

บทที่ 4

ผลการวิจัยข้อมูล

การวิจัยข้อมูลจากจำนวนปีการศึกษาทั้งสิ้น 8 ปี แบบ Pool Time Series สามารถสรุปผลการวิจัยตามสมการทั้งสองได้ดังนี้

สมการแรก สัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าหุ้นทางบัญชี ที่นำตัวแปรมาใช้ในการวิเคราะห์ทั้งสิ้น 8 ตัวแปรดังนี้ อัตราภาษีที่แท้จริง สินทรัพย์คงที่ ขนาดของธุรกิจ อัตราผลตอบแทนแก่สินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น การเติบโตธุรกิจ ความเสี่ยงล้มละลาย (Default Risk) หรือ โอ-สกอร์ ในเวลาถดถอยไปใน 1 ปี ($t-1$)

สมการที่สอง คือ สัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าตลาด โดยตัวแปรที่ใช้เช่นเดียวกับสมการข้างต้น โดยทั้ง 2 สมการใช้แบบจำลองที่เรียกว่า Fixed Effect Model โดยมีลักษณะข้อมูลเป็น แบบภาคตัดขวาง (Cross Section Data)

4.1 สถิติเบื้องต้นของตัวแปร

พิจารณาตาราง 4.5 ที่แสดงถึงค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ค่าเฉลี่ยมัธยฐาน (Median) ค่ามากที่สุด (Maximum) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และแสดงถึงจำนวนประชากร (Observation) และจำนวนบริษัทที่ทำการศึกษาของแหล่งที่มาข้อมูลทั้งหมดนำมาตีความได้ดังนี้

สินทรัพย์คงที่ ในตารางค่าเฉลี่ยในบริษัทตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอยู่ที่ 60% เป็นรายการสินทรัพย์คงที่ส่วนที่เหลือ 40% คือสินทรัพย์หมุนเวียนทั้งหมด กล่าวได้ว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีสินทรัพย์ที่เป็นรายการ ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์สำนักงาน ค่อนข้างสูงซึ่งเป็นข้อดีของบริษัทในการขอสินเชื่อ หรือเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันทั้งการขอกู้ และการออกหุ้นกู้ (Secured Debt) และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำเพียง 0.20 เท่านั้นที่วัดถึงการกระจายของข้อมูลว่ามากหรือน้อย ยังมีค่า S.D. ต่ำเท่าไรแสดงว่าการกระจายของข้อมูลน้อย และอยู่ภายใต้กฎที่ว่าเป็นการกระจายแบบโค้งปกติ (Normal Distribution) เพราะจำนวนประชากรหรือค่าที่สังเกต (Observation) มีมาก มีค่าสูงสุดที่ 100% และค่าต่ำสุดที่ 2 % แสดงว่ามีบริษัทที่ทำการศึกษาบางปีไม่มีสภาพคล่องในการดำเนินงานธุรกิจ

ขนาดของธุรกิจ ที่วัดโดยใช้ล็อกการิทึมของยอดขาย มีขนาดใหญ่มากเป็นประโยชน์แก่ธุรกิจในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยค่าเฉลี่ยของบริษัททั้งหมดตามมูลค่าหุ้นทางบัญชีอยู่ที่ 7.59 เท่า มีค่า S.D. ที่ 1.38 และมีค่าสูงสุดและต่ำสุดที่ไม่ห่างกันมาก ค่าสูงสุดอยู่ที่ 11.74 ในขณะที่

ค่าต่ำสุด 2.42 แสดงถึงว่า ขนาดของบริษัทที่ทำการศึกษามีแตกต่างกันมากซึ่งเป็นผลมาจากใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีทรัพย์สินจำนวนมากและมีทุนจดทะเบียนที่สูง

ผลตอบแทนค้ำประกันสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยที่เข้าใกล้ศูนย์มากคือ 0.02 เท่า เมื่อเทียบกับตัวแปรทั้ง 7 ตัวแปร ที่ได้ทำการศึกษานี้ ส่งผลให้มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ต่ำลงไปด้วยมีเพียง 0.23 เท่า หมายความว่า ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์รวมของธุรกิจมีบวกที่ 0.02 เท่าแสดงถึงความไร้ประสิทธิภาพของผู้บริหารในการจัดสรรทรัพยากร ของบริษัทเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทมีค่าสูงสุด 5.88 เท่าในขณะที่ ค่าต่ำสุดเพียง -1.37 เท่า

ผลตอบแทนแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตที่ -1.15 เท่า และมีค่าสูงสุดและต่ำสุดที่ต่างกันมาก คือ 15.86 และ - 907.11 เท่า มีสาเหตุที่ส่งผลให้ผลตอบแทนติดลบเนื่องมาจากวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เกิดขึ้นกับประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2539 เป็นต้นไปจนมาถึงปี 2544 ที่กำไรสุทธิโดยรวมของธุรกิจยังไม่ดีขึ้น จึงไม่น่าแปลกใจที่ผลตอบแทนแก่ส่วนของผู้ถือหุ้นจะติดลบ และลักษณะของข้อมูลมีการกระจายค่อนข้างมาก 29.41 เท่าบริษัทที่มีค่าผลตอบแทนแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น -907.14 เท่าคือบริษัท TWP

การเติบโตธุรกิจ มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตที่ 1.3 เท่า คือมูลค่ารวมตลาดมีมากกว่าส่วนของเจ้าของประมาณ 1.5 เท่าในช่วงระยะเวลาศึกษาทั้งสิ้น 8 ปีจากจำนวนบริษัททั้งสิ้น 164 การกระจายข้อมูล (S.D.) มีค่าไม่มากที่ 7.04 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 204.61 ส่วนค่าต่ำสุดอยู่ที่ -16.16 โดยรวมกล่าวได้ว่าบริษัทในตลาดหุ้นแห่งประเทศไทยยังคงมีมูลค่ารวมตลาด ไม่สูงแสดงถึงดัชนีตลาดยังมีระดับไม่สูงมากนัก

รายการช่วยลดภาษีมีหนี้สิน มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตที่น้อยมากเพียง 4.97% เป็นเพราะว่ารายการ ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดบัญชีมีสัดส่วนที่ต่ำเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม ส่งผลให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าน้อยสุดในจำนวนตัวแปรที่ทำการศึกษาคือ 0.03 และมีค่าสูงสุดที่ 0.26 ในขณะที่ค่าต่ำสุดประมาณ 0

ความเสี่ยงล้มละลาย มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตที่ 17.5% หมายความว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีความน่าจะเป็นที่ล้มละลายค่อนข้างน้อยหรือไม่มีความเสี่ยงและ การกระจายข้อมูล (S.D.) มีค่าน้อยมากเพียง 0.20 เท่านั้นนอกจากนี้มีค่าสูงสุดที่ 0.99 ค่าต่ำสุดที่เกือบ 0

สัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าทางบัญชี ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยรวมมีหนี้สินเป็น 15.10 เท่าของทุน แสดงถึงว่าบริษัทคงจัดหาทุนโดยการใช้หนี้สิน ไม่ว่าจะจากการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์หรือ ออกหุ้นกู้ผ่านทางตลาดตราสารหนี้มากกว่าการออกหุ้นบุริมสิทธิ์ ออกหุ้นสามัญซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังคงไม่พัฒนา

เท่าที่ควรในขณะที่ตลาดเงิน (Money Market) มีปริมาณสูงและ ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ สถาบันจัดลำดับ Credit Rating ค่อนข้างมีการพัฒนาจากการที่ธุรกิจใช้หนี้สินมากกว่าทุนผลการวิจัยพบว่าสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าทางบัญชีมีค่าสูงสุดที่ 10,059.73 เท่าและค่าต่ำสุดที่ 0 เท่า เกิดช่องว่างระหว่างราคาหุ้นสามัญมาก อาจกล่าวได้ว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีราคาหุ้นสามัญแตกต่างกันมาก ในแต่ละบริษัทส่งผลให้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสูงสุดในจำนวนปัจจัยที่นำมาศึกษาถึง 325.19

สัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าตลาด มีค่าเฉลี่ยเลขคณิตที่ 5.42 และมีการกระจายของข้อมูลที่ 15.09 ที่ค่อนข้างมีการกระจายของข้อมูลสูง มีค่าสูงสุดที่ 246.42 และค่าต่ำสุด 0.013 ดังนั้นโดยภาพรวมแล้วบริษัทที่ได้ทำการศึกษาทั้งหมดมีการใช้หนี้สินมากกว่าทุน และเมื่อพิจารณาจากแบบจำลองตามราคาตลาด ที่มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานน้อยกว่าแบบจำลองตามมูลค่าทางบัญชีที่มีการใช้หนี้สิน 5.42 เท่าเมื่อเปรียบเทียบกับทุน ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากขนาดของธุรกิจที่มีกิจการค่อนข้างใหญ่ทำให้ขอสินเชื่อได้สะดวก

4.2 ผลวิจัยแบบจำลองตามมูลค่าทางบัญชี

ผลการศึกษาที่ได้จากช่วงระยะเวลาศึกษาทั้งสิ้น 8 ปี 2537-2544 จากจำนวนตัวอย่างที่ทำการศึกษาทั้งสิ้น 164 บริษัท ผลการวิจัยพบว่าลักษณะของข้อมูลว่าเกิด Homoscedasticity ขึ้นจากการทดสอบโดยใช้ White test ดังตาราง 4.3 (ปรากฏในภาคผนวก) และผลสรุปอย่างย่อค่าที่แสดงในแบบจำลองที่ว่าด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าทางบัญชีมีปรากฏในหน้าที่ 30

ผลสรุปที่ได้ ปัจจัยที่มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 คือความเสี่ยงล้มละลาย (Default Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ 148.8368 และค่า T-Statistic ที่ 2.12 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงล้มละลายและหนี้สินมีบวก เมื่อบริษัทจัดหาทุนด้วยหนี้สินมากความเสี่ยงล้มละลายสูงตามไปด้วย ผลลัพธ์ที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

นอกจากนี้ปัจจัยประเภทอื่นที่ไม่มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1, 0.05, และ 0.01 เลยคือปัจจัยสินทรัพย์คงที่มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ -24.46852 ค่า T-Statistic อยู่ที่ -0.17 มีเครื่องหมายลบ แสดงถึงความสัมพันธ์กับหนี้สินในทิศทางตรงกันข้าม เมื่อธุรกิจมีมูลค่าสินทรัพย์ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์เพิ่มสูงขึ้นแล้ว ความต้องการใช้หนี้สินลดลงซึ่งไม่สอดคล้องกับข้อสมมติฐานที่ได้เขียนไว้ในบทที่ 3

ปัจจัยขนาดธุรกิจที่คำนวณจากยอดขายว่า ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดธุรกิจและการใช้หนี้สินเป็นไปในทิศทางเดียวกันมีค่าสัมประสิทธิ์ 6.779005 T-Statistic เพียง 0.17 และมีสัญลักษณ์

เป็นบวกเมื่อธุรกิจมียอดขายเพิ่มสูงมากขึ้น ส่งผลให้ความต้องการใช้นี้สินสูงตามไปด้วย เช่นเดียวกันและสอดคล้องกับสมมติฐานที่เขียน

ปัจจัยอัตราผลตอบแทนค้ำแกสินทรัพย์รวม มีค่า T-Statistic อยู่ที่ 0.10 มีสัญลักษณ์เป็น บวกมีค่าสัมประสิทธิ์ 4.942868 หมายความว่าบริษัทที่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินกิจกรรมด้าน ธุรกิจเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ความต้องการใช้นี้สินมีมากขึ้น เมื่อธุรกิจต้องการใช้เงินเพราะ ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและอัตราผลตอบแทนค้ำแกสินทรัพย์รวมเป็นไปในทิศทางเดียวกันไม่ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งว่าเป็นลบ

ตารางที่ 4.1 ผลการประมาณค่าปัจจัยกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชี

Dependent Variable	Debt to Book Value of Equity
Independent Variable	Coefficient / (t-statistic)
Fixed Asset	-24.46852 (-0.179062)
Size	6.779005 (0.171954)
ROA	4.942868 (0.100137)
ROE	-0.185193 (-0.150850)
Growth Option	-1.027042 (-0.198317)
Non-Debt Tax Shield	-4.503260 (-0.039968)
Default Risk	148.8368 (2.126773)**
R ² 0.176003	Prob (F-Statistic) 0.00000
Adjusted R ² 0.000244	Durbin-Watson Statistic 1.482457

* ระดับนัยสำคัญ 0.1 **ระดับนัยสำคัญ 0.05 ***ระดับนัยสำคัญ 0.01

ปัจจัยอัตราผลตอบแทนค้ำแกส่วนของผู้ถือหุ้น มีเครื่องหมายลบ เมื่อบริษัทมีกำไรที่สูงขึ้น ความต้องการใช้นี้สินกลับลดลง ซึ่งตรงกับสมมติฐานมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ -0.185193 และค่า

T-Statistic น้อยมากเพียง -0.15

ปัจจัยการเติบโตธุรกิจมีเครื่องหมายลบสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและการเติบโตธุรกิจ ที่มีแนวโน้มการเติบโตที่สูงเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ค่าสัมประสิทธิ์ที่ -1.027042 และค่า T-Statistic -0.19

ปัจจัยรายการลดภาษีมีใช้หนี้สิน มีความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและรายการลดภาษีมีใช้หนี้สินเป็นลบทำให้รายการจำพวก ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเมื่อมีปริมาณมากขึ้น การจ่ายภาษีจะลดน้อยลงความต้องการใช้หนี้สินกลับมีลดลง ค่าสัมประสิทธิ์ที่ -4.503260 และค่า T-Statistic น้อยมากเพียง -0.03 และไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

เมื่อพิจารณาถึงค่า R^2 ที่มี 0.176003 และเมื่อพิจารณาว่าเกิดมี Serial Correlation หรือ Autocorrelation ทำการตรวจสอบโดยพิจารณาจากค่า Durbin-Watson Statistic 1.482457 ไม่มีการเกิด AR ขึ้น

4.3 ผลวิจัยแบบจำลองตามราคาตลาด

จำนวนปีที่ศึกษา 8 ปี (2537-2544) แต่มีจำนวนบริษัทที่ศึกษาทั้งสิ้น 164 บริษัทเหตุผลเพราะว่าหาฐานข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ช่วงปี ท้าย ๆ มีจำนวนไม่มากนัก ส่งผลให้จำนวนบริษัทที่ทำการศึกษาลดน้อยลงและลักษณะผลการวิจัยพบว่าข้อมูลเกิด Heteroscedasticity จากการตรวจสอบด้วย White test ขึ้นดังนั้นผู้วิจัยจึงได้เปลี่ยนวิธีเป็นแบบ Generalized Least Squares (GLS) เพื่อให้แก้ไขปัญหามาเป็น Homoscedasticity โดยการถ่วงน้ำหนัก $\omega = 1/\sigma^2$ โดยผลการศึกษาที่ได้เป็นไปตามตารางที่ 4.5 ในภาคผนวก หรือผลสรุปโดยย่อปรากฏในตารางที่ 4.2 ในหน้า 32

ผลการทดสอบทางเศรษฐมิติพบว่าปัจจัยที่มีระดับนัยสำคัญ มีปัจจัยขนาดธุรกิจ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 ค่าสัมประสิทธิ์ 1.455898 และค่า T-Statistic 3.99 ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและขนาดธุรกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกัน เมื่อธุรกิจมีขนาดใหญ่ขึ้นจากยอดขายสูงทำให้มีการใช้หนี้สินมากขึ้นตามไปด้วย สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ปัจจัยอัตราผลตอบแทนคืนแก่สินทรัพย์รวมมีเครื่องหมายลบค่าสัมประสิทธิ์ที่ -3.946427 และค่า T-Statistic -4.89 มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และผลที่ได้สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้คือกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นทำให้อัตราผลตอบแทนคืนแก่สินทรัพย์รวม เพิ่มขึ้นธุรกิจใช้ส่วนของทุนแทนหนี้สินได้ ความสัมพันธ์ของทั้งคู่จึงเป็นลบ

ตาราง 4.2 ผลการประมาณค่าปัจจัยกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาด

Dependent Variable	Debt to Market Value of Equity
Independent Variable	Coefficient / (t-statistic)
Fixed Asset	-0.059288 (-0.064963)
Size	1.455898 (3.994566)***
ROA	-3.946427 (-4.893125)***
ROE	-0.060756 (-1.963141)**
Growth Option	-0.083854 (-2.113229)**
Non-Debt Tax Shield	0.701550 (0.485175)
Default Risk	3.138904 (5.341335)***
Weighted Statistics	
R ² 0.455491	Prob (F-Statistic) 0.000000
Adjusted R ² 0.339348	Durbin-Watson Statistic 2.385011
Unweighted Statistics	
R ² 0.276664	Durbin-Watson Statistic 1.355328
Adjusted R ² 0.122376	

* ระดับนัยสำคัญ 0.1 **ระดับนัยสำคัญ 0.05 ***ระดับนัยสำคัญ 0.01

ปัจจัยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ค่าสัมประสิทธิ์ที่ - 0.0607456 ค่า T-Statistic -1.96 ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในบทที่ 3

ปัจจัยการเติบโตธุรกิจ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 มีเครื่องหมายลบ ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและการเติบโตธุรกิจเป็นไปในทิศทางตรงข้าม เมื่อธุรกิจมีโอกาสดำเนินการเติบโตที่สูงขึ้น

ผู้บริหารของธุรกิจจะใช้ส่วนของทุนแทนหนี้สิน มีค่าสัมประสิทธิ์ที่ -0.083854 ค่า T-Statistic -2.11 เหมือนกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ความเสี่ยงล้มละลาย (Default Risk) มีค่าสัมประสิทธิ์ 3.138904 และค่า T-Statistic ที่ 5.34 ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงล้มละลายและหนี้สินมีบวก เมื่อบริษัทจัดหาทุนด้วยหนี้สินมาก ความเสี่ยงล้มละลายสูงตามไปด้วย ผลลัพธ์ที่ได้ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ปัจจัยที่ไม่มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1 , 0.05 , และ 0.01 คือปัจจัยสินทรัพย์คงที่ มีสัญลักษณ์ลบ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ -0.059288 ค่า T-Statistic -0.06 ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและสินทรัพย์คงที่เป็นไปในทิศทางเหมือนกัน เมื่อธุรกิจมีสินทรัพย์คงที่ เช่น ที่ดิน สามารถเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน การขอสินเชื่อได้ทำให้ค่าที่ได้บวก สอดคล้องกับสมมติฐานที่คิดไว้

รายการลดภาษีมิใช่หนี้สิน มีเครื่องหมายบวก ค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.701550 ค่า T-Statistic 0.48 ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและรายการลดภาษีมิใช่หนี้สินเป็นบวก เมื่อค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นทำให้จ่ายภาษีลดลง ส่งผลกระทบต่อให้กู้หนี้มากขึ้น เหมือนกับสมมติฐานที่คิดไว้

เมื่อพิจารณาถึงค่า R^2 ที่มี 0.455491 ในค่าทางสถิติที่ถ่วงน้ำหนัก (Weighted Statistics) และเมื่อพิจารณาว่าเกิดมี Serial Correlation หรือ Autocorrelation ทำการตรวจสอบโดยพิจารณาจากค่า Durbin-Watson Statistic 2.38 ไม่มีการเกิด AR สำหรับแบบจำลองหนี้สินต่อส่วนทุนตามราคาตลาด

ความแตกต่างระหว่าง แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าบัญชีและราคาตลาดที่เห็นได้ชัดเจนคือนำราคาหุ้นสามัญที่ ออกจำหน่ายในราคาตลาดตามระยะเวลาที่ได้ศึกษาซึ่งส่งผลให้ผลการศึกษาที่ได้จากปัจจัยทั้งสิ้น 7 ตัวแปรแบบจำลองที่ให้ระดับนัยสำคัญและค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรและการใช้หนี้สินตรงกับ สมมติฐานที่คิดไว้มากที่สุดคือแบบจำลองหนี้สินต่อส่วนทุนตามราคาตลาด (Debt to Market Value of Equity) ควรนำมาวิจัยเพื่อหาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน