



พฤติกรรมการณ์ระดมทุนและขนาดของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์
สำหรับบริษัทในประเทศไทย

โดย

นางสาวศศิภา วโนทยาโรจน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พฤติกรรมการณ์ระดมทุนและขนาดของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์
สำหรับบริษัทในประเทศไทย

โดย

นางสาวศศิภา วโนทยาโรจน์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



FINANCING BEHAVIOR AND FIRM SIZE: EMPIRICAL
EVIDENCE OF THAI FIRMS

BY

MISS SASIPA WANOTAYAROJ



AN INDEPENDENT SYUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวศศิภา วโนทยาโรจน์

เรื่อง

พฤติกรรมการระดมทุนและขนาดของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์
สำหรับบริษัทในประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	พฤติกรรมการระดมทุนและขนาดของบริษัท: หลักฐานเชิงประจักษ์สำหรับบริษัทในประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวศศิกา วโนทยาโรจน์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

ในการดำเนินธุรกิจนั้นบริษัทมีความจำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก การตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมจึงถือเป็นการตัดสินใจที่สำคัญอย่างมากของบริษัท จากงานศึกษาในอดีตพบว่าความแตกต่างของขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัท แต่ที่ผ่านยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่แน่ชัดได้ โดยพบว่ามี 2 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง คือ ความสามารถในการกู้ยืม และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งส่งผลต่อพฤติกรรมการลงทุนในทิศทางตรงข้ามกัน หากบริษัทคำนึงถึงความสามารถในการกู้ยืม จะส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่เลือกระดมทุนจากหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการก่อหนี้ได้มากกว่า ในทางกลับกันหากคำนึงถึงปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร บริษัทขนาดเล็กจะเลือกระดมทุนจากหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่า

งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความแตกต่างของพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ โดยได้ทำการทดสอบกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในระหว่างปี ค.ศ. 2010-2014 ซึ่งจากการทดสอบพบว่าบริษัทในประเทศไทยจะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยคำนึงถึงความสามารถในการกู้ยืมเป็นหลัก เห็นได้จากการที่บริษัทขนาดใหญ่มีสัดส่วนการระดมทุนผ่านการก่อหนี้ต่อการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกมากกว่าบริษัทขนาดเล็กในสัดส่วนที่ค่อนข้างมากและมีความสำคัญทางสถิติ

คำสำคัญ: ทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน, ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร, ความสามารถในการ
กู้ยืม, การกู้ยืมธนาคาร, การออกหุ้นสามัญ



Independent Study Title	FINANCING BEHAVIOR AND FIRM SIZE: EMPIRICAL EVIDENCE OF THAI FIRMS
Author	Miss Sasipa Wanotayaroj
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul,Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

Since running a business needs funding to pay for investment and expenses, Making appropriate financing decisions is very important issue. Previous studies find that the difference in firm size is the major factor affecting firms' financing behavior. However, the conclusion about this topic is still ambiguous. According to recent studies, there are two different views explaining the difference between small and large firms' financing behavior, Debt capacity and Asymmetric information. When firms need external financing, concerned about debt capacity, large firms prefer debt to equity because of higher debt capacity. On the contrary, if they're concerned about asymmetric information, small firms prefer debt to equity because of larger amounts of asymmetric information.

The main objective of this study is to find the difference between small and large firms' financing behavior and the implications behind their behavior. By testing public Thai firms in the Stock Exchange of Thailand (SET) and Market for Alternative Investment (MAI) over the period 2010-2014, the result shows that Thai firms make financing decision concerning debt capacity. On average, large firms significantly use more debt over equity.

Keywords: Pecking Order Theory, Asymmetric Information, Debt Capacity, Bank Borrowings, Stock Issues



กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ต้องขอขอบคุณ
รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษาที่คอยแนะนำและให้คำปรึกษา ซึ่งได้นำมา
ปรับปรุงและช่วยให้การค้นคว้าอิสระนี้เสร็จสมบูรณ์ รวมทั้งขอขอบคุณ คุณพ่อและคุณแม่ ที่ให้
คำปรึกษาในเรื่องต่างๆ และเป็นกำลังใจที่ดีเสมอมา

นางสาวศศิภา วโนทยาโรจน์



สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.4 คำถามของการศึกษา	4
1.5 ขอบเขตของการศึกษา	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 ทฤษฎีทางเลือก	5
2.1.2 ทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน	5
2.1.3 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร	6
2.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง	7
2.2.1 งานศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน	7
2.2.2 งานศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบทฤษฎีทางเลือก	9
2.2.3 งานศึกษาเกี่ยวกับความสามารถในการกู้ยืมกับโครงสร้างเงินทุน	9
2.2.4 งานศึกษาเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารกับโครงสร้างเงินทุน	10

2.2.5 งานศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน	10
2.2.6 งานศึกษาในประเทศไทย	11
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	13
3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	13
3.2 วิธีการวิจัย	13
3.2.1 การทดสอบว่าบริษัทมีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เท่าใด	14
3.2.1 การทดสอบว่าบริษัทมีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการออกหุ้นเท่าใด	16
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	17
4.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา	17
4.2 การทดสอบว่าบริษัทมีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เท่าใด	19
4.3 การทดสอบว่าบริษัทมีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการออกหุ้นเท่าใด	21
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	24
5.1 สรุปผลการศึกษา	24
รายการอ้างอิง	26
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	29
ภาคผนวก ข	31
ประวัติผู้เขียน	33

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ข้อมูลสถิติแสดงมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดและมูลค่าราคาตลาดของกลุ่มตัวอย่าง	17
4.2 สัดส่วนการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่อสินทรัพย์ของบริษัทซึ่งแบ่งตามเกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด	18
4.3 สัดส่วนการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่อสินทรัพย์ของบริษัทซึ่งแบ่งตามเกณฑ์มูลค่าราคาตลาด	19
4.4 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรแยกตามขนาดของบริษัท	20
4.5 ความสัมพันธ์จากแบบจำลองสมการถดถอย	21
4.6 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรแยกตามขนาดของบริษัท	22
4.7 ความสัมพันธ์จากแบบจำลองสมการถดถอย	23

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในการดำเนินธุรกิจจำเป็นต้องใช้เงินทุนในการดำเนินงาน เพื่อนำไปใช้ผลิตสินค้าหรือบริการ นำไปใช้หมุนเวียนในกิจการ และรองรับการลงทุนเพิ่มเติมในอนาคต การตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมจึงถือเป็นการตัดสินใจที่สำคัญอย่างมากของบริษัท ซึ่งต้องคำนึงถึงปัจจัยหลายประการ เนื่องจากการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนที่แตกต่างกันต่างมีข้อดีและข้อเสียที่ไม่เหมือนกัน นอกจากนี้ในแต่ละบริษัทอาจมีต้นทุนในการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนเดียวกันที่ไม่เท่ากันอีกด้วย เช่น บริษัทที่มีขนาดใหญ่หรือมีเครดิตที่ดีกว่าจะมีต้นทุนในการกู้ยืมเงินจากธนาคารที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กและมีเครดิตที่ต่ำกว่า เป็นต้น ดังนั้นในการตัดสินใจแต่ละครั้งจึงต้องเลือกให้เหมาะสมและเกิดประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท เพราะการตัดสินใจระดมทุนที่ผิดพลาดอาจส่งผลกระทบต่อการทำงานและผลกำไรได้ ซึ่งในการระดมทุนแต่ละครั้งสิ่งที่ผู้บริหารต้องคำนึงถึงนอกเหนือจากต้นทุนที่เป็นตัวเงินคือ ความสามารถในการก่อหนี้ (Debt Capacity) ต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) และความกดดันทางการเงิน (Financial Distress) เนื่องมาจากการที่บริษัทก่อหนี้มากเกินไปจะส่งผลให้มีความเสี่ยงที่จะล้มละลาย รวมทั้งยังต้องคำนึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก อันเนื่องมาจากผู้บริหารรู้ข้อมูลภายในบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหานักลงทุนตีมูลค่าของหุ้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็นและปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underinvestment Problem) ตามมาอีกด้วย

ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบันมีทฤษฎีจำนวนมากที่พยายามอธิบายเรื่องโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ซึ่งทฤษฎีที่สำคัญ ได้แก่ ทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking order) และทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) โดยทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking order) เกิดขึ้นจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนภายนอก เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารรู้ข้อมูลภายในของบริษัทมากกว่าและรู้ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท ดังนั้นการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนจึงถือเป็นการส่งสัญญาณถึงนักลงทุนภายนอก ทำให้นักลงทุนมองว่าบริษัทจะออกหุ้นต่อเมื่อราคาหุ้นนั้นสูงเกินกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (Overpriced) และอาจส่งผลให้นักลงทุนตีมูลค่าของหุ้นต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาดังกล่าว ผู้บริหารจึงควรเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน เมื่อแหล่งเงินทุนภายในไม่พอจึงเลือกระดมทุนจากหนี้สิน และจึงระดมทุนด้วยการ

ออกหุ้นเป็นทางเลือกสุดท้าย ในส่วนของทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) เป็นทฤษฎีที่กล่าวว่าผู้บริหารจะเลือกระดมทุนเพื่อให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอยู่ในระดับสมดุล (Optimal Leverage) ระหว่างต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) และประโยชน์ทางภาษีจากการใช้หนี้สิน (Interest Tax Shield)

จากงานศึกษาในอดีตพบว่าปัจจัยเรื่องขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท แต่ที่ผ่านมามีงานศึกษาที่ยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่แน่ชัดเรื่องความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนได้ เนื่องจากพบว่าขนาดของบริษัทที่แตกต่างกันส่งผลให้มีความสามารถในการก่อหนี้และปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารในระดับที่แตกต่างกัน ซึ่งการที่บริษัทเลือกระดมทุนโดยคำนึงถึงความสามารถในการก่อหนี้หรือเลือกระดมทุนโดยคำนึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้ามกัน โดยหากคำนึงถึงความสามารถในการก่อหนี้ จะส่งผลให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีการระดมทุนโดยใช้สัดส่วนหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากมีความสามารถในการก่อหนี้ได้มากกว่า และมีความกดดันทางการเงิน (Financial Distress) และความเสี่ยงที่จะล้มละลาย (Bankruptcy Cost) น้อยกว่า ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กมีข้อจำกัดในการก่อหนี้จึงต้องไปออกหุ้นมากกว่า ในทางกลับกันหากคำนึงถึงปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร บริษัทขนาดเล็กจะมีการระดมทุนโดยใช้สัดส่วนหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กจะมีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ทำให้หลีกเลี่ยงการระดมทุนผ่านการออกหุ้นสามัญ จึงต้องระดมทุนผ่านการก่อหนี้มากกว่า

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศหรือภูมิภาคต่างๆจำนวนมาก ซึ่งพบว่าในแต่ละงานศึกษาก็ได้ข้อสรุปที่แตกต่างกัน เนื่องจากบริษัทในแต่ละประเทศต่างมีลักษณะและวัฒนธรรมที่แตกต่างกัน ดังนั้นจึงไม่สามารถนำข้อสรุปจากการทดสอบเพียงประเทศใดประเทศหนึ่งมาเป็นตัวแทนของบริษัททั้งหมดได้ ที่ผ่านมามีงานศึกษาต่างประเทศที่ทำการศึกษารองโครงสร้างเงินทุนจำนวนมาก แต่ในประเทศไทยยังมีการศึกษาเรื่องนี้ไม่มากนัก โดยจากการศึกษาลำดับขั้นการระดมทุนของบริษัทในประเทศไทยของวัชรกฤษณ์ (2013) พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน การออกหุ้น การกู้ยืมเงิน และการออกหุ้นกู้ตามลำดับ และสรุปว่าเป็นเช่นนี้เนื่องจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีขนาดเล็ก และมีความสามารถในการกู้ยืมต่ำ ในขณะที่งานศึกษาของ บุศรินทร์ (2002) พบว่าบริษัทในประเทศไทยจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order)

เนื่องจากงานศึกษาที่ผ่านมามีงานศึกษาที่ยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่แน่ชัดเรื่องความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนและยังไม่มีงานศึกษาที่ศึกษาเจาะลึกไปถึงพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ในประเทศไทย งานศึกษาชิ้นนี้จึงมุ่งทำการศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย โดยนำข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนำมาแบ่งออกเป็นบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่และทดสอบดูว่ามีการระดมทุนแตกต่างกันอย่างไร เพื่อให้ได้ข้อสรุปว่าบริษัทในประเทศไทยค้ำึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารหรือความสามารถในการก่อหนี้มากกว่ากัน และช่วยให้สามารถวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทเพื่อช่วยในการตัดสินใจลงทุน โดยหากผลการวิจัยออกมาว่าบริษัทค้ำึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่า แสดงให้เห็นว่าบริษัทในประเทศไทยอาจไม่ได้กั้ยืมเงินในสัดส่วนที่เหมาะสมกับความสามารถในการกู้ กล่าวคือบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนการกั้ยืมที่มากกว่าบริษัทใหญ่ๆที่มีความเสี่ยงมากกว่า ส่งผลให้มีความเสี่ยงที่จะล้มละลายมาก ในทางกลับกันหากผลการวิจัยออกมาว่าบริษัทค้ำึงถึงความสามารถในการกั้ยืมมากกว่า กล่าวคือบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนการออกหุ้นสามัญจำนวนมาก แสดงให้เห็นว่าบริษัทเล็กเหล่านั้นอาจเผชิญกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร โดยนักลงทุนจะคิดว่าบริษัทจะออกหุ้นเมื่อราคาหุ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งความจริงแล้วเกิดจากการที่บริษัทขนาดเล็กมีความต้องการเงินทุนมากแต่มีความสามารถในการก่อหนี้ที่น้อย ส่งผลให้ต้องหาแหล่งเงินทุนเพิ่มจากการออกหุ้น ไม่ได้เกิดจากการที่ผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความแตกต่างของพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ในประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาว่าบริษัทในประเทศไทยระดมทุนโดยค้ำึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารหรือความสามารถในการก่อหนี้มากกว่ากัน

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานศึกษานี้มุ่งศึกษาความแตกต่างของพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ในประเทศไทย เพื่อให้ให้นักลงทุนเข้าใจพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทมากขึ้นว่ามีการระดมทุนอย่างไร และเพราะเหตุผลใดถึงได้เป็นอย่างนั้น มาจากการค้ำึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารหรือความสามารถในการก่อหนี้มากกว่ากัน เพื่อเป็นข้อมูลที่ช่วยในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน รวมถึงช่วยให้ผู้บริหารสามารถนำความรู้เกี่ยวกับการระดมทุนนี้ไปใช้ในการตัดสินใจในการระดมทุนของบริษัทอีกด้วย

1.4 คำถามของการศึกษา

1. บริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ในประเทศไทยมีพฤติกรรมการระดมทุนแตกต่างกันอย่างไร
2. บริษัทในประเทศไทยระดมทุนโดยคำนึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารหรือความสามารถในการก่อหนี้มากกว่ากัน

1.5 ขอบเขตของการศึกษา

บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ที่อยู่ในระหว่างปี ค.ศ.2010-2014 โดยข้อมูลที่นำมาทดสอบมาจาก Datastream และตัดธุรกิจในกลุ่มธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ การเงิน และการประกันภัยออก เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนที่ซับซ้อน รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการก็จะถูกตัดออกเนื่องจากมีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off)

ทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) มาจากแนวคิดของ Modigliani และ Miller ในปี ค.ศ.1958 ซึ่งมีสมมติฐานว่าตลาดทุนเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) และไม่มีภาษีเงินได้นิติบุคคล ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ต้นทุนการล้มละลายและความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอยู่ ดังนั้นการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างทุนจึงไม่ส่งผลต่อมูลค่าของบริษัท หลังจากนั้นต่อมาในปี ค.ศ. 1963 Modigliani และ Miller ได้มีการปรับปรุงทฤษฎีให้เสมือนจริงมากขึ้น โดยนำปัจจัยเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคลเข้ามาพิจารณาด้วย ทำให้ได้ข้อสรุปว่าบริษัทควรจะก่อหนี้ให้มากที่สุดเท่าที่ทำได้ เนื่องจากการก่อหนี้ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยซึ่งจะช่วยทำให้ประหยัดภาษีได้ ต่อมาในปี ค.ศ. 1977 Miller ได้มีการเพิ่มปัจจัยต่างๆเพื่อช่วยทำให้ทฤษฎีมีความสมจริงมากขึ้นไปอีก อันได้แก่ ภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) จึงทำให้เกิดเป็นทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) ที่กล่าวว่าบริษัทควรเลือกโครงสร้างทุนที่อยู่ในจุดที่เหมาะสมที่สุดของบริษัท (Optimal leverage) ซึ่งมาจากการเปรียบเทียบต้นทุนและผลประโยชน์ ซึ่งได้แก่ผลประโยชน์ทางภาษี (Interest tax shield) และต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy costs) เพื่อหาจุดที่ทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด เนื่องจากการกู้ยืมเงินจากธนาคารจะทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์ทางภาษี จากการที่สามารถนำค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยมาช่วยลดภาษีได้ แต่เมื่อกู้ยืมมากเกินไปก็ทำให้เกิดความเสี่ยงที่จะล้มละลายมากขึ้นตามไปด้วย ดังนั้นบริษัทแต่ละบริษัทจึงมีการกำหนดระดับหนี้สินที่เหมาะสม (Target Debt Ratio) ซึ่งก็คือจุดที่ผู้บริหารคิดว่าเหมาะสมที่กับบริษัทที่สุดแล้ว เมื่อโครงสร้างทุนของบริษัทมีการเบี่ยงเบนจากระดับที่เหมาะสม บริษัทจะพยายามปรับให้กลับไปอยู่ที่ระดับที่เหมาะสมที่สุด

2.1.2 ทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking order)

เกิดมาจากการศึกษาของ Myers and Majluf ในปี ค.ศ. 1984 ที่ว่าบริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนโดยคำนึงถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) เป็นหลัก โดยมีสมมติฐานหลัก 2 ข้อ ได้แก่ 1. ผู้บริหารรู้ข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงและความเสี่ยงของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก 2. ผู้บริหารจะทำเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นปัจจุบัน โดยจากการที่ผู้บริหารและนักลงทุนภายนอกมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่ไม่เท่ากัน และการที่นักลงทุน

ภายนอกู้ถึงปัญหาในข้อนี้ ทำให้นักลงทุนมองว่าการเลือกแหล่งเงินทุนสะท้อนถึงข้อมูลภายในของบริษัท โดยจะมองว่าผู้บริหารจะออกหุ้นต่อเมื่อมูลค่าของหุ้นสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) เพราะบริษัทจะได้ประโยชน์จากการขายหุ้นได้ในราคาที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการออกหุ้นสามัญ นักลงทุนภายนอกก็จะมองว่าราคานั้นสูงเกินไปและเสนอซื้อในราคาต่ำทำให้ราคาหุ้นของบริษัทตกลง

ดังนั้นเมื่อพิจารณาถึงต้นทุนข้อมูลข่าวสาร (Information Cost) พบว่าการระดมทุนโดยออกหุ้นจะมีต้นทุนข้อมูลข่าวสารสูงสุด บริษัทจึงเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนจากที่มีต้นทุนข้อมูลข่าวสารต่ำสุดก่อน โดยจะใช้จากแหล่งเงินทุนภายในเนื่องจากเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีและจะมีกำไรต่อไปในอนาคต และเมื่อแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอทำให้ต้องการแหล่งเงินจากภายนอกองค์กร บริษัทจะเลือกการก่อหนี้สินก่อน สุดท้ายหากไม่เพียงพอจึงจะออกหุ้นสามัญเป็นทางเลือกสุดท้าย ซึ่งจะเห็นได้ว่าทฤษฎีนี้มองว่าไม่มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดสำหรับบริษัทอย่างเช่นในทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) แต่มองว่าในการเลือกระดมทุนผู้บริหารควรเลือกแหล่งเงินทุนที่ก่อให้เกิดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารน้อยที่สุด

2.1.3 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information)

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารเกิดจากการที่ผู้บริหารรู้เรื่องภายในบริษัท ซึ่งได้แก่มูลค่าที่แท้จริงและความเสี่ยงของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ในขณะที่นักลงทุนทำได้เพียงคาดเดามูลค่าที่ควรจะเป็นของบริษัทและใช้การคาดเดานี้ช่วยในการตัดสินใจลงทุน ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการออกหุ้นเพิ่ม นักลงทุนจึงมองว่าผู้บริหารมีแรงจูงใจบางอย่างที่เลือกทำเช่นนั้น โดยที่ผ่านมามีพบว่าผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะออกหุ้นเพิ่มก็ต่อเมื่อราคาหุ้นในปัจจุบันมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) ทำให้นักลงทุนมองว่าการออกหุ้นเพิ่มเป็นสัญญาณในเชิงลบและส่งผลให้ราคาหุ้นตกลง ในทางตรงกันข้ามเมื่อราคาหุ้นในปัจจุบันของบริษัทมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalued) ผู้บริหารก็จะตัดสินใจไม่ออกหุ้นเพิ่ม และอาจจะซื้อหุ้นกลับคืนแทน

นอกจากนี้จากงานศึกษาของ Myers ในปี ค.ศ.1984 พบว่าปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารจะส่งผลให้เกิดปัญหาการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Investment Inefficiency) ตามมา เนื่องจากการระดมทุนจากการออกหุ้นสามัญนั้นมีต้นทุนที่สูงอันเนื่องมาจากการที่นักลงทุนมักจะมองว่าการออกหุ้นเป็นสัญญาณเชิงลบและส่งผลให้ราคาหุ้นตกลง รวมทั้งมีขั้นตอนอันยุ่งยาก ดังนั้นหากบริษัทเลือกระดมทุนโดยการออกหุ้น อาจทำให้บริษัทปฏิเสธโอกาสในการลงทุนในโครงการที่มีผลกำไรดีหรือ NPV เป็นบวก ทำให้เกิดปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underinvestment Problem) ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาดังกล่าวจึงเกิดทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) ที่ว่าบริษัทควรเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน หนี้สินและการออกหุ้นสามัญตามลำดับ

2.2 งานศึกษาที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 งานศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking Order)

หลังจากที่มีทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) และทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking Order) ออกมา ได้มีงานศึกษาที่ออกมาทำการทดสอบประสิทธิภาพของทั้ง 2 ทฤษฎีนี้จำนวนมาก เริ่มจากงานศึกษาของ Syam-Sunder และ Mayers ในปี ค.ศ.1999 ที่ศึกษาประสิทธิภาพในการอธิบายโครงสร้างเงินทุนของทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) เปรียบเทียบกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) ว่าทฤษฎีไหนสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ดีกว่ากัน ซึ่งจากการทดสอบพบว่าทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้ดีกว่าทฤษฎีทางเลือก (Trade off) โดยหากอ้างอิงจากทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอก ก็ต่อเมื่อเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในไม่พอหรืออาจเรียกได้ว่าเกิดภาวะขาดเงิน ซึ่ง Syam-Sunder และ Mayers สามารถเขียนสมการอธิบายภาวะขาดเงินได้ ดังนี้

$$DEF_{it} = Div_{it} + X_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it}$$

โดยที่ DEF_{it} = ภาวะขาดเงินของบริษัท i ณ ปีที่ t

Div_{it} = กระแสเงินสดจ่ายเงินปันผลของบริษัท i ณ ปีที่ t

X_{it} = กระแสเงินสดที่ใช้ไปในการลงทุนของบริษัท i ณ ปีที่ t

ΔW_{it} = การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท i ณ ปีที่ t

R_{it} = หนี้สินที่จะครบกำหนดชำระภายใน 1 ปีของบริษัท i ณ ต้นปีที่ t

C_{it} = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักดอกเบี้ยและภาษีของบริษัท i ณ ปีที่ t

และสามารถเขียนสมการเพื่อทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking Order Theory) ได้ ดังนี้

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + e_{it}$$

โดยที่ ΔD_{it} = ปริมาณการระดมทุนผ่านหนี้สินของบริษัท i ในปีที่ t

จากสมการถ้าสัมประสิทธิ์หน้า DEF_{it} มีค่าเป็นบวกแสดงว่าบริษัทต้องระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งถ้าหากทฤษฎีลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking Order) เป็นจริงแล้วสัมประสิทธิ์หน้า DEF_{it} จะต้องมีค่าเข้าใกล้ 1 เนื่องจากแสดงให้เห็นว่าภาวะการขาดเงินของบริษัท ถูกชดเชยด้วยการกู้ยืมทั้งหมด

อย่างไรก็ตามในปี ค.ศ. 2000 ได้มีงานศึกษาของ Chirinko และ Singha ออกมาแย้งแบบจำลองของ Shyam-Sunder และ Myers โดยบอกว่าแบบจำลองนี้ไม่สามารถอธิบายการระดมทุนของบริษัทได้ เพราะหากบริษัทมีการระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญเป็นทางเลือกสุดท้ายเมื่อไม่สามารถระดมทุนด้วยการก่อหนี้ได้แล้วเพราะข้อจำกัดในเรื่องความสามารถในการก่อหนี้ ดังนั้นแล้วค่าสัมประสิทธิ์ของ DEF_{it} ก็จะไม่เท่ากับ 1 ทั้งที่บริษัททำตามทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน

นอกจากนี้ที่ผ่านมามีการศึกษาเกี่ยวกับลำดับชั้นการระดมทุนในประเทศต่างๆ ค่อนข้างมาก โดยในปี ค.ศ. 1996 Helwege และ Liang ได้ทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) กับบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา เพื่อดูว่าบริษัทมีลำดับชั้นในการเลือกระดมทุนอย่างไร ซึ่งจากการศึกษาพบว่าบริษัทมีการเลือกระดมทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) คือ ระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน การก่อหนี้และการออกหุ้น ตามลำดับ นอกเหนือจากนั้นยังมีงานศึกษาของ De Hann และ Hinlopen ในปี ค.ศ. 2002 ที่ทดสอบลำดับชั้นการระดมทุน (Pecking Order) จากกลุ่มตัวอย่างในประเทศเนเธอร์แลนด์ โดยพบว่าบริษัทจะเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน การออกหุ้นสามัญ และการออกหุ้นกู้ ตามลำดับ

ต่อมาในปี ค.ศ. 2003 Frank และ Goyal ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) กับบริษัทในประเทศอเมริกา โดยใช้แบบจำลองที่ปรับปรุงจากของ Syam-Sunder และ Mayers โดยได้ตัดตัวแปรหนี้สินที่จะครบกำหนดชำระใน 1 ปีออกไปจากการคำนวณ เนื่องจากทดสอบพบว่าตัวแปรดังกล่าวไม่ควรจะอยู่ในการคำนวณ จึงสามารถเขียนเป็นสมการใหม่ได้ดังนี้

$$DEF_{it} = Div_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - C_{it} = \Delta D_{it} + \Delta E_{it}$$

โดย Frank และ Goyal พบว่าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอต่อการทดแทนภาวะขาดเงิน บริษัทส่วนใหญ่จึงมีการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกจำนวนมาก และพบว่าทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุนไม่สามารถใช้ในการอธิบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทได้ทั้งหมด เนื่องจากพบว่าบริษัทขนาดเล็กไม่ได้มีการระดมทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นของการลงทุน (Pecking Order) ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่จะทำตามมากกว่า จากนั้นในปี ค.ศ. 2007 Frank และ Goyal ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงความแตกต่างของการระดมทุนของบริษัทจำกัด บริษัทมหาชนขนาดเล็กและบริษัทมหาชนขนาดใหญ่ โดยพบว่าบริษัทจำกัดจะใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในและเงินกู้ยืมจากธนาคาร ส่วนบริษัทมหาชนที่มีขนาดเล็กจะเลือกการออกหุ้น ในขณะที่บริษัทมหาชนขนาดใหญ่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในและการออกหุ้นกู้เป็นส่วนใหญ่

2.2.2 งานศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)

ในปี ค.ศ.1999 Syam-Sunder และ Mayers ได้ศึกษาประสิทธิภาพในการอธิบายโครงสร้างเงินทุนของทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) เปรียบเทียบกับทฤษฎี

ทางเลือก (Trade-off) ซึ่งในส่วนของทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) ระบุว่าบริษัทจะต้องมี Target Debt Ratio และเมื่ออัตราส่วนหนี้สินของบริษัทเบี่ยงเบนไปจาก Target Debt Ratio บริษัทก็จะพยายามปรับโครงสร้างเงินทุนให้กลับไปอยู่ที่ Target Debt Ratio ในที่สุด จึงสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta(D_{it}^* - D_{it-1}) + e_{it}$$

โดยที่ D_{it}^* คือ Target Debt Ratio และ β แสดงถึงความเร็วในการปรับเข้าหา Target Debt Ratio แต่เนื่องจากไม่สามารถหา Target Debt Ratio ของแต่ละบริษัทได้ จึงนำค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินย้อนหลัง 3 ปีมาใช้แทน

ซึ่งจากการสำรวจนโยบายการระดมทุนของบริษัท 392 บริษัท ในปี ค.ศ. 2001 ของ Graham และ Harvey พบว่าบริษัทส่วนใหญ่คำนึงถึงผลประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้ และมีการกำหนด Target Debt Ratio ไว้ โดยบริษัทขนาดใหญ่จะมีการกำหนด Target Debt Ratio มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และผลสำรวจยังชี้ให้เห็นว่าบริษัทขนาดเล็กนิยมระดมทุนด้วยการออกหุ้น เนื่องจากคิดว่าจะมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าการกู้ยืมเงิน นอกจากนี้จากงานศึกษาของ Horakimian, Opler และ Titman ในปี ค.ศ.2001 พบว่าบริษัทจะคำนึงถึงทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) ในระยะสั้น แต่ในที่สุดแล้วบริษัทจะมีการปรับโครงสร้างเงินทุนให้ไปตาม Target Debt Ratio ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีทางเลือก (Trade-off)

2.2.3 งานศึกษาเกี่ยวกับความสามารถในการกู้ยืมกับโครงสร้างเงินทุน

เพื่อแก้ปัญหาข้อขัดแย้งที่ Chirinko และ Singha มีต่อแบบจำลองของ Shyam-Sunder และ Myers ทำให้ในปี ค.ศ.2010 Lemmon และ Zender ได้นำโมเดลสมการที่อธิบายทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) ของ Shyam-Sunder และ Myers มาปรับปรุงโดยได้นำข้อจำกัดเรื่องความสามารถในการก่อหนี้เข้ามาพิจารณาด้วย โดยเนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินและภาวะขาดเงินเมื่อบริษัทเผชิญกับข้อจำกัดเรื่องความสามารถในการก่อหนี้เป็นเส้นโค้ง ดังนั้นจึงเพิ่มตัวแปรคือ DEF_{it}^2 เข้าไปเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งหากสัมประสิทธิ์หน้า DEF_{it}^2 มีค่าเป็นลบ แสดงว่าเมื่อภาวะขาดเงินมีมากขึ้นบริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินน้อยลง และใช้การออกหุ้นเพิ่มขึ้นแทน โดยสามารถเขียนสมการได้ ดังนี้

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta DEF_{it} + \gamma DEF_{it}^2 + e_{it}$$

จากการทดสอบกับกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่ม คือ บริษัทที่ถูกจำกัดความสามารถในการก่อหนี้หรือบริษัทขนาดเล็ก และที่ไม่ถูกจำกัดความสามารถในการก่อหนี้หรือบริษัทขนาดใหญ่ พบว่าบริษัทส่วนใหญ่จะระดมทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นการระดมทุน (Pecking Order) แต่เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีข้อจำกัดในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่จึงมีความจำเป็นที่จะต้องออกหุ้นมากกว่า

2.2.4 งานศึกษาเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารกับโครงสร้างเงินทุน

จากงานศึกษาของ Mayers และ Mailuf ในปี ค.ศ.1984 กล่าวว่าปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และทำให้เกิดเป็นทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) ในเวลาต่อมา และสามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่ามีแนวโน้มที่จะทำตามทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) มากกว่า ซึ่งขัดแย้งกับงานศึกษาของ Frank และ Goyal ในปี ค.ศ.2003 ที่พบว่าบริษัทขนาดเล็กซึ่งจะมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ กลับมีการระดมทุนจากการออกหุ้นมากกว่า และขัดแย้งกับงานศึกษาของ Leary และ Roberts ในปี ค.ศ. 2009 ซึ่งพบว่ากลุ่มบริษัทที่ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารต่ำจะมีแนวโน้มที่จะระดมทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) มากกว่า เช่นกัน

2.2.5 งานศึกษาเกี่ยวกับการปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน

ในปี ค.ศ. 1995 Rajan และ Zingales ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มประเทศ G7 โดยเลือกทดสอบแค่ 4 ปัจจัยได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และการเติบโต (Growth) เนื่องจากจากงานศึกษาที่ผ่านมาของ Bradley, Jarrel และ Kim ในปี ค.ศ.1984 Long และ Malitz ในปี ค.ศ. 1985 รวมทั้ง Harris และ Raviv ในปี ค.ศ. 1991 พบว่า 4 ปัจจัยในข้างต้นมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนมากที่สุด ซึ่งการที่แต่ละประเทศต่างก็มีนโยบายและระบบเศรษฐกิจที่แตกต่างกันน่าจะส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนต่างกันไปด้วย แต่จากผลการศึกษาพบว่าประเทศส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยที่ส่งผลและโครงสร้างเงินทุนไปในทิศทางเดียวกัน โดยสินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangibility) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินในทุกประเทศ ส่วนการเติบโต (Growth) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินในทุกประเทศ เช่นกัน ในขณะที่ขนาดของบริษัท (Size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกในทุกประเทศ ยกเว้นเยอรมัน และความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์เชิงลบในทุกประเทศ ยกเว้นเยอรมัน เช่นกัน

งานศึกษาที่ผ่านมาได้มีการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน รวมทั้งพยายามอธิบายถึงเหตุผลเบื้องหลังความสัมพันธ์เหล่านั้น แต่อย่างไรก็ตามพบว่าความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทต่อโครงสร้างเงินทุนเป็นเรื่องที่ซับซ้อนและยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่แน่ชัดได้ โดยจากทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) และทฤษฎีทางเลือก (Trade-off) จะสามารถอธิบายได้เป็น 2 ทฤษฎีที่แตกต่างกัน คือ

1. ขนาดของบริษัท (Size) เป็นตัวแทนของความน่าจะเป็นที่จะล้มละลาย (Probability of Bankruptcy) โดยบริษัทขนาดใหญ่มีความน่าจะเป็นที่จะล้มละลายต่ำ จึงสามารถ

กู้ยืมได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทำให้ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน กล่าวคือบริษัทขนาดใหญ่จะนิยมระดมทุนจากการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กและส่งผลให้มีสัดส่วนหนี้สินที่มากกว่า

2. ขนาดของบริษัท (Size) เป็นตัวแทนของข้อมูลข่าวสารที่นักลงทุนภายนอกมี ซึ่งบริษัทขนาดใหญ่มีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นจึงมีความน่าจะเป็นที่จะใช้การระดมทุนจากการออกหุ้นมากกว่า ทำให้ขนาดของบริษัท (Size) มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน กล่าวคือบริษัทขนาดใหญ่จะนิยมระดมทุนจากการออกหุ้นมากกว่าบริษัทขนาดเล็กและส่งผลให้มีสัดส่วนหนี้สินที่น้อยกว่า

โดยจากงานศึกษาของ Fama และ French ในปี ค.ศ. 2002 และงานศึกษาของ Frank และ Goyal ในปี ค.ศ. 2003 พบว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กที่มีการเติบโตสูงจะเลือกระดมทุนจากการออกหุ้นมากกว่า ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสาร (Asymmetric Information) และทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) และในทางกลับกันบริษัทขนาดใหญ่จะระดมทุนจากการก่อหนี้และทำตามทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) มากกว่า ทั้งนี้จากงานศึกษาของ Lemmon และ Zender ในปี ค.ศ. 2010 ได้ให้เหตุผลว่าเนื่องจากความสามารถในการก่อหนี้ที่จำกัด บริษัทขนาดเล็กจึงต้องเลือกระดมทุนผ่านการออกหุ้นมากกว่า

2.2.6 งานศึกษาในประเทศไทย

จากงานศึกษาของ Leardsaktanakul ในปี ค.ศ. 2001 ซึ่งทำการทดสอบลำดับขั้นการระดมทุนกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี ค.ศ. 1975-1996 พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการระดมทุนแบบ Reverse Pecking Order โดยบริษัทที่มีความสามารถในการก่อหนี้สูงจะเลือกระดมทุนจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าการก่อหนี้ ซึ่งการระดมทุนที่ไม่เหมาะสมเช่นนั้นอาจก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจได้ เห็นได้จากวิกฤตเศรษฐกิจในปี ค.ศ. 1997 ส่วนหนึ่งมาจากการที่บริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีความสามารถในการก่อหนี้สูงเลือกระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญแทนที่จะระดมทุนจากการกู้ยืมเงิน ทำให้สถาบันการเงินต้องมาปล่อยสินเชื่อให้กับบริษัทขนาดเล็กที่มีความสามารถในการก่อหนี้ต่ำแทน และเมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ บริษัทขนาดเล็กดังกล่าวก็ไม่สามารถจ่ายชำระหนี้สินได้ จึงส่งผลให้สถาบันการเงินจำนวนมากล้มละลายตามมา

ต่อมาในปี ค.ศ. 2004 Ngernsrisuk ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking order) กับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงหลังวิกฤตการณ์ปี ค.ศ. 1997 โดยทดสอบระหว่างปี ค.ศ. 1997-2002 พบว่าบริษัทในประเทศไทยเลือกแหล่งเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน การออกหุ้นสามัญ การก่อหนี้ ตามลำดับ

จากนั้นในปี ค.ศ. 2011 วรกันต์ ทองสว่าง ได้ทำการทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี ค.ศ. 2000-2010 พบว่าไม่ได้เป็นไปเป็นไปตามทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) อย่างเคร่งครัด และจากงานศึกษาของ วัชรกฤษณ์ สุบรรณรัตน์ ในปี ค.ศ. 2013 ซึ่งศึกษาลำดับชั้นการระดมทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี ค.ศ. 2008-2012 พบว่ามีการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน การออกหุ้นสามัญ การกู้ยืมจากธนาคาร และการออกหุ้นกู้ ตามลำดับ นอกจากนี้ยังพบว่าการออกหุ้นกู้เป็นที่นิยมในบริษัทขนาดใหญ่และเป็นบริษัทแนวหน้าของประเทศไทย และได้ให้เหตุผลของการที่ลำดับชั้นการระดมทุนของบริษัทในประเทศไทยเป็นเช่นนี้ว่ามาจากการที่บริษัทส่วนใหญ่ในประเทศไทยเป็นบริษัทเล็กและมีความสามารถในการกู้ยืมต่ำ



บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลและแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในงานศึกษาชิ้นนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งได้มาจาก Datastream โดยเป็นข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในระหว่างปี ค.ศ. 2010-2014 ซึ่งจะตัดบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ การเงิน และการประกันภัยออกเนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนที่ซับซ้อน ตัดบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการออกเนื่องจากมีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ รวมทั้งตัดบริษัทที่มีการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกมากกว่า 1 เท่าของสินทรัพย์ทั้งหมดเนื่องจากเป็นกรณีที่เกิดขึ้นน้อยครั้งและส่งผลทำให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนไปจากค่าเฉลี่ยที่แท้จริง นอกจากนี้บริษัทที่ไม่มีข้อมูลที่ครบถ้วนก็จะถูกตัดออกเช่นกัน จากนั้นจึงคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยประกอบไปด้วยบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ซึ่งวัดตามเกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets) และมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) รวมแล้วมีบริษัทที่ใช้ในการทดสอบทั้งสิ้น 252 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทขนาดเล็ก 126 บริษัท และบริษัทขนาดใหญ่ 126 บริษัท

3.2 วิธีการวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ใช้วิธีการทดสอบโดยใช้หลักสถิติการวิเคราะห์ข้อมูลสมการถดถอยตามวิธี Panel Data Regression แบบ Random Effects ซึ่งสมการที่ใช้ในการทดสอบนั้นดัดแปลงและปรับปรุงจากแบบจำลองที่ใช้ทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) ของ Frank และ Goyal ในปี 2003 โดยได้เพิ่มตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) เข้าไปเพื่อช่วยในการหาผลความแตกต่างของการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่และดูว่าแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยจะแบ่งขนาดของบริษัทตามเกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets) และมูลค่าราคาตลาด (Market Capitalization) โดยเฉลี่ยระหว่างปี 2010-2014

การทดสอบข้อมูลสมการถดถอยจะแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอน ในขั้นตอนแรกจะทดสอบเพื่อดูว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญมีการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เป็นสัดส่วนเท่าไรเมื่อมีความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอก ต่อมาจะทำการทดสอบด้วยการทดสอบว่าบริษัทมีการระดมทุนด้วย

การออกหุ้นเป็นสัดส่วนเท่าไรเมื่อมีความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอก เพื่อเป็นการตรวจสอบและยืนยันผลที่ได้จากขั้นตอนแรกว่าสอดคล้องและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

3.2.1 การทดสอบว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เท่าใด

การทดสอบนี้จะใช้วิธีการทดสอบด้วยวิธี Panel Data Regression กับแบบจำลองที่ปรับปรุงมาจากแบบจำลองของ Frank และ Goyal โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะดูความสัมพันธ์ระหว่าง ภาวะขาดเงิน (DEF) กับปริมาณการระดมทุนผ่านหนี้สินของบริษัท (ΔD) ซึ่งจากแบบจำลองของ Frank และ Goyal ได้ระบุนิยามและความสัมพันธ์ของตัวแปร ตามสมการดังต่อไปนี้

$$DEF_{it} = Div_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} - C_{it} = \Delta D_{it} + \Delta E_{it}$$

โดยที่ DEF_{it} = ภาวะขาดเงินของบริษัทหรือความต้องการการเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัท i ในปี t

Div_{it} = กระแสเงินสดจ่ายปันผล ของบริษัท i ในปี t

I_{it} = กระแสเงินสดที่ใช้ไปในการลงทุนของบริษัท i ในปี t

ΔW_{it} = การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) ของบริษัท i ณ ปี t

C_{it} = การแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและภาษี ของบริษัท i ณ ปี t

ΔD_{it} = ปริมาณการระดมทุนผ่านหนี้สินของบริษัท i ในปี t (คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของเงินกู้ระยะยาวและหุ้นกู้ของบริษัท)

ΔE_{it} = ปริมาณการระดมทุนผ่านการออกหุ้นของบริษัท i ในปี t (คำนวณจากการเปลี่ยนแปลงของหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนเกินมูลค่าหุ้นของบริษัท)

สำหรับแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้ มีการปรับปรุงเพื่อให้สามารถดูผลความแตกต่างของการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ได้ โดยจะมีการแบ่งขนาดของบริษัทโดยใช้เกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets) และมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) เฉลี่ย 5 ปี และเพิ่มตัวแปรหุ่น คือ Large เข้าไป เพื่อแสดงให้เห็นความแตกต่างของพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ดังสมการต่อไปนี้

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \delta_0 Large + \delta_1 Large \times DEF_{it} + e_{it}$$

โดยกำหนดให้ $Large = 1$ เมื่อเป็นบริษัทขนาดใหญ่ (บริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดหรือมูลค่าตามราคาตลาดโดยเฉลี่ยระหว่างปี 2010-2014 สูงที่สุด จำนวน 1/3 ของบริษัททั้งหมด)

$Large = 0$ เมื่อเป็นบริษัทขนาดเล็ก (บริษัทที่มีมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด หรือมูลค่าตามราคาตลาดโดยเฉลี่ยระหว่างปี 2010-2014 ต่ำที่สุด จำนวน 1/3 ของบริษัททั้งหมด)

นอกจากนี้เนื่องจากการทดสอบของงานวิจัยชิ้นนี้ต้องการรู้ผลความแตกต่างของสัดส่วนการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงต้องควบคุมเรื่องความแตกต่างของขนาดของบริษัท โดยการนำตัวแปรทั้งหมดมาหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท

เมื่อนำสมการข้างต้นมาทดสอบด้วยวิธี Panel Data Regression เพื่อดูความสัมพันธ์ของตัวแปรภาวะขาดเงิน (DEF) กับการเปลี่ยนแปลงของหนี้สิน (ΔD) ซึ่งสัมพันธ์กับหน้าตัวแปร DEF จะเป็นค่าที่บอกว่าเมื่อบริษัทมีความต้องการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก บริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เป็นสัดส่วนเท่าไรต่อความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกทั้งหมด

โดยสิ่งที่งานวิจัยนี้สนใจคือความแตกต่างของพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ดังนั้นจึงสนใจสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรหนี้ในสมการ ซึ่งเมื่อคำนึงถึงขนาดของบริษัทและแทนค่าเข้าไปในสมการ จะได้ว่า

$$E(\Delta D|DEF, Large = 0) = \alpha + \beta_1 DEF_{it}$$

$$E(\Delta D|DEF, Large = 1) = (\alpha + \delta_0) + (\beta_1 + \delta_1) DEF_{it}$$

จากสมการ ค่า δ_0 เป็นค่าที่บอกถึงความแตกต่างของปริมาณการระดมทุนจากการก่อหนี้สินของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ที่เป็นค่าคงที่ ในขณะที่ค่า δ_1 เป็นค่าที่แสดงถึงความแตกต่างของความสัมพันธ์ของภาวะขาดเงินกับการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ซึ่งจะสามารถบอกได้ว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้เมื่อมีความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอกต่างกันเป็นสัดส่วนเท่าไร

โดยผลที่ได้นี้นั้นหากเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) บริษัทขนาดเล็กซึ่งมีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ จะหลีกเลี่ยงการออกหุ้นและจะใช้ระดมทุนจากการก่อหนี้มากกว่า ดังนั้นผลที่คาดว่าจะได้คือค่า δ_0 หรือ δ_1 มีค่าติดลบ ในทางกลับกันถ้าหากบริษัทคำนึงถึงข้อจำกัดเรื่องความสามารถในการก่อหนี้มากกว่า เมื่อมีความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทขนาดเล็กจะใช้เวลาระดมทุนจากการก่อหนี้น้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นผลที่คาดว่าจะได้คือค่า δ_0 หรือ δ_1 มีค่าเป็นบวก โดยสิ่ง

ที่สำคัญคือหากบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีพฤติกรรมการระดมทุนที่แตกต่างกันอย่าง ดังนั้นแล้ว ค่า δ_0 หรือ δ_1 จะต้องมีนัยสำคัญทางสถิติ

3.2.2 การทดสอบว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีส่วนการระดมทุนด้วยการออกหุ้นเท่าใด

เพื่อเป็นการตรวจสอบและยืนยันผลที่ได้จากการทดสอบในขั้นแรก ในขั้นตอนนี้ จะเปลี่ยนไปทดสอบเพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่าง ภาวะขาดเงิน (DEF) กับปริมาณการระดมทุนผ่านการออกหุ้นของบริษัท (ΔE) และดูว่าผลที่ได้สอดคล้องไปในทิศทางเดียวกันกับการทดสอบในขั้นตอนแรกหรือไม่ โดยจะทำการทดสอบด้วยวิธี Panel Data Regression กับสมการดังต่อไปนี้

$$\Delta E_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \delta_0 Large + \delta_1 Large \times DEF_{it} + e_{it}$$

ผลที่ได้นั้นควรจะสอดคล้องกับการทดสอบในขั้นตอนแรก กล่าวคือค่า δ_0 หรือ δ_1 ที่ได้จากการทดสอบนี้จะมีค่าไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการทดสอบในขั้นตอนแรก เนื่องจากหากเป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นการลงทุน (Pecking Order) บริษัทขนาดเล็กจะหลีกเลี่ยงการออกหุ้น ทำให้มีการระดมทุนจากการออกหุ้นน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นผลที่คาดว่าจะได้คือค่า δ_0 หรือ δ_1 มีค่าเป็นบวก ในทางกลับกันถ้าหากบริษัทคำนึงถึงข้อจำกัดเรื่องความสามารถในการก่อหนี้มากกว่า บริษัทขนาดเล็กจะเลือกใช้การระดมทุนผ่านการออกหุ้นมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ดังนั้นผลที่คาดว่าจะได้คือค่า δ_0 หรือ δ_1 มีค่าเป็นลบ

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา

บริษัทที่ใช้ในการทดสอบเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) และมีข้อมูลในฐานข้อมูล Datastream ในระหว่างปี ค.ศ. 2010-2014 โดยตัดธุรกิจในกลุ่มธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ การเงิน และการประกันภัยออก เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนที่ซับซ้อน รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการเนื่องจากมีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ จากนั้นจึงคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยประกอบไปด้วย บริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ซึ่งแบ่งตามเกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets) และมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ทำให้มีกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ใช้ในการทดสอบทั้งสิ้น 252 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทขนาดเล็ก 126 บริษัท และบริษัทขนาดใหญ่ 126 บริษัท โดยข้อมูลทางสถิติของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด อันประกอบไปด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) สามารถแสดงได้ตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลสถิติแสดงมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดและมูลค่าราคาตลาดของกลุ่มตัวอย่าง

(หน่วย: ล้านบาท)

	Mean	Std. Dev	Maximum	Minimum
<u>Total Assets</u>				
Full Sample	29,316	112,638	1,558,060	7
Large firms	57,577	154,485	1,558,060	6,850
Small firms	1,055	423	1,808	7
<u>Market Capitalization</u>				
Full Sample	24,678	81,227	881,095	11
Large firms	48,667	109,946	881,095	4,699
Small firms	689	314	1,238	11

เมื่อพิจารณาสัดส่วนการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ จากข้อมูลปริมาณการระดมทุนผ่านแหล่งเงินทุนภายนอกด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด การระดมทุนผ่านการก่อหนี้สินด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด และการระดมทุนผ่านการออกหุ้นส่วนด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด โดยเฉลี่ยของแต่ละปี ในระหว่างปี ค.ศ. 2010-2014 ไม่ว่าจะใช้เกณฑ์ในการแบ่งขนาดจากการวัดจากมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset) หรือการวัดจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ก็ตาม พบว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีสัดส่วนการระดมทุนผ่านการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้น และในทางกลับกันพบว่าบริษัทขนาดเล็กจะมีสัดส่วนการระดมทุนผ่านการออกหุ้นมากกว่าการก่อหนี้ ดังที่แสดงให้เห็นในตารางที่ 4.2 และ 4.3

ตาราง 4.2 สัดส่วนการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่อสินทรัพย์ของบริษัทซึ่งแบ่งตามเกณฑ์มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets)

	2010	2011	2012	2013	2014
<u>Large firms</u>					
Net debt issued/Total assets	0.0233	0.0299	0.0251	0.0216	0.0197
Net equity issued/Total assets	0.0082	0.0149	0.0111	0.0213	0.0102
Financing deficit/Total assets	0.0316	0.0450	0.0363	0.0431	0.0301
<u>Small firms</u>					
Net debt issued/Total assets	-0.0096	-0.0054	0.0135	0.0007	0.0225
Net equity issued/Total assets	-0.0031	0.0009	0.0260	0.0914	0.0519
Financing deficit/Total assets	-0.0127	-0.0045	0.0395	0.0921	0.0744

ตาราง 4.3 สัดส่วนการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่อสินทรัพย์ของบริษัทซึ่งแบ่งตามเกณฑ์มูลค่าราคาตลาด (Market Capitalization)

	2010	2011	2012	2013	2014
<u>Large firms</u>					
Net debt issued/Total assets	0.0201	0.0214	0.0254	0.0187	0.0207
Net equity issued/Total assets	0.0077	0.0168	0.0124	0.0255	0.0078
Financing deficit/Total assets	0.0279	0.0382	0.0378	0.0442	0.0285
<u>Small firms</u>					
Net debt issued/Total assets	-0.0168	-0.0026	0.0157	0.0088	0.0213
Net equity issued/Total assets	0.0056	0.0015	0.0314	0.0803	0.0483
Financing deficit/Total assets	-0.0112	-0.0010	0.0471	0.0715	0.0696

4.2 การทดสอบว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการก่อหนี้เท่าใด

ทดสอบโดยใช้วิธี Panel Data Regression เพื่อดูความแตกต่างของพฤติกรรมการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ โดยใช้แบบจำลองที่แสดงด้านล่าง ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสามารถแสดงให้เห็นด้วยค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ในตารางที่ 4.4 และผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression) ในตารางที่ 4.5

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \delta_0 Large + \delta_1 Large \times DEF_{it} + e_{it}$$

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรแยกตามขนาดของบริษัท

	By Total Assets	By Market Cap.
<u>Large firms</u>		
Correlation between ΔD and DEF	0.8553	0.8248
P-Value	0.0000	0.0000
<u>Small firms</u>		
Correlation between ΔD and DEF	0.6110	0.6604
P-Value	0.0000	0.0000

จากตารางที่ 4.4 จะเห็นได้ว่าความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัท (DEF) กับปริมาณการระดมทุนผ่านหนี้สินของบริษัท (ΔD) มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างมาก และเป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อพิจารณาแยกตามกลุ่มขนาดพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัท (DEF) กับปริมาณการระดมทุนผ่านหนี้สินของบริษัท (ΔD) ในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่จะมีค่ามากกว่าในกลุ่มบริษัทขนาดเล็ก

ตารางที่ 4.5 ความสัมพันธ์จากแบบจำลองสมการถดถอย

	By Total Asset (1)	By Market Cap. (2)
Constant (α)	-0.0098*	-0.0143*
Financing deficit (β_1)	0.3756*	0.4557*
Large (δ_0)	0.0066**	0.0115*
Large x Financing deficit (δ_1)	0.3561*	0.2256*
N	1260	1260
Adj. R2	0.5219	0.5252

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

**มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากตารางที่ 4.5 จะเห็นว่าไม่ว่าจะเรียงลำดับขนาดของบริษัทตามเกณฑ์การวัดจากมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset) หรือการวัดจากมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ก็ตาม ผลที่ได้จากแบบจำลองก็ยังคงสอดคล้องกัน โดยจะเห็นได้ว่าในคอลัมน์ที่ (1) และ (2) ค่า β_1 มีค่าเท่ากับ 0.3756 และ 0.4557 ตามลำดับ กล่าวได้ว่าบริษัทขนาดเล็กจะใช้การระดมทุนผ่านการก่อหนี้เป็นสัดส่วน 37.56% และ 45.57% ของการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกทั้งหมด ในขณะที่ δ_1 มีค่าเท่ากับ 0.3561 และ 0.2256 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีการระดมทุนผ่านการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กเป็นสัดส่วน 35.61% และ 22.56% ตามลำดับ นอกจากนี้ค่า δ_0 ซึ่งมีค่าเป็นบวกยังแสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีการระดมทุนผ่านการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กเป็นค่าคงที่ค่าหนึ่งเสมออีกด้วย

4.3 การทดสอบว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีสัดส่วนการระดมทุนด้วยการออกหุ้นเท่าใด

เพื่อเป็นการตรวจสอบและยืนยันผลที่ได้จากขั้นตอนก่อนหน้านี้ จะทำการทดสอบโดยใช้วิธี Panel Data Regression โดยใช้แบบจำลองที่แสดงให้เห็นด้านล่าง ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสามารถแสดงให้เห็นด้วยค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ในตารางที่ 4.6 และผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย (Regression) ในตารางที่ 4.7

$$\Delta E_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \delta_0 Large + \delta_1 Large \times DEF_{it} + e_{it}$$

ตารางที่ 4.6 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรแยกตามขนาดของบริษัท

	By Total Assets	By Market Cap.
<u>Large firms</u>		
Correlation between ΔE and DEF	0.5178	0.5630
P-Value	0.0000	0.0000
<u>Small firms</u>		
Correlation between ΔE and DEF	0.7888	0.7279
P-Value	0.0000	0.0000

จากตารางที่ 4.6 จะเห็นได้ว่าความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัท (DEF) กับปริมาณการระดมทุนผ่านการออกหุ้นของบริษัท (ΔE) มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างมาก และเป็นไปในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อพิจารณาแยกตามกลุ่มขนาดพบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัท (DEF) กับปริมาณการระดมทุนผ่านการออกหุ้นของบริษัท (ΔE) ในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กจะมีค่ามากกว่าในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่

ตารางที่ 4.7 ความสัมพันธ์จากแบบจำลองสมการถดถอย

	By Total Asset	By Market Cap.
	(1)	(2)
Constant (α)	0.0098*	0.0143*
Financing deficit (β_1)	0.6244*	0.5443*
Large (δ_0)	-0.0066**	-0.0115*
Large x Financing deficit (δ_1)	-0.3561*	-0.2256*
N	1260	1260
Adj. R2	0.5820	0.5002

*มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

**มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากตาราง 4.7 จะเห็นได้ว่าผลที่ได้สอดคล้องกับการทดสอบในขั้นตอนก่อนหน้า โดยในคอลัมน์ที่ (1) และ (2) จะเห็นได้ว่า β_1 มีค่าเท่ากับ 0.6244 และ 0.5443 ตามลำดับ กล่าวได้ว่าบริษัทขนาดเล็กจะใช้การระดมทุนผ่านการออกหุ้นเป็นสัดส่วน 62.44% และ 54.43% ของการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกทั้งหมด ในขณะที่ δ_1 มีค่าเท่ากับ -0.3561 และ -0.2256 ตามลำดับ ค่าที่เป็นลบแสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่มีการระดมทุนผ่านออกหุ้นน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็กเป็นสัดส่วน 35.61% และ 22.56% ตามลำดับ นอกจากนี้ค่า δ_0 ที่มีค่าเป็นลบยังแสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีการระดมทุนผ่านการออกหุ้นน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็กเป็นค่าคงที่ค่าหนึ่งเสมออีกด้วย

จากผลที่ได้จากการทดสอบในข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า เมื่อต้องการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จะคำนึงถึงความสามารถในการก่อหนี้เป็นหลัก ดังที่ปรากฏในผลจากการทดสอบจะเห็นได้ว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีสัดส่วนการระดมทุนผ่านการก่อหนี้ต่อการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกมากกว่าบริษัทขนาดเล็กในสัดส่วนที่ค่อนข้างมากและมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเหตุผลก็เนื่องมาจากบริษัทขนาดใหญ่มีเครดิตที่ดีกว่าและมีต้นทุนในการกู้ยืมเงินจากธนาคารที่ต่ำกว่า ทำให้มี

ความสามารถในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก โดยการระดมทุนเช่นนี้จะขัดกับทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) ที่ระบุว่าบริษัทจะระดมทุนโดยคำนึงถึงความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสารเป็นหลัก (Asymmetric Information) ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นแล้วบริษัทที่มีขนาดเล็กจะต้องหลีกเลี่ยงการออกหุ้นและไประดมทุนจากการก่อหนี้แทน และผลที่ได้ก็ควรจะออกมาว่าบริษัทขนาดเล็กมีการระดมทุนผ่านการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานศึกษาชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย โดยทำการทดสอบหาความแตกต่างของพฤติกรรมการลงทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ เพื่อให้ได้ข้อสรุปว่าบริษัทในประเทศไทยคำนึงถึงปัญหาความสามารถในการก่อหนี้หรือความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่ากัน เนื่องจากการเลือกระดมทุนโดยคำนึงถึงปัญหาที่ต่างกันข้างต้นจะส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้ามกัน หากคำนึงถึงความสามารถในการก่อหนี้ จะส่งผลให้บริษัทขนาดใหญ่มีการระดมทุนโดยใช้สัดส่วนหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการก่อหนี้ได้มากกว่า ในทางกลับกันหากคำนึงถึงปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร บริษัทขนาดเล็กจะมีสัดส่วนการระดมทุนด้วยหนี้สินมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่า

ซึ่งผลการทดสอบจะช่วยให้สามารถวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย และช่วยในการตัดสินใจลงทุน โดยหากผลการวิจัยออกมาว่าบริษัทคำนึงถึงความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารมากกว่า แสดงให้เห็นว่าบริษัทในประเทศไทยอาจไม่ได้กู้ยืมเงินในสัดส่วนที่เหมาะสมกับความสามารถในการกู้ยืม กล่าวคือบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนการกู้ยืมที่มากกว่าบริษัทใหญ่ทั้งๆที่มีความเสี่ยงมากกว่า ส่งผลให้มีความเสี่ยงที่จะล้มละลายมาก ในทางกลับกันหากผลการวิจัยออกมาว่าบริษัทคำนึงถึงความสามารถในการกู้ยืมมากกว่า กล่าวคือบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนการออกหุ้นสามัญจำนวนมาก แสดงให้เห็นว่าบริษัทเล็กเหล่านั้นอาจเผชิญกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร โดยนักลงทุนจะคิดว่าบริษัทจะออกหุ้นเมื่อราคาหุ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งความจริงแล้วอาจเกิดจากการที่บริษัทขนาดเล็กมีความต้องการเงินทุนมากแต่มีความสามารถในการกู้ยืมน้อย จึงส่งผลให้ต้องหาแหล่งเงินทุนเพิ่มจากการออกหุ้น มิได้เกิดจากการที่ผู้บริหารเห็นว่าราคาหุ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ในงานศึกษาชิ้นนี้ได้ทำการทดสอบกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ในระหว่างปี ค.ศ. 2010-2014 จำนวน 256 บริษัท ซึ่งได้ตัดบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ การเงิน และการประกันภัยออก

เนื่องจากมีโครงสร้างเงินทุนที่ซับซ้อน และตัดบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการออกเนื่องจากมีวัตถุประสงค์ที่แตกต่างจากบริษัทอื่นๆ

หลังจากทำการทดสอบโดยใช้แบบจำลองที่ปรับปรุงมาจากแบบจำลองที่ใช้ทดสอบทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) ของ Frank และ Goyal ในปี 2003 โดยได้เพิ่มตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) เข้าไปเพื่อช่วยในการหาผลความแตกต่างของการระดมทุนของบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ ได้ผลจากการทดสอบว่าบริษัทในประเทศไทยจะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกโดยคำนึงถึงความสามารถในการก่อหนี้เป็นหลัก ซึ่งเห็นได้จากการที่บริษัทขนาดใหญ่มีส่วนการระดมทุนผ่านการก่อหนี้ต่อการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกมากกว่าบริษัทขนาดเล็กในส่วนที่ค่อนข้างมากและมีนัยสำคัญทางสถิติ

ดังนั้นจากงานวิจัยสามารถกล่าวได้ว่าการที่บริษัทในประเทศไทยมีการระดมทุนโดยคำนึงถึงความสามารถในการก่อหนี้เป็นสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับการระดมทุนตามทฤษฎีลำดับชั้นการลงทุน (Pecking Order) แสดงให้เห็นว่าบริษัทในประเทศไทยอาจจะประสบกับปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underinvestment Problem) โดยเฉพาะบริษัทขนาดเล็กที่มีปัญหาเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) มาก ดังนั้นจากผลการศึกษานี้จะช่วยแสดงให้เห็นนักลงทุนเห็นว่าการที่บริษัทขนาดเล็กเลือกระดมทุนจากการออกหุ้นนั้นอาจจะเกิดจากการที่บริษัทมีข้อจำกัดเรื่องความสามารถในการก่อหนี้ ไม่ได้เกิดจากการออกหุ้นเมื่อราคาหุ้นสูงเกินกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น

รายการอ้างอิง

Articles

- Chirinko, R.S., Singha, A.R. (2000). Testing Static Tradeoff Theory Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment. *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425.
- De Haan, L., Hinloopen, J. (2003). Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms. *Journal of Empirical Finance*, 10, 661-681.
- De Jong, A., Veld, C. (2001). An empirical analysis of incremental capital structure decision under Managerial entrenchment. *Journal of Banking and Finance*, 25, 1857-1895.
- Fama, E., French, K. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Prediction about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Flannery, M.J., Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79, 469-506.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2003). Testing the pecking order theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2007). Trade-off and Pecking Order theories of debt. *Handbook of Corporate Finance*, 2, 136-197.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decision: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38, 1-37.
- Harris, M., Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, 297-355
- Helwege, J., Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, 40, 429-458.
- Hovakmian, A., Opler, T., Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.

- Leary, M.T., Roberts, M.R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95, 332-355.
- Lemmon, M.L., Zender, J.F. (2010). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 1167-1187.
- Mogigliani, F. and Miller, M (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mogigliani, F. and Miller, M (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S.C. (1997). Determinant of Capital borrowing. *Journal of Finance Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S.C., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Shyam-Sunder, L., Myers., S.C. (1999). Testing Static Tradeoff Theory Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988). The Determinant of Capital Structure choice. *Journal of Finance*, 43, 1-18.

Thesis

- Leardsaktanakul, I. (2001). An Empirical Study on Pecking Order Theory with Thai Firms: Financial Hierarchy Test. (Master's thesis). Thammasart University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Ngernrsrisuk, W. (2004). An Empirical Study on Pecking Order Theory with Thai Firms: Financial Hierarchy Test after Crisis(1997). (Master's thesis). Thammasart University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Saichonpitak, B. (2010). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from listed firms in the stock exchange of Thailand (SET). (Master's thesis). Thammasart University, Faculty of Commerce and Accountancy.

- Subunnarut. V. (2013). Financing Behavior and Preference Hierarchies in Thai Firms. (Master's thesis). Thammasart University, Faculty of Commerce and Accountancy.
- Thongsawang. V. (2011). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence in the Stock Exchange of Thailand. (Master's thesis). Thammasart University, Faculty of Commerce and Accountancy.





ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

การทดสอบว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีส่วนการระดมทุน
ด้วยการก่อหนี้เท่าใด

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์

แบ่งขนาดบริษัทตามสินทรัพย์ (Total Assets)

```
. pwcorr deltax def if large==1,sig
```

	deltad	def
deltad	1.0000	
def	0.8553 0.0000	1.0000

```
. pwcorr deltax def if large==0,sig
```

	deltad	def
deltad	1.0000	
def	0.6110 0.0000	1.0000

แบ่งขนาดบริษัทตามมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization)

```
. pwcorr deltax def if large==1,sig
```

	deltad	def
deltad	1.0000	
def	0.8248 0.0000	1.0000

```
. pwcorr deltax def if large==0,sig
```

	deltad	def
deltad	1.0000	
def	0.6604 0.0000	1.0000

การวิเคราะห์สมการถดถอย

แบ่งขนาดบริษัทตามสินทรัพย์ (Total Assets)

. xtreg deltax def large large_def, re

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =    1260
Group variable: firm                        Number of groups =     252

R-sq:  within = 0.5211                      Obs per group:  min =     5
        between = 0.5450                      avg =           5.0
        overall = 0.5219                      max =           5

Random effects u_i ~ Gaussian              wald chi2(3)    =   1371.20
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Prob > chi2     =     0.0000

```

deltad	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
def	.3755666	.0155529	24.15	0.000	.3450835	.4060496
large	.0066458	.0035978	1.85	0.065	-.0004058	.0136974
large_def	.356108	.0308351	11.55	0.000	.2956722	.4165437
_cons	-.0098354	.0024816	-3.96	0.000	-.0146993	-.0049716
sigma_u	0					
sigma_e	.06030049					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

แบ่งขนาดบริษัทตามมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization)

. xtreg deltax def large large_def, re

```

Random-effects GLS regression                Number of obs   =    1260
Group variable: firm                        Number of groups =     252

R-sq:  within = 0.5469                      Obs per group:  min =     5
        between = 0.4787                      avg =           5.0
        overall = 0.5252                      max =           5

Random effects u_i ~ Gaussian              wald chi2(3)    =   1393.70
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Prob > chi2     =     0.0000

```

deltad	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
def	.4556794	.0165364	27.56	0.000	.4232686	.4880901
large	.0114749	.0037414	3.07	0.002	.0041419	.018808
large_def	.225584	.0322699	6.99	0.000	.1623362	.2888318
_cons	-.0142676	.0025864	-5.52	0.000	-.0193368	-.0091984
sigma_u	.00618038					
sigma_e	.06038728					
rho	.01036608	(fraction of variance due to u_i)				

ภาคผนวก ข

การทดสอบว่าบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีส่วนการระดมทุน
ด้วยการออกหุ้นเท่าใด

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์

แบ่งขนาดบริษัทตามสินทรัพย์ (Total Assets)

. pwcorr deltae def if large==1,sig

	deltae	def
deltae	1.0000	
def	0.5178 0.0000	1.0000

. pwcorr deltae def if large==0,sig

	deltae	def
deltae	1.0000	
def	0.7888 0.0000	1.0000

แบ่งขนาดบริษัทตามมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization)

. pwcorr deltae def if large==1,sig

	deltae	def
deltae	1.0000	
def	0.5630 0.0000	1.0000

. pwcorr deltae def if large==0,sig

	deltae	def
deltae	1.0000	
def	0.7279 0.0000	1.0000

การวิเคราะห์สมการถดถอย

แบ่งขนาดบริษัทตามสินทรัพย์ (Total Assets)

. xtreg deltae def large large_def, re

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =   1260
Group variable: firm                      Number of groups =    252

R-sq:  within = 0.5320                    Obs per group:  min =     5
        between = 0.7359                  avg =           5.0
        overall = 0.5820                  max =           5

Random effects u_i ~ Gaussian             wald chi2(3)    =   1748.90
corr(u_i, X) = 0 (assumed)               Prob > chi2     =    0.0000

```

deltae	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
def	.6244334	.0155529	40.15	0.000	.5939504	.6549165
large	-.0066458	.0035978	-1.85	0.065	-.0136974	.0004058
large_def	-.356108	.0308351	-11.55	0.000	-.4165437	-.2956722
_cons	.0098354	.0024816	3.96	0.000	.0049716	.0146993
sigma_u	0					
sigma_e	.06030049					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

แบ่งขนาดบริษัทตามมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization)

. xtreg deltae def large large_def, re

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =   1260
Group variable: firm                      Number of groups =    252

R-sq:  within = 0.4377                    Obs per group:  min =     5
        between = 0.6809                  avg =           5.0
        overall = 0.5002                  max =           5

Random effects u_i ~ Gaussian             wald chi2(3)    =   1245.33
corr(u_i, X) = 0 (assumed)               Prob > chi2     =    0.0000

```

deltae	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
def	.5443206	.0165364	32.92	0.000	.5119099	.5767314
large	-.0114749	.0037414	-3.07	0.002	-.018808	-.0041419
large_def	-.225584	.0322699	-6.99	0.000	-.2888318	-.1623362
_cons	.0142676	.0025864	5.52	0.000	.0091984	.0193368
sigma_u	.00618038					
sigma_e	.06038728					
rho	.01036608	(fraction of variance due to u_i)				

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวศศิภา วโนทยาโรจน์

วันเดือนปีเกิด

วันที่ 29 สิงหาคม พ.ศ.2535

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

