

บทที่ 2

แนวความคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรม

โครงสร้างเงินทุนประกอบไปด้วยส่วนของหนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแหล่งที่มาของเงินทุนนั้นมี 2 แหล่งคือแหล่งเงินทุนจากภายใน และแหล่งเงินทุนจากภายนอก แหล่งเงินทุนจากภายในได้มาจากกำไรสะสม ส่วนแหล่งเงินทุนจากภายนอกสามารถแบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนที่หนึ่งเป็นแหล่งเงินทุนจากหนี้สิน ซึ่งอาจมาจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน การจำหน่ายหุ้นกู้ เป็นต้น ส่วนที่สองคือแหล่งเงินทุนจากส่วนของทุน ซึ่งได้แก่การออกหุ้นสามัญ และการออกหุ้นบุริมสิทธิ การตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนนั้น มักจะเผชิญปัญหาในการตัดสินใจว่าจะจัดสรรเงินทุนจากแหล่งใดบ้าง จากแหล่งภายนอกหรือแหล่งภายใน และถ้าจำเป็นต้องใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก กิจการจะต้องตัดสินใจว่าจะเลือกกู้ยืม หรือออกหุ้นสามัญ ซึ่งไม่ว่าจะเลือกทางใดย่อมมีทั้งข้อดีและข้อเสีย คือถ้าเลือกที่จะกู้ยืม กิจการจะสามารถใช้ประโยชน์ของดอกเบี้ยจ่ายในการลดหย่อนภาษีได้ และผู้ถือหุ้นยังคงรักษาส่วนได้ส่วนเสียของตนให้คงไว้ได้ แต่กิจการจะมีความเสี่ยงในการล้มละลายเพิ่มขึ้น และถ้ากิจการไม่สามารถหาเงินมาชำระหนี้ได้ตามกำหนด ก็จะต้องเผชิญกับปัญหาทางการเงิน แต่ถ้ากิจการเลือกที่จะออกหุ้นสามัญใหม่ ข้อดีคือไม่มีระยะเวลาการไถ่ถอนและไม่มีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายเงินปันผล อีกทั้งการออกหุ้นสามัญใหม่จะเป็นการขยายความคุ้มครองแก่เจ้าหนี้ ทำให้กิจการมีอำนาจในการกู้ยืมสูงขึ้น แต่เงินปันผลจ่ายที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้นไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีได้ นอกจากนี้การออกหุ้นสามัญใหม่จะทำให้อำนาจการควบคุมของผู้ถือหุ้นเก่าลดลง

ปัญหาดังกล่าวข้างต้นทำให้เกิดแนวคิดทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนมากมาย เพื่อที่จะอธิบายถึงสาเหตุและเหตุจูงใจของกิจการ รวมถึงพฤติกรรมของกิจการในการเลือกแหล่งเงินทุน และวิธีในการระดมทุน ซึ่งจะได้กล่าวดังต่อไปนี้

แนวคิดและทฤษฎีเรื่องโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เสนอโดย Modigliany และ Millier (MM) (1958 quoted in Frydenberg, 2004 : Online) ได้ศึกษาและนำเสนอทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนวคือรูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ และรูปแบบที่มีภาษีเงินได้ ซึ่งมีข้อสมมติฐานบางประการที่ไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติ เช่นตลาดมีการแข่งขันอย่างสมบูรณ์ ทุกกิจการอยู่ในระดับความเสี่ยงเดียวกัน บริหารจะบริหารไปในทิศทางที่จะทำให้เกิดความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น เป็นต้น จึงมีนักเศรษฐศาสตร์และนักการเงินหลายท่านที่ทำการวิจัยและพัฒนาแนวคิด Modigliany และ Millier (MM) โดยการนำเอาหลายปัจจัยเข้ามาศึกษาเพื่อที่จะได้อธิบายโครงสร้างเงินทุนได้

ใกล้เคียงกับความเป็นจริงและเหมาะสมยิ่งขึ้น เช่นขนาดของกิจการ ผลกระทบทางภาษี ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ประสิทธิภาพในการทำกำไร เป็นต้น ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จะเน้นศึกษาในทฤษฎีซึ่งได้รับการพัฒนาแนวคิดใหม่ ซึ่งมี 3 ทฤษฎีที่ผู้ศึกษานำมาใช้เป็นหลัก ดังนี้

1. The Static Trade-off Theory

เป็นแนวคิดที่บริษัทจะต้องเลือกระหว่างประโยชน์ของหนี้สิน (ประโยชน์จากภาษี) กับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และต้นทุนล้มละลายที่เพิ่มขึ้นเมื่อมีหนี้สินมากขึ้น ฉะนั้นกิจการจะจัดสรรสัดส่วนระหว่างหนี้สินกับส่วนของเจ้าของให้มีสัดส่วนที่เหมาะสมและทำให้มูลค่าของกิจการสูงสุด (Frydenberg, 2004 : Online)

2. The Pecking Order Theory

ทฤษฎีนี้ได้กล่าวว่ากิจการชอบที่จะจัดหาเงินทุนจากภายในเป็นอันดับแรก รองลงมาคือการกู้หนี้ และทางเลือกสุดท้ายคือการออกหุ้นสามัญใหม่ เพราะต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน (ถ้าไร้สะสม) ถูกที่สุด และต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินจะต่ำกว่าการออกหุ้นใหม่ นอกจากนี้ Myers และ Majluf (1984 quoted in Frydenberg, 2004 : Online) ยังได้อ้างถึงการรับรู้ข้อมูลที่แตกต่างกันระหว่างนักลงทุนเก่า นักลงทุนใหม่และผู้บริหาร (Asymmetric Information) ในการอธิบายถึงทฤษฎีนี้คือการตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกวิธีการระดมทุนจะเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ผู้บริหารมองอนาคตของบริษัทว่าดีหรือไม่ คือบริษัทที่มีอนาคตสดใสจะไม่เลือกระดมทุนโดยการ จำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แต่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินแทนเพราะเมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นจากการโครงการลงทุนใหม่จะมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและผู้ซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่ ก็จะได้รับผลประโยชน์ไปด้วยทำให้ผลประโยชน์ที่ผู้บริหารควรจะได้น้อยลง ในทางตรงกันข้ามผู้บริหารที่เห็นแนวโน้มในอนาคตไม่สดใส ก็จะเลือกระดมทุนจากการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แทน

3. The Agency Cost Theory

Jensen และ Meckling (1976 quoted in Frydenberg, 2004 : Online) ได้แบ่งประเภทของความขัดแย้งระหว่างตัวแทน (Agency Conflict) ออกเป็น 2 ประเภทคือความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ ในด้านความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารนั้นอธิบายได้ว่าผู้บริหารจะได้ค่าตอบแทนเฉพาะเงินเดือน และไม่สามารถได้มากกว่านั้นแม้ว่าบริษัทจะมีผลกำไรมากเท่าไรก็ตาม ทำให้เป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารจะไม่พยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น ด้วยเหตุนี้บริษัทจึงมีการกู้ยืมเงินจากภายนอกเพื่อเป็นการควบคุมผู้บริหารทางหนึ่ง เพราะการกู้ยืมจะมีการจ่ายเงินสดออกไป เพื่อชำระ

ดอกเบี้ยเป็นการลดความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารจะใช้จ่ายเงินไม่เหมาะสม อีกทั้งการใช้หนี้สินยังมีความเสี่ยงของต้นทุนการล้มละลาย ทำให้บริหารลงทุนในโครงการที่ไม่เสี่ยงจนเกินไป เพราะถ้าบริษัทล้มละลาย ผู้บริหารก็จะเสียชื่อเสียง ดังนั้นการใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากหนี้สินจะช่วยควบคุมให้ผู้บริหารดำเนินงานในกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการเพื่อลดความเสี่ยงในการล้มละลาย

ในด้านความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ นั้นอธิบายได้ว่า บริษัทที่มีการกู้ยืมมากจะมีแนวโน้มที่จะลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสมหรือมีความเสี่ยงมาก เมื่อโครงการมีกำไรเจ้าหนี้ก็กลับได้เพียงดอกเบี้ยในขณะที่ผู้ถือหุ้นได้กำไรมากกว่ามาก แต่ถ้าโครงการนั้นเกิดขาดทุน เจ้าหนี้จะต้องมาร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ด้วย ดังนั้นในสัญญาการกู้ยืมจึงมักกำหนดถึงข้อจำกัดต่าง ๆ ในการลงทุนไม่ให้ลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงมากเกินไป ด้วยข้อจำกัดนี้ทำให้อกิจการที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงจะใช้เงินทุนจากภายในมากกว่าภายนอก

ทบทวนวรรณกรรม

กอบกุล จินตนาเวชกุล (2547) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 253 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2542-2546 ซึ่งปัจจัยที่นำมาศึกษามี 9 ปัจจัย คือ อัตราการจ่ายภาษี การปกป้องภาษีเงินได้นิติบุคคลจากหนี้ (ค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์) ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงธุรกิจ ขนาดกิจการ ความผันผวนของต้นทุนผลิตภัณฑ์ อัตราการเติบโต ระดับของอสังหาริมทรัพย์ และลักษณะอุตสาหกรรม พบว่าความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางธุรกิจ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของต้นทุนผลิตภัณฑ์ และการปกป้องภาษีเงินได้นิติบุคคลจากหนี้มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนปัจจัยที่ไม่ก่อให้เกิดการปกป้องภาษีจากหนี้สิน อัตราการเติบโต ลักษณะอุตสาหกรรม และระดับของอสังหาริมทรัพย์ ไม่มีผลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในไทย

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ศึกษาเรื่องการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 275 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2535-2544 การศึกษาแบ่งออกเป็น การทดสอบเชิงประจักษ์โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติในการทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order) และการสำรวจโดยใช้แบบสอบถามเป็นเครื่องมือในการสอบถามผู้บริหารเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของกิจการในการศึกษาเชิงประจักษ์ พบว่า กิจการในประเทศไทยมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน คือ เมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนจะเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน

ก่อน และถ้ามีความต้องการเงินทุนจากแหล่งภายนอก กิจการจะมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นมากกว่าการออกหุ้นทุน และมีลักษณะการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นอย่างชัดเจนในกิจการที่เผชิญปัญหาการเลือกแหล่งเงินทุนที่เหมาะสม ส่วนผลการสำรวจจากแบบสอบถามพบว่า ลักษณะกิจการในประเทศไทยและทัศนคติของผู้บริหารนั้น มีแนวทางเดียวกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนเช่นกัน คือ มีการเลือกใช้เครื่องมือในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน หนี้สินจากการกู้ยืมจากรธนาคาร หนี้สินกู้ยืมระยะยาว และการออกหุ้นสามัญใหม่ ตามลำดับ

รจเรข กัลปากรณชัย (2545) ได้ศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทยเกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึงสถานะเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน กิจการตัวอย่างที่ศึกษาเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 230 บริษัท ช่วงระยะเวลาการศึกษาเป็นรายไตรมาสตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538-2544 และได้แบ่งกลุ่มกิจการออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มกิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินและกลุ่มกิจการที่ไม่ได้เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน พบว่ากลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงินมีการกำหนดระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผันตามสภาพเศรษฐกิจ ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงินมีการกำหนดระดับหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เหมาะสมแปรผกผันกับสภาพเศรษฐกิจ นอกจากนี้ยังพบว่า ปัจจัยที่แสดงถึงคุณลักษณะของกิจการมีอิทธิพลต่อการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการเช่นกัน ในกลุ่มกิจการที่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่าตัวแปรที่แสดงถึง ขนาดกิจการ อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปีก่อนการระดมทุนเพิ่ม และมูลค่าราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market to Book Ratio) เป็นปัจจัยสำคัญที่มีส่วนกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ในขณะที่กลุ่มกิจการที่ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า ตัวแปรที่แสดงถึง ขนาดกิจการ อัตราผลตอบแทนของหุ้น 2 ปีก่อนการระดมทุนเพิ่ม สัดส่วนสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขาย เป็นปัจจัยสำคัญที่มีส่วนกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ สำหรับการพิจารณาตัดสินใจที่จะเลือกหลักทรัพย์ในการระดมเงินเพิ่มนั้นพบว่าผู้บริหารทางการเงินไม่ได้พยายามที่จะปรับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เข้าสู่ระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานศึกษากับตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว อาจเป็นเพราะกิจการจะต้องเผชิญกับอุปสรรคทางด้านต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาทุน และต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน มีผลทำให้สัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของกิจการผันผวนออกจากโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายได้ตลอดเวลา

นำทิพย์ หงส์ปาน (2543) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่เป็นเครื่องชี้นำโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัททางการเงินที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปีพ.ศ. 2542 พบว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเงินทุนภายในของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญในการ

กำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ในขณะที่ผลกระทบทางภาษีไม่มีบทบาทสำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการลดภาระทางภาษีไม่มีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจในการเลือกแหล่งเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงภาวะวิกฤตทางการเงิน นอกจากนี้ยังพบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีบทบาทอย่างมากต่อโครงสร้างทางการเงินของกิจการ โดยเฉพาะกิจการที่มีลักษณะแบบครอบครัวจะมีแนวโน้มที่จะใช้หนี้สินมากกว่าเงินทุนจากผู้ถือหุ้น และยังพบว่าการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีบทบาทในการควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งทำให้การใช้หนี้สินเพื่อการควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหารไม่มีความจำเป็นสำหรับกิจการที่มีสัดส่วนการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในระดับสูง

พันธุ์นิติ เหนียนเฉย (2543) ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย จากข้อมูลทางบัญชีซึ่งรวบรวมจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 282 บริษัท ในปีพ.ศ. 2542 โดยโครงสร้างเงินทุนอธิบายได้ด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อทุน และวิเคราะห์ด้วยวิธีโมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้น หรือ โมเดลลิสเรล พบว่าปัจจัยภาระทางภาษี การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ขนาดของกิจการและความสามารถในการทำกำไรไม่สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ความอ่อนแอทางการเงินเท่านั้นที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน กล่าวคือ ถ้ากิจการมีความอ่อนแอทางการเงินมากขึ้นจะเป็นปัจจัยให้กิจการมีการใช้หนี้สินมากขึ้นด้วย ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานก่อนการศึกษา ทั้งนี้อาจเนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทยไม่เป็นทางเลือกที่ดีในการจัดหาแหล่งเงินทุน เพราะตลาดทุนมีลักษณะที่ไม่สมบูรณ์ เช่น มีขนาดเล็ก มีความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ข่าวสาร ดังนั้นการแก้ไขโครงสร้างเงินทุนจากภาระหนี้สินมากเกินไปสำหรับประเทศไทย ควรใช้มาตรการการพัฒนาคาดทุนเพื่อให้มีการใช้ส่วนทุนเพิ่มมากขึ้น

Crnigoj and Mramor (2006) ศึกษาเรื่อง Alternative Capital Structure Explanation เป็นการศึกษาถึงตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของกิจการในประเทศสโลเวเนีย ในช่วงปี ค.ศ. 1999-2004 ผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะในกิจการขนาดกลางและขนาดใหญ่ ส่วนในกิจการขนาดเล็กพบว่าตัวแปรนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน แต่มีนัยสำคัญน้อยกว่า แสดงว่ากิจการขนาดเล็กยังต้องอาศัยสินทรัพย์ถาวรในการเป็นหลักประกันในการกู้ยืมมากกว่ากิจการขนาดใหญ่ ปัจจัยด้านความผันผวนของรายได้พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน โดยเฉพาะในกิจการขนาดเล็ก แต่ในกิจการขนาดใหญ่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญในช่วงปี ค.ศ.

1999-2001 และความมีนัยสำคัญเริ่มลดลงหลังจากนั้น ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากกิจการขนาดใหญ่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล ที่ต้องการส่งเสริมให้กิจการขนาดใหญ่ที่มีการจ้างคนงานมากให้ได้รับสินเชื่อเพื่อให้กิจการนั้นอยู่รอด และพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ เนื่องด้วยการได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลประการหนึ่ง และอีกประการ คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric information) ทำให้เจ้าหน้าที่พอใจที่จะให้กิจการขนาดใหญ่กู้ยืมมากกว่า ส่วนความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรพบว่า มีทิศทางตรงกันข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ที่กล่าวว่ากิจการจะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในก่อน ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเจริญเติบโตกับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์นั้น มีทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญตลอดช่วงที่ทำการศึกษา

Mazur Kinga (2006) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์วอร์ซอว์ (Warsaw Stock Exchange) ประเทศโปแลนด์ จำนวน 238 บริษัท ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000-2004 การศึกษาแบ่งเป็นการศึกษาในภาพรวม และการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างย่อยแยกตามลักษณะกิจการ คือ

- กลุ่มของกิจการที่จ่ายเงินปันผล หมายถึง กลุ่มของกิจการที่จ่ายปันผล (Dividend Pay-Out Ratio มากกว่า 0)
- กลุ่มของกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล หมายถึง กลุ่มของกิจการที่ไม่จ่ายปันผล (Dividend Pay-Out Ratio เท่ากับ 0)
- กลุ่มของกิจการที่มีขนาดใหญ่ คือ กลุ่มของกิจการที่มีค่า ลีอกการิทึมของสินทรัพย์รวมอยู่ที่ระดับมากกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 67
- กลุ่มของกิจการที่มีขนาดเล็ก คือ กลุ่มของกิจการที่มีค่า ลีอกการิทึมของสินทรัพย์รวมอยู่ที่ระดับน้อยกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 33
- กลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูง คือ กลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรอยู่ที่ระดับมากกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 67
- กลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำ คือ กลุ่มของกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรอยู่ที่ระดับน้อยกว่าหรือเท่ากับเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 33

ผลการศึกษาในภาพรวมพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ คือ สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรขนาดของกิจการ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ในขณะที่ปัจจัยด้านค่าใช้จ่ายในการขายต่อยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ส่วนปัจจัยด้าน

อัตราการเจริญเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ อัตราค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม และอัตราภาษี พบว่า ไม่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท สำหรับผลการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างย่อย พบว่า กลุ่มของกิจการที่ไม่จ่ายปันผล กลุ่มกิจการที่มีขนาดเล็กและกลุ่มกิจการที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรต่ำมีปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนเหมือนกัน เพราะเหตุว่าทั้งสามกลุ่มนี้เป็นกลุ่มที่มีโอกาสที่จะประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนจะไวต่อสภาพคล่องภายในกิจการ ประสิทธิภาพในการทำกำไร และความเป็นเอกลักษณ์ของผลิตภัณฑ์ ในขณะที่กลุ่มของกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลจะมีลักษณะสอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order อย่างเห็นได้ชัดและมีแนวโน้มที่จะมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ส่วนกลุ่มที่มีประสิทธิภาพในการทำกำไรสูงนั้น พบว่า การก่อหนี้จะลดลงถ้าสภาพคล่องภายในกิจการและปริมาณสินทรัพย์ถาวรเพิ่มขึ้น แต่การก่อหนี้จะเพิ่มขึ้นถ้าประสิทธิภาพในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ส่วนกลุ่มของกิจการที่มีขนาดใหญ่ นั้น ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อโครงสร้างเงินทุนคือสภาพคล่อง ลักษณะโครงสร้างของสินทรัพย์ และประสิทธิภาพในการทำกำไร โดยมีทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

Paudyal, Pescetto and Deesomsak (2004) ศึกษาเรื่อง The Determinant of Capital Structure : Evidence from The Asia Pacific Region เป็นการศึกษาถึงตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่อยู่ใน 4 ประเทศแถบเอเชียแปซิฟิก คือประเทศไทย สิงคโปร์ มาเลเซีย และออสเตรเลียระหว่างปี ค.ศ. 1993-2001 โดยสุ่มตัวอย่างในประเทศไทยจำนวน 294 กิจการ สิงคโปร์จำนวน 345 กิจการ มาเลเซียจำนวน 669 กิจการ และออสเตรเลียจำนวน 219 กิจการ ผลการศึกษาพบว่ากิจการในไทยจะมีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินโดยเฉลี่ยในสัดส่วนที่สูง ขณะที่กิจการในออสเตรเลียจะมีสัดส่วนการใช้หนี้สินต่ำสุด ทั้งนี้เนื่องจากการปกป้องสิทธิของผู้ถือหุ้นสามัญตามกฎหมายในออสเตรเลียจะมีมากกว่าการปกป้องสิทธิของเจ้าหนี้ จึงทำให้การก่อหนี้ของกิจการในออสเตรเลียอยู่ในระดับต่ำ ส่วนผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม น้อยมากในทุกประเทศยกเว้นมาเลเซีย ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการเติบโตที่มีต่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะกิจการในประเทศไทยและสิงคโปร์ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Agency ที่กล่าวว่า กิจการที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงมักจะลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง ทำให้ผู้ให้กู้ต้องเพิ่มอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นและยังกำหนดข้อบังคับต่าง ๆ ให้กิจการปฏิบัติตนเป็นลูกหนี้ที่ดี ด้วยเหตุนี้กิจการที่มีโอกาสในการเจริญเติบโตสูงมักจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในมากกว่า และความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นสามัญกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์ใน

ทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญในทุกประเทศยกเว้นออสเตรเลีย ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Market Timing ที่กล่าวว่าเมื่อราคาตลาดของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นและมีราคาสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี (Overvalued) กิจการมีแนวโน้มจะใช้เงินจากแหล่งภายในมากกว่าการกู้ยืมจากภายนอก

Goyal และ Frank (2003) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี ค.ศ. 2002 โดยได้นำปัจจัยทั้งหมด 39 ปัจจัยมาวิเคราะห์หาความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ คือ Altman's Z-Score อัตราการจ่ายเงินปันผล มูลค่าราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ ในขณะที่ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ คือ ขนาดของกิจการ สินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน แต่ปัจจัยด้านข้อจำกัดทางการเงิน ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราการเปลี่ยนแปลงในสินทรัพย์ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลมีความสัมพันธ์กับอย่างมีนัยสำคัญเพียงเล็กน้อย

Titman และ Wessels (1988) พบว่ากิจการที่มีผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์ เช่น ผลิตภัณฑ์โปรแกรมคอมพิวเตอร์ที่มีความแตกต่างในแต่ละชนิดของโปรแกรมในตัวเอง หรือกิจการที่มีการใช้เทคโนโลยีสูงในการผลิตจะมีการใช้หนี้สินต่ำ และยังพบว่ากิจการที่มีผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์นี้ จะมีการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพื่อโฆษณาสินค้าของตนสูงกว่ากิจการที่ไม่ได้มีผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์