

โครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศไทย

THE CAPITAL STRUCTURE OF SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES IN THAILAND

ชาญณรงค์ ชัยพัฒน์¹ นิกร ลิขาคำ²

บทคัดย่อ

โครงสร้างเงินทุน คือ สัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อทุน ธุรกิจจำเป็นต้องมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งสะท้อนถึงความแข็งแกร่งของธุรกิจนั้น เพราะธุรกิจจะต้องเลือกระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน ในปี พ.ศ. 2553 พบว่ามีวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจำนวน 2,913,167 ราย คิดเป็นร้อยละ 99.60 ในแง่การจ้างงานพบว่าการจ้างงานมากถึง 10,507,507 คน คิดเป็นร้อยละ 77.86 ดังนั้น การส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจึงเป็นเรื่องสำคัญสำหรับประเทศไทย เพราะก่อให้เกิดการจ้างงานเป็นจำนวนมาก และสร้างความเจริญกระจายไปทุกๆ จังหวัด ไม่กระจุกตัวอยู่เฉพาะในเมืองหลวง อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่ารัฐบาลจะมีโครงการส่งเสริมและสนับสนุนวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม รวมถึงการจัดอบรมให้ความรู้แก่ผู้ประกอบการอยู่เป็นประจำ แต่วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมหลายๆ รายยังประสบปัญหาทางการเงิน สาเหตุประการหนึ่งมาจากผู้ประกอบการขาดความรู้เรื่องการจัดการโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม นอกจากนี้ ในการจัดสรรงบประมาณสนับสนุนธุรกิจขนาดย่อมภาครัฐควรจะต้องพิจารณาเรื่องโครงสร้างเงินทุนประกอบด้วย

คำสำคัญ: โครงสร้างเงินทุน หนี้สินต่อทุน ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

ABSTRACT

Capital structure means proportion of a long-term debt per capital. It is necessary for business to have suitable capital structure to reflect its strength. Normally, business has to choose between risk and profit. In 2010, there were 2,913,167 small and medium enterprises or 99.60 per cent with 10,507,507 employees or 77.86 per cent. So, promoting small and medium enterprises is considered an important issue for Thailand as it causes a large amount of employment as well as helps spread the growth to all provinces, not only in Bangkok. In spite of the fact that the government has launched many projects to support small and medium enterprises and conduct trainings frequently to provide knowledge to entrepreneurs, many small and medium enterprises still encounter financial problems. One of the causes is because most entrepreneurs lack knowledge to manage capital structure appropriately. In addition, when allocating the budget for supporting SMEs, the government should take the issue of capital structure into consideration.

Keywords: Capital Structure, Debt/Equity Ratio, SMEs

¹ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยกรุงเทพ E-mail: channarong.c@bu.ac.th

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี E-mail: Econ-rit@hotmail.com

บทนำ

การดำเนินงานของธุรกิจนั้นจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนไปลงทุนในโครงการต่างๆ ที่ธุรกิจได้วางแผนไว้ ซึ่งสามารถจัดหาได้จากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ และแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ การเลือกใช้แหล่งเงินทุนของธุรกิจจะทำให้เห็นถึงโครงสร้างเงินทุน ซึ่งโครงสร้างเงินทุน คือ สัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อทุน ดังนั้นธุรกิจจำเป็นต้องมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งสะท้อนถึง

ความแข็งแกร่งของธุรกิจนั้นด้วย เพราะธุรกิจจะต้องเลือกระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนกล่าวคือ การก่อหนี้เพิ่มขึ้นจะทำให้ความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกันอัตราส่วนหนี้สินที่สูงขึ้นจะทำให้ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูงขึ้นตามด้วย

เมื่อแบ่งวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมตามมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการแต่ละประเภทจะแยกได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 หลักเกณฑ์การแบ่งวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

ลักษณะวิสาหกิจ ขนาดกลางและขนาดย่อม	จำนวนการจ้างงาน (คน)		มูลค่าสินทรัพย์ถาวร (ล้านบาท)	
	ขนาดกลาง	ขนาดย่อม	ขนาดกลาง	ขนาดย่อม
1. กิจการการผลิต	51 - 200	ไม่เกิน 50	51 - 200	ไม่เกิน 50
2. กิจการการบริการ	51 - 200	ไม่เกิน 50	51 - 200	ไม่เกิน 50
3. กิจการค้าส่ง กิจการค้าปลีก	26 - 50 16 - 30	ไม่เกิน 25 ไม่เกิน 15	51 - 100 31 - 60	ไม่เกิน 50 ไม่เกิน 30

ที่มา: สถาบันพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (2551)

เมื่อพิจารณาจำนวนของธุรกิจในประเทศไทย พบว่าในปี พ.ศ. 2553 ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

มีจำนวน 2,913,167 ราย คิดเป็นร้อยละ 99.60 ของจำนวนธุรกิจทั้งหมด ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 จำนวนและสัดส่วนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ปี 2553

ขนาดธุรกิจ	จำนวนราย	สัดส่วน (ร้อยละ)
ธุรกิจขนาดเล็ก (ขนาดย่อม)	2,894,780	98.97
ธุรกิจขนาดกลาง	18,387	0.63
ธุรกิจขนาดใหญ่	9,140	0.31
ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs)	2,913,167	99.60
ไม่ระบุ	2,605	0.09
รวมทั้งหมด	2,924,912	100.00

ที่มา: สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (2554)

เมื่อพิจารณาในแง่การจ้างงานพบว่าในปี พ.ศ. 2553 ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีการจ้างงานมากถึง 10,507,507 คน คิดเป็นร้อยละ 77.86 ของการจ้างงานทั้งหมด (ตารางที่ 3) และยังสร้างมูลค่าการส่งออกคิดเป็นร้อยละ 30 ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมด (จิรพันธ์ สุกุณา

และวีระพงศ์ มาลัย, 2553) นอกจากนี้ เมื่อพิจารณา ด้านความสำเร็จของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมพบว่าปัจจัยด้านผลิตภัณฑ์ที่มีความสำคัญมากที่สุด ลำดับรองลงมาได้แก่ปัจจัยด้านช่องทางการจัดจำหน่าย (ศิรินุช ปัญควิจฉณณ์ และนิตนา สุริศักดิ์, 2553)

ตารางที่ 3 การจ้างงานรวมของวิสาหกิจ ปี 2553 จำแนกตามขนาดธุรกิจ

ขนาดธุรกิจ	การจ้างงาน (คน)	สัดส่วน (ร้อยละ)
ธุรกิจขนาดเล็ก (ขนาดย่อม)	9,005,265	66.72
ธุรกิจขนาดกลาง	1,502,242	11.13
ธุรกิจขนาดใหญ่	2,988,581	22.14
ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs)	10,507,507	77.86
ไม่ระบุ	85	-
รวมทั้งหมด	13,496,173	100.00

ที่มา: สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (2554)

ดังนั้น การส่งเสริมธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจึงเป็นเรื่องสำคัญสำหรับประเทศไทย เพราะก่อให้เกิดการจ้างงานเป็นจำนวนมาก และสร้างความเจริญกระจายไปทุกๆ จังหวัด ไม่กระจุกตัวอยู่เฉพาะในเมืองหลวง ยิ่งกว่านั้น สถาบันพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (2551) ยังชี้ให้เห็นว่า ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจ โดยเป็นผู้ที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับสินค้าในประเทศ ลดการนำเข้าโดยการผลิตสินค้าเพื่อทดแทนสินค้าต่างประเทศ ทำให้เกิดการประหยัดเงินตราต่างประเทศ และยังสามารถส่งออกสินค้าและนำเงินตราต่างประเทศเข้ามาอีกด้วย อย่างไรก็ตามถึงแม้ว่ารัฐบาลจะมีโครงการส่งเสริมและสนับสนุนธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม รวมถึงการจัดอบรมให้ความรู้แก่ผู้ประกอบการอยู่เป็นประจำ แต่ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมหลายๆ รายยังประสบปัญหาทางการเงินสาเหตุประการหนึ่งมาจากผู้ประกอบการขาดความรู้เรื่องการจัดการโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory)

โครงสร้างเงินทุน (Brigham & Houston, 2001) หมายถึง เงินทุนระยะยาวที่นำมาใช้ในการดำเนินงาน โดยมีแหล่งที่มาจากทั้งภายในและภายนอกกิจการ มีรายละเอียดดังนี้

1. แหล่งเงินทุนภายใน (Internal fund) ได้แก่ กำไรสะสม ค่าเสื่อมราคาสะสม
2. แหล่งเงินทุนภายนอก (External fund) ได้แก่
 - ก. จากการก่อหนี้ระยะยาว เช่น การกู้ยืมระยะยาวจากสถาบันการเงิน การออกหุ้นกู้ ฯลฯ
 - ข. จากส่วนของเจ้าของ เช่น การออกหลักทรัพย์ขายให้แก่บุคคลทั่วไป

จากการประมวลตำราของ Brigham & Houston (2001) สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548) และพรพนนุภา อุณมิตรกุล (2548) สามารถสรุปได้ว่าวิวัฒนาการของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน เริ่มขึ้นเมื่อต้นทศวรรษ 1950 โดย David Durand ได้เสนอแนวคิดที่

คำนึงถึงผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงิน (financial leverage) ต่อมูลค่าของกิจการ คือ แนวคิดกำไรสุทธิ (net Income approach) แนวคิดกำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (net operating income approach) และ แนวคิดวิธีปฏิบัติมาดั้งเดิม (traditional approach) ต่อมาในตอนปลายทศวรรษ 1950 และ 1960 Franco Modigliani และ Merton H. Miller ซึ่งเป็นที่รู้จักในชื่อ “MM” ได้เสนอว่า การกำหนดระดับสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนไม่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้น มูลค่าของกิจการจะพิจารณาได้จากมูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริง อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้มีข้อสมมติ (assumption) ที่ไม่เป็นจริงบางประการ คือ 1) ไม่มีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ 2) ไม่มีภาษี 3) ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย 4) ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท 5) ผู้ลงทุนมีข้อมูลเหมือนกับผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต และ 6) กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีไม่ถูกรบกวนโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน เนื่องจากสภาพข้อสมมติยังเป็นข้อสมมติดังกล่าว ทำให้การวิเคราะห์ยังขาดความสมบูรณ์

ต่อมาในปี ค.ศ. 1958 นักการเงินและนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านดำเนินการวิจัยพัฒนาแนวคิดของ Modigliani และ Miller (MM) ให้ดีขึ้นโดยการศึกษาปัจจัยหลายประการเพื่อที่จะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้น ตัวแปรปัจจัยที่พัฒนาขึ้นได้แก่ ผลกระทบทางภาษี ขนาดของกิจการ ความแปรปรวนของกระแสเงินสด ความยืดหยุ่นอุปสงค์ของผลผลิต การมีข้อมูลภายในของกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้นและต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทน เป็นต้น ผลจากการพัฒนาทางวิชาการมีสาระสรุปแสดงจุดเด่นได้ดังนี้

ผลกระทบของภาษี (The Effect of Tax)

MM ได้เสนอรายงานในฉบับต่อมาในปี ค.ศ.1963 โดยยกเลิกข้อสมมติว่าไม่มีภาษีนิติบุคคล กฎหมายภาษี

อากรให้นำดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนหักภาษีได้ ทำให้บริษัทเริ่มมีการใช้เงินทุนจากหนี้สิน และ MM ได้แสดงให้เห็นว่า ถ้าข้อสมมติอื่นๆ ยังคงเป็นจริง โครงสร้างเงินทุนควรจะมีหนี้สินร้อยละ 100

ผลกระทบของต้นทุนจากการล้มละลาย (The Effect of Bankruptcy Costs)

ข้อสรุปของ MM ที่ว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ มาจากข้อสมมติที่ว่าไม่มีต้นทุนจากการล้มละลาย ต้นทุนนี้ค่อนข้างสูงเมื่อบริษัทอยู่ในภาวะล้มละลาย อันเป็นผลให้เกิดความยุ่งยากทางการเงินขึ้น บริษัทเหล่านั้นไม่ควรจะมีภาวะหนี้สินมากเกินไป

ทฤษฎีได้อย่างเสียอย่าง (Trade-off Theory)

จากข้อโต้แย้งต่างๆ ทำให้เกิดการพัฒนาแนวความคิดที่เรียกว่า ทฤษฎีได้อย่างเสียอย่างบนภาระผูกพัน “The trade-off theory of leverage” บริษัทต้องเลือกระหว่างประโยชน์ของหนี้สินกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและต้นทุนของการล้มละลาย สรุปผลของทฤษฎีได้อย่างเสียอย่าง (trade-off theory) มีดังนี้

1. เมื่อดอกเบี้ยสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อนำมาหักภาษี ทำให้ต้นทุนของแหล่งทุนจากหนี้สินต่ำกว่าแหล่งทุนจากส่วนของเจ้าของ หรือมองอีกด้านคือหนี้สินทำให้ได้ประโยชน์ในแง่เกราะป้องกันภาษี (Tax shelter benefits) จะทำให้กำไรจากการดำเนินงาน (Earnings before Interest and Taxes: EBIT) เพิ่มขึ้น และเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน ดังนั้นถ้าบริษัทใช้เงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าของบริษัทและราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นด้วย ภายใต้สมมติฐานของ MM สรุปได้ว่าราคาหุ้นสามัญของบริษัทจะสูงสุด ถ้าบริษัทจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน 100 เปอร์เซ็นต์

2. ในทางปฏิบัติบริษัทมักจะไม่ใช่แหล่งทุนจากหนี้สินร้อยละ 100 เหตุผลจากความจริงที่ว่าอัตราภาษีของกำไรจากการซื้อขายหุ้นจะต่ำกว่า นอกจากนี้บริษัทจะจำกัดการใช้หนี้สินเพื่อให้ต้นทุนต่างๆ ที่เกี่ยวกับการล้มละลายลดลง

3. จากการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่ประสบความสำเร็จ มักจะมีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนน้อยกว่าที่ควรจะเป็นตามทฤษฎี จากข้อเท็จจริงนี้ทำให้เกิดการพัฒนาแนวคิดทฤษฎีใหม่ คือ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ขึ้นมา

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

MM มีข้อสมมติข้อหนึ่งว่า นักลงทุนทั้งหลายจะมีข้อมูลทุกอย่างที่เกี่ยวกับแนวโน้มของบริษัทในอนาคต เหมือนกับผู้บริหาร เรียกว่า ข้อมูลเท่าเทียมกัน (symmetric information) แต่โดยความจริงแล้ว ผู้บริหารจะมีข้อมูลที่ดีกว่านักลงทุน เรียกว่า ข้อมูลไม่เท่าเทียม (asymmetric information) ดังนั้นบริษัทที่มีแนวโน้มอนาคตสดใสก็ไม่ต้องการระดมทุนโดยการจำหน่าย

หุ้นสามัญใหม่ เพราะจะต้องแบ่งผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นใหม่ด้วย ในขณะที่บริษัทที่มีแนวโน้มไม่สู้ดีนักมักจะระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งหมายถึงการนำผู้ลงทุนรายใหม่มาช่วยเฉลี่ยการขาดทุนนั่นเอง ดังนั้นโดยปกติบริษัทจะใช้เงินทุนจากหนี้สินน้อยกว่า เพื่อให้กิจการมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (optimal capital structure) ตามทฤษฎีของ MM เพื่อที่จะมั่นใจได้ว่าบริษัทมีความสามารถกู้ยืมได้ เมื่อบริษัทมีโอกาสนำการลงทุนในโครงการที่ดีๆ

จากวรรณกรรมที่ทบทวน ได้กล่าวถึงปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุน 2 ปัจจัยใหญ่ๆ คือปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค และปัจจัยคุณสมบัติของบริษัท สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ความสัมพันธ์ของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคและคุณลักษณะของบริษัทที่มีต่อโครงสร้างเงินทุน

ลักษณะตัวแปร	ความสัมพันธ์ (+/-)	งานวิจัยที่สนับสนุน
ปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค		
- ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index: MPI)	ลบ	Pecking Order Theory, Korajczyk & Levy (2003)
- ดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption Index: PCI)	ลบ	Pecking Order Theory, Korajczyk & Levy (2003), อัจฉรา ลากจตุรพิช (2552)
- ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน (Private Investment Index: PII)	ลบ	Pecking Order Theory, Korajczyk & Levy (2003)
- อัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization : CU)	ลบ	Pecking Order Theory, Korajczyk & Levy (2003)
ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท		
- สินทรัพย์ที่มีตัวตน (tangibility)	บวก	Chen (2004), Huang & Song (2006), อัจฉรา ลากจตุรพิช (2552)
- ความสามารถทำกำไร (profitability)	ลบ	Chen (2004), สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์ ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์ และจันทิมา ว่องเจริญวัฒนา (2552)
- ขนาดกิจการ (size)	บวก	Huang & Song (2006), สมนึก และคณะ (2552)
- การเติบโตของธุรกิจ (growth)	บวก	Chen (2004), สมนึก และคณะ (2552)
- ประโยชน์ทางภาษี (non-debt tax shield)	ลบ	Huang & Song (2006), สมนึก และคณะ (2552)
- ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (default risk)	ลบ	Trade-off Theory
- สภาพคล่องทางการเงิน (liquidity)	ลบ	อัจฉรา ลากจตุรพิช (2552)

บทสรุป

จากการศึกษาพบว่า งานวิจัยส่วนใหญ่ในประเทศไทย จะให้ความสำคัญกับธุรกิจที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ แต่ยังขาดการศึกษาเกี่ยวกับวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (small and medium enterprises) ทั้งที่งานวิจัยในต่างประเทศมีการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของ SMEs อยู่หลายเรื่อง (Hall, Hutchinson & Michaelas, 2004; Nguyen & Ramachandran, 2006) ดังนั้น การศึกษาเรื่องโครงสร้างเงินทุนของ SMEs จึงเป็นประเด็นที่น่าศึกษามาก เพราะจำนวนของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมในประเทศไทยมีมากถึงร้อยละ 99.60 และก่อให้เกิดการจ้างงานสูงถึงร้อยละ 77.86 เพื่อส่งเสริมให้วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และเป็นประโยชน์ต่อธุรกิจมากที่สุด ทั้งในแง่ความเข้มแข็งทางการเงิน ผลการดำเนินงาน และการบริหารจัดการ อีกทั้งโครงการเงินกู้ต่างๆ ที่ภาครัฐจัดสรรงบประมาณให้ นั้นควรจะต้องพิจารณาโครงสร้างเงินทุนของ SMEs ประกอบด้วย เพื่อมิให้กลายเป็นหนี้สูญในอนาคต และเป็นภาระแก่งบประมาณแผ่นดินซึ่งก็คือเงินภาษีประชาชนนั่นเอง

บรรณานุกรม

จิรพันธ์ สุกุณา และวีระพงษ์ มาลัย. (2553). วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมกับการส่งเสริมจากหน่วยงานภาครัฐ. *วารสารนักบริหาร*, 30(4), 219-223.

พรรณภา ธูนิมิตรกุล. (2548). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ศิรินุช ปัญควิจฉาณ และนิตนา สุริศักดิ์. (2553). การวิเคราะห์ปัจจัยทางการตลาดที่มีผลต่อความสำเร็จของผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมฟอกหนังในประเทศไทย. *BU ACADEMIC REVIEW*, 9(ฉบับพิเศษ 1), 167-176.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: อมรินทร์.

สถาบันพัฒนาวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม. (2551). *นิยาม SMEs*. สืบค้นเมื่อ 8 กรกฎาคม 2555, จาก <http://www.ismed.or.th/SME2/src/bin/controller.php?view=generalContents...Id=273>

สมนึก เอื้อจิระพงษ์พันธ์ ปิยะ ปานผู้มีทรัพย์ และ จันทิมา ว่องเจริญวัฒนา. (2552). ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงก่อนและภายหลังเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ. *วารสารสงขลานครินทร์ ฉบับสังคมศาสตร์และมนุษยศาสตร์*, 15(5), 25-38.

สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม. (2554). *รายงานสถานการณ์วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมประจำปี 2553 และแนวโน้ม ปี 2554*. สืบค้นเมื่อ 12 กรกฎาคม 2555, จาก <http://www.sme.go.th/SiteCollectionDocuments/White%20Paper/2552-new/chapter-4.pdf>.

อัจฉรา ลาภจตุรพิช. (2552). *การศึกษาปัจจัยสภาวะทางเศรษฐกิจและคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน*. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

Brigham, E.F. & Houston, J.F. (2001). *Fundamentals of Financial Management*. 9th ed. Mason, OH: South-Western.

Chang, C., Lee, A.C. & Lee, C.F. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 197-213.

Chen, J.J. (2004). Determinants of capital structures of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351.

Hall, G.C., Hutchinson, P.J. & Michaelas, N. (2004). Determinants of capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728.

- Huang, S.G.H. & Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.
- Joreskog, K.G. & Goldberger, A.S. (1975). Estimation of a model with multiple indicators and multiple causes of a single latent variable. *Journal of the American Statistical Association*, 70(351), 631-639.
- Korajczyk, Robert A. & Levy, Amnon. (2003). Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75-109.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Nguyen, T.D.K. & Ramachandran, N. (2006). Capital structure in small and medium-sized enterprises: The case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192-211.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 40(1), 1-19.
- Yang, C.-C., Lee, C.-F., Gu, Y.-X., & Lee, Y.-W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach an empirical test of Taiwan stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(2), 222-233.



Channarong Chaiphat received his M.Sc. (Economics) from Kasetsart University. He is currently a full-time lecturer in the Faculty of Economics, Bangkok University.



Nigorn Leechacome received his M.Sc. (Economics) from Kasetsart University. He is currently a full-time lecturer in the Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Thanyaburi