

การศึกษาเปรียบเทียบ โครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทย



ธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต

สาขาวิชาบริหารธุรกิจ

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2546

ISBN 974-17-5675-5

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A COMPARATIVE STUDY OF CAPITAL STRUCTURE OF LISTED AND NON-LISTED FIRMS  
IN THAILAND

DHANAWAT SIRIWATTANAKUL

A Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Doctor of Business Administration in Finance

The Joint Doctoral Program in Business Administration

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic year 2003

ISBN 974-17-5675-5

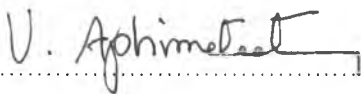
Thesis Title        A Comparative Study of Capital Structure of Listed and Non-listed  
                             Firms in Thailand  
By                     Dhanawat Siriwattanakul  
Field of study        Business Administration  
Thesis Advisor      Assistant Professor Dr. Sunti Tirapat


---


Accepted by the Faculty of Commerce and Accountancy, Chulalongkorn  
University in Partial Fulfillment of the Requirements for the Doctor's Degree

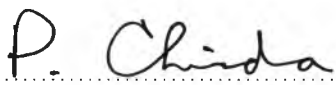
 ..... Dean of the Faculty of  
Commerce and Accountancy  
(Assistant Professor Dr. Danuja Kunpanitchakit)


THESIS COMMITTEE

 ..... Chairman  
(Associate Professor Dr. Virach Aphimeteetamrong)

 ..... Thesis Advisor  
(Assistant Professor Dr. Sunti Tirapat)

 ..... Member  
(Associate Professor Dr. Aekkachai Nittayagasetwat)

 ..... Member  
(Associate Professor Dr. Pornchai Chunchinda)

 ..... Member  
(Dr. Thawatchai Jittrapanun)

ธนาวัฒน์ สิริวัฒน์ธนกุล : การศึกษาเปรียบเทียบโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทย. (A Comparative Study of Capital Structure of Listed and Non-listed Firms in Thailand) อ. ที่ปรึกษา : ผศ.ดร.สันติ ธีรพัฒน์, 123 หน้า. ISBN 974-17-5675-5.

โครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยนั้น สามารถอธิบายได้จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนต่างๆ ทั้งทฤษฎีทางภาษี ต้นทุนของการล้มละลาย ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการจัดลำดับขั้นของเงินทุน ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทย เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนมีโครงสร้างเงินทุนจากการกู้ยืมที่สูงกว่า อย่างไรก็ตามเหตุผลดังกล่าวนี้ไม่สามารถที่จะอธิบายความแตกต่างของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทยได้ทั้งหมด ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในประเทศไทยนั้นส่วนหนึ่งมีโครงสร้างเงินทุนจากการกู้ยืมที่สูง อันเนื่องมาจากการไม่สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากตลาดหลักทรัพย์ได้ จากนั้น บริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทยยังมีแนวโน้มที่จะกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากการกู้ยืมที่ต่ำกว่าอันเนื่องจากความต้องการลดความเสี่ยงของบริษัทของผู้บริหารบริษัท โครงสร้างเงินทุนที่มีการกู้ยืมที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการกำไรของบริษัทที่จดทะเบียน แต่จะไม่ส่งผลกระทบต่อบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียน

หลักสูตร โครงการร่วมผลิตบัณฑิตระดับปริญญาเอก ลายมือชื่อนิติ

*Tharnt Siritthakul*

สาขาวิชา บริหารธุรกิจ

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา

*Sani Ritthakul*

ปีการศึกษา 2546

# # 4283402626 : MAJOR BUSINESS ADMINISTRATION

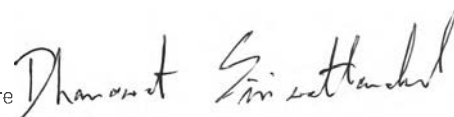
KEY WORD: Capital Structure / Leverage / Financing / Listed / Non-listed / Thai

DHANAWAT SIRIWATTANAKUL: A COMPARATIVE STUDY OF CAPITAL STRUCTURE OF LISTED AND NON-LISTED FIRMS IN THAILAND. THESIS  
ADVISOR: ASSISTANT PROFESSOR DR. SUNTI TIRAPAT, 123 pp. ISBN 974-17-5675-5.

Thai corporations are found to follow capital structure theories. Tax theory, bankruptcy costs explanation, agency theory and pecking order theory may explain the different capital structure policies among Thai firms. The different capital structure determinants between listed and non-listed matched firms may affect the higher leverage ratios of non-listed matched firms relative to listed firms. However, these theories cannot totally explain the higher leverage ratios of non-listed matched firms relative to SET-listed firms. The additional explanation is that non-listed Thai firms are found to follow too aggressive capital structure due to the lack of access to stock market. Furthermore, listed Thai firms are found to follow too conservative financing policies due to the manager's self interest to reduce firm's risk. However, the use of additional percentage of leverage will decrease firm's profitability among SET-listed firms but not among non-listed firms.

Program The Joint Doctoral Program in Business Administration

Student's signature



Field of study Business Administration

Advisor's signature



Academic year 2003

## **Acknowledgements**

Without my parents, I cannot have the opportunities to live and learn in this world. Without my family, I cannot have any inspiration for studying. Without my advisor, Asst. Prof. Dr. Sunti Tirapat, I cannot start and finish my dissertation. Without Assoc. Prof. Dr. Aekkachai Nittayagasetwat, I cannot have the better thinking in doing this dissertation. Without Assoc. Prof. Dr. Pornchai Chunhachinda, I cannot have the comments in improving the objective of my dissertation. Without Assoc. Prof. Dr. Wirach Aphimeteetamrong and Dr. Tawatchai Jittrapanand, I cannot the valuable comments in improving my dissertation. Without the support from Assoc. Prof. Ananchai Kongchun and Dr. Surang Miangumneoud, I cannot have the hope for finishing my dissertation. Without all of them, this dissertation cannot be done. If there are any advantages of this study, they should be appreciated.

## Contents

Abstract in Thai	iv
Abstract in English	v
Acknowledgements	vi
Contents	vii
Abbreviation	viii
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Rationale	1
1.2 Research Objective	5
1.3 Research Contribution	6
Chapter 2 Literature Reviews	8
2.1 Firm-specific Determinants of Capital Structure	10
2.2 Institutional Effects toward Capital Structure	20
2.3 Capital Structure Differences between Listed and Non-listed Firms	28
2.4 Capital Structure and Firm Performance	34
2.5 Capital Structure Investigation among Thai Firms	36
Chapter 3 Sample Selection and Descriptive Statistics	48
3.1 Sample Selection	48
3.2 Balance Sheet Composition	54
3.3 Firm Characteristics	56
3.4 Correlation among Leverage and Capital Structure Determinants	61
3.5 Leverage Comparison between Listed and Non-listed Firms	64
Chapter 4 Capital Structure Determinants	70
4.1 Measures of Leverage	70
4.2 Proxies for Capital Structure Determinants	71
4.3 Capital Structure Determinants: Static Model	75
4.4 Capital Structure Determinants: Dynamic Model	76
4.5 Empirical Results	81
Chapter 5 Capital Structure Differences between Listed and Non-listed Firms	89
Chapter 6 Capital Structure and Firm Performance	97
Chapter 7 Conclusion	104
References	107
Appendices	116
Biography	123

## Abbreviation

Abbreviation	Definition
AP/TA	Accounts payable / Total assets
BEP	Basic earnings power = Earnings before interest and tax / Total assets
GTA	Total assets growth
Gsale	Sales growth
LEV	Leverage ratio = $(\text{short term debt} + \text{long term debt}) / (\text{short term debt} + \text{long term debt} + \text{equity})$
LnEquity	Natural logarithm of shareholders' equity
LnTA	Natural logarithm of total assets
NDTS	Non-debt tax shields standardized by total assets = $(\text{EBIT} - \text{Interest expenses} - (\text{Taxes paid}/\text{Tax rate})) / \text{Total assets}$
OWN	Managerial ownership equals to total ownership by board of directors
OWN.0to5	Dummy variable equals = board ownership, if board ownership < 0.05 = 0.05, if board ownership $\geq$ 0.05
OWN.5to25	Dummy variable equals = 0, if board ownership < 0.05 = board ownership - 0.05, if $0.05 \leq$ board ownership < 0.25 = 0.20, if board ownership $\geq$ 0.25
OWN.OVER25	Dummy variable equals = 0, if board ownership < 0.25 = board ownership - 0.25, if board ownership $\geq$ 0.25
Sale	Total sales
Sale/TA	Asset utilization or efficiency ratio = Total sales/Total assets
SG&A	Selling and administrative expenses
SG&A/Sale	Ratio of selling and administrative expenses to total sales
TA	Total assets
TAN	Total fixed assets/Total assets
Z**PROB	$= 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3$ where $X_1$ = working capital/total assets, $X_2$ = retained earnings/total assets, $X_3$ = earnings before interest and taxes/total assets