

บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์

แนวคิดทฤษฎี

ในเรื่องของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนนี้ได้มีการถกเถียงกันมาตั้งแต่ช่วงปี ค.ศ. 1950 ว่ามีระดับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่ทำให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น หรือทำให้มูลค่าของบริษัทสูงสุดหรือไม่ และผลงานที่เกี่ยวข้องกับเรื่องทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่ได้รับการกล่าวถึงมากที่สุดคือ ผลงานของ Modigliani and Miller (MM) (1958) ที่ได้เสนอความคิดที่ว่า โครงสร้างทางการเงินหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนนั้นไม่มีผลต่อมูลค่าบริษัทและมูลค่าหุ้น หรืออีกนัยหนึ่งคืออัตราส่วนหนี้สินต่อทุนระดับหนึ่งจะไม่ดีหรือเลวกว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับอื่น ซึ่งหมายความว่าไม่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ดีที่สุด (Optimal Capital Structure) อย่างไรก็ตามจากข้อสรุปดังกล่าวนี้ตั้งอยู่บนข้อสมมติฐานว่าตลาดนั้นเป็นตลาดที่มีการแข่งขันโดยสมบูรณ์ คือไม่มีการเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคล และไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของหนี้สินของบริษัท ทำให้หลังจากนั้นมาได้มีนักการเงินและนักเศรษฐศาสตร์หลายท่าน ที่ทำการวิจัยและพัฒนาแนวคิดของ Modigliani and Miller โดยการวิจัยนั้นได้ทำการพัฒนานำเอาหลายปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมาทำการศึกษา รวมถึงการที่กำหนดให้มีการเก็บภาษีเงินได้นิติบุคคล ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินหรือต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) และผลประโยชน์ทางภาษีจากดอกเบี้ยจ่ายที่แตกต่างกัน เพื่อที่จะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและใกล้เคียงกับความจริงมากขึ้น และจากการเพิ่มข้อสมมติทั้งหลายเข้าไปในการศึกษานี้ทำให้มีนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่ยอมรับว่า บริษัทสามารถที่จะมีโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด (Optimal Capital Structure) ได้ เพื่อให้มูลค่าของบริษัทสูงสุดด้วย

แนวความคิดที่เกี่ยวกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วยแนวคิดที่สำคัญ 4 แนวคิด ดังนี้

- 2.1 แนวความคิดเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างบุคคล (Agency Approach)
- 2.2 แนวความคิดเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)
- 2.3 แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory)
- 2.4 แนวความคิดเกี่ยวกับต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ (Trade-off theory)

2.1 แนวความคิดเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างบุคคล

ปัจจัยเบื้องต้นที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนและโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เหมาะสม คือ ปัญหาที่เกิดจากความขัดแย้งภายในองค์กร และในการศึกษาในเรื่องของต้นทุนของตัวแทน (Agency Cost) เป็นทฤษฎีที่ได้รับความสนใจมากเป็นพิเศษในกรณีของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก เนื่องจากส่วนใหญ่แล้วธุรกิจขนาดเล็กนั้นจะบริหารงานโดยเจ้าของธุรกิจเอง ทำให้ไม่สามารถจะแยกระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นได้เมื่อเปรียบเทียบกับธุรกิจขนาดใหญ่ ดังนั้นในกรณีของธุรกิจขนาดเล็กนั้น Agency Cost จึงแสดงถึงความแตกต่างระหว่างมูลค่าที่เกิดขึ้นจริงของธุรกิจ (Value of an Actual Firm) กับมูลค่าที่คาดคะเนไว้ (Value of a Hypothetical Firm) โดยทั้ง 2 ค่านี้จะมีค่าเท่ากันก็ต่อเมื่อผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ของกิจการนั้น มีการคาดคะเนเกี่ยวกับธุรกิจที่สมบูรณ์ขึ้น หรือจากการที่บุคคลทั้ง 3 กลุ่มนี้มีข้อมูลข่าวสารระหว่างกันมากขึ้นนั่นเอง เนื่องจากว่าปัญหา Agency Cost ที่เกิดขึ้นนั้น เป็นผลมาจากการที่มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) และจากปัญหาการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Aversion) โดยปัญหาที่เกิดขึ้นนี้ สามารถจะอธิบายได้จากลักษณะความสัมพันธ์ของ ตัวการ-ตัวแทน (Principal - Agent) ปัญหา ตัวการ-ตัวแทนนี้ เกิดขึ้นเนื่องจาก ตัวแทนดำเนินกิจการไปตามเป้าหมายของตนเอง ซึ่งอาจแตกต่างจากเป้าหมายของตัวการในองค์กรเอกชน เช่น บริษัท ซึ่งตัวการของบริษัทได้แก่ ผู้ถือหุ้น นั้นอาจจะมีเป้าหมายต้องการให้บริษัทดำเนินงาน เพื่อให้ได้กำไรสูงสุด ขณะที่ตัวแทนของบริษัท ได้แก่ ผู้จัดการของบริษัท อาจจะมีเป้าหมายในการดำเนินงาน เพื่อให้บริษัทมียอดขายสูงๆ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความสามารถของผู้จัดการ จึงเป็นสาเหตุให้ปัญหาระหว่างตัวการ-ตัวแทน เกิดขึ้น เนื่องจากการที่บริษัทที่มียอดขายสูงๆนั้น ไม่ได้หมายความว่าบริษัทจะต้องได้รับกำไรสูงตามไปด้วย เพราะการทำให้ยอดขายสูงนั้น บริษัทอาจจะต้องเสียต้นทุนค่าใช้จ่ายสูงที่สูงตามด้วย ทั้งในการโฆษณาส่งเสริมการขาย และนอกจากนี้ในการทำยอดขายของบริษัทให้สูงนั้น สามารถทำให้เห็นผลได้รวดเร็วกว่าเมื่อเทียบกับการทำให้บริษัทมีกำไรที่สูงที่สุด ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าปัญหา ตัวการ-ตัวแทนนี้ เกิดขึ้นเนื่องจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างตัวการและตัวแทน โดยที่ผู้จัดการซึ่งเป็นตัวแทนของบริษัทนั้น จะมีข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับการดำเนินกิจกรรมของตนมากกว่าผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวการและผู้ถือหุ้นเองก็ไม่สามารถที่จะติดตามตรวจสอบการดำเนินงานของผู้จัดการ ได้อย่างมีประสิทธิภาพในทุกเรื่องที่ผู้จัดการกระทำ

โดยใน Agency Theory กล่าวว่าปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) และปัญหา Moral Hazard นั้นเกิดขึ้นกับธุรกิจขนาดเล็กมากกว่า เมื่อเทียบกับธุรกิจขนาดใหญ่ (Chittenden et al., 1996) ซึ่งปัญหาดังกล่าวนี้ได้มีการศึกษากันมาตั้งแต่ในอดีต โดยจาก

การศึกษาของ Jensen and Meckling (1976) ได้กล่าวว่าในประเด็นความขัดแย้งที่เกิดขึ้นนั้นแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ ความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น และระหว่าง เจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้น

2.1.1 ความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น

ความขัดแย้งนี้เกิดขึ้นจากความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูล โดยผู้บริหารหรือผู้จัดการของบริษัทจะมีข้อมูลที่ดีกว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ที่มีข้อมูลดีกว่าจะทำการปกปิดข้อมูล และการปกปิดข้อมูลนี้ถือเป็นต้นทุนอย่างหนึ่ง ต้นเหตุของความขัดแย้งนี้เกิดขึ้นเนื่องจากรายได้ของบริษัทที่เกิดขึ้นนั้น ไม่ได้ตกเป็นของผู้บริหารทั้งหมด เพราะผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการทั้งหมด ดังนั้นผลกำไรจากการประกอบการจะต้องแบ่งปันไปตามสัดส่วนการถือหุ้นของกิจการ และเจ้าหนี้ของกิจการด้วย ในขณะที่ต้นทุนความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานนั้นผู้บริหารจะต้องเป็นผู้รับผิดชอบทั้งหมด จากต้นทุนเหล่านี้จะทำให้ผู้บริหารลงทุนต่ำกว่าประสิทธิภาพในการบริหาร ซึ่งอาจจะนำเงินไปลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสมได้ และอาจจะทำการถ่ายเททรัพยากรของบริษัทเข้าสู่ตนเอง เช่น นำเงินไปลงทุนในการก่อสร้างสำนักงานที่ใหญ่โตและสะดวกสบาย ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง ในขณะที่ผู้ถือหุ้นนั้นคาดหวังให้มีผลตอบแทนที่สูง ความขัดแย้งเหล่านี้สามารถลดลงได้จากการจ่ายเงินโบนัสเพิ่ม เพื่อเป็นแรงจูงใจในการทำงานให้บรรลุเป้าหมายตามที่ผู้ถือหุ้นได้กำหนดไว้ การควบคุมวินัยในการบริหารโดยการให้บริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น เนื่องจากการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดกระแสเงินสดของกิจการ (Free Cash-flow) เนื่องจากทำให้ผู้บริหารต้องนำเงินทุนของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด เพราะจะต้องนำผลตอบแทนที่ได้ไปจ่ายชำระคืนหนี้ จึงไม่สามารถนำเงินไปลงทุนในโครงการที่เพิ่มความสบายส่วนตัวได้อีก ทำให้ปัญหาในเรื่องตัวแทนนี้สามารถลดลงได้

2.1.2 ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้น

ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้นนี้มีสาเหตุสำคัญมาจากการทดแทนสินทรัพย์ (Asset Substitution Effect) ซึ่งก็คือการที่ผู้ถือหุ้นนำเงินที่กู้ไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงแทนที่จะนำไปลงทุนในโครงการที่ตกลงกันไว้กับเจ้าหนี้ ซึ่งเป็นโครงการที่มีความเสี่ยงที่ต่ำกว่า ทั้งนี้เนื่องจากการก่อหนี้ที่มากเกินไปอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินได้ ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องการให้บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น เพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น โดยไม่ได้คำนึงว่าการลงทุนนั้นเป็นการลงทุนที่เหมาะสมหรือไม่ เนื่องจากการลงทุนในโครงการที่เหมาะสมนั้นอาจจะให้ผลตอบแทนที่เพียงพอในการจ่ายชำระคืนหนี้เงินกู้ของกิจการเท่านั้น แต่ถ้าบริษัทเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงก็มีโอกาสที่ผู้ถือหุ้นจะ

ได้รับผลตอบแทนจากส่วนที่เกินจากการจ่ายชำระหนี้เงินกู้ และถ้าหากประสบความสำเร็จนั้นผู้ถือหุ้นจะได้กำไรมากขึ้น แต่ถ้าหากการลงทุนนั้นไม่ประสบความสำเร็จหรือเกิดการขาดทุนก็จะทำให้มูลค่าหุ้นลดลง อันเนื่องมาจากการจำกัดความรับผิดชอบของผู้ถือหุ้น การลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงนั้นเปรียบเสมือนเป็นการดึงความมั่งคั่งมาจากเจ้าหนี้ เพราะเจ้าหนี้จะต้องแบกรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นแต่ได้รับผลตอบแทนที่เจ้าหนี้ได้รับนั้นมีมูลค่าเท่าเดิม และจากสาเหตุดังกล่าวนี้ จึงทำให้เจ้าหนี้มีการเพิ่มต้นทุนในการกู้ยืมแก่บริษัทที่มีแนวโน้มที่จะเกิดปัญหาการทดแทนสินทรัพย์ที่สูงด้วย

2.2 แนวความคิดเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

แนวความคิดนี้มีชื่อสมมติฐานที่ว่า บุคคลที่อยู่ภายในธุรกิจจะมีข้อมูลข่าวสารของธุรกิจทั้งในเรื่องของลักษณะที่มาของรายได้และโอกาสในการลงทุนของธุรกิจมากกว่าบุคคลภายนอก ซึ่งบุคคลเหล่านี้จะไม่มีข้อมูลของธุรกิจ และจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนั้น จึงทำให้เกิดข้อมูลที่แตกต่างกันในตลาดการเงินขึ้น ซึ่งอาจจะเป็นการส่งสัญญาณบางอย่างของธุรกิจต่อตลาดได้ ในกรณีของโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจนั้นจึงสามารถใช้เป็นสัญญาณต่อตลาดได้

Leland and Pyle (1977) กล่าวว่า การเพิ่มขึ้นของ Leverage ของธุรกิจอาจจะเป็นการส่งสัญญาณต่อตลาดว่า ธุรกิจจะมีโอกาสในการเติบโตที่ดีขึ้นในอนาคต ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนที่อยู่ในตลาดมีการคาดการณ์และรับรู้ว่าธุรกิจนี้จะมีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้นในอนาคตด้วย

Myers (1984) กล่าวว่า การที่ธุรกิจได้มีการจัดเตรียมข้อมูลโดยตรงให้กับนักลงทุนในตลาดนั้น ไม่สามารถกระทำได้และยังถือว่าเป็นการขัดขวางการส่งสัญญาณของธุรกิจด้วย เนื่องจากนักลงทุนที่มีเหตุผลนั้นจะไม่เชื่อข้อมูลข่าวสารที่ถูกถ่ายทอดจากผู้บริหารของธุรกิจนั้นๆ

Myers and Majluf (1984) กล่าวว่า โดยสรุปแล้วจากทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนั้นเกิดมาจากการจัดลำดับขั้นตามความชอบของธุรกิจที่จะทำการหาแหล่งเงินทุน เพื่อใช้ในการลงทุนของธุรกิจ โดยเริ่มจากแหล่งเงินทุนที่มีอยู่ภายในกิจการตามมาด้วยการก่อหนี้และแหล่งเงินทุนสุดท้ายคือจากการเพิ่มทุน

โดยสรุปแล้ว สามารถกล่าวได้ว่า ในการตัดสินใจเลือกโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจนั้นสามารถช่วยลดปัญหาความไม่มีประสิทธิภาพในการตัดสินใจเลือกลงทุนของธุรกิจลงได้ เนื่องจากการที่ในตลาดมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนั่นเอง

2.3 แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory)

Myers and Majluf (1984) ได้เสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้นหรือที่เรียกว่า Pecking Order Theory โดยได้อธิบายว่า เนื่องจากการที่มีข้อจำกัดในการเข้าสู่แหล่งเงินทุนภายนอก และจากการที่แหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจมีความยืดหยุ่นมากกว่าในการที่จะนำมาใช้ในการลงทุนของธุรกิจ ทำให้เมื่อต้องตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนที่จะนำมาใช้ในธุรกิจนั้น โดยส่วนใหญ่แล้วธุรกิจก็จะเลือกหรือชอบที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในธุรกิจมากกว่าแหล่งเงินทุนจากภายนอก เพราะการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกนั้นจะต้องมีต้นทุนที่เกิดขึ้นตามมาด้วย เนื่องจากแนวความคิดนี้อยู่บนพื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งผู้จัดการของธุรกิจจะมีข้อมูลภายในบริษัททำให้รู้ถึงความสามารถในการทำกำไร และโอกาสในการเติบโตของธุรกิจได้ดีกว่าบุคคลภายนอก ดังนั้นในการเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกนั้นจะต้องมีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction Cost) และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) เกิดขึ้นด้วย ทำให้การก่อหนี้มีต้นทุนที่สูงกว่าการใช้แหล่งเงินทุนภายใน แต่ถ้าเมื่อใดที่แหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจมีไม่เพียงพอต่อความต้องการของธุรกิจแล้ว ธุรกิจก็จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นมากกว่าที่จะมีการเพิ่มทุน แต่ถ้ามีการก่อหนี้จนถึงจำนวนแล้วก็จำเป็นที่จะต้องมีการเพิ่มทุน ดังนั้นโดยสรุปแล้วธุรกิจจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนตามลำดับชั้น โดยเรียงจากเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) การก่อหนี้ และการออกหุ้นทุนหรือการเพิ่มทุน เป็นแหล่งสุดท้าย

จากแนวคิดเกี่ยวกับ Pecking Order Theory นี้ได้ถูกนำมาประยุกต์ใช้กับธุรกิจขนาดเล็กในงานศึกษาที่ผ่านมามากมาย เนื่องจากธุรกิจขนาดเล็กนั้นมีการให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับ และความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นกับโครงการที่จะทำการลงทุนให้แก่ตลาดทุนและตลาดสินเชื่อน้อยกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ แสดงให้เห็นว่าธุรกิจขนาดเล็กได้รับผลกระทบจากข้อจำกัดทางการเงินและความสามารถในการเข้าสู่ตลาดทุนภายนอก และตลาดสินเชื่อน้อยกว่าธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ จึงทำให้ธุรกิจขนาดเล็กต้องมีการจัดหาแหล่งเงินทุนภายในมากกว่าด้วย ฉะนั้นแหล่งเงินทุนของธุรกิจขนาดเล็กที่ใช้ในการลงทุนในโครงการต่าง ๆ นั้น อย่างแรกมาจาก เงินออมส่วนตัวและของครอบครัว และกำไรสะสมของกิจการ อย่างที่สอง คือ หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว และอย่างสุดท้าย คือ การเพิ่มทุนโดยการหาผู้ร่วมลงทุนรายใหม่ ซึ่งก็จะส่งผลให้เจ้าของธุรกิจมีอำนาจในการบริหารลดลงด้วย

รุ่งทิพย์ (2540) จากการศึกษาถึงสาเหตุที่ทำให้มีการเปลี่ยนแปลงระดับหนี้สินของกิจการ พบว่าปัจจัยการขาดแคลนเงินทุนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับระดับการเปลี่ยนแปลงของ ภาระผูกพันของหนี้สิน กล่าวคือ เมื่อกิจการต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกก็ส่งผลให้ กิจการก่อหนี้มากขึ้น เป็นผลให้ระดับภาระผูกพันโดยเฉลี่ยเพิ่มมากขึ้น ซึ่งผลที่ได้รับนั้นสอดคล้อง กับทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน ที่กล่าวว่า เมื่อกิจการขาดทุนแล้ว และจำเป็นต้องใช้แหล่ง เงินทุนจากภายนอก กิจการจะเลือกใช้การก่อหนี้ก่อนการเพิ่มในส่วนกองทุน

บุศรินทร์ (2545) ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้าง เงินทุน และจากการศึกษาเชิงประจักษ์พบว่ากิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตาม ทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน เมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนกิจการจะเลือกใช้เงินทุนจาก แหล่งเงินทุนภายในก่อนจากทำไรสะสม และถ้ามีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก กิจการจะมีการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น มากกว่าการออกหุ้นทุน โดยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามลำดับ ชั้นอย่างชัดเจนในกิจการที่เผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม

2.4 แนวความคิดเกี่ยวกับต้นทุนและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้

ทฤษฎีนี้มีแนวความคิดว่า การกำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายที่เหมาะสมของธุรกิจ นั้น ผู้บริหารของธุรกิจจะต้องมีการพิจารณาจากทั้งต้นทุนทางการเงินและผลประโยชน์ทางภาษีที่ เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ด้วย

2.4.1 สิทธิทางภาษี

เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่า ภาษีเงินได้นิติบุคคลอย่างน้อยตามทฤษฎีนั้นก็จะมีผล ทำให้การลงทุนโดยการก่อหนี้ (Debt Financing) มีความได้เปรียบ การลงทุนโดยการเพิ่มทุน (Equity Financing) ซึ่งผลที่ตามมาคือ บริษัทจะมีการก่อหนี้มากขึ้นคิดเป็นสัดส่วนต่อการลงทุน ผลของภาษีเงินได้นิติบุคคลที่มีต่อการเงินของธุรกิจนั้นมาจากการปกป้องภาษีจากหนี้สิน (Tax Shield from Debt) เนื่องจากธุรกิจสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายในส่วนของหนี้ไปหักเป็นค่าใช้จ่าย ของกิจการก่อนเสียภาษีทำให้ส่วนของกำไรที่นำไปคิดภาษีนั้นมีค่าลดลง ดังนั้นภาษีที่ธุรกิจจะต้อง จ่ายจึงลดลงด้วย และจาก Trade-off Theory กล่าวว่า ถ้ากิจการมีผลประโยชน์ทางภาษีสูงจากค่า เสื่อมราคา กิจการจะมีการกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เป็นเป้าหมายต่ำ เนื่องจากถ้ากิจการ มีค่าใช้จ่ายในส่วนของค่าเสื่อมราคามาก ก็จะมีผลทำให้กำไรจากการดำเนินงานลดลง ส่งผลให้

สัดส่วนของภาระภาษีที่ต้องจ่ายนั้นมีน้อยลง ดังนั้นการที่กิจการมีภาระของค่าเสื่อมราคาที่สูงนั้น กิจการก็ไม่มี ความจำเป็นที่จะต้องก่อหนี้มาก เพื่อที่จะหวังการลดหย่อนภาระภาษี

2.4.2 ต้นทุนการล้มละลาย

ความน่าจะเป็นของการล้มละลายของธุรกิจนั้นขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงทางธุรกิจ และ ความเสี่ยงทางการเงิน ดังนั้นการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ต้นทุนการล้มละลายเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากการก่อหนี้ที่มากเกินไปจะส่งผลให้โอกาสที่ธุรกิจจะไม่สามารถจ่ายชำระคืนเงินกู้เพิ่มมากขึ้นด้วย โดยเฉพาะธุรกิจที่มีรายได้ที่ไม่แน่นอนด้วย จึงทำให้ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังก็จะยิ่งสูงขึ้นด้วย เพราะฉะนั้น โอกาสในการล้มละลายที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ลดน้อยลงด้วย และต้นทุนในการล้มละลายนี้จึงเป็นตัวจำกัดจำนวนหนี้ที่ธุรกิจนำมาใช้ใน โครงสร้างเงินทุน

2.5 วรรณกรรมปริทัศน์ตามตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ความแปรปรวนของรายได้ (Income Variability)

จากงานศึกษาที่สำคัญของ Myers (1977) นั้นพบว่า ปัญหาของการลงทุนที่ต่ำเกินไป (Underinvestment Problem) ของธุรกิจนั้นเพิ่มขึ้นจากการที่มีความแปรปรวนของกระแสเงินสดของธุรกิจที่เพิ่มขึ้นนั่นเอง และยังมี การพบประเด็นที่น่าสนใจในเรื่องนี้อีกจากผลการศึกษาของ DeAngelo and Masulis (1980) ที่กล่าวว่า ธุรกิจที่มีความแปรปรวนของรายได้มากจะทำให้ นักลงทุนไม่สามารถคาดการณ์รายได้ในอนาคตของธุรกิจได้จากการรับรู้ข้อมูลที่สามารถหาได้จากการ เผยแพร่ต่อสาธารณชน ส่งผลให้ตลาดอาจจะมองธุรกิจนั้นเป็นเหมือนกับ “Lemon” และจากการที่ ธุรกิจเหล่านี้มีอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในการจัดหาหนี้สินนี้เอง เป็นเหตุให้ต้นทุนในการก่อหนี้ของธุรกิจ เหล่านี้เพิ่มสูงขึ้นด้วย เนื่องจากเจ้าหนี้เป็นผู้ที่หลีกเลี่ยงความเสี่ยงจึงต้องมีการผลักภาระความเสี่ยงนี้ ไปให้กับผู้ขอกู้โดยการเพิ่มต้นทุนในการให้สินเชื่อเพิ่มขึ้นนั่นเอง และในประเด็นต่อมาคือ ธุรกิจที่มีความแปรปรวนของรายได้สูงนั้นจะทำให้โอกาสในการออกทุนที่มีความเสี่ยงสูงลดลงหรือไม่ สามารถทำให้นักลงทุนในตลาดเกิดความเชื่อมั่นในผลกำไรจากการลงทุนได้เมื่อธุรกิจมีกระแสเงินสดที่ต่ำ ดังนั้นจึงทำให้ธุรกิจที่มีความแปรปรวนของกระแสเงินสดมากนั้น มีแนวโน้มที่จะคงภาระหนี้สินของธุรกิจให้อยู่ในระดับต่ำ ตาม Pecking Order Theory จึงคาดว่าน่าจะมีการสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับภาระหนี้สินของธุรกิจกับความแปรปรวนของกระแสเงินสดของธุรกิจนั้น

ซึ่งสอดคล้องกับ Trade-off Theory ที่มีการคาดการณ์ที่เหมือนกันว่าน่าจะมี ความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความแปรปรวนของกระแสเงินสดของธุรกิจกับระดับภาระหนี้สินของ ธุรกิจ แต่ด้วยเหตุผลที่แตกต่างกันเล็กน้อย โดยจากทฤษฎีนี้ให้เหตุผลว่าธุรกิจที่มีความแปรปรวน ของกระแสเงินสดที่มากนั้นจะยังเป็นการเพิ่มโอกาสในการผัดผ่อนชำระหนี้ให้มากขึ้นด้วย และมีผล ต่อการเพิ่มโอกาสในการล้มละลายของธุรกิจอีกด้วย

สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility)

จากงานศึกษาที่ผ่านมาของ Titman and Wessels (1988) , Rajan and Zingales (1995) และ Fama and French (2000) กล่าวว่า สัดส่วนของสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม (สินทรัพย์ที่มีตัวตน) ควรที่จะเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ เนื่องจาก สินทรัพย์ที่มีตัวตนนั้นสามารถใช้เป็นตัวแทนของหลักทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ยืมของธุรกิจได้ แต่ ความสัมพันธ์ที่พบนั้นไม่ชัดเจน เช่นเดียวกับการศึกษาของ Banerjee (2000) และ Heshmati (2001) ที่พบว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนนั้นสามารถทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับเจ้าหนี้ลดลงได้ เพราะสินทรัพย์ที่มีตัวตนนี้สามารถนำมาใช้ เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันในการก่อหนี้ของธุรกิจได้ เนื่องจากในกรณีที่เกิดการล้มละลายขึ้นนั้น สินทรัพย์ที่มีตัวตนของธุรกิจนั้นสามารถที่จะนำมาขายทอดตลาดได้ ดังนั้นธุรกิจที่มีสัดส่วนของ สินทรัพย์ที่มีตัวตนสูงๆนั้น จะทำให้มีความสามารถในการเพิ่มการก่อหนี้ได้มากกว่าด้วย

Voulgaris et al. (2000) ทำการศึกษาลักษณะการจัดการทางการเงินที่มี อิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ SMEs เฉพาะการผลิตในประเทศกรีซ พบว่า โครงสร้าง สินทรัพย์เป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาว ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีและ งานที่เคยศึกษามาในอดีต และยังสามารถยืนยันความสำคัญของหลักทรัพย์ค้ำประกันของธุรกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อมด้วย ลักษณะเฉพาะนี้คือส่วนประกอบสำคัญของ Fixed Asset ซึ่งมี ความสัมพันธ์กับหนี้ระยะสั้นมากกว่าหนี้ระยะยาว ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาที่ผ่านมาที่พบแต่ ความสัมพันธ์กับหนี้ระยะยาวเท่านั้น ซึ่งเป็นผลมาจากการ Rollover ของหนี้ระยะสั้น และเป็นการ ยากสำหรับธุรกิจ SMEs ในประเทศกรีซที่จะหาแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ระยะยาวอีกด้วย

โอกาสในการเติบโตของธุรกิจ (Growth Opportunity)

Galai and Musulis (1976) , Jensen and Meckling (1976) และ Myers (1977) กล่าวว่า เมื่อธุรกิจมีการก่อหนี้ ผู้จัดการมีแนวโน้มที่จะใช้ Asset Substitution และมีการโยกย้าย

ความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นกู้ (bondholder) ไปสู่ผู้ถือหุ้นของธุรกิจ (shareholder) และเป็นที่น่าทึ่งกัน โดยทั่วไปว่าปัญหา Agency Cost ของธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตสูงนั้นจะมีมากกว่าในกรณีของธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำกว่า ดังนั้นจาก Trade-off model มีการคาดการณ์ว่าธุรกิจที่มีโอกาสในการลงทุนที่สูงกว่านั้นจะมี Leverage ที่ต่ำ เนื่องจากธุรกิจเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะหลีกเลี่ยงปัญหา underinvestment และปัญหา Asset Substitution ซึ่งปัญหาเหล่านี้เกิดจากความขัดแย้งของปัญหาตัวแทน

Fama and French (2000) อธิบายการคาดการณ์สำหรับ book leverage ต่อ market leverage จาก Trade-off Theory คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง Leverage กับโอกาสในการลงทุน (Investment Opportunities) ของธุรกิจ และเมื่อมูลค่าตามตลาด (Market value) เพิ่มขึ้นอย่างน้อยก็ในสัดส่วนของค่าใช้จ่ายในการลงทุน พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการเติบโตของธุรกิจกับ market leverage จะมีความสัมพันธ์เชิงลบเช่นกัน

Banerjee et al.(2000) ได้ทำการศึกษาจากการรวบรวมตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสม (Optimal Debt Level) จากงานศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา โดยใช้ข้อมูลของธุรกิจในประเทศอังกฤษและประเทศอเมริกา และจากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่กำหนดระดับสัดส่วนหนี้สินเป้าหมายของประเทศอังกฤษส่วนใหญ่แล้วเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ และในส่วนของประเทศอเมริกานั้นพบว่าการคาดการณ์การเติบโตของธุรกิจ (Expected Growth) นั้นเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อระดับสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมสูง และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนหนี้สิน ซึ่งตรงข้ามกับที่คาดการณ์ไว้ แสดงให้เห็นว่าในประเทศอเมริกานั้น การหาแหล่งเงินทุนภายนอกจากการก่อหนี้สินเพิ่มนั้นสามารถกระทำได้ง่ายกว่าและมากกว่าเมื่อเทียบกับในประเทศอังกฤษ

จากงานการศึกษาที่ผ่านมาในอดีตได้ผลสรุปของความสัมพันธ์ที่แตกต่างกันไป เช่น Titman and Wessels (1988) พบความสัมพันธ์เชิงลบ ในขณะที่ Rajan and Zingales (1995) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับสัดส่วนหนี้สินกับการเติบโตของธุรกิจ แต่ในความจริงแล้วจาก Pecking Order Theory นั้นจะสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงบวก เนื่องจากหนี้สินของธุรกิจจะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการลงทุนในส่วนที่มากกว่ากำไรสะสม และหนี้สินของธุรกิจจะลดลงเมื่อมีการลงทุนในส่วนที่น้อยกว่ากำไรสะสม ซึ่งหมายความว่าถ้าธุรกิจมีโอกาสดำเนินการเติบโตที่สูงก็จะทำให้มีหนี้สินที่สูงขึ้นตามไปด้วย

ขนาดของธุรกิจ (Size)

จากการศึกษาที่ผ่านมาได้ข้อสรุปของผลกระทบจากขนาดของธุรกิจต่อระดับสัดส่วนหนี้สินที่แตกต่างกันมากมาย เช่น Warner (1977) และ Ang, Ghua and McConnel (1982) นั้นกล่าวว่า ต้นทุนการล้มละลายของธุรกิจขนาดเล็กนั้นจะสูงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Titman and Wessels (1988) ที่พบว่า ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่กว่านั้นจะมีความสามารถในการกระจายความเสี่ยงได้มากกว่าและจะประสบความล้มเหลวน้อยกว่าธุรกิจขนาดเล็กด้วย ซึ่งก็เป็นไปตามที่ Trade-off Theory คาดการณ์ว่าน่าจะมีการมีความสัมพันธ์ที่ตรงข้ามกันระหว่างขนาดของธุรกิจกับความเป็นไปได้ในการล้มละลาย นั่นคือ มีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกระหว่างขนาดของธุรกิจกับระดับภาระหนี้สินของธุรกิจ และถ้าหากการกระจายความเสี่ยงนั้นสามารถทำให้กระแสเงินสด (Cash Flow) ของธุรกิจมีเสถียรภาพมากขึ้น การคาดการณ์นั้นก็ยังคงเป็นจริงอยู่ตาม Free Cash Flow Theory ของ Jensen (1986) และ Easterbrook (1986) ซึ่งจากเหตุผลนี้แสดงให้เห็นว่าขนาดของธุรกิจส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับอุปทานของหนี้ (Supply of Debt)

ในทางตรงข้าม ขนาดของธุรกิจสามารถใช้เป็นตัวแทนของปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างธุรกิจกับตลาดทุน ซึ่งธุรกิจที่มีขนาดใหญ่กว่านั้นจะมีข้อมูลให้นักลงทุนสามารถตรวจสอบได้ง่ายกว่าธุรกิจขนาดเล็กกว่า จึงทำให้ธุรกิจขนาดใหญ่สามารถทำการเพิ่มทุนได้มากกว่าและทำให้มีการก่อหนี้ลดลงด้วย จาก Pecking Order Theory นั้น คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างขนาดของธุรกิจกับระดับภาระหนี้สินของธุรกิจ โดยที่ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่กว่านั้นจะมีแนวโน้มในการเพิ่มทุนมากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับการเพิ่มระดับหนี้สิน

Melle - Hernández (2001) ทำการศึกษาโครงสร้างทางการเงินในเชิงลึกและต้นทุนของการก่อหนี้ (Cost of Debt) ของธุรกิจขนาดเล็กและขนาดกลางของหลายๆ ประเทศในทวีปยุโรป โดยตั้งข้อสมมติฐานว่าธุรกิจที่มีขนาดเล็กนั้นจะได้รับผลกระทบจากความไม่สมบูรณ์ของตลาดทางการเงิน เช่น ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ความสัมพันธ์ของตัวแทน (Agency Relation) และปัจจัยที่มีลักษณะเฉพาะของธุรกิจ (Idiosyncratic Factors) ซึ่งเหล่านี้เป็นข้อจำกัดในการจัดหาแหล่งเงินทุนของธุรกิจและอาจส่งผลให้ต้นทุนของหนี้มีค่าสูงขึ้นด้วย และทำให้ธุรกิจขนาดเล็กมีความยากลำบากมากกว่าในการที่จะหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ทั้งในส่วนของการก่อหนี้และการเพิ่มทุนเมื่อเปรียบเทียบกับธุรกิจที่มีขนาดใหญ่กว่า และจากผลการศึกษา พบว่า ส่วนใหญ่แล้วธุรกิจขนาดเล็กจะมีสัดส่วนของ Total Debt / Total Liability สูงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ และขนาดของธุรกิจก็ยังมีผลกระทบต่อเงิน

กู้ยืมธนาคาร (Bank Debt) ด้วย ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับขนาดของธุรกิจ กล่าวคือ ธุรกิจขนาดเล็กจะมีเงินกู้จากธนาคารในโครงสร้างทางการเงินมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ และขนาดของเงินกู้ยืมจากธนาคารนี้จะแตกต่างกันในแต่ละประเทศด้วย และยังพบว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับเงินกู้จากธนาคาร ส่วนเจ้าหน้าที่การค้ำมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับเงินกู้จากธนาคาร เนื่องจากสามารถใช้ทดแทนกันได้ และในส่วนของผลกระทบต่อต้นทุนในการก่อหนี้ (Cost of Debt) นั้น พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับธุรกิจขนาดเล็กในบางประเทศ กล่าวคือ ยิ่งธุรกิจมีขนาดเล็กก็ยิ่งทำให้มีต้นทุนในการก่อหนี้สูงขึ้นด้วย ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เกิดขึ้นระหว่างธุรกิจขนาดเล็กและธนาคารขึ้นนั่นเอง

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

จากแนวคิดของ Trade-off Theory ต้นทุนของตัวแทน (Agency Cost) ภาษี (Taxes) และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) นั้น ทำให้บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่สูงมีภาระหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี (Book Leverage) สูงขึ้นด้วย เนื่องจาก 1. คาดว่าต้นทุนในการล้มละลายของธุรกิจนั้นจะลดลงเมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มสูงขึ้น 2. เนื่องจากการที่ธุรกิจสามารถที่จะนำดอกเบี้ยจ่ายไปหักลดภาษีเงินได้นิติบุคคลได้ ทำให้มีแนวโน้มว่าธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงนั้นจะทำการจัดหาแหล่งเงินทุน โดยการเพิ่มการก่อหนี้มากขึ้น 3. จากแบบจำลองในเรื่องของตัวแทน (Agency Model) ของ Jensen and Meckling (1976), Easterbrook (1986) และ Jensen (1986) กล่าวว่า ธุรกิจที่มีภาระหนี้สินที่สูงกว่านั้น จะสามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทนลงได้ จากการผลักดันให้ผู้จัดการของบริษัทต้องทำการหารายได้ และทำให้ธุรกิจมีกำไรมากขึ้น เพื่อนำมาจ่ายชำระคืนหนี้ที่มีมากขึ้นด้วย

ในทางตรงข้ามจากแบบจำลองของ Pecking Order Theory นั้นกล่าวว่า ธุรกิจที่มีรายได้มากกว่าหรือธุรกิจที่มีความสามารถในการทำกำไรที่มากกว่านั้น ควรที่จะมีผลทำให้ภาระหนี้สินตามมูลค่าทางบัญชี (Book Leverage) อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากธุรกิจจะชอบที่จะทำการเพิ่มเงินทุนจาก กำไรสะสม , การก่อหนี้ และการออกหุ้นทุน ตามลำดับ โดยพฤติกรรมนี้มาจากการต้นทุนในการออกหุ้นทุนใหม่นั้นสูง เนื่องจากการมีปัญหาของความสัมพันธ์ของข้อมูลอยู่นั่นเอง ซึ่งโดยทั่วไปแล้วธุรกิจจะมีการเพิ่มการก่อหนี้ก็ต่อเมื่อ ธุรกิจมีการลงทุนที่เกินจากกำไรสะสมและระดับหนี้สินจะลดลงเมื่อมีการลงทุนที่น้อยกว่ากำไรสะสมของกิจการ ดังนั้นจาก Pecking Order Theory จึงคาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างภาระหนี้สินกับความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ

โดยสรุปแล้วผลที่ได้จากการศึกษาที่ผ่านมาพบ ว่า ความสัมพันธ์ของระดับภาระหนี้สินของธุรกิจกับความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจนั้น มีทั้งความสัมพันธ์เชิงบวกและเชิงลบ เช่น Rajan and Zingales (1995) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างภาระหนี้สินและความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ (ซึ่งสนับสนุนแนวคิดของ Pecking Order Theory) ในขณะที่ Jensen , Solberg and Zorn (1992) พบว่า มีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างภาระหนี้สินและความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ (ซึ่งสนับสนุนแนวคิดของ Trade-off Theory)

ผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield)

เนื่องจากธุรกิจส่วนใหญ่แล้วจะมีการแสวงหาประโยชน์จากการลดภาระภาษี ดังนั้นจึงทำให้ธุรกิจมีการป้องกันภาระภาษีในรูปแบบอื่นๆ ด้วย เช่น การนำค่าเสื่อมราคามาหักลดภาระทางภาษีของธุรกิจ และจากการที่สามารถใช้ค่าเสื่อมราคาหักลดภาระภาษีได้นี้เอง ทำให้ธุรกิจมีความต้องการที่จะแสวงหาประโยชน์จากการปกป้องทางภาษี (Tax Shield) ลดลง

Ross (1985) กล่าวว่า ธุรกิจที่มีการใช้หนี้ที่มากเกินไปนั้นก็จะทำให้กลายเป็น tax-exhausted ได้ ซึ่งหมายความว่าธุรกิจจะไม่สามารถใช้ประโยชน์จากการปกป้องทางภาษีได้อีกต่อไปหรืออาจจะกล่าวได้ว่า ธุรกิจนั้นได้มีการก่อหนี้จนเต็มจำนวนแล้ว (debt is crowded-out) และธุรกิจก็มีแนวโน้มที่จะใช้การจัดหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้ลดลง เมื่อมีผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน (Non-Debt Tax Shield) เพิ่มขึ้น ซึ่งจาก Trade-off Theory นั้น ได้มีการคาดการณ์ว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับภาระหนี้สินของธุรกิจกับผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน

ในทางตรงข้าม Scott (1977) และ Moore (1986) แย้งว่า ธุรกิจที่มีการทดแทนในส่วนของผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินนั้น ควรที่จะคำนึงถึงหลักทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งสามารถทำให้การก่อหนี้มีความปลอดภัยได้ ซึ่งถ้าธุรกิจนั้นมีหลักทรัพย์ค้ำประกันอยู่เป็นจำนวนมาก ก็อาจจะมีการคาดการณ์ว่าน่าจะมีสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับภาระหนี้สินของธุรกิจกับผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน

ในความเป็นจริง จากการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา ให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกัน เช่น จากการศึกษาของ Shenoy and Koch (1996) พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระดับภาระหนี้สินของธุรกิจกับผลประโยชน์จากภาษีในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน ในขณะที่ Gardner and Trcinka

(1992) นั้น พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับภาระหนี้สินของธุรกิจกับผลประโยชน์จากภาษี
ในส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน