากขึ้นเมื่อทดสอบกับหนี้สินระยะยาวในทุกช่วงเวลา

- **กิจการที่มีการเติบโตสูง** จากตารางที่ 4.9 กิจการที่มีการเติบโตสูงนั้นพบความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้สินและกระแสเงินสดสุทธินั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน ซึ่งในกลุ่มนี้เป็นกลุ่มที่ถูกคาดการณ์ไว้ว่าจะมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอยู่มากซึ่งจากผลที่ได้รับพบว่า กิจการมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อกระแสเงินสดสุทธินั้นลดลง ซึ่งก็สัมพันธ์กับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

- **กิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง** จากตาราง 4.10 พบความสัมพันธ์ของเงินปันผลจ่ายกับหนี้สินขั้นต้นในช่วงการศึกษาก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน คือเมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นกลับมีการก่อหนี้สินลดลง แสดงให้เห็นว่ากิจการไม่ได้ทำการกู้หนี้สินมาเพื่อจ่ายปันผล ซึ่งในลักษณะของกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องนี้ย่อมแสดงให้เห็นว่ากิจการมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นผลมาจากการดำเนินงานของกิจการไม่ใช่การก่อหนี้มาเพื่อจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์ของการลงทุนสุทธิต่อความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกับหนี้สินระยะยาว และกระแสเงินสดสุทธิก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการก่อหนี้สิน

- **กิจการที่มีการก่อภาระผูกพันอยู่ในระดับกลาง** ตารางที่ 4.11 นั้น แสดงถึงความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกันระหว่างการจ่ายเงินปันผลและหนี้สินระยะยาว แสดงว่ากิจการ

ตารางที่ 4.8

การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไปของเงินทุนกับการก่อหนี้ของกิจการของกลุ่มข้อมูลทั้งหมด

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{DIV} DIV_t + b_I I_t + b_{pw} pw_t - b_c C_t + e_{it}$$

เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ หนี้สินขั้นต้น และหนี้สินระยะยาว,  $DIV_t$  คือ เงินปันผลจ่าย,  $I_t$  เงินลงทุน,  $pw_t$  การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน,  $C_t$  กระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{DIV}$ ,  $b_I$ ,  $b_{pw}$  และ  $b_c$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539			หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544					
	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว		
ค่าคงที่	0.0470 (0.1095)	0.0262 (0.4750)	-0.0464*** (-4.6669)	ค่าคงที่	-0.1610 (-0.1400)	-0.0225 (-1.4609)	-0.0669*** (-4.9148)	ค่าคงที่	0.1652 (1.0183)	0.2024 (1.2431)	-0.0253 (-1.7466)
$DIV_t$	1.8794 (0.3012)	-0.4537 (-0.5638)	-0.4353 (-0.3017)	$DIV_t$	9.5594 (0.4210)	-0.7314** (-2.3998)	0.0604 (0.2252)	$DIV_t$	-0.4045 (-0.2369)	1.0443 (0.3097)	1.9264 (12.6620)
$I_t$	0.0543 (0.1641)	0.1455*** (3.4111)	0.1227*** (16.0105)	$I_t$	0.1169 (0.1142)	0.3112*** (22.6402)	0.2583*** (21.3715)	$I_t$	0.0168 (0.0837)	-1.0443 (5.0419)	0.0638*** (3.5796)
$pw_t$	<0.0001 (0.0062)	<0.0001 (0.0487)	<0.0001 (0.0387)	$pw_t$	<0.0001 (0.0025)	<0.0001 (0.5781)	<0.0001 (-0.0856)	$pw_t$	<0.0001 (-0.0059)	<0.0001 (-0.0031)	<0.0001 (-0.0043)
$C_t$	-0.2985 (-0.2685)	0.2650 (1.8521)	0.2227*** (8.6608)	$C_t$	-0.8743 (-0.2085)	0.0108 (0.1962)	0.0529 (-0.0856)	$C_t$	0.0444 (0.1300)	-0.0264 (-0.0264)	-0.2319 (-7.6194)
$R^2$	0.00005	0.0095	0.1941	$R^2$	0.0002	0.5046	0.5056	$R^2$	<0.0001	0.0013	0.1879
N	2280	2280	2275	N	909	909	904	N	824	824	824

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.9

การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไปของเงินทุน กับการก่อกำเนิดของกิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง (High Growth)

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{DIV} DIV_t + b_I I_t + b_{pw} pw_t - b_C C_t + e_{it}$$

โดยเลือกกลุ่มข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีค่า market-to-book ตั้งแต่ค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 75 ขึ้นไป เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อกำเนิดของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ หนี้สินขั้นต้น และหนี้สินระยะยาว,  $DIV_t$  คือ เงินปันผลจ่าย,  $I_t$  เงินลงทุน,  $pw_t$  การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน,  $C_t$  กระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{DIV}$ ,  $b_I$ ,  $b_{pw}$  และ  $b_C$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึงปี 2544

	ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539			หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544				
	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว		
ค่าคงที่	0.2501 (0.6942)	0.2058 (0.5715)	0.0112 (1.1589)	ค่าคงที่	0.0901*** (3.9664)	0.0996*** (4.1374)	0.0203 (1.4305)	ค่าคงที่	0.7066 (0.7238)	0.5507 (0.5645)	0.0020 (0.1098)
$DIV_t$	-2.4700 (-0.3406)	-2.8546 (-0.3938)	0.0479 (0.2444)	$DIV_t$	0.6948 (1.5072)	-0.3635 (-0.7438)	-0.3063 (-1.0593)	$DIV_t$	-4.1492 (-0.2723)	-4.1603 (-0.2732)	0.0768 (0.2677)
$I_t$	0.2988 (0.3725)	0.4744 (0.5917)	0.0264 (1.2194)	$I_t$	0.0615 (1.4107)	0.0645 (1.3965)	0.0451 (1.6523)	$I_t$	0.3098 (0.1446)	0.8065 (0.3768)	0.0417 (1.0359)
$pw_t$	0.0001 (0.0235)	0.0021 (0.0250)	0.0001 (0.0045)	$pw_t$	0.0001 (1.3308)	0.0001 (1.2013)	-0.0001 (-0.4515)	$pw_t$	-0.0005 (-0.0336)	-0.0577 (-0.0352)	-0.0003 (-0.1071)
$C_t$	-0.1938 (-0.1583)	-0.2358 (-0.1926)	-0.0743** (-2.2454)	$C_t$	-0.9506*** (-5.6515)	-0.5261*** (-2.9505)	-0.0234 (-0.2227)	$C_t$	-0.1875 (-0.0697)	-0.5604 (-0.2086)	-0.0789 (-1.5606)
$R^2$	0.0005	0.0010	0.0094	$R^2$	0.1541	0.0712	0.0209	$R^2$	0.0005	0.0013	0.0125
N	539	539	538	N	201	201	200	N	204	204	204

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%



ตารางที่ 4.10

การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไปของเงินทุน กับการก่อหนี้ของกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{DIV} DIV_{it} + b_I I_{it} + b_{pw} pw_{it} - b_C C_{it} + e_{it}$$

โดยการเลือกกลุ่มตัวอย่างจากกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องตลอดตั้งแต่ปี พ.ศ.2535-2544 เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ หนี้สินขั้นต้น และหนี้สินระยะยาว,  $DIV_{it}$  คือ เงินปันผลจ่าย,  $I_{it}$  เงินลงทุน,  $pw_{it}$  การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน,  $C_{it}$  กระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{DIV}$ ,  $b_I$ ,  $b_{pw}$  และ  $b_C$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

	ข้อมูล ทั้ง หมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อน วิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539			หลัง วิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544				
	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว	หนี้ สิน สุทธิ	หนี้ สิน ขั้น ต้น	หนี้ สิน ระยะ ยาว		
ค่า ค ง ที่	0.1483 (0.7237)	0.1867 (0.9133)	-0.0063 (-1.1738)	ค่า ค ง ที่	-0.0742*** (-4.6388)	-0.1248 (-0.6880)	0.0082 (0.8947)	ค่า ค ง ที่	0.8335 (1.1217)	0.8502 (1.1469)	-0.0199* (-1.8689)
$DIV_{it}$	-0.8835 (-0.4055)	-1.2467 (0.5736)	0.0255 (0.4431)	$DIV_{it}$	-0.1248 (-0.5621)	-0.5231** (-2.0788)	-0.1687 (-1.3278)	$DIV_{it}$	-3.1906 (-0.4687)	-3.3174 (-0.4885)	0.2038 (2.0819)
$I_{it}$	0.0084 (0.0242)	-0.0485 (-0.1399)	0.0228** (2.4874)	$I_{it}$	0.2798*** (11.8940)	0.1911 (7.1664)	0.0261 (1.941)	$I_{it}$	-1.0469 (-0.6193)	-1.0816 (-0.6413)	0.0204 (0.8403)
$pw_{it}$	-0.0001 (-0.0109)	-0.0001 (-0.0129)	-0.1810 (-0.1085)	$pw_{it}$	0.0096 (1.0211)	0.0024 (0.2265)	0.0001 (0.0261)	$pw_{it}$	-0.0003 (-0.0302)	-3.3310 (-0.0287)	-0.0031 (-0.1940)
$C_{it}$	0.1051 (0.2944)	0.1667 (0.4684)	-0.0044 (-0.4754)	$C_{it}$	-0.1089*** (3.6982)	0.0039 (0.1190)	-0.0013 (-0.0795)	$C_{it}$	0.4581 (0.3745)	0.4826 (0.3954)	-0.0337 (-1.9151)
$R^2$	0.0003	0.0005	0.1107	$R^2$	0.4162	0.2591	0.0273	$R^2$	0.0033	0.0035	0.0258
N	566	566	565	N	227	227	226	N	204	204	204

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

กลุ่มนี้มีการก่อกำหนดมาจ่ายเงินปันผลทั้งในช่วงก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ และพบว่ากิจการมีการก่อกำหนดระยะยาวมาใช้จ่ายในการลงทุน

- **กิจการขนาดใหญ่** จากตาราง 4.12 ส่วนที่ 1 ในช่วงข้อมูลทั้งหมดพบแนวโน้มของความสัมพันธ์ระหว่างการก่อกำหนดระยะยาวเพื่อมาใช้จ่ายในการลงทุน และกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นนั้นกิจการยังคงต้องการหนี้ระยะยาวอยู่ เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีความต้องการเงินทุนเพื่อไปใช้ลงทุนและหมุนเวียนอยู่ตลอดเวลา ดังนั้นกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นจึงไม่สามารถไปลดการก่อกำหนดของกิจการได้ และยังสามารถมองได้อีกมุมหนึ่งว่าการที่กิจการมีกระแสเงินสดมากแต่ยังคงมีการก่อกำหนดมากอยู่นั้นอาจเนื่องมาจากการที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการนั้นต้องการที่จะควบคุมการบริหารงานของผู้บริหาร โดยการใช้โครงสร้างเงินทุนเข้ามาช่วยในการควบคุมการทำงานของผู้บริหาร โดยให้มีการก่อกำหนดไว้ในระดับหนึ่งและเป็นหน้าที่ของผู้บริหารที่จะทำการบริหารหนี้สินของกิจการ โดยไม่เอาเงินที่มีไปใช้ลงทุนอย่างไม่สมเหตุผล ในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจนั้นพบว่ากิจการมีการก่อกำหนดมากขึ้นเมื่อ เงินสดหมุนเวียนภายในกิจการ การลงทุนสุทธิ กระแสเงินสดสุทธิ มีค่ามากขึ้น แต่การจ่ายเงินปันผลไม่ได้นำมาจากการก่อกำหนดดังกล่าวจะเห็นความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกันระหว่างการก่อกำหนดกับการจ่ายเงินปันผล ย่อมแสดงให้เห็นว่าในกิจการขนาดใหญ่การจ่ายเงินปันผลไม่ได้มาจากการก่อกำหนดของกิจการ

- **กิจการขนาดใหญ่มiddle** จากตารางที่ 4.12 ส่วนที่ 2 การก่อกำหนดนั้นมีความสัมพันธ์กับกระแสเงินสดสุทธิของกิจการในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจในทิศทางที่ตรงกันข้ามกัน แสดงให้เห็นว่ากิจการในกลุ่มนี้เมื่อมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นจะทำให้กิจการมีการก่อกำหนดสินน้อยลง ซึ่งมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน คือเมื่อมีเงินทุนภายในก็จะใช้เงินทุนภายในก่อน

- **กิจการขนาดกลาง-เล็ก** จากตารางที่ 4.12 ส่วนที่ 3 ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกันระหว่างหนี้สินสุทธิและกระแสเงินสดสุทธิ และหลังวิกฤตเศรษฐกิจพบว่ามีการก่อกำหนดเพื่อนำมาลงทุนโดยจะอยู่ในรูปของหนี้สินระยะยาว

- **กิจการขนาดเล็ก** จากตาราง 4.12 ส่วนที่ 4 แสดงผลการศึกษาความสัมพันธ์นั้นพบว่า แนวโน้มของข้อมูลทั้งหมดนั้นการลงทุนสุทธิและกระแสเงินสดสุทธิที่เพิ่มขึ้นนั้นมีผลทำให้กิจการมีการก่อกำหนดสินมากขึ้น แต่เมื่อพิจารณาในหนี้สินระยะยาวพบว่าถ้ามีการลงทุนมากขึ้นหนี้ระยะยาวจะเพิ่มขึ้นแต่กระแสเงินสดสุทธิจะลดลง ซึ่งก็สัมพันธ์กับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดมากกิจการก็ควรจะก่อกำหนดสินน้อยลงเพราะกิจการสามารถนำเอากระแสเงินสดซึ่งเป็นเงินทุนภายในของกิจการนี้ไปใช้ในการลงทุนได้ พิจารณาในช่วงของก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจพบว่ากิจการนั้นมีการก่อกำหนดสินไปจ่ายเงินปันผลแต่ในที่นี้ไม่ใช่หนี้สินระยะยาว และเมื่อกิจการต้องการลงทุนเพิ่มก็มีการก่อกำหนดเพิ่มโดยใช้หนี้ระยะยาว และเมื่อกิจการมีกระแสเงินสดมากก็มีการก่อกำหนดสินน้อยลง

ตารางที่ 4.11

การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไปของเงินทุน กับการก่อกำเนิดของกิจการที่มีการก่อกำเนิดอยู่ในระดับกลาง

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{DIV} DIV_t + b_I I_t + b_{pw} pw_t - b_C C_t + e_{it}$$

โดยเลือกกลุ่มข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนหนี้สิน หรือ D/E ratio ในช่วงของข้อมูลที่ระดับ 25-75 เปอร์เซนต์ไทล์ เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อกำเนิดของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ หนี้สินขั้นต้น และหนี้สินระยะยาว,  $DIV_t$  คือ เงินปันผลจ่าย,  $I_t$  เงินลงทุน,  $pw_t$  การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน,  $C_t$  กระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{DIV}$ ,  $b_I$ ,  $b_{pw}$  และ  $b_C$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

	ข้อมูล ทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539			หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-2544				
	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว	หนี้สินสุทธิ	หนี้สินขั้นต้น	หนี้สินระยะยาว		
ค่าคงที่	0.0096 (1.5633)	-0.0631*** (-4.4271)	-0.0654*** (-5.1906)	ค่าคงที่	0.0408*** (3.8409)	-0.0217 (-1.0446)	-0.7095*** (-3.8539)	ค่าคงที่	-0.0303*** (-2.9047)	0.0177 (0.8120)	0.0342** (-2.0224)
$DIV_t$	-0.0231 (-0.2642)	0.1479 (0.7339)	0.3824** (2.1453)	$DIV_t$	-0.3287 (-1.466)	-0.7900* (-1.804)	0.1583 (0.0489)	$DIV_t$	-0.0164 (-0.1661)	1.7510 (8.4165)	2.1794*** (13.5351)
$I_t$	0.0089** (2.0660)	0.1108*** (11.1019)	0.0867*** (9.8207)	$I_t$	-0.0233** (-2.1826)	0.3141*** (15.0369)	0.2497*** (13.5256)	$I_t$	0.0044 (0.3801)	-0.2108 (-8.5048)	0.0326 (1.7031)
$pw_t$	-0.0004 (-0.1071)	-0.0001 (-0.0298)	0.0001 (0.0018)	$pw_t$	0.0001 (1.2258)	0.0001 (0.5986)	0.0001 (0.0066)	$pw_t$	-0.0001 (-0.3378)	-0.0001 (-0.0763)	-0.0002 (0.0276)
$C_t$	-0.0054 (-0.3158)	0.4971*** (12.4095)	0.4860*** (13.722)	$C_t$	0.2449 (4.4241)	0.0126 (0.1166)	0.1103 (1.1560)	$C_t$	-0.0009 (-0.4212)	0.1194 (2.4813)	-0.1264*** (-3.3938)
$R^2$	0.0027	0.2634	0.2852	$R^2$	0.0384	0.5192	0.5175	$R^2$	0.0010	0.2491	0.2904
N	1630	1630	1628	N	657	657	655	N	584	584	584

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตารางที่ 4.12

การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไปของเงินทุน กับการก่อหนี้ของกิจการแบ่งตามขนาดของกิจการ

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$PD_{it} = a + b_{DIV} DIV_t + b_I I_t + b_w PW_t - b_C C_t + e_{it}$$

แบ่งกิจการจากมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ โดยกิจการขนาดใหญ่ แบ่งกลุ่มข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 75 เปอร์เซ็นต์แรกของกลุ่มข้อมูลทั้งหมด กิจการขนาดใหญ-กลางแบ่งจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 75-50 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล กิจการขนาดกลาง-เล็ก แบ่งจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 50-25 เปอร์เซ็นต์ของกลุ่มข้อมูล และกิจการขนาดเล็กแบ่งจากกลุ่มตัวอย่างที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี 25 เปอร์เซ็นต์สุดท้ายของกลุ่มข้อมูลโดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544เมื่อตัวแปรตาม คือ  $PD_{it}$  หมายถึง การก่อหนี้สินของกิจการ ณ ปีที่  $t$  โดยหาได้จากหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่  $t-1$  โดยจะแบ่งลักษณะของหนี้สินเป็น 3 ลักษณะได้แก่ หนี้สินสุทธิ หนี้สินขั้นต้น และหนี้สินระยะยาว,  $DIV_t$  คือ เงินปันผลจ่าย,  $I_t$  เงินลงทุน,  $PW_t$  การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน,  $C_t$  กระแสเงินสดสุทธิ หลังจากหักดอกเบี้ย และภาษี ณ ปีที่  $t$ ,  $b_{DIV}$ ,  $b_I$ ,  $b_w$  และ  $b_C$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย

ส่วนที่ 1: กิจการขนาดใหญ่

	ข้อมูลทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2535-2539			หลัง วิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-				
	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้		
ค่าคง	0.1368 (0.9703)	0.0254 (0.1775)	-0.0957*** (-4.0569)	ค่าคง	0.0285** (2.0291)	-0.0915*** (-3.2933)	-0.1406*** (-8.0421)	ค่าคง	0.1691 (0.3388)	0.4049 (0.8069)	0.1912*** (7.4762)
$DIV_t$	-0.1913 (-0.1418)	-0.4058 (-0.2965)	-0.1019 (-0.4511)	$DIV_t$	-0.0087 (-0.0553)	-0.9567** (-2.2556)	-1.0624*** (-3.9809)	$DIV_t$	-0.3272 (-0.1148)	1.7969 (0.6279)	2.3906*** (16.3694)
$I_t$	0.0129 (1.1889)	0.1216 (1.7480)	0.0720*** (6.2688)	$I_t$	0.0087 (0.7234)	0.1598*** (4.9357)	-0.2439 (-1.1974)	$I_t$	0.6366 (0.7332)	-0.2954 (-0.3383)	-0.7364*** (-16.5440)
$PW_t$	0.0002 (0.3651)	0.0002 (0.3942)	<0.0001 (0.2534)	$PW_t$	0.0001** (2.1387)	0.0001 (1.0078)	<0.0001 (0.6529)	$PW_t$	0.0002 (0.1869)	0.0002 (0.1901)	-0.0001 (-0.2117)
$C_t$	-0.0361 (-0.1233)	0.6313** (2.1243)	0.7132*** (14.5403)	$C_t$	-0.0513 (-0.6789)	0.9461*** (4.6254)	1.9940*** (15.4947)	$C_t$	-0.3931 (-0.4681)	0.0940 (0.1113)	0.3106 (7.2151)
$R^2$	0.0003	0.0245	0.4656	$R^2$	0.1964	0.7553	0.8833	$R^2$	0.0029	0.0036	0.7629
N	616	616	616	N	271	271	271	N	207	207	207

ส่วนที่ 2: กิจการขนาดใหญ่-กลาง

	ข้อมูลทั้งหมดปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2535-2539			หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2542-				
	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้		
ค่าคงที่	-1.4356 (-0.5000)	0.0570** (2.4592)	0.0485*** (3.2777)	ค่าคงที่	-2.3008 (-0.3162)	0.0796*** (3.0991)	0.0237** (1.9819)	ค่าคงที่	-0.0342 (-0.8434)	-0.0234 (-0.4414)	0.0587 (1.4326)
DIV <sub>t</sub>	26.0034 (0.5925)	0.09377 (0.2646)	0.0813 (0.3593)	DIV <sub>t</sub>	44.8211 (0.5258)	-0.3388 (-1.1253)	-0.1174 (-0.8311)	DIV <sub>t</sub>	0.4729 (0.7103)	0.3914 (0.4504)	0.2194 (0.3267)
I <sub>t</sub>	3.1994 (0.5371)	-0.0321 (-0.6692)	-0.0245 (-0.7993)	I <sub>t</sub>	7.2039 (0.5391)	-0.0524 (-1.1114)	-0.0103 (-0.4695)	I <sub>t</sub>	0.0557 (0.6309)	0.0457 (0.3970)	-0.0012 (-0.0136)
PW <sub>t</sub>	-0.0001 (-0.0092)	0.0001 (0.1179)	0.0001 (0.9851)	PW <sub>t</sub>	0.0006 (0.0093)	0.0001 (0.14419)	-0.0001 (-0.2775)	PW <sub>t</sub>	-0.0001 (-0.2705)	-0.0001 (-0.1818)	0.0001 (0.8608)
C <sub>t</sub>	-3.6574 (-0.2721)	-0.3721*** (-3.4283)	-0.3292 (-4.7359)	C <sub>t</sub>	-18.1632 (-0.3351)	-0.0314 (-0.1641)	0.0079 (0.8685)	C <sub>t</sub>	-0.2807 (1.8898)	-0.3864* (-1.9922)	-0.5212*** (-3.4789)
R <sup>2</sup>	0.0011	0.0203	0.0397	R <sup>2</sup>	0.0022	0.1055	0.0038	R <sup>2</sup>	0.0197	0.0203	0.0625
N	614	614	613	N	269	269	268	N	207	207	207

ส่วนที่ 3: กิจการขนาดกลาง-เล็ก

ค่าคงที่	0.2727 (1.0662)	0.3418 (1.3356)	0.0678** (2.4757)	ค่าคงที่	0.0477 (1.2367)	0.1823*** (2.7803)	0.1400** (2.2136)	ค่าคงที่	0.6596 (0.9556)	0.6498 (0.9433)	-0.0169 (-0.5575)
DIV <sub>t</sub>	-0.1549 (-0.0056)	-0.6927 (-0.2515)	-0.1220 (-0.4147)	DIV <sub>t</sub>	0.8583 (1.1286)	-0.8211 (-0.6358)	-0.4546 (-0.3648)	DIV <sub>t</sub>	-3.3257 (0.6947)	-3.4433 (-0.4077)	-0.4492 (-1.2055)
I <sub>t</sub>	-0.3062 (-0.5062)	-0.4524 (-0.7470)	-0.0918 (-1.417)	I <sub>t</sub>	0.0490 (0.5544)	-0.1936 (-1.2889)	-0.2214 (-1.5278)	I <sub>t</sub>	-0.8310 (-0.5001)	0.7910 (-0.4770)	0.1302 (1.7798)
PW <sub>t</sub>	-0.0018 (-0.1297)	-0.0017 (-0.1263)	0.0004 (0.2847)	PW <sub>t</sub>	0.0053 (0.2977)	-0.0075 (-0.2474)	-0.0110 (-0.3665)	PW <sub>t</sub>	-0.0010 (-0.0423)	-0.0010 (-0.4771)	0.0004 (0.3799)
C <sub>t</sub>	-0.0378 (-0.0878)	0.0674 (0.1565)	0.0089 (0.1940)	C <sub>t</sub>	-0.1754*** (-3.4483)	-0.0465 (-0.5392)	-0.0221 (-0.2666)	C <sub>t</sub>	0.5172 (0.3515)	0.5415 (0.3687)	0.0770 (1.1896)
R <sup>2</sup>	0.0005	0.0011	0.0041	R <sup>2</sup>	0.0553	0.0108	0.0117	R <sup>2</sup>	0.0020	0.0019	0.0237
N	580	580	577	N	241	241	238	N	203	203	203

ส่วนที่ 4: กิจการขนาดเล็ก

	ข้อมูลทั้งหมด ปี พ.ศ. 2535-2544			ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2535-2539			หลัง วิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2542-				
	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้	หนี้		
ค่าคงที่	-1.4356 (-0.5000)	0.0570** (2.4592)	0.0485*** (3.2777)	ค่าคงที่	-2.3008 (-0.3162)	0.0796*** (3.0991)	0.0237** (1.9819)	ค่าคงที่	-0.0342 (-0.8434)	-0.0234 (-0.4414)	0.0587 (1.4326)
DIV <sub>t</sub>	26.0034 (0.5925)	0.09377 (0.2646)	0.0813 (0.3593)	DIV <sub>t</sub>	44.8211 (0.5258)	-0.3388 (-1.1253)	-0.1174 (-0.8311)	DIV <sub>t</sub>	0.4729 (0.7103)	0.3914 (0.4504)	0.2194 (0.3267)
I <sub>t</sub>	3.1994 (0.5371)	-0.0321 (-0.6692)	-0.0245 (-0.7993)	I <sub>t</sub>	7.2039 (0.5391)	-0.0524 (-1.1114)	-0.0103 (-0.4695)	I <sub>t</sub>	0.0557 (0.6309)	0.0457 (0.3970)	-0.0012 (-0.0136)
pw <sub>t</sub>	-0.0001 (-0.0092)	0.0001 (0.1179)	0.0001 (0.9851)	pw <sub>t</sub>	0.0006 (0.0093)	0.0001 (0.14419)	-0.0001 (-0.2775)	pw <sub>t</sub>	-0.0001 (-0.2705)	-0.0001 (-0.1818)	0.0001 (0.8608)
C <sub>t</sub>	-3.6574 (-0.2721)	-0.3721*** (-3.4283)	-0.3292 (-4.7359)	C <sub>t</sub>	-18.1632 (-0.3351)	-0.0314 (-0.1641)	0.0079 (0.8685)	C <sub>t</sub>	-0.2807 (1.8898)	-0.3864 (-1.9922)	-0.5212*** (-3.4789)
R <sup>2</sup>	0.0011	0.0203	0.0397	R <sup>2</sup>	0.0022	0.1055	0.0038	R <sup>2</sup>	0.0197	0.0203	0.0625
N	614	614	613	N	269	269	268	N	207	207	207

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

จากการศึกษาทั้งหมดนั้นสามารถสรุปได้ว่าองค์ประกอบของการขาดแคลนเงินทุนซึ่งได้แก่ เงินปันผลจ่ายสุทธิ เงินลงทุนสุทธิ การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียน และกระแสเงินสดสุทธินั้นตัวที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินของกิจการได้แก่ การลงทุนสุทธิ ซึ่งจากการแบ่งหนี้สินออกเป็นหนี้สินสุทธิ หนี้สินขั้นต้นและหนี้สินระยะยาวนั้น พบว่าหนี้สินระยะยาวสามารถอธิบายการลงทุนสุทธิได้ ย่อมแสดงให้เห็นว่าการก่อหนี้สินระยะยาวมีจุดประสงค์หลักเพื่อการนำไปลงทุน แต่เมื่อพิจารณาปัจจัยการจ่ายเงินปันผลนั้นพบว่าในกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง เงินปันผลจ่ายสุทธินั้นไม่ได้ถูกจัดหามาจากการก่อหนี้สินระยะยาว แต่เมื่อพิจารณาในกิจการขนาดใหญ่ และกิจการที่มีการก่อภาระผูกพันในระดับกลางนั้นกลับพบความสัมพันธ์ว่ากิจการมีการก่อหนี้ระยะยาวเพื่อนำมาจ่ายเงินปันผลในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์อีกปัจจัยหนึ่งคือกระแสเงินสดสุทธิ โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ทั้งในทางเดียวกันและทางตรงกันข้าม ซึ่งลักษณะตามที่ได้กำหนดไว้ตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นลักษณะความสัมพันธ์ควรเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกันเนื่องจากกิจการที่กิจการมีกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นกิจการย่อมมีเงินทุนภายในเพิ่มขึ้นดังนั้นกิจการควรใช้เงินทุนภายในก่อนดังนั้นการก่อหนี้จึงควรลดลงเมื่อกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นซึ่งในกลุ่มข้อมูลส่วนใหญ่นี้เป็นไปตามนี้ แต่เมื่อพิจารณาในกิจการขนาดใหญ่พบว่ากระแสเงินสดและหนี้สินมีความสัมพันธ์ไปในทางเดียวกันซึ่งอาจเป็นผลมาจากการป้องกันการเกิดปัญหาการขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์โดยการก่อหนี้ขึ้นมาเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหารให้มีการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ

##### 5. การทดสอบว่าการขาดแคลนเงินทุนนั้นเป็นปัจจัยที่ทำให้กิจการมีการก่อภาระผูกพัน

เพื่อเป็นการเพิ่มความมั่นใจในการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นการนำหลักการของทฤษฎีมาทดสอบในส่วนของการก่อภาระผูกพันของกิจการนั้นมีต้นเหตุมาจากการขาดแคลนเงินทุนอย่างที่ได้กำหนดไว้หรือไม่นั้นก็จะเป็นประโยชน์อีกอย่างในการศึกษาเรื่องของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งจากศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ว่าการเพิ่มปัจจัยเข้าไปซึ่งได้แก่ การขาดแคลนเงินลงนั้นส่งผลให้ความสามารถในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของระดับภาระผูกพันอย่างไร ผลที่ได้รับพบว่าตารางที่ 4.13 ปัจจัยที่สามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของระดับภาระผูกพันได้แก่ Log ของยอดขาย (LS) ความสามารถในการทำกำไร (P) และการขาดแคลนเงินลงทุน (DEF) โดยพบว่ามีลักษณะของความสัมพันธ์นั้นการขาดแคลนเงินลงทุนนั้นมีลักษณะความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน แต่ ค่า Log ของยอดขาย และกำไรสุทธินั้นมีความสัมพันธ์ที่ตรงกันข้ามกันกับการเปลี่ยนแปลงระดับความผูกพัน ดังนั้นจึงแบ่งการอธิบายในแต่ละตัวดังต่อไปนี้

- การขาดแคลนเงินลงทุน (DEF) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทุกกลุ่มข้อมูลที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์มีมากหลังจากเหตุการณ์วิกฤตเศรษฐกิจ อย่างมีนัยสำคัญซึ่งเป็นไปตาม

## ตารางที่ 4.13

## การหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่คาดว่าจะเป็นการใช้ไปของเงินทุน กับการก่อหนี้ของกิจการ

สมการที่นำมาใช้ในการทดสอบ

$$\rho DE_i = a + b_{MBT} \rho MBT_i + b_{LS} \rho LS_i + b_{T_i} \rho T_i + b_P \rho P_i + b_{DEF} \rho DEF_i + e_{it}$$

เมื่อตัวแปรตาม คือ  $\rho DE_i$  ซึ่งหมายถึงหนี้สินของกิจการ คำนวณได้จากการนำเอาหนี้สินสุทธิหารด้วยมูลค่าทางตลาดของกิจการ โดย  $MBT_i$  หมายถึง อัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-book ratio) หาได้จากมูลค่าตามตลาดของสินทรัพย์หารมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์,  $LS_i$  หมายถึง Log ของยอดขาย,  $T_i$  หมายถึง สินทรัพย์ที่สามารถจับต้องได้ หาได้จากสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวม,  $P_i$  หมายถึงความสามารถในการทำกำไร (Profitability) กำหนดเป็น P หาได้จากการนำเอากำไรจากการดำเนินงาน (EBITDA),  $\rho$  หมายถึงการเปลี่ยนแปลงระหว่างปี,  $b_{MBT}$ ,  $b_{T_i}$ ,  $b_{LS}$ ,  $b_P$  และ  $b_{DEF}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผล OLS ผลจากการใช้สมการถดถอย โดยมีข้อมูลตั้งแต่ปี 2535 ถึง ปี 2544

	ข้อมูล ทั้ง หมด พ.ศ. 2535-2544	ก่อน วิกฤต เศรษฐกิจ พ.ศ. 2535-2539	หลัง วิกฤต เศรษฐกิจ พ.ศ. 2542-2544
ค่า คง ที่	2.9326*** (8.6946)	0.9169*** (10.5754)	3.3854*** (4.9717)
$\rho MBT_i$	-0.0188 (-0.5134)	-0.0033 (-0.7499)	-0.0858 (-0.7636)
$\rho LS_i$	-2.3826*** (-3.4446)	-0.2810** (-2.2529)	-1.5301 (-1.1709)
$\rho T_i$	-0.5061 (-0.2854)	-0.0955 (-0.3344)	-5.0294 (-0.7207)
$\rho P_i$	-7.3198*** (-2.8369)	-2.2989*** (2.5750)	-7.9582* (-1.8829)
$DEF_i$	3.4230*** (19.6926)	0.1706 (0.9502)	3.7709*** (16.3567)
$R^2$	0.1618	0.0141	0.2520
N	2136	778	822

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

สมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ กล่าวคือ กิจการมีการก่อภาระผูกพันมากขึ้นเมื่อจำนวนการขาดแคลนเงินทุนมากขึ้น ซึ่งเป็นเหตุผลที่สนับสนุนลักษณะของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของกิจการ

- ความสามารถในการทำกำไร (P) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการก่อภาระผูกพัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนกล่าวไว้ว่าถ้ากิจการมีกำไรมากกิจการจะมีการจัดหาเงินทุนน้อยลงเนื่องจากกิจการจะใช้เงินทุนภายในก่อนเป็นลำดับแรก



- **Log ของยอดขาย (LS)** พบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามกับการก่อการผูกพันซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ว่ากิจการที่มียอดขายมากควรจะมีการก่อหนี้มาก เนื่องจากยอดขายแสดงถึงขนาดของบริษัท ดังนั้นยอดขายที่มากย่อมเป็นบริษัทที่ใหญ่ และย่อมมีความต้องการเงินลงทุนมาก แต่อย่างไรก็ตามผลที่ได้รับในหัวข้อนี้ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนแต่อย่างใด ดังนั้นปัจจัยตัวนี้จึงมีความสำคัญด้อยลง

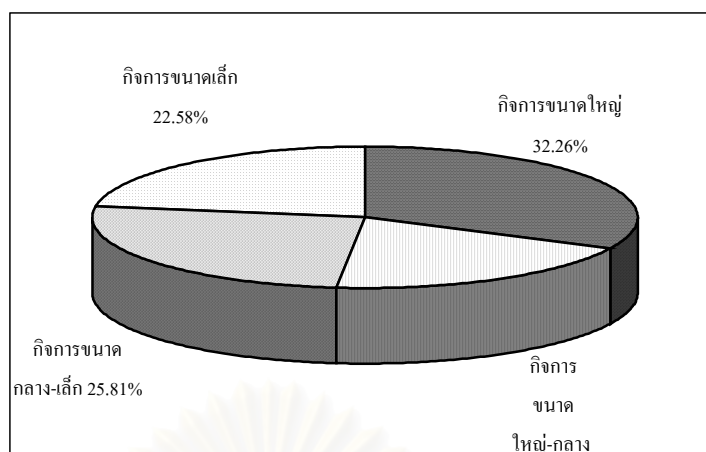
จากผลการศึกษาในการหาความสัมพันธ์ระหว่างการก่อการผูกพันทางการเงินกับปัจจัยที่ก่อให้เกิดนั้นพบว่าปัจจัยที่มีผลและสนับสนุนต่อทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนได้แก่ การขาดแคลนเงินทุน และกำไรสุทธิของกิจการ ซึ่งสามารถอธิบายเหตุผลของความสัมพันธ์ได้อย่างดี และยังเอื้อประโยชน์ในการสนับสนุนทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนอีกด้วย

#### 4.2 การทดสอบเชิงปฏิบัติ

จากการสำรวจกลุ่มตัวอย่างโดยใช้แบบสอบถาม ถามผู้ที่มีอำนาจในการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัท โดยการสอบถามจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 275 บริษัท ตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 3.2.1 ได้ผลการศึกษาแบ่งได้เป็นหัวข้อดังนี้

##### 1. จำนวนการตอบกลับของแบบสอบถาม

จากผลการสำรวจพบว่ามีแบบสอบถามที่ตอบกลับทั้งหมด 62 ฉบับจากจำนวนที่ส่งไปทั้งสิ้น 275 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 20.36 ในจำนวนที่ตอบกลับมานั้น 9 ฉบับได้รับทางโทรสาร และอีก 53 ฉบับได้รับทางจดหมาย ซึ่งจากจำนวนที่ตอบกลับ (ในที่นี้จะใช้คำว่า กลุ่มตัวอย่าง) ทั้งหมดนั้นมี 60 ฉบับ ที่ตอบกลับมาในลักษณะสมบูรณ์ จากการแบ่งกลุ่มของกลุ่มตัวอย่างตามขนาดโดยอาศัยวิธีการแบ่งจากมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชีตามการศึกษาใน ส่วนที่ 1 จากแผนภูมิที่ 4.1 พบว่ากิจการขนาดใหญ่มีการตอบกลับมากที่สุดคิดเป็น 32.26% ตามด้วย กิจการขนาดกลาง-เล็กและกิจการขนาดกลาง-เล็ก 25.81% กิจการขนาดเล็ก 22.58% และกิจการขนาดใหญ่-กลางคิดเป็น 19.35%



แผนภูมิที่ 4.1 การตอบกลับขอแบบสอบถาม แบ่งตามขนาดของกิจการตามมูลค่าสินทรัพย์ทางบัญชี

## 2. ผลการศึกษาจากกลุ่มตัวอย่าง

คำถามที่ 1 เป็นการถามคำถามเกี่ยวกับความคิดเห็นของผู้มีอำนาจการตัดสินใจทางการเงิน (ในที่นี้จะใช้คำว่า ผู้บริหาร) เกี่ยวกับลักษณะของการจัดหาเงินทุนในโครงสร้างทางการเงินของกิจการว่ากิจการให้ความสำคัญสิ่งไหนมากกว่ากันระหว่างการกำหนดเป้าหมายของเงินทุนไว้และลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน จากตารางที่ 4.14 ในส่วนที่ 1 พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วได้ให้ความสำคัญของการกำหนดเป้าหมายของเงินทุนนั้นมีค่าอยู่ในลำดับที่ 2.39 ในขณะที่ความสำคัญของลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุนนั้นอยู่ลำดับที่ 2.20 ซึ่งผลการศึกษาที่แสดงถึงลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

ตารางที่ 4.14 ลักษณะการจัดหาเงินทุนภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

ส่วนที่ 1 : การให้ความสำคัญของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน						
ทฤษฎี	เปอร์เซ็นต์					ค่าเฉลี่ยลำดับ *
	ลำดับที่ 1	ลำดับที่ 2	ลำดับที่ 3	ลำดับที่ 4	ลำดับที่ 5	
โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย	20.37	29.63	40.74	9.26	0	2.39
ลำดับขั้นของแหล่งเงินทุน	22.22	44.44	25.93	5.56	1.85	2.20

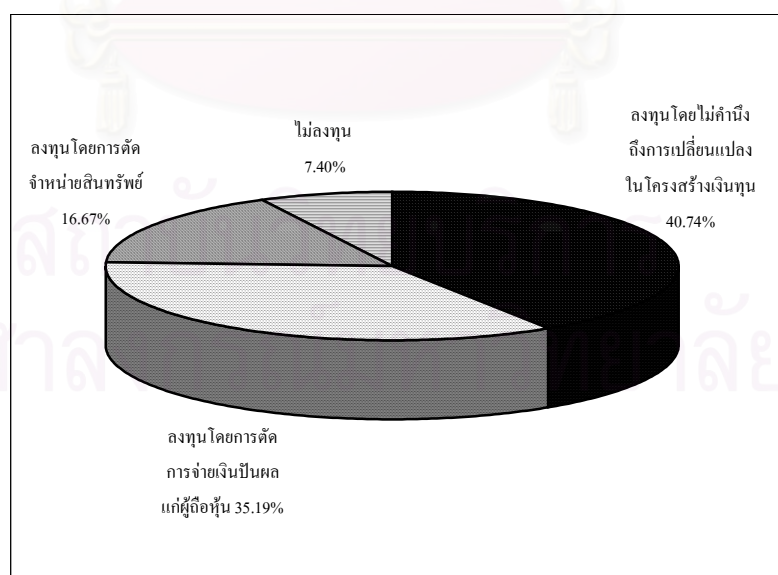
  

ส่วนที่ 2 : การจัดอันดับของแหล่งเงินทุน						
แหล่งเงินทุน	เปอร์เซ็นต์					ค่าเฉลี่ยลำดับ
	ลำดับที่ 1	ลำดับที่ 2	ลำดับที่ 3	ลำดับที่ 4	ลำดับที่ 5	
เงินลงทุนภายในของกิจการ	62.26	7.55	11.32	11.32	7.55	1.94
หนี้สินกู้ยืมจากธนาคาร	16.98	54.74	24.54	1.87	1.87	2.17
หนี้สินกู้ยืมระยะยาว	13.21	24.52	35.85	13.21	13.21	2.89
การออกหุ้นสามัญใหม่	5.56	9.26	16.67	27.78	40.74	3.89
หนี้สินกู้ยืมระยะยาวที่สามารรถถอนได้	3.85	1.92	17.3	40.39	36.54	4.04

\* การคำนวณค่าเฉลี่ยลำดับนั้น คำนวณได้จากการให้คะแนน 1 ถึง 5 ในแต่ละลำดับตั้งแต่ลำดับที่ 1 ถึงลำดับที่ 5 ของข้อมูลแล้วนำมาหาค่าเฉลี่ยของแต่ละเครื่องมือ

เมื่อให้ผู้บริหารทำการจัดลำดับของแหล่งเงินทุนที่กำหนดไว้ 5 ชนิดนั้นพบว่า 62.26% ของกลุ่มตัวอย่างจัดอันดับให้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการเป็นทางเลือกที่ใช้ก่อนแหล่งเงินทุนอื่นๆ ตารางที่ 4.14 ในส่วนที่ 2 แสดงการเรียงลำดับของทางเลือกดังกล่าว โดยคอลัมน์สุดท้ายนั้นแสดงค่าเฉลี่ยของการจัดลำดับแหล่งเงินทุน ซึ่งมีการเรียงลำดับดังนี้ แหล่งเงินทุนภายใน (1.94) หนี้สินกู้ยืมจากธนาคาร (2.17) หนี้สินกู้ยืมระยะยาว (2.89) การออกหุ้นสามัญใหม่ (3.89) และหนี้สินกู้ยืมระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้ (4.04) ซึ่งการเรียงลำดับก่อน-หลังดังกล่าวนี้โดยพื้นฐานแล้วตรงตามหลักการของทฤษฎีทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ซึ่งตามสมมติฐานของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของ Myers (1984) ที่ได้จัดทำที่ประเทศสหรัฐนั้นได้จัดอันดับให้หนี้สินระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้อยู่ในลำดับก่อนการออกหุ้นสามัญใหม่ แต่สำหรับประเทศไทยแล้วหนี้สินระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้นั้นยังไม่เป็นที่นิยมในการนำไปใช้เป็นเครื่องมือในการเพิ่มเงินทุนแต่อย่างใด ดังนั้นลักษณะการจัดหาเงินทุนของประเทศไทยจึงเป็นไปตามหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

คำถามที่ 3 นั้นมีจุดมุ่งหมายที่จะประเมินความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนกับการตัดสินใจทางการเงิน โดยมีการกำหนดสถานการณ์ขึ้นมาว่ามีโอกาสในการลงทุนในโครงการที่มีกำไร กิจการจะทำเช่นไรเมื่อมีทางเลือกดังต่อไปนี้ เลือกลงทุนโดยไม่คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนทั้งโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและลำดับขั้นของเงินทุน การเลือกลงทุนโดยการตัดการจ่ายเงินปันผลออก การตัดจำหน่ายสินทรัพย์ และการไม่เลือกลงทุนในโครงการดังกล่าว ซึ่งผลการสำรวจจากแผนภูมิที่ 4.2



แผนภูมิที่ 4.2 ทางเลือกที่ผู้บริหารเลือกเมื่อมีโครงการควรแก่การลงทุนของกิจการ

พบว่ามากถึง 40.74% เลือกที่จะลงทุนโดยไม่คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างเงินทุนทั้งโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและลำดับชั้นของเงินทุน 35.19% เลือกที่จะลงทุนโดยการตัดการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น 16.67% เลือกที่จะตัดจำหน่ายสินทรัพย์เพื่อเอาไปลงทุน และ 7.40% เลือกไม่ลงทุน ซึ่งผลที่เกิดขึ้นนั้นแสดงให้เห็นว่ากิจการในประเทศไทยนั้นมุ่งมั่นในการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการของตนโดยการลงทุนในโครงการที่ให้ประโยชน์ต่อกิจการในทางเลือกที่ตั้งขึ้นมาเพื่อที่จะบรรลุวัตถุประสงค์นั้น ผู้บริหารให้ความสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนน้อยที่สุด เนื่องมาจากการเลือกการตัดจ่ายเงินปันผลน้อยกว่า เป็นเพราะว่าผู้บริหารนั้นคำนึงถึงผลกระทบที่จะเกิดต่อกิจการจากการไม่จ่ายเงินปันผลนั้นรุนแรงมากกว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

เพื่อความเข้าใจในรายละเอียดของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนในเรื่องการจัดการจัดหาเงินทุนนั้น ในคำถามที่ 4 จึงได้ถามเกี่ยวกับหลักการหรือแนวทาง 14 ข้อที่เป็นปัจจัยที่กระทบต่อการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุนของกิจการ ตารางที่ 4.15 แสดงผลการศึกษาในเรื่องนี้ซึ่งการเลือก “1” แสดงถึง “สำคัญมากที่สุด” ในขณะที่ “6” แสดงถึง “สำคัญน้อยที่สุด” จากผลการศึกษาโดยดูจากค่าเฉลี่ยของอันดับความสำคัญแสดงในคอลัมน์สุดท้าย พบว่าการจัดอันดับนั้นมีค่าที่ใกล้เคียงกันมากยอมแสดงถึงการรวมตัวกันของข้อมูล ซึ่งในมุมมองของผู้บริหารนั้นได้ให้ความสำคัญมากใน อันดับต้นๆ นั้น ได้แก่ การทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด (1.63) การคาดการณ์กระแสเงินสดสุทธิจากสินทรัพย์ (2.04) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าการกำหนดลักษณะของโครงสร้างเงินทุนในด้านของการจัดหาเงินทุนของผู้บริหารนั้นจะเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการเป็นสำคัญ และยังสามารถอธิบายได้ถึงการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนของผู้บริหารนั้นจะขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งในจุดนี้เองเป็นที่น่าสังเกตว่าการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นสามารถส่งผลต่อมุมมองของนักลงทุนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้

พิจารณาถึงผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน (1.94) การกำหนดความเหมาะสมระหว่างระยะเวลาการไถ่ถอนหนี้สิน กับสินทรัพย์ของกิจการ (2.03) และโอกาสในการการขาดสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ (2.19) นั้นพบว่าต่างก็เป็นเรื่องเกี่ยวกับสิ่งที่จะนำไปสู่การล้มละลายทั้งสิ้น ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าลักษณะการจัดการจัดหาเงินทุนในลักษณะที่จะกำหนดสัดส่วนที่เหมาะสมไว้นั้น อาจจะไปสู่ปัญหาดังกล่าวได้ ดังนั้นสิ่งที่เหมาะสมในมุมมองของผู้บริหารนั้นจะเป็นความยืดหยุ่นมากกว่าที่จะกำหนดอย่างตายตัว จากการให้ความสำคัญในเรื่องของสภาพการณ์ของตลาดที่จะเอื้อประโยชน์ในการจัดหาเงินทุน (2.24)

สำหรับคำถามข้อสุดท้ายนั้นเป็นการตั้งคำถามขึ้นมาเพื่อต้องการทราบผลกระทบที่เกิดขึ้นหลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในช่วงกลางปีของ พ.ศ.2540 ว่าผู้บริหารมีความคิดเห็นอะไรต่อโครงสร้างเงินทุนในส่วนของการจัดหาเงินทุนโดยกำหนดให้ “1” แสดงถึง “เห็นด้วยมากที่สุด” ในขณะที่ “6” แสดงถึง “ไม่เห็นด้วยมากที่สุด”

ตารางที่ 4.15

ตารางแสดงลำดับความสำคัญของปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน

ปัจจัยพื้นฐานที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจในการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุนของกิจการว่าควรจะใช้แหล่งเงินทุนใดก่อน ซึ่งมีทางเลือกตามหลักการของทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนคือ แหล่งเงินทุนภายในของกิจการ แหล่งเงินทุนภายนอกโดยแบ่งเป็นการก่อหนี้สิน และการออกหุ้นทุน ซึ่งในตารางได้แสดงค่าของลำดับที่ผู้บริหารให้ความสำคัญมากที่สุดไปหาน้อยที่สุด ด้วยการหาค่าเฉลี่ยของลำดับก่อนหลัง โดยที่ลำดับที่ 1 นั้นแสดงถึงการให้ความสำคัญมากที่สุด และอันดับ 6 ให้ความสำคัญน้อยที่สุด

หลักการ	เปอร์เซ็นต์						ค่าเฉลี่ยลำดับ *
	ลำดับที่ 1	ลำดับที่ 2	ลำดับที่ 3	ลำดับที่ 4	ลำดับที่ 5	ลำดับที่ 6	
การทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด	59.26	24.07	14.82	0	0	1.85	1.63
ผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน	25.93	53.7	20.37	0	0	0	1.94
การกำหนดความเหมาะสมระหว่างระยะเวลาการไถ่ถอนหนี้สิน กับสินทรัพย์ของกิจการ	25.93	46.29	25.93	1.85	0	0	2.03
การคาดการณ์กระแสเงินสดสุทธิจากสินทรัพย์	33.33	38.89	20.37	5.56	1.85	0	2.04
โอกาสในการขาดสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ	40.74	20.37	25.93	7.41	3.7	1.85	2.19
สภาพการณ์ของตลาดที่จะเอื้อประโยชน์ในการจัดหาเงินทุน	16.67	48.15	29.63	5.55	0	0	2.24
การควบคุมการลงมติ	24.08	22.22	37.04	12.96	1.85	1.85	2.52
การหลีกเลี่ยงการออกหลักทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่เป็นจริง	18.52	31.48	31.48	16.67	0	1.85	2.54
การประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย	11.11	25.19	31.48	12.96	7.41	1.85	2.56
การรักษาความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน	20.37	25.93	31.48	12.96	7.41	1.85	2.67
การตอบสนองของตลาดต่อการออกหลักทรัพย์ใหม่	9.27	38.89	33.33	12.96	1.85	3.7	2.70
ความเสี่ยงในการถูกควบรวมกิจการ	20.37	24.08	31.48	14.81	7.41	1.85	2.70
การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่มีราคาคิดไปจากปัจจัยพื้นฐาน	9.26	22.22	37.04	29.63	0	1.85	2.94
ต้นทุนในการเสนอขายหลักทรัพย์	5.56	11.11	48.15	22.22	9.26	3.7	3.30

\*การคำนวณค่าเฉลี่ยลำดับนั้น คำนวณได้จากการให้คะแนน 1 ถึง 5 ในแต่ละลำดับตั้งแต่ลำดับที่ 1 ถึงลำดับที่ 5 ของข้อมูลแล้วนำมาหาค่าเฉลี่ยของแต่ละเครื่องมือ

จากตาราง 4.16 ผลจากวิกฤตเศรษฐกิจนั้นกระทบต่อแหล่งเงินทุนที่มีอยู่ของกิจการเป็นสิ่งที่ผู้บริหารเห็นด้วยมากที่สุด (2.47) รองลงมาเป็นการทำให้กิจการต้องมีการเปลี่ยนแปลง โครงสร้างเงินทุน และส่งผลให้กิจการใช้หนี้สินมากขึ้น

ตารางที่ 4.16 ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจต่อการจัดหาเงินทุนของกิจการ

ผลกระทบ	เปอร์เซ็นต์						ค่าเฉลี่ยลำดับ
	ลำดับที่ 1	ลำดับที่ 2	ลำดับที่ 3	ลำดับที่ 4	ลำดับที่ 5	ลำดับที่ 6	
ส่งผลกระทบต่อแหล่งเงินทุนที่กิจการมีอยู่	22.64	56.6	96.24	60.36	0	11.34	2.47
ส่งผลให้กิจการเปลี่ยนแปลงส่วนสมของแหล่งเงินทุน	28.3	37.74	101.88	22.64	37.75	33.96	2.62
ส่งผลให้ใช้หนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น	9.43	33.96	107.55	117.68	56.6	0	3.25
ส่งผลให้ใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าหนี้สิน	7.55	30.18	90.57	120.76	47.15	45.3	3.42

\*การคำนวณค่าเฉลี่ยลำดับนั้น คำนวณได้จากการให้คะแนน 1 ถึง 5 ในแต่ละลำดับตั้งแต่ลำดับที่ 1 ถึงลำดับที่ 5 ของข้อมูลแล้วนำมาหาค่าเฉลี่ยของแต่ละเครื่องมือ

ผลการศึกษาในเชิงปฏิบัติจากการสำรวจนี้แสดงว่าลักษณะของการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นมีแนวทางเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน จากการที่แบบสอบถามทั้ง 5 ข้อนั้นมีการสนับสนุนในเรื่องของลำดับของแหล่งเงินทุน สังเกตได้จากการที่ผู้บริหารให้ความสำคัญกับลำดับขั้นของเงินทุนเป็นอันดับแรก และในการเรียงลำดับของแหล่งเงินทุนนั้นมีการเรียงลำดับจากเงินทุน ภายใน หนี้สิน และหุ้นทุน ตามลำดับ การให้ความสำคัญกับปัจจัยที่ส่งเสริมกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน และจากการที่ผู้บริหารกำหนดลักษณะของโครงสร้างเงินทุนในด้านของการจัดหาเงินทุนของจะเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการเป็นสำคัญ และยังสามารถอธิบายได้ถึงการศึกษาในการจัดหาเงินทุนของผู้บริหารนั้นจะขึ้นอยู่กับการศึกษาในการลงทุน ซึ่งในจุดนี้เองเป็นที่น่าสังเกตว่าการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นสามารถส่งผลกระทบต่อมุมมองของนักลงทุนเกี่ยวกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการได้

จากที่ได้แบ่งการศึกษาในเชิงประจักษ์ออกเป็นก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจนั้นพบว่าในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจกิจการมีการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้นจากช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจซึ่งมีความสอดคล้องกับผลการสำรวจที่พบว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินมากซึ่งเป็นผลกระทบมาจากวิกฤตเศรษฐกิจ ผลการศึกษาที่สอดคล้องกันของการทดสอบเชิงประจักษ์และการทดสอบเชิงประจักษ์ในเรื่องการจัดการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยที่สนับสนุนทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้น ในเชิงประจักษ์พบว่ากิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงิน

ทุนภายนอกโดยการใช้หนี้สินมากกว่าหุ้นทุน ประกอบกับการเรียงลำดับแหล่งเงินทุนของผู้บริหาร  
นั้นแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์และสอดคล้องกับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

#### 5.1 สรุปผลศึกษา

ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการจัดหาเงินทุนของกิจการ ซึ่งลักษณะการจัดหาเงินทุนนั้นเรียงลำดับจากเงินทุนภายใน หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น ตามลำดับ ซึ่งก็เป็นผลมาจากการที่ต้นทุนของเงินทุนนั้นไม่เท่ากัน และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ทำให้การจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นทุนนั้นเกิดผลกระทบต่อกิจการในลักษณะของสัญญาณที่ไม่ดีต่อตลาด ทำให้การจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยหนี้สินอยู่ในลำดับก่อนการออกหุ้นทุน ประกอบกับการที่ใช้หนี้สินเป็นเครื่องมือในการจัดหาเงินทุนนั้นเป็นการยังประโยชน์สูงสุดต่อผู้ถือหุ้นด้วย เพราะเมื่อกิจการได้กำไรจากการลงทุนเพิ่มผู้ถือหุ้นปัจจุบันก็จะได้รับด้วย แต่ถ้ากิจการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นทุนแล้วนั้นนอกจากจะเป็นสัญญาณที่ไม่ดีต่อตลาดแล้ว ถ้าโครงการลงทุนนั้นมีกำไร กำไรก็จะถูกถ่ายโอนไปให้ผู้ถือหุ้นกลุ่มใหม่ ทำให้ลักษณะการบริหารการเงินของกิจการขาดจากวัตถุประสงค์หลักคือการทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด

การศึกษาในเรื่องทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นมีเป้าหมายหลักเพื่อที่จะทดสอบว่าลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยที่ผ่านมานั้นในอดีตเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนหรือไม่ โดยการกำหนดขึ้นมาจากกลุ่มตัวอย่าง 275 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ข้อมูลการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2535-2544 โดยแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ส่วน คือส่วนที่เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ โดยทำการศึกษาตามแนวทางการศึกษาของ Shyam-Sunder and Myers (1999) และ Goyal and Frank (2002) จากสมมติฐานเบื้องต้นของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารของตลาดทุนในประเทศไทย ส่งผลให้มีลักษณะการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเป็นหลักเมื่อมีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก และเมื่อจัดกลุ่มกิจการเพื่อนำมาใช้เป็นสิ่งที่กำหนดความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการพบว่า กิจการที่มีอัตราการเจริญเติบโตสูง และกิจการขนาดเล็กมีความสามารถในการจัดหาเงินทุนน้อยกว่าปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม นั้นมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินเป็นหลัก ซึ่งเป็นการสนับสนุนทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนในประเทศไทย ในกิจการกลุ่มอื่นๆพบว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินมากกว่าใช้หุ้นทุน เช่นกิจการที่มีการก่อหนี้ในระดับกลาง กิจการขนาดใหญ่ และกิจการขนาดกลาง ยกเว้นในกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องซึ่งโดยพื้นฐานของกิจการแล้วมีความเสี่ยงที่จะเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนเหมาะสมที่น้อยมากเนื่องจากการที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องนั้นเป็นการติดต่อกันระหว่างตลาดอยู่ตลอดเวลาทำให้การส่งข่าวสารมีประสิทธิภาพมาก ประกอบกับการที่กิจการมีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นการเพิ่มความมั่นใจ



ใจในการลงทุนแก่นักลงทุนภายนอก ดังนั้นในกิจการกลุ่มนี้จึงสามารถจัดหาเงินทุนได้ตามความต้องการของกิจการ เนื่องจากได้รับผลจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารน้อยที่มาก

จากการที่กิจการที่ไม่คาดว่าจะเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม กลับพบว่ามี การก่อหนี้เพื่อทดแทนการขาดแคลนเงินทุนภายในของกิจการ จากกิจการขนาดใหญ่ กิจการที่มีการ ก่อหนี้ระดับกลาง และกิจการขนาดกลางนั้น มีความเป็นไปได้ที่ตลาดทุนในประเทศไทยนั้นมี ขนาดเล็ก และมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมาก ส่งผลให้ทุกกิจการได้รับผลจากความ ไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารเหมือนกัน แต่ก็เป็นที่น่าสังเกตว่าในกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผล อย่างต่อเนื่องกลับไม่ได้รับผลจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารในตลาด ซึ่งก็มีความเป็น ไปได้ว่ากิจการกลุ่มนี้มีการจ่ายเงินปันผลตลอดทำให้มีความน่าสนใจในการลงทุน เมื่อกิจการ ต้องการเพิ่มทุนจากหุ้นสามัญหรือหุ้นทุนก็มีผู้ลงทุนเชื่อถือได้ว่าลงทุนไปแล้วจะได้รับผลตอบแทน จริง ซึ่งประโยชน์ที่กิจการได้รับจากการที่จ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องนี้อาจจะมีอิทธิพลเหนือกว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารในตลาดทำให้กิจการยังสามารถจัดหาเงินทุนโดยใช้หุ้นทุน ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การพิจารณาว่าปัจจัยใดที่มีผลต่อการก่อหนี้ของกิจการก็เป็นการทดสอบที่นำมาช่วย สนับสนุนการจัดหาเงินทุนตามหลักการของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนได้ ในทุกกิจการ เมื่อมีการลงทุนสุทธิเพิ่มขึ้นพบว่ามีการก่อหนี้มากขึ้นซึ่งจะใช้หนี้ระยะยาวเป็นส่วนมาก และในกิจ การที่มีการเจริญเติบโตสูง และกิจการขนาดเล็กเมื่อมีกระแสเงินสดมากแสดงถึงการเพิ่มขึ้นของเงิน ทุนภายในของกิจการพบว่ามีการก่อหนี้น้อยลง แต่กิจการขนาดใหญ่พบว่าเมื่อกิจการมีกระแสเงินสด มากขึ้นก็มีการก่อหนี้มากขึ้นเช่นเดียวกัน เนื่องจากกิจการที่มีขนาดใหญ่ย่อมมีความต้องการเงิน ทุนเพื่อไปใช้ลงทุนและหมุนเวียนอยู่ตลอดเวลาดังนั้นกระแสเงินสดที่เพิ่มจึงไม่สามารถไปลดการ ก่อหนี้สินของกิจการได้ และยังสามารถมองได้อีกมุมหนึ่งว่าการที่กิจการมีกระแสเงินสดมากแต่ยัง คงมีการก่อหนี้มากอยู่นั้นอาจเป็นผลเนื่องมาจากการที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการนั้นต้องการที่จะ ควบคุมการบริหารงานของผู้บริหาร โดยการใช้โครงสร้างเงินทุนเข้ามาช่วยในการควบคุมการ ทำงานของผู้บริหาร โดยให้มีการก่อหนี้ไว้ในระดับหนึ่งและเป็นหน้าที่ของผู้บริหารนั้นที่จะทำการ บริหารหนี้สินของกิจการ โดยไม่เอาเงินที่มีไปใช้ลงทุนอย่างไม่สมเหตุผล

นอกจากนี้ยังได้มีการทดสอบปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง เงินทุนของกิจการ ซึ่งผลที่ได้รับพบว่าการขาดแคลนเงินทุนของกิจการ นั้นมีความสัมพันธ์ไปใน ทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงระดับภาระผูกพันทางการเงินของกิจการ และพบว่าความ สามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับการก่อหนี้สิน กล่าวคือเมื่อกิจการมี กำไรมากย่อมแสดงว่ากิจการมีเงินทุนภายในเพิ่มขึ้นกิจการมีการก่อหนี้สินน้อยลงซึ่งก็สัมพันธ์กับ ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ว่ากิจการจะใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในของตัวเองก่อนที่จะ จัดหาจากภายนอก

จากการทดสอบในเชิงประจักษ์ สรุปว่าในประเทศไทยกิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินมากกว่าการออกหุ้นทุนเป็นผลเนื่องมาจากวิกฤตเศรษฐกิจส่งผลให้สถานะตลาดทุนไม่เอื้ออำนวย การเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นนั้นจะได้ราคาที่ดีหรือไม่ได้เงินทุนตามจำนวนที่ต้องการ และในบางกิจการที่เผชิญปัญหาทางการเงินนิยมที่จะใช้การยืดเวลาการชำระหนี้หรือเปลี่ยนจากหนี้สินระยะสั้นมาเป็นระยะยาวมากกว่าทำการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นทุน และมีการสนับสนุนตลาดหุ้นกู้จากภาครัฐบาล การที่กิจการมีการจัดหาเงินทุนโดยใช้หนี้สินมากโดยเฉพาะในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจเนื่องมาจากสภาพตลาดเงินทุนในประเทศ และจากผลของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่ส่งผลกระทบต่อทางเลือกแหล่งเงินทุน ดังนั้นการศึกษาในเชิงประจักษ์พบเหตุผลที่สนับสนุนว่ากิจการในประเทศไทยนั้นเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยใช้หนี้สินเป็นหลักเมื่อมีความต้องการเงินทุนจากการขาดแคลนเงินทุนภายในของกิจการ

การทดสอบในส่วนที่เป็นเชิงปฏิบัตินั้น ผลของการสำรวจกลุ่มตัวอย่างจำนวน 62 บริษัท จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 275 บริษัท พบว่าในมุมมองของผู้บริหารส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนมากกว่าทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย เงินทุนภายในกิจการเป็นเป็นทางเลือกแรก จาก 5 เครื่องมือที่ใช้ในการจัดหาเงินทุน ตามด้วยหนี้สินกู้ยืมจากธนาคารเป็นอันดับสอง หนี้สินกู้ยืมระยะยาว การออกหุ้นสามัญใหม่ และหนี้สินกู้ยืมระยะยาวตามมาเป็นลำดับ

หลักการที่ผู้บริหารส่วนมากยึดถือ ได้แก่การทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด การคาดการณ์กระแสเงินสดสุทธิจากสินทรัพย์ ผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน การกำหนดความเหมาะสมระหว่างระยะเวลาการไถ่ถอนหนี้สิน กับสินทรัพย์ของกิจการ และโอกาสในการการขาดสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ ทศนคติในเรื่องโครงสร้างเงินทุนของผู้บริหารนั้นมีลักษณะที่ยืดหยุ่นสังเกตได้จากที่ผู้บริหารให้ความสำคัญในเรื่องลักษณะของโครงสร้างเงินทุนน้อยกว่า การตัดจ่ายเงินปันผล เป็นเพราะว่าผู้บริหารนั้นคำนึงถึงผลกระทบที่จะเกิดต่อกิจการจากการไม่จ่ายเงินปันผลนั้นรุนแรงมากกว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

วิกฤตการณ์เศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในช่วงปี พ.ศ.2540- พ.ศ.2541 ส่งผลต่อกิจการในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะการกระทบต่อแหล่งเงินทุนที่มีอยู่ของกิจการเป็นสิ่งที่ผู้บริหารเห็นด้วยมากที่สุด

จากผลการศึกษาทั้งจากในเชิงประจักษ์และเชิงปฏิบัติต่างก็สนับสนุนในทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน ดังนั้นจึงสามารถนำมาสรุปรวมกันได้ว่าการจัดหาเงินทุนของกิจการในประเทศไทยนั้นเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน

## 5.2 ข้อจำกัดในการศึกษา

ในการทดสอบการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกนั้นสมการที่นำมาทดสอบได้ทดสอบเฉพาะในส่วนของหนี้สินอธิบายถึงแหล่งที่มาของเงินทุน เนื่องจากลักษณะของทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนสนใจศึกษาในเรื่องของหนี้สินมาทดแทนการขาดแคลนเงินทุนของกิจการ แต่ในความเป็นจริงแล้วย่อมต้องมีส่วนผสมของทั้ง หนี้สิน และส่วนของเจ้าของหรือหุ้นทุนด้วย ดังนั้นในผลของการทดสอบจึงสามารถอธิบายได้ในระดับหนึ่งเท่านั้น

การกำหนดลักษณะกิจการขึ้นมาเพื่อเป็นตัวใช้ทดสอบความสามารถในการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้นเป็นเพียงการตั้งข้อสังเกตว่ากิจการลักษณะนี้ควรมีข้อจำกัดในการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมให้แก่กิจการ เช่นกิจการขนาดเล็กก็น่าที่จะมีข้อจำกัดในการออกหุ้นทุน อันเนื่องมาจากลักษณะความน่าเชื่อถือของกิจการมีน้อยกว่า และความสนใจของนักลงทุนภายนอกที่มีต่อบริษัทที่มีน้อย ดังนั้นในส่วนผลการศึกษาก็เป็นเพียงการมองภาพกว้างของลักษณะของกิจการ

การทดสอบในเชิงปฏิบัติ ซึ่งเป็นการสำรวจโดยใช้แบบสอบถาม ซึ่งไม่สามารถคาดเดาได้ว่าผลตอบกลับของแบบสอบถามจะมีจำนวนเท่าใด ซึ่งไม่ว่าจะมีจำนวนเท่าใดก็จะถูกนำมาใช้เป็นกลุ่มตัวแทนในการศึกษาในที่นี้มีจำนวนที่ตอบกลับมา 20.36% ซึ่งไม่ใช่จำนวนทั้งหมดดังนั้นผลที่ได้รับนั้นก็ไม่ได้ถูกต้องทั้งหมดหรือตรงกับความเป็นจริงที่เกิดขึ้น แต่ก็สามารถนำมาใช้เพื่อช่วยอธิบายลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการได้

### 5.3 ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้สนใจศึกษาเรื่องนี้ต่อไปในอนาคต ยังคงมีประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมดังนี้

1. ในขั้นตอนการศึกษาขั้นต้นเพื่อคุณลักษณะการจัดหาเงินทุนของกิจการนั้น ควรมีการปรับแต่งให้สามารถที่จะทดสอบได้ว่าการขาดแคลนเงินทุนของกิจการนั้นมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งมีการเรียงลำดับอย่างชัดเจนว่ามีการใช้เงินทุนภายในหมดแล้ว ตามด้วยการก่อหนี้ และเมื่อก่อหนี้เต็มความสามารถแล้วจึงมีการออกหุ้นทุนเป็นลำดับสุดท้าย

2. การทดสอบในเรื่องของลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนนั้นการเผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม และความสามารถในการก่อหนี้ที่ได้กำหนดขึ้นจากลักษณะของกิจการตามความมั่นคงและตามขนาดนั้น ในความเป็นจริงแล้วควรมีการทำการทดสอบในลักษณะที่ชัดเจนกว่าการกำหนดจากลักษณะของกิจการซึ่งอาจจะนำมาจากข้อมูลจริงที่เป็นความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการมาใช้วัดจะได้ค่าที่เข้าใกล้ความเป็นจริงมากขึ้น

3. ในการศึกษาองค์ประกอบของการขาดแคลนเงินทุนของกิจการนั้นอาจจะมียอดประกอบที่นอกเหนือจากเงินปันผลจ่าย เงินลงทุนสุทธิ การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน และกระแสเงินสดสุทธิ ก็เป็นไปได้

4. จากการศึกษากิจการขนาดใหญ่ที่พบว่ามีการก่อหนี้ขึ้นมาเพื่อนำมาใช้เป็นเครื่องมือที่ช่วยควบคุมผู้บริหารนั้นเพื่อให้ได้ผลที่ชัดเจนควรมีการตรวจสอบดู โดยอาจจะใช้หลักการว่าในกิจ

การที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่มากมักจะไม่ต้องมีการตรวจสอบจากบุคคลภายนอกอย่างเช่นธนาคารตั้ง  
นั้นในกลุ่มนี้ควรจะมีการก่อก่อนน้อย แต่ในกิจการที่มีการกระจายการถือหุ้นนั้นก็มีความเป็นไปได้  
ที่จะมีการก่อก่อนมากเพื่อหวังให้เจ้าหน้าที่ทำการควบคุมดูแลผู้บริหารให้บริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ

5. ในการทำการสอบถามจากกลุ่มตัวอย่างควรมีข้อมูลครบตามจำนวนที่ต้องการเนื่อง  
จากวิธีการที่จะทราบพฤติกรรมของการจัดหาเงินทุนนั้น การสอบถามน่าจะเป็นวิธีการที่จะทราบถึง  
การจัดลำดับที่แท้จริงที่เกิดขึ้นได้ ซึ่งในการทำการวิจัยนั้นอาจเป็นลักษณะของการเข้าไปขอ  
สัมภาษณ์ผู้บริหารด้วยตัวเอง ซึ่งผลที่ได้รับจะมีความแม่นยำ และได้จำนวนตามต้องการมากกว่า



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

รุ่งทิพย์ กมลพรพันธ์. โครงสร้างเงินทุนเมื่อกิจการมีการเพิ่มเงินทุน. โครงการวิจัยตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์  
มหาวิทยาลัย, 2540.

น้ำทิพย์ หงษ์ปาน. การศึกษาปัจจัยชี้้นำของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย. โครงการ  
วิจัยหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543

พันธุ์นิวัต เหนียนเฉลย. ปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2543

### ภาษาอังกฤษ

Chirinko, R.S., Singha, A.R., Testing static tradeoff against pecking order model of capital structure: a critical comment. Journal of Financial Economics 58 (2000): 417-425.

Dennis, K.K. Fan., Raymond W. So., A Survey on capital structure decisions of Hong Kong firms. Review of Pacific Basin Financial Market and Policies 3 (2000): 347-365.

Goyal, V.K., Frank, M.Z., Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial and Economics, Forthcoming (2002).

Graham, J., Harvey, C.R., The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. Journal of Financial Economics 60 (2001): 187-243.

Harris, M., Raviv, A., The Theory of capital structure. Journal of Finance 46 (1991): 297-356.

Leardsaktanakul, I., An empirical study on Pecking Order theory with Thai firms; financial hierarchy test, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University, (2001).

Myers, S.C., The capital structure puzzle. Journal of Finance 39 (1984): 575-592.

Myers, S.C., Capital structure. Journal of Economics Perspectives 15 (2001): 81-102.

Myers, S.C., Majluf, N., Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial and Economics 13 (1984): 187-221.

Rajan, R.G., Zingales L., What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of finance 50 (1995): 1421-1460.

Shyam-Sunder, L., Myers, S.C., Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. Journal of Financial and Economics 51 (1999): 219-244.

William L. Meggison, Corporate Finance Theory (1997): p.305-352.



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## แบบสอบถามการจัดการหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน

แบบสอบถามเรื่องโครงสร้างเงินทุนนี้ประมาณการใช้เวลาตอบประมาณ 5 นาที โดยแบบสอบถามทุกฉบับที่ได้  
 ีตอบกลับนั้นจะถูกนำมารวมกันเพื่อนำมาสรุปผล กรุณาตอบแบบสอบถามและส่งกลับมาทางจดหมาย หรือ  
 โทรสารที่เบอร์ 0-2218-5913 หรือ 0-2939-6107 ภายในวันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2546 ขอแสดงความขอบคุณที่ท่านได้  
 ีเวลาเพื่อตอบแบบสอบถามและหากท่านมีข้อสงสัยหรือต้องการผลสรุปของการสำรวจนี้กรุณาอีเมลมาที่  
 บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (bbussarin@yahoo.com)

กรุณาเลือกตอบคำถามจากคำตอบที่ท่านเห็นด้วยเกี่ยวกับการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนของกิจการของท่าน

1. ในเรื่องของการจัดการโครงสร้างเงินทุนนั้นท่านให้ความสำคัญกับหลักการใดในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงิน  
 ทุน (เมื่อ “1” แสดงความสำคัญมากที่สุด และ “6” แสดงความสำคัญน้อยที่สุด)

	สำคัญมากที่สุด			สำคัญน้อยที่สุด		
	1	2	3	4	5	6
ก. ใช้หลักการประมาณการสัดส่วนของ หนี้สินต่อทุนและพยายามรักษาสัดส่วนให้คงที่	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
ข. ใช้หลักการตามลำดับของแหล่งเงินทุนโดยเลือกใช้ ประโยชน์จากแหล่งเงินทุนจากเงินทุนภายในกิจการก่อน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2. ในการจัดหาเงินทุนกิจการของท่านเลือกใช้แหล่งเงินทุนใดก่อนหลัง กรุณาเรียงลำดับจากเครื่องมือในการจัด  
 หาเงินทุน (เมื่อ “1” แสดงถึงลำดับแรก และ “5” แสดงถึงลำดับสุดท้าย)

- \_\_\_ แหล่งเงินทุนภายในของกิจการ (กำไรสะสม)
- \_\_\_ การออกหุ้นสามัญใหม่
- \_\_\_ หนี้สินกู้ยืมจากธนาคาร
- \_\_\_ หนี้สินกู้ยืมระยะยาว
- \_\_\_ หนี้สินกู้ยืมระยะยาวที่สามารถไถ่ถอนได้

3. ถ้ากิจการท่านมีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกท่านจะตัดสินใจอย่างไรจากทางเลือกต่อไปนี้

- เลือกลงทุนโดยไม่คำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน
- เลือกลงทุนโดยตัดการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น
- เลือกลงทุนโดยตัดจำหน่ายสินทรัพย์บางส่วน
- ไม่เลือกลงทุนในโครงการดังกล่าว

มีต่อกรุณาเปิดหน้าถัดไป





4. ในการตัดสินใจทางการเงินปัจจัยต่างๆดังต่อไปนี้ปัจจัยใดที่ท่านให้ความสำคัญมากและน้อย (เมื่อ “1” แสดงความสำคัญมากที่สุด และ “6” แสดงความสำคัญน้อยที่สุด)

	สำคัญมากที่สุด			สำคัญน้อยที่สุด		
	1	2	3	4	5	6
. ต้นทุนในการเสนอขายหลักทรัพย์	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การหลีกเลี่ยงการออกหลักทรัพย์	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ที่มีราคาต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ที่เป็นจริง	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การรักษาความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆในอุตสาหกรรมเดียวกัน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การกำหนดความเหมาะสมระหว่างระยะเวลา	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การไถ่ถอนหนี้สิน กับสินทรัพย์ของกิจการ	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ในตลาดที่มีราคาผิดไปจากปัจจัยพื้นฐาน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ความเสี่ยงในการถูกควมรวมกิจการ	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การคาดการณ์กระแสเงินสดสุทธิจากสินทรัพย์	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ความเสี่ยงในการถูกควมรวมกิจการ	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การควบคุมการลงมติ	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. สภาพการณ์ของตลาดที่จะเอื้อประโยชน์ในการจัดหาเงินทุน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การตอบสนองของตลาดต่อการออกหลักทรัพย์ใหม่	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ผลกระทบต่อต้นทุนของเงินทุน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. การทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งสูงสุด	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

5. ผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2540 นั้นกระทบต่อการจัดหาเงินทุนของกิจการของท่านอย่างไร

	สำคัญมากที่สุด			สำคัญน้อยที่สุด		
	1	2	3	4	5	6
. กระทบต่อแหล่งเงินทุนที่กิจการมีอยู่	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ส่งผลให้กิจการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมของแหล่งเงินทุน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ส่งผลให้กิจการมีการใช้หนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
. ส่งผลให้กิจการมีการใช้ส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่าหนี้สิน	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

กรุณาส่งแบบสอบถามคืนได้ทางโทรสารที่เบอร์ 0-2218-5913 หรือ 0-2939-6107 ขอขอบคุณ!



## Special Survey On Corporate Capital Structure

We estimate that the survey will take you about **5 minutes**. Responses will be used only in aggregate. Please fax your responses to 0-2218-5913 or 0-2939-6107 by **February 15**. Thank you for taking the time to complete the survey. If you would like an advance copy of the results, please e-mail Bussarin Buranasakda [bbussarin@yahoo.com](mailto:bbussarin@yahoo.com))

### **Instructions:**

Please choose the option of the following questions that you feel most appropriate relating to the decisions you make in raising new capital.

1. Please indicate the **relative importance** of the following principles your firm adopts in designing the capital structure. (*Please tick "1" for most important and "6" for most unimportant*)

	Most Important			Most Unimportant		
	1	2	3	4	5	6
a. Try to maintain an approximately constant long-term debt/equity ratio	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. Follow an order of priority. Exhaust the most advantageous sources of funds before using other sources	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

2. Please **rank** the following capital raising instruments according to your firm's order of preference. (*1 = most preferred, 5 = least preferred*)

Internal equity (retained earnings)  
 External (new) common equity  
 Bank debt  
 Non-bank straight debt  
 Non-bank convertible

3. Given that a new profitable investment opportunity cannot be taken without doing one of the following, your firm will most likely **choose** to:

Depart from the target debt/equity ratio or financing priority  
 Cut dividends  
 Sell off other assets  
 Pass up the profitable investment



4. Please indicate the **relative importance** of the following factors in governing your firm's financing decisions

	<b>Most Important</b>			<b>Most Unimportant</b>		
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
a. Cost of underwriting	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. Tax savings on interest expenses	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c. Avoiding underpricing of securities to be issued	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d. Maintaining comparability with firms in the industry	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
e. Matching maturity of assets and liability	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
f. Correcting mispricing of outstanding Securities	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
g. Probability of becoming insolvent	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
h. Projected cash flows from the assets to be finance	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
i. Risk of being taken over	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
j. Voting control	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
k. Whether market conditions are favorable to a particular source of financing	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
l. Stock market reactions to the issue	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
m. Effects on costs of capital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
n. Maximization of shareholders' wealth	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

- o. The recent Asian Financial Crisis

	<b>Most Agreed</b>			<b>Most Disagreed</b>		
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
a. has an impact on my company's choices of financing mix	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
b. affects the availability of different sources of capital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
c. affects the preference of equity over debt as a source of capital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
d. affects the preference of debt over equity as a source of capital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**Please return this questionnaire to us using fax to 0-2218-5913 or 0-2939-6107.  
Thank You!**

### ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ เกิดเมื่อวันที่ 8 พฤศจิกายน พ.ศ. 2522 ณ จังหวัดขอนแก่น ได้รับการศึกษาชั้นมัธยมศึกษาตอนต้นจนจบมัธยมศึกษาตอนปลาย จากโรงเรียนขอนแก่นวิทยายน ต่อมาได้ศึกษาต่อในระดับปริญญาบัณฑิตที่คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น และสำเร็จการศึกษาระดับปริญญาโท สาขาการเงิน (เกียรตินิยม) ในปีการศึกษา 2543 จากนั้นได้ศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการเงิน ที่คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย