

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย Factors Influencing The Capital Structure Of Medium Enterprises In Thailand

รทวรรณ อภิชาติชนกุล¹ และธนิดา จิตร์น้อมรัตน์²

Ratawan Apichottakun¹ and Thanida Chitnomrath²

สาขาวิชาบริหารธุรกิจ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์¹

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์²

E-mail : ratawan2523@gmail.com

บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย จำนวน 3,394 บริษัท แหล่งของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาวิเคราะห์เป็นข้อมูลทุติยภูมิซึ่งเป็นข้อมูลงบการเงินของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย การวิเคราะห์ข้อมูลโดยการวิเคราะห์ถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least square method : OLS) ในการวิเคราะห์เพื่อค้นหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ผลการวิจัยพบว่า

ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการใช้งาน มีความสัมพันธ์ทางบวกกับโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ในขณะที่สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น มีความสัมพันธ์ทางลบกับโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

คำสำคัญ : โครงสร้างเงินทุน ; วิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

ABSTRACT

This research is a study of the factors influencing the capital structure of medium enterprises in Thailand. The population study of 3,394 companies. Source of data use for the analysis of secondary data of financial statement of medium enterprises in Thailand by using multiple regression model.

The study found effective tax rates non-debt tax shields growth rate profitability asset structure current assets and employment rate had related positive with the capital structure of medium enterprises in Thailand. While liquidity and short-term loans related negatively with the capital structure of medium enterprises in Thailand.

Keywords : Capital Structure ; Medium Enterprises in Thailand



บทนำ

ภูมิหลังความสำคัญของปัญหาการทำวิจัยการดำเนินงานของธุรกิจนั้นจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนไปลงทุนในโครงการต่างๆที่ธุรกิจได้วางแผนไว้ซึ่งสามารถจัดหาได้จากแหล่งเงินทุนภายในกิจการและแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ เงินทุนเหล่านี้ธุรกิจสามารถจัดหาได้จากการก่อหนี้ และส่วนของเจ้าของ หรือ เรียกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น โดยทฤษฎีทางการเงินเรียกการจัดหาเงินทุนระหว่างสองแหล่งนี้ว่าโครงสร้างเงินทุน และให้หลักในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมว่าหากธุรกิจสามารถจัดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมจะทำให้ต้นทุนทางการเงินของธุรกิจนั้นๆรวมทั้งความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจอยู่ในระดับที่ไม่สูงจนเกินไป ซึ่งมีผลให้การดำเนินธุรกิจมีประสิทธิภาพได้ ทฤษฎีทางการเงินกล่าวว่าการจัดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสม เป็นเรื่องหนึ่งที่สำคัญมากต่อธุรกิจ เพราะหากมีหนี้สินมากและไม่สามารถชำระหนี้ได้ การก่อหนี้ก็จะกลายเป็นภาระแก่ธุรกิจทันที และหากมีหนี้สินมากจนเกินความสามารถในการชำระหนี้อาจส่งผลให้ธุรกิจล้มละลายได้ แต่ถ้าหากธุรกิจใช้เงินทุนจากส่วนเจ้าของจำนวนมากหรืออย่างเดียวก็น่าจะมีภาระในการระดมเงินทุน และต้นทุนในการจัดหาได้ เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนจากเจ้าของต้องคิดค่าเสียโอกาสในการไม่สามารถนำเงินไปทำอย่างอื่นและยังต้องบวกความเสี่ยงในการทำธุรกิจลงไปด้วยทำให้ต้นทุนสูงกว่าต้นทุนจากการก่อหนี้ [1] สำหรับเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจของวิสาหกิจขนาดกลางมาจาก 2 แหล่งใหญ่ๆ คือ แหล่งเงินทุนภายในกิจการ ได้มาจากเงินลงทุนของผู้เป็นหุ้นส่วน กำไรสะสมหรือเงินจากครอบครัว และแหล่งเงินทุนจากภายนอกกิจการ การระดมเงินจากแหล่งภายนอกมีหลายรูปแบบ เช่นการออกหุ้นเพิ่มทุน การกู้ยืมเพื่อนำมาใช้จ่ายและลงทุนในทรัพย์สินต่างๆ การกู้ยืมนั้นจะมีเงื่อนไขในการชำระคืนที่แน่นอนตามระยะเวลาที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์การใช้เงินนั้นๆ สำหรับวิสาหกิจขนาดกลางจะมีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกยากลำบากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ถ้าเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่แล้วนั้นวิสาหกิจขนาดกลางจะมีสินทรัพย์ถาวรน้อยกว่าทำให้การขอสินเชื่อมีโอกาสจะประสบความสำเร็จน้อยกว่าเนื่องจากอาจขาดหลักทรัพย์สินค้ำประกัน สำหรับโครงสร้างเงินทุนของ

บริษัทขนาดใหญ่ พบว่าเมื่อแบ่งตามแหล่งเงินทุนภายใน(กำไรสะสมและค่าเสื่อมราคา) และแหล่งเงินทุนภายนอก (จากการก่อหนี้และออกหุ้นทุน) การจัดหาเงินทุนของบริษัทขนาดใหญ่ มักคำนึงถึงจุดที่เหมาะสมของสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนระหว่างหนี้สินและทุนของเจ้าของเพื่อให้มูลค่าของธุรกิจสูงสุด ซึ่งเป็นไปตามหลักทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น [6]

จึงทำให้เกิดประเด็นน่าสนใจในการศึกษาว่าเป็นเพราะเหตุใดและมีปัจจัยสำคัญอะไรที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย งานวิจัยนี้จึงได้ศึกษาวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย คาดว่าการศึกษาโครงสร้างเงินทุนครั้งนี้จะมีประโยชน์สำคัญในเชิงวิชาการในการเพิ่มพูนและขยายองค์ความรู้ใหม่ ส่วนในทางปฏิบัติ งานวิจัยนี้น่าจะช่วยให้ผู้ประกอบการของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยตัดสินใจเกี่ยวกับการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจได้เหมาะสมยิ่งขึ้นเพื่อให้การบริหารกิจการมีประสิทธิภาพมากขึ้น และรองรับการขยายตัวเป็นธุรกิจขนาดใหญ่ต่อไปในอนาคต

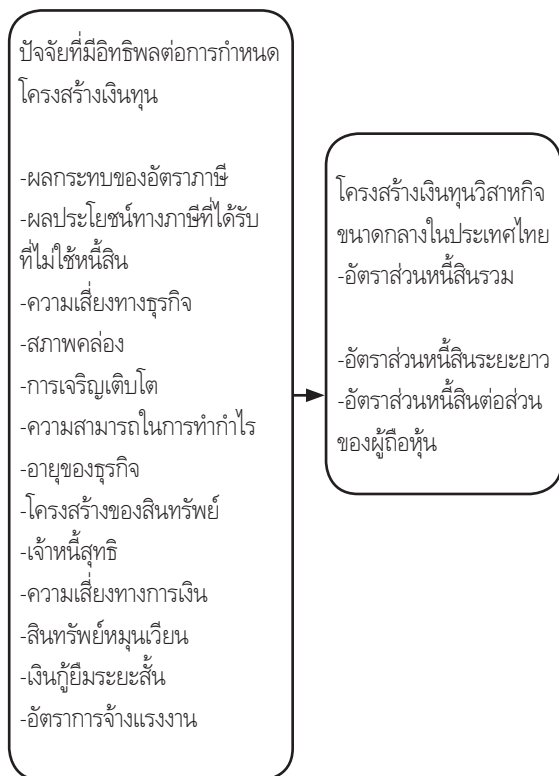
วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

ขอบเขตการวิจัย

การศึกษาที่อยู่ในขอบเขตของหลักทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสามทฤษฎีคือ ทฤษฎีการพิจารณาผลประโยชน์และการก่อหนี้ เป็นการเสนอเกี่ยวกับประโยชน์ทางภาษีถ้าหากธุรกิจจัดหาเงินทุนมาจากการใช้หนี้สินจะทำให้ธุรกิจได้รับผลประโยชน์ทางภาษีซึ่งดอกเบี้ยจ่ายที่นำไปจ่ายชำระหนี้จะทำให้ได้รับผลประโยชน์ทางภาษี [9] ทฤษฎีการจัดหาเงินตามลำดับขั้น เป็นการนำเสนอเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของธุรกิจซึ่งธุรกิจจะจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งภายในของธุรกิจก่อนนั้นคือ เงินลงทุนของเจ้าของธุรกิจ กำไรสะสม ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอคอยจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้ และสุดท้ายคือการออกหุ้น [10] และทฤษฎีตัวแทนเป็นทฤษฎีที่นำเสนอเกี่ยวกับความขัดแย้ง

ระหว่างกลุ่มคนที่มีความเกี่ยวข้องกับธุรกิจ ได้แก่
ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ [7]



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการศึกษาเรื่องปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย โดยใช้วิธีดำเนินการวิจัยเชิงปริมาณจากข้อมูลทุติยภูมิที่เป็นข้อมูลทางการเงินของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยจากสำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม กรมพัฒนาธุรกิจการค้า รายละเอียดในบทนี้เริ่มจากประชากรและการสุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา แหล่งของข้อมูลและการรวบรวมข้อมูลตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ รวมถึงสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล แบ่งออกเป็นหัวข้อต่อไปนี้

ประชากรการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาในงานวิจัยนี้คือวิสาหกิจเฉพาะขนาดกลางในประเทศไทยในรูปบริษัทจำกัด จำนวน 3,394 บริษัทแหล่งของข้อมูลแหล่งข้อมูลในการศึกษาวิเคราะห์เป็นข้อมูลทุติยภูมิโดยเก็บข้อมูลจากหน่วยงานราชการซึ่งฐานข้อมูลหลักได้จากฐานข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ประกอบด้วยข้อมูลงบการเงินของวิสาหกิจขนาดกลางทั้งหมดของประชากรที่ใช้ศึกษา จำนวน 3,394 บริษัท ข้อมูลงบการเงินที่เก็บเพื่อการวิเคราะห์วิจัยเป็นข้อมูล ของปี พ.ศ. 2554 นอกจากนี้ยังเก็บข้อมูลจากหนังสือ เอกสาร วารสาร รายงาน เศรษฐกิจและการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

การรวบรวมข้อมูล

การรวบรวมข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เพื่อให้ได้ประชากร มีขั้นตอนดังนี้

- 1.ทำการรวบรวมข้อมูลโดยการเลือกประชากรที่เป็นวิสาหกิจขนาดกลางที่จดทะเบียนในรูปบริษัทเท่านั้น
2. ตรวจสอบมูลค่าสินทรัพย์ถาวรของบริษัทในงบการเงิน โดยเงื่อนไขมูลค่าสินทรัพย์ถาวรของ กิจการการผลิต กิจการบริการ ต้องมีมูลค่าสินทรัพย์ถาวรตั้งแต่ 51 ล้านบาท แต่ไม่เกิน 200 ล้านบาท ส่วนกิจการค้าส่ง ต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรตั้งแต่ 51 ล้านบาท แต่ไม่เกิน 100 ล้านบาท และกิจการค้าปลีก ต้องมีมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรตั้งแต่ 31 ล้านบาท แต่ไม่เกิน 60 ล้านบาท

3. ตรวจสอบจำนวนการจ้างแรงงานของบริษัท ตรวจสอบจากการแจ้งจำนวนพนักงานในรายละเอียดของบริษัทให้เป็นไปตามเงื่อนไขคือ การผลิต กิจการการบริการ ต้องมีจำนวนการจ้างแรงงานตั้งแต่ 51 คน แต่ไม่เกิน 200 คน ส่วนกิจการค้าส่ง ต้องมีจำนวนการจ้างแรงงานตั้งแต่ 26 คน แต่ไม่เกิน 50 คน และกิจการค้าปลีก ต้องมีจำนวนการจ้างแรงงานตั้งแต่ 16 คน แต่ไม่เกิน 30 คน

การวิเคราะห์ข้อมูล

ด้วยงานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยข้อมูลในเชิงปริมาณเพื่อค้นหาปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางของประเทศไทย จากข้อมูลทุติยภูมิที่ได้จากแหล่ง



ข้อมูลของหน่วยงานราชการ ซึ่งการวิเคราะห์ข้อมูลที่เหมาะสมได้เลือกใช้การวิเคราะห์ด้วยเครื่องมือทางสถิติ ดังต่อไปนี้

1.สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistic) ประกอบด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของตัวอย่างที่ศึกษา โดยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การแจกแจงความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และนำเสนอในรูปแบบตาราง

2.การวิเคราะห์ถดถอยแบบพหุคูณ (Multiple regression analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least square method: OLS) ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อค้นหาความสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีนัยสำคัญต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ผลการวิจัย

ผลการวิจัยมีดังนี้

การวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาซึ่งจะทำการใช้สถิติพื้นฐาน ในการวิเคราะห์ข้อมูลของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยจะใช้ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในการวิเคราะห์ ในการวิเคราะห์ข้อมูลประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แสดงร้อยละของหนี้สินระยะยาวต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในภาพรวมของวิสาหกิจขนาดกลางที่จดทะเบียนในรูปแบบบริษัทจำกัด จำนวน 3,394 บริษัท ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คิดเป็นร้อยละ 100 ซึ่งแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลได้ดังนี้

ตารางที่ 1 ร้อยละของหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นของวิสาหกิจขนาดกลางในภาพรวม

รายการ	จำนวน	ร้อยละ
หนี้สินระยะยาว	86,587,860.38	49.96
ส่วนของผู้ถือหุ้น	86,699,522.12	50.04
รวม	173,287,382.50	100

จากตารางที่ 1 พบว่า ภาพรวมของวิสาหกิจขนาดกลางมีส่วนของผู้ถือหุ้น มากที่สุด จำนวน 86,699,522.12 บาท คิดเป็นร้อยละ 50.04 รองลงมาคือ มีหนี้สินระยะยาว จำนวน 86,587,860.38บาท คิดเป็นร้อยละ 49.96

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน

การนำเสนอผลการทดสอบเพื่ออธิบายความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนซึ่งจำแนกโครงสร้างเงินทุนออกเป็น 3 ปัจจัย ได้แก่ อัตราหนี้สินรวม (TDR) อัตราหนี้สินระยะยาว (LDR) และอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในรูปแบบของสมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple regression) ด้วยวิธี Stepwise โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบของอัตราหนี้สินรวมของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

ตัวแปร	B	t-test	Sig.
ผลกระทบของอัตราภาษี (ETR)	.552	47.615	.000**
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน (NDTS)	.169	13.015	.000**
สภาพคล่อง (CR)	-.105	-16.612	.000**
อัตราการเจริญเติบโต (GO)	.093	33.759	.000**
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	.016	8.314	.000**
โครงสร้างของสินทรัพย์ (AS)	.018	12.490	.000**
สินทรัพย์หมุนเวียน (ASS)	.033	16.826	.000**
เงินกู้ยืมระยะสั้น (LN)	-.087	-7.454	.000**
อัตราการจ้างงาน (EP)	.137	14.394	.000**
**มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 R=.684 R ² =.677 Adj.R ² =.659			
*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 F=376677.359 p=.000			

จากตารางที่ 2 ผลการวิจัย พบว่า ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของภาพรวมวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยในรูปแบบของอัตราส่วนหนี้สินรวม ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงาน มีผลเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ .552 .169 .093 .016 .018 .033และ .137 ตามลำดับในขณะที่สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น มีผลเชิงลบกับอัตราส่วนหนี้สินรวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -.105และ -.087มีค่า R²เท่ากับ .677 หมายความว่าปัจจัยทั้งหมดสามารถพยากรณ์

อัตราส่วนหนี้สินรวมได้ 67.7% และมีค่า AdjR2 เท่ากับ .659 แสดงถึงปัจจัยทั้งหมดสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราส่วนหนี้สินรวมได้ 65.9%

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราหนี้สินระยะยาวของภาพรวมวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

ตัวแปร	B	t-test	Sig.
ผลกระทบของอัตราภาษี (ETR)	.141	13.403	.000**
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน(NDTS)	.036	7.906	.000**
สภาพคล่อง(CR)	-.484	-42.971	.000**
อัตราการเจริญเติบโต (GO)	.113	13.501	.000**
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	.187	12.309	.000**
โครงสร้างของสินทรัพย์ (AS)	.850	25.053	.000**
สินทรัพย์หมุนเวียน (ASS)	.1058	.259	.000**
เงินกู้ยืมระยะสั้น (LN)	-.040	-7.715	.000**
อัตราการจ้างงาน (EP)	.013	4.649	.000**
**มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 R=.899 R ² =.871 Adj.R ² =.867			
*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 F=81969.297 p=.000			

จากตารางที่ 3 ผลการวิจัย พบว่า ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของภาพรวมวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยในรูปของอัตราหนี้สินระยะยาว ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงาน มีผลเชิงบวกกับอัตราหนี้สินระยะยาว อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ .141 .036 .113 .187 .850 .105 และ .013 ตามลำดับ ในขณะที่ สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้นมีผลเชิงลบกับอัตราหนี้สินระยะยาว อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -.484 และ -.040 มีค่า R² เท่ากับ .871 หมายความว่าปัจจัยทั้งหมดสามารถพยากรณ์อัตราหนี้สินระยะยาวได้ 87.1% และมีค่า AdjR2 เท่ากับ .867 แสดงถึงปัจจัยทั้งหมดสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราหนี้สินระยะยาวได้ 86.7%

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของภาพรวมวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย

ตัวแปร	B	t-test	Sig.
ผลกระทบของอัตราภาษี (ETR)	.148	44.041	.000**
ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน(NDTS)	.128	16.518	.000**
สภาพคล่อง(CR)	-.625	-47.119	.000**
อัตราการเจริญเติบโต (GO)	.267	39.212	.000**
ความสามารถในการทำกำไร (ROA)	.674	21.661	.000**
โครงสร้างของสินทรัพย์ (AS)	.2949	.979	.000**
สินทรัพย์หมุนเวียน (ASS)	.050	6.875	.000**
เงินกู้ยืมระยะสั้น (LN)	-.028	-5.411	.000**
อัตราการจ้างงาน (EP)	.031	6.333	.000*
**มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 R=.713 R ² =.712 Adj.R ² =.710			
*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 F=322324.588 p=.000			

จากตารางที่ 4 ผลการวิจัย พบว่า ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนของภาพรวมวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยในรูปของอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปี 2554 ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ สินทรัพย์หมุนเวียนและอัตราการจ้างงาน มีผลเชิงบวกกับอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ .148 .128 .267 .674 .294 .050 และ .031 ตามลำดับ ในขณะที่ สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น มีผลเชิงลบกับอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -.625 และ -.028 มีค่า R² เท่ากับ .712 หมายความว่าปัจจัยทั้งหมดสามารถพยากรณ์อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 71.2% และมีค่า AdjR2 เท่ากับ .710 แสดงถึงปัจจัยทั้งหมดสามารถอธิบายความผันแปรของอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 71.0%

อภิปรายผลการวิจัย

โครงสร้างเงินทุนในรูปอัตราส่วนหนี้สินรวมปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราหนี้สิน



รวมของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ซึ่งได้แก่ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้เพิ่มขึ้นในรูปของอัตราหนี้สินรวมมีอยู่ 7 ปัจจัย ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโตความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงาน ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้ลดลงในรูปของอัตราหนี้สินรวมได้แก่ สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น

จากผลการศึกษาของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจัดการโครงสร้างเงินทุนได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์ สินทรัพย์หมุนเวียนและอัตราการจ้างงาน มีผลเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 นั้น แสดงให้เห็นว่า ถ้าหากธุรกิจนั้นสามารถที่จะประหยัดภาษีได้จากการก่อกู้หนี้เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจธุรกิจนั้นเลือกที่จะจัดหาเงินทุนจากการก่อกู้หนี้สินมากกว่าจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุนหรือการออกหุ้นเพิ่มสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาของ Sogorb-Mira [12] เพราะธุรกิจขนาดเล็กละเลือกที่จะทำการจัดหาเงินทุนจากการก่อกู้หนี้มากกว่าจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อกู้หนี้ (Trade off theory) ถ้าหากการดำเนินธุรกิจมีอัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น นั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจนั้นมีความต้องการใช้เงินทุนในการลงทุนเพิ่มขึ้น แสดงให้เห็นว่าวิสาหกิจขนาดในประเทศไทยพบว่าถ้าธุรกิจนั้นมีความสามารถในการทำกำไรนั้นแสดงให้เห็นว่าผลการดำเนินงานนั้นมีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ นั้นทำให้เกิดความต้องการในการขยายธุรกิจย่อมแสดงให้เห็นว่าธุรกิจมีอัตราการเจริญเติบโตในการขยายธุรกิจผลจากการดำเนินงานของธุรกิจที่มีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นเรื่อยๆนั้นย่อมทำให้เกิดเงินลงทุนในการทำธุรกิจใหม่เพื่อขยายการเจริญเติบโตของธุรกิจหรือการลงทุนในการทำธุรกิจเพิ่มขึ้น ธุรกิจจะจัดหาเงินทุนจากการก่อกู้หนี้สินมากกว่าจัดหาเงินทุนจากการก่อกู้หนี้สิน ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) สอดคล้องกับงานวิจัย [3] Michaelas,

Chittenden & Poutziouris แต่ผลการวิจัยตรงข้ามกับผลงานวิจัยของ Ahmad & Zamam [4] นั้นถ้าธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรมากและมีการขยายธุรกิจเพิ่มขึ้น จะทำการจัดหาเงินทุนที่นำมาใช้ในการขยายธุรกิจนั้นจะใช้เงินทุนของตนเองมากกว่าจัดหาเงินทุนมาจากการก่อกู้หนี้สิน เพราะธุรกิจนั้นจะใช้เงินทุนมากจากกำไรในการดำเนินธุรกิจมาใช้ในการขยายธุรกิจ ถ้าแหล่งเงินทุนไม่เพียงพอที่จะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อกู้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าจัดหาเงินทุนมาจากการก่อกู้หนี้สินระยะยาว และการเพิ่มทุน ในขณะที่โครงสร้างของสินทรัพย์ถาวร สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างแรงงาน มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สินรวม ซึ่งอาจสรุปได้ว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ถาวรเป็นจำนวนมากนั้นจะมีความสามารถในการก่อกู้หนี้ได้สูงกว่า เพราะสินทรัพย์ถาวรสามารถที่นำมาใช้ในการค้ำประกันวงเงินกู้จากสถาบันการเงินต่างๆ ได้ดี ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Michaelas, Chittenden & Poutziouris [3] และ Rafiq, Iqbal & Atiq [11] ถ้าหากวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย มีสินทรัพย์หมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนมากอาจจะเพิ่มขึ้นในส่วนของสินค้างคลัง หรือจำนวนของยอดเงินสดและยอดลูกหนี้การค้าเพิ่มขึ้นเป็นต้น และมีอัตราการจ้างแรงงานที่เพิ่มขึ้น ถ้าธุรกิจที่มีการจ้างแรงงานเข้ามาทำงานเพิ่มขึ้น นั้นแสดงถึงศักยภาพในด้านการขยายการลงทุนเพิ่ม ธุรกิจจะทำการจัดหาเงินทุนจากการก่อกู้หนี้สินเพื่อนำมาใช้ในการลงทุนเพิ่มแต่จะไม่มีการจัดหาเงินทุนมาจากการออกหุ้นเพิ่ม

สภาพคล่องและเงินกู้ระยะสั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินรวม สำหรับวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ผลจากการศึกษาพบว่าถ้าหากวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยมีสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจจะไม่มีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อกู้หนี้สิน นั้นแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องในการดำเนินงานจะความคล่องตัวในการบริหารธุรกิจกว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องในการดำเนินงานต่ำแสดงให้เห็นแหล่งเงินทุนภายในที่อยู่ในรูปกระแสเงินสดมีน้อยและอาจไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน ดังนั้นการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกจึงเป็นสิ่งสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Vatavu ถ้าหากธุรกิจมีการจัดหาเงินทุนมาจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจก็จะไม่มีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวและการจัดหาเงินทุนจากการเพิ่มทุน

โครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ซึ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้เพิ่มขึ้นในรูปของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีอยู่ 7 ปัจจัย ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงาน ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้ลดลงในรูปของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ได้แก่ สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น

จากผลการศึกษาพบว่า ผลกระทบของอัตราภาษีผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงาน มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในการก่อหนี้สินของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศนั้นแสดงให้เห็นว่าถ้าธุรกิจได้รับประโยชน์ในด้านการประหยัดภาษี ไม่ว่าจะเป็นดอกเบี้ยจ่าย หรือค่าใช้จ่ายอย่างอื่นที่สามารถนำมาประหยัดภาษีได้ในรูปแบบของค่าเสื่อมราคา เป็นต้น ธุรกิจก็จะจัดหาเงินทุนมาใช้ในดำเนินงานจากการก่อหนี้สินระยะยาว ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย Michaelas, Chittenden & Poutziouris [9] และ Ahmed & Hisham [4] ถ้าหากธุรกิจมีการเพิ่มขึ้นของอัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงาน นั้นแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในด้านการดำเนินงาน ผลการสัมภาษณ์ผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยพบว่าถ้าหากการดำเนินงานนั้นมีประสิทธิภาพย่อมแสดงให้เห็นถึงกำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น โดยที่กำไรที่เพิ่มขึ้นนั้นย่อมส่งผลต่อการเพิ่มขีดความสามารถในด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นขีดความสามารถในการแข่งขัน การขยายธุรกิจ เป็นต้น สำหรับผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยที่มี อัตราการเจริญเติบโตสูง ความสามารถในการทำกำไรสูง โครงสร้างของสินทรัพย์ถาวรสูง สินทรัพย์หมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจสูง และมีการจ้างแรงงานเพิ่มขึ้น นั้นย่อมแสดงให้เห็นว่าวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยจะมีการขยายการลงทุน โดยนำเงินกำไรที่ได้จากการดำเนินงานที่มีการสะสม

มากเรื่อยๆมาใช้ในการลงทุนในการขยายกิจการ ถ้าหากกำไรที่นำมาใช้ในการขยายธุรกิจนั้นไม่เพียงพอธุรกิจก็จะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาวมากกว่าการจัดหาเงินทุนมาจากการเพิ่มทุน เพราะถ้าใช้เงินทุนมาจากการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นเพิ่ม ธุรกิจก็จะเสียสัดส่วนอำนาจในการบริหารงาน ซึ่งในขณะที่สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้ลดลงในรูปของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ซึ่งทำให้ผลว่าถ้าหากวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ทั้งอุตสาหกรรมบริการ และอุตสาหกรรมค้าส่งและค้าปลีก นั้นมีสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ และมีการกู้ยืมเงินระยะสั้น ธุรกิจจะไม่มีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาว

โครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทย ซึ่งปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้เพิ่มขึ้นในรูปของอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวมีอยู่ 7 ปัจจัย ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงานส่วน และปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนให้ลดลงในรูปของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สภาพคล่องและเงินกู้ยืมระยะสั้น

จากผลการศึกษาพบว่าวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยจะมีการจัดหาเงินทุนเข้ามาในโครงสร้างเงินทุนจะอยู่ในรูปแบบของหนี้สินมากกว่าการจัดหาเงินทุนมาจากการเพิ่มทุนโดยการจัดหาเงินทุนของวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยจะดูปัจจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ผลกระทบของอัตราภาษี ผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับที่ไม่ใช่หนี้สิน อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร โครงสร้างของสินทรัพย์สินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราการจ้างงานส่วน ถ้าหากธุรกิจมีสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจสูง และเงินกู้ยืมระยะสั้นมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ ธุรกิจจะไม่มีการจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สินระยะยาวและไม่มีการเพิ่มทุนเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินธุรกิจด้วย



สรุปผลการวิจัย

ผลการวิจัยสรุปได้ดังนี้

จากการศึกษาในครั้งนี้ทำให้ทราบถึงการจัดการโครงสร้างเงินทุนของวิสาหกิจขนาดในประเทศไทย พบว่าเงินทุนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจนั้นส่วนมากจะมาจากเงินทุนเริ่มแรกจะมาจากเงินลงทุนของครอบครัวเป็นส่วนใหญ่ รูปแบบการบริหารงานเป็นลักษณะการบริหารงานแบบครอบครัว ส่วนใหญ่ถ้าหากมีการขยายธุรกิจหรือมีการลงทุนเพิ่ม จะจัดหาเงินทุนมาจากการกู้ยืม ไม่ว่าจะเป็นการกู้ยืมระยะสั้น เจ้าหนี้การค้า และการกู้ยืมระยะยาวมากกว่า การจัดหาเงินทุนมาจากการเพิ่มทุน หรือการออกหุ้นสามัญ เพราะไม่อยากเสียสัดส่วนอำนาจในการบริหาร แต่สำหรับวิสาหกิจขนาดกลางในประเทศไทยที่มีอายุในดำเนินธุรกิจมานาน และเป็นบุคคลรุ่นหลังที่ทำการบริหารงานในปัจจุบันจะมีการบริหารงานที่เป็นสากลมากขึ้นมีระบบในการบริหารจัดการที่ดีขึ้น และถ้ามีการลงทุนเพิ่มหรือขยายการลงทุน จะทำการระดมเงินทุนมาจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าที่จะจัดหาเงินทุนมาจากการก่อหนี้สิน เพื่อเป็นการรองรับการขยายธุรกิจเพราะเงินทุนที่มากส่วนของผู้ถือหุ้นจะมีความเสี่ยงในการดำเนินงานน้อยกว่าเงินทุนที่มาจากหนี้สิน

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

1. เพื่อให้งานวิจัยมีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น หากไม่มีข้อจำกัดด้านข้อมูล อาจใช้ข้อมูลที่ยาวนานขึ้นในการศึกษา นอกจากนี้อาจพิจารณาการลงทุนในสินทรัพย์อื่นๆ เช่น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET) ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุต่างๆ ผลตอบแทนของหุ้นกู้บริษัทเอกชน เป็นต้น เพื่อพิจารณาเปรียบเทียบถึงความเหมาะสมในการจัดสัดส่วนการ หากมีการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ที่นำมาอ้างอิง

2. ด้านการลงทุนในการดำเนินงานของธุรกิจนั้นจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนไปลงทุนในโครงการต่างๆ ที่ธุรกิจได้วางแผนไว้ซึ่งสามารถจัดหาได้จากแหล่งเงินทุนภายในกิจการและแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ เงินทุนเหล่านี้ธุรกิจสามารถจัดหาได้จาก การก่อหนี้การกู้ยืมเพื่อนำมาใช้จ่ายและลงทุนในทรัพย์สินต่างๆ การกู้ยืมนั้นจะมีเงื่อนไขในการชำระคืนที่แน่นอนตามระยะ

เวลาที่แตกต่างกันขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์การใช้เงินนั้นๆ สำหรับวิสาหกิจขนาดกลางจะมีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกยากลำบากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ถ้าเปรียบเทียบกับบริษัทขนาดใหญ่แล้วนั้นวิสาหกิจขนาดกลางจะมีสินทรัพย์ถาวรน้อยกว่า ทำให้การขอสินเชื่อมีโอกาสจะประสบความสำเร็จน้อยเนื่องจากอาจขาดหลักทรัพย์ค้ำประกันสำหรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดใหญ่ทำให้การขอสินเชื่อมีโอกาสจะประสบความสำเร็จน้อยเนื่องจากอาจขาดหลักทรัพย์ค้ำประกันสำหรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทขนาดใหญ่

เอกสารอ้างอิง

- [1] ชนินดา จิตรน้อมรัตน์. (2546). **การจัดการเงิน พิมพ์ครั้งที่ 7**. กรุงเทพฯ : มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- [2] Brigham, E. F. & M. C. Ehrhardt. (2005). **Financial Management : Theory and Practice**(11th ed.). Mason, OH : Thomson South-Western.
- [3] Megginson, W. L. & Smart, S. B. (2006). **Introduction to financial management**. Mason, OH : Thomson South-Western.
- [4] Ahmed, Ali., H. J., & Hisham, N. (2009). Revisiting capital Structure Theory: A Test of Pecking Order and Static Order Trade-off Model from Malaysian Capital Market. **International Research Journal of Finance and Economics**. 2009(30), 58 -65.
- [5] Ahmad, Y. & Zaman, G. (2013). Determinants of Capital Structure: A case for the Pakistani Textile Composite Sector **Abasyn Journal of Social Sciences**. 6(1), 91-105
- [6] Correa, C. A., Basso, L. F. C. & Nakamura, W. T. (2007). What determines the Capital Structure of The Largest Brazilian Firms ? An Empirical Analysis Using Panel Data. **Journal of International Finance & Economics**. 5 (1) ,27-43.



- [7] Jensen, M. C. &Meckling, W. H. (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of financial Economics**. 3, 305-360.
- [8] Michaelas, N., Chittenden, F. &Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure ChioceIn U.K. SMEs : Empirical Evidence from Company Panel Data. **Small Business Economics**. 12(2) 113-130.
- [9] Modigliani, F. & Merton H. M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**,. 48(3). 261-297.
- [10] Myers. S.C.(1984). The capital structure puzzle. **Jornal of finance**.39(3), p : 575-592.
- [11] Rafiq,M., Iqbal, A. &Atiq, M. (2008) The Determinants of Capital Structure of The Chemical Industry In Pakistan The Lahore **Journal of Economics**. 13(1), 139-158.
- [12] Sogorb - Mira, F. (2003, July). On capital structure in the Small and Medium Enterprises: the Spanish case. **Working Paper.ssrn.com**.

