

บทที่ 2

วรรณกรรมปริทัศน์

ทฤษฎีหลักเรื่องโครงสร้างทุนเริ่มต้นขึ้นจากงานวิจัยของ Modigliani และ Miller (MM) (1958) ซึ่งเสนอว่าโครงสร้างเงินทุนไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการในตลาดที่แข่งขันสมบูรณ์ โดยมูลค่าของกิจการจะขึ้นกับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้นมูลค่าของกิจการจะแสดงได้จากสินทรัพย์ที่แท้จริง ตั้งแต่นั้นมามีนักเศรษฐศาสตร์หลายคนทำการวิจัยพัฒนาแนวคิดของ Modigliani และ Miller (MM) (1958) การวิจัยที่ได้ทำการพัฒนาได้นำหลายปัจจัยเข้ามาทำการศึกษาเพื่อที่จะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและใกล้เคียงความเป็นจริงมากขึ้น เช่น ความแปรปรวนของกระแสเงินสด, ขนาดกิจการ, ความยืดหยุ่นอุปสงค์ของผลผลิต, การมีข้อมูลภายในของกิจการ เป็นต้น เราสามารถแยกประเด็นในการพิจารณาโครงสร้างทุนได้ 4 ประเภท ดังนี้

- 1) แนวความคิดความขัดแย้งระหว่างหลายกลุ่มในด้านการใช้ทรัพยากรของกิจการ
- 2) ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล
- 3) อิทธิพลของลักษณะทางธรรมชาติของผลผลิตหรือการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์
- 4) ปัจจัยคุณสมบัติกิจการ

การที่จะหาเงื่อนไขที่ประกอบการอธิบายโครงสร้างทุนนั้น จากงานการศึกษาที่ผ่านมา ทั้งการศึกษาในลักษณะเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ เพื่อสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุน จากการศึกษาในลักษณะเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ พบว่ามีปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนหลายประเด็น การอธิบายแต่ละปัจจัยจึงอาศัยทฤษฎีและมีผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ที่แตกต่างกัน ดังนั้นการศึกษานี้จึงแยกปัจจัยออกได้ดังนี้

1. แนวความคิดความขัดแย้งระหว่างหลายกลุ่มในด้านการใช้ทรัพยากรของกิจการ

การศึกษาในประเด็นนี้ แยกความขัดแย้งออกเป็น 2 ลักษณะคือ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นหนึ่งส่วนหนึ่งกับผู้ถือหุ้น

1.1 ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ความขัดแย้งเกิดขึ้นจากความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูล โดยผู้บริหารจะมีข้อมูลที่ดีกว่านักลงทุนโดยผู้ที่มีข้อมูลดีกว่าจะทำการปกปิดข้อมูลและการปกปิดข้อมูลนี้ถือเป็นต้นทุนหนึ่ง (Jensen and Meckling, 1976) ต้นเหตุของความขัดแย้งนี้เกิดจากผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการทั้งหมด ดังนั้นผลกำไรจากการประกอบการจะต้องแบ่งปันไปตามสัดส่วนการถือหุ้น ต้นทุน

เหล่านี้จะทำให้ผู้บริหารลงทุนต่ำกว่าประสิทธิภาพในการบริหารและทำการถ่ายเททรัพยากรเข้าสู่ตนเอง เช่น การบริโภคของผู้บริหารเกินความจำเป็น ในขณะที่ผู้ถือหุ้นจะคาดหวังผลตอบแทนที่สูง ความขัดแย้งเหล่านี้สามารถลดลงได้จากการใช้สัญญาค่าตอบแทน การควบคุมวินัยในการบริหาร ซึ่งสัมพันธ์กับการใช้หนี้สินเพิ่มมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหารมีวินัยในการบริหารมากขึ้น

Grossman และ Hart (1982) เสนอแนวคิดที่ใช้หนี้สินเป็นกลไกเพื่อทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่วนหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะเพิ่มโอกาสการล้มละลายและเป็นเครื่องมือในการบังคับให้ผู้บริหารทำงานมีคุณภาพมากขึ้น และทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตาม ส่งผลต่อไปยังมูลค่าหุ้นที่จะสูงขึ้นในที่สุด

Smith และ Watts (1982) สรุปลักษณะของสัญญาการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้บริหารจะส่งผลต่อความขัดแย้งของผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยเขาแบ่งสัญญาการจ่ายผลตอบแทน ดังนี้

- การกำหนดผลตอบแทนคงที่ จะทำให้ผู้บริหารไม่ทำการลงทุนในโครงการที่ไม่มีกำไร เนื่องจากผลตอบแทนนั้นไม่ขึ้นกับขนาดของกิจการ
- การกำหนดผลตอบแทนตามตลาด เช่น ผลตอบแทนตามราคาหุ้น เพื่อเป็นการควบคุมการบริหาร เพราะการบริโภคเกินความจำเป็นและการลงทุนระยะสั้นที่มีกำไรต่ำของผู้บริหารจะทำให้ราคาหุ้นลดลง
- การกำหนดผลตอบแทนตามบัญชี เป็นการแบ่งรางวัลให้แก่ผู้บริหารตามประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นการแสดงประสิทธิภาพการบริหารจากผลการดำเนินงานโดยตรง

ลักษณะของผลตอบแทนก็มีลักษณะที่แตกต่างกันและมีข้อดีข้อเสียแตกต่างกัน โดยเขาสรุปว่าการกำหนดผลตอบแทนตามบัญชีจะทำให้การบริหารมีประสิทธิภาพมากที่สุด การวิจัยจะเป็นในลักษณะของผลจากกิจกรรมอย่างใดอย่างหนึ่งส่งผลเช่นไรต่อผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น

DeAngelo และ Rice (1984) ศึกษาผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นจากการประกาศเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สิน เมื่อสัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้นจะทำให้ความเสี่ยงของหุ้นสูงขึ้น และทำให้กิจการสามารถทำกำไรได้มากขึ้น ดังนั้นถ้าผู้บริหารเป็นเจ้าของหุ้นสัดส่วนสูงๆ จะทำให้กิจการมีสัดส่วนหนี้สินสูงและมีความสามารถทำกำไรได้สูงขึ้น

Demsetz และ Lehn (1985) เสนอแนวความคิดในการลดต้นทุนจากความขัดแย้งนี้ โดยการกระจายผู้ถือหุ้นมากขึ้นจะปรับปรุงผลประโยชน์และลดต้นทุนการตรวจสอบของผู้ถือหุ้น และมีปัจจัยเสริมเพื่อลดต้นทุนจากความขัดแย้งนี้เพิ่มขึ้นคือ กำไรที่มีความมั่นคงเพิ่มขึ้น, กฎเกณฑ์

ศึกษาถึงความสำคัญของผู้ถือหุ้นในการลดความขัดแย้งต่อผู้บริหาร บนพื้นฐานของโครงสร้างเงินทุน โดยเสนอว่าการตรวจสอบของผู้ถือหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้กิจการมีความมั่นคงในกำไรลดลง

Murphy (1985) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพกิจการและผลตอบแทนการบริหาร พบว่าความสัมพันธ์นี้จะมีทิศทางเดียวกัน ผู้ถือหุ้นทำการวัดประสิทธิภาพกิจการจากการเติบโตของยอดขาย แต่ความสัมพันธ์นี้อยู่ในระดับต่ำ กล่าวคือ ถ้ามูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 10 จะทำให้ผลตอบแทนของการบริหารเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 2 ทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ดังนั้นสัญญาผลตอบแทนการบริหารจะเป็นปัจจัยที่ลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้

Jensen (1986) เสนอแนวคิดจากพื้นฐานลักษณะของผู้บริหารที่ต้องการขยายขนาดกิจการ เพื่อเงินเดือนและผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้นจากขนาดกิจการ แรงจูงใจนี้จะสร้างความขัดแย้งระหว่างความต้องการขยายกิจการของผู้บริหารกับความต้องการมูลค่าหุ้นสูงสุดของผู้ถือหุ้นเอง ดังนั้นถ้ากิจการมีกระแสเงินสดสูงจะทำให้ผู้บริหารสามารถนำเงินทุนภายในไปลงทุนในโครงการที่ไม่มีกำไรได้ ซึ่งขัดต่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

1.2 ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นนี้สินกับผู้ถือหุ้น

ความขัดแย้งนี้มีพื้นฐานมาจากความเสี่ยงต่อการล้มละลายของกิจการ เพราะส่วนผู้ถือหุ้นนี้สินจะต้องแบกรับความเสี่ยงจากการล้มละลาย และผู้ถือหุ้นจะมีข้อจำกัดเพียงแค่ส่วนที่เหลือจากหนี้สิน สาเหตุนี้ทำให้การเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนจะทำให้ความเสี่ยงจากการล้มละลายเปลี่ยนแปลงไป ส่งผลต่อตรงกันข้ามกันระหว่างผู้ถือหุ้นนี้สินกับผู้ถือหุ้น

Galai และ Masulis (1976) วิเคราะห์ความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้นนี้สินจากการที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากความเสี่ยงของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น ถึงแม้จะทำให้มูลค่ากิจการลดลงเนื่องจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจะเป็นการถ่ายเทประโยชน์จากผู้ถือหุ้นกู่มาสู่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นจะไม่เท่ากับมูลค่าสูงสุดของกิจการ และถ้าผู้ถือหุ้นเป็นผู้บริหารด้วย จะทำให้การถ่ายเทผลประโยชน์นั้นสะดวกมากขึ้น การถ่ายเทประโยชน์นั้นทำได้โดยการออกหนี้สินมากขึ้น, การกระจายการถือครองสินทรัพย์(การขยายกิจการไปในธุรกิจใหม่) และการขายกิจการเล็กๆที่มีความเสี่ยงต่ำ เพื่อเพิ่มความสามารถในการกู้ยืม

Jensen และ Meckling (1976) เสนอแนวความคิดว่านักลงทุนเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผล ดังนั้นเมื่อมีการออกหุ้นกู่ จะทำให้มูลค่าหุ้นกู่ลดต่ำลงทันทีเพราะคาดว่าอาจจะสูญเสียจากการถ่ายเทผลประโยชน์ และการลดมูลค่าหุ้นกู่ก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้รับประโยชน์ที่สุด สิ่ง

เหล่านี้ทำให้กิจการเสนอการควบคุมสิทธิของผู้ถือหุ้น ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนในการตรวจสอบ และจะส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนในระยะสั้น เป็นการลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้นลดลงได้

Myers (1977) แบ่งสิทธิของกิจการออกเป็นสองลักษณะคือ สิทธิที่มีตัวตน ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากการลงทุน และสิทธิที่มีโอกาสการเติบโต ซึ่งได้รับผลกระทบจากการลงทุน โดยถ้าสิทธิที่มีโอกาสเติบโตมากกว่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้น จะสามารถแบกรับต้นทุนความขัดแย้งได้ ดังนั้นถ้ากิจการมีสัดส่วนสิทธิที่มีโอกาสเติบโตสูงจะมีหนี้สินต่ำและจะใช้หนี้สินระยะสั้นสูง

Kim, McConnell และ Greenwood (1977) วิเคราะห์ปฏิกริยาของราคาหุ้นและราคาหนี้สินต่อการเปลี่ยนแปลงทางการเงิน โดยรูปแบบทางการเงินจะส่งผลต่อการเพิ่มหนี้สินของกิจการ และการประกาศเพิ่มส่วนหนี้สินจะส่งผลบวกต่อราคาหุ้น แต่จะส่งผลต่อราคาหุ้น

Smith และ Warner (1984) เสนอแนวความคิดการออกหนี้สินจะทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถถ่ายเทประโยชน์จากผู้ถือหุ้นได้ จากการกระทำ 4 ลักษณะดังนี้

- เพิ่มการจ่ายปันผล เพื่อเป็นการกระจายสิทธิผู้ถือหุ้น
- ลดสิทธิผู้ถือหุ้นเดิม ด้วยการเพิ่มหนี้ที่จัดชั้นสูงกว่า
- การแทนที่สิทธิที่เสี่ยงต่ำด้วยสิทธิที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น
- การปฏิเสธโครงการที่มีผลตอบแทนเป็นลบ เมื่อประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น และยอมรับโครงการที่มีผลตอบแทนเป็นลบ เมื่อประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น

โดยเสนอวิธีแก้ไขการกระทำทั้งสี่ได้ด้วยการออกหนี้ที่จัดชั้นต่ำกว่า หรือหนี้สินที่มีเงื่อนไขการเงินอ่อน จะช่วยป้องกันปัญหาได้

2. ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทำให้การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนส่งผลต่อมุมมองที่มีต่อกิจการ โดย ROSS (1977) กล่าวว่าผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนเพื่อเป็นสัญญาณต่อตลาดในการเปลี่ยนแปลงกำไร และสัญญาณนี้มีความเชื่อถือได้พอสมควร เพราะถ้าการเปลี่ยนแปลงนั้นไม่เข้ากับกระแสเงินสดที่แท้จริงในอนาคตจะทำให้เกิดต้นทุนการล้มละลายของกิจการ

Leland และ Pyle (1977) เสนอโมเดลที่แสดงสัญญาณจากการเปลี่ยนสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากกิจกรรมนี้จะเป็นต้นทุนสำหรับผู้บริหารที่ต้องการเลี่ยงความเสี่ยงที่เกิดจากการถือหุ้น ในทางกลับกันผู้บริหารจะมีแรงจูงใจให้ถือหุ้นสัดส่วนสูง ถ้าเขาคาดว่ากระแสเงินสดในอนาคตจะสูงเมื่อเทียบกับราคาปัจจุบันในตลาด ดังนั้นนักลงทุนที่มีเหตุผลจะสังเกตสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพื่อทำนายสภาพกำไรในอนาคตของกิจการ

Myers และ Majluf (1984) เสนอแนวความคิดว่าผู้บริหารจะทำการเพิ่มหลักทรัพย์เมื่อตลาดกำลังมีราคาสูงจริง เนื่องจากมีข้อมูลที่ดีกว่า ทำให้ได้ประโยชน์จากข้อมูล และผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับประโยชน์จากการเพิ่มทุน และวิเคราะห์

Miller และ Rock (1985) เสนอว่าตลาดจะมีปฏิกิริยาทางบวกจากการประกาศเพิ่มทุนภายนอก ซึ่งเป็นสัญญาณว่ากำไรจากการลงทุนจะมีเสถียรภาพ ดังนั้นจึงพบว่า ราคาหุ้นจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนปริมาณเงินทุนภายนอก

Michael (1986) ศึกษาถึงผลกระทบของปฏิกิริยาของหุ้นและหุ้นกู้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปันผล และ/หรือ โครงสร้างเงินทุน และทำการเทียบการปันผลกับกลุ่มอุตสาหกรรม ผลจากการศึกษาพบว่า การประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลและโครงสร้างเงินทุน ส่งผลต่อราคาของหุ้นและหุ้นกู้

พรรณนิภา รอดวรรณะ (2539) ศึกษาผลกระทบของมาตรการการเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ศึกษาผลกระทบต่อการตอบสนองของตลาดกับการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนสะสมที่เกินปกติจากการลงทุนในหลักทรัพย์ นอกนี้ยังได้ศึกษาถึงผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ที่สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีต่างๆ ปัจจัยที่นำมาทดสอบได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จำนวนสินทรัพย์ และชนิดของอุตสาหกรรม จากผลการทดสอบแสดงว่า ชนิดของอุตสาหกรรมเท่านั้นที่มีนัยสำคัญ

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล แสดงได้หลายรูปแบบจากการตัดสินใจทางการเงินซึ่งจะส่งผลต่อราคาหุ้น เช่น เมื่อมีการประกาศเพิ่มทุน ส่งผลลบทั้งราคาหุ้นและราคาหุ้นกู้ของกิจการ เนื่องจากเป็นสัญญาณที่ส่งจากผู้บริหารของกิจการ และเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนแล้ว ก็จะเป็นช่วงที่ผู้บริหารจะทำการปรับเปลี่ยนการถือหุ้นของตัวเองไปด้วย

3. อิทธิพลของลักษณะทางธรรมชาติของผลผลิตหรือการแข่งขันในตลาดผลิตภัณฑ์

ลักษณะของแนวความคิดในประเด็นนี้แบ่งเป็นสองส่วนคือ

3.1 การแข่งขันในตลาดจะทำให้แผนการกับโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์กัน
ประเด็นนี้ศึกษาอยู่บนพื้นฐานที่กิจการต้องการกำไรสูงสุด และต้องการมูลค่าหุ้นสูงสุด
ด้วย การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนหนี้สินจะส่งผลต่อแผนการทางการตลาดของผลิตภัณฑ์

Brander และ Lewis (1986) สรุปได้ว่าการเพิ่มสัดส่วนหนี้สินจะทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการ
แผนการที่มีความเสี่ยงมากขึ้น โดยการเพิ่มนโยบายการขายที่เชิงรุกมากขึ้น ดังนั้นถ้ากิจการจำ
เป็นต้องแข่งขันกันในตลาดเพิ่มขึ้น ส่งผลให้การใช้น้ำเงินเพิ่มสูงขึ้นตาม

Maksimovic (1988) สรุปว่าการที่กิจการมีหนี้สินสูงสุดจะสนับสนุนให้อุตสาหกรรมไม่
สามารถร่วมมือกันแทนที่จะแข่งขันกันได้

3.2 ลักษณะของวัตถุประสงค์และผลิตภัณฑ์ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุน

สภาพตลาดวัตถุประสงค์และผลิตภัณฑ์สามารถกำหนดโครงสร้างเงินทุนได้

Titman (1984) กล่าวว่ากิจการที่มีผลิตภัณฑ์เป็นเอกลักษณ์ เช่น ผลิตภัณฑ์โปรแกรม
คอมพิวเตอร์ที่มีความแตกต่างในแต่ละชนิดโปรแกรมในตัวเอง หรือกิจการที่มีการผลิตที่ใช้
เทคโนโลยีสูง พบว่ากิจการเหล่านี้จะมีการใช้น้ำเงินต่ำ ซึ่งตรงกับแนวความคิดของ Sarig (1988)
คือ กิจการที่มีการถ่ายทอดความชำนาญง่าย จะมีหนี้สินเพิ่มสูงขึ้น

4. ปัจจัยคุณสมบัติกิจการ

การศึกษาในประเด็นนี้เริ่มมาจากการพัฒนาทฤษฎี หลังจากนั้นก็จะเป็นการศึกษาเชิง
ประจักษ์เพื่อตรวจสอบว่าสอดคล้องกับทฤษฎีที่มีการคิดค้นมามากน้อยเพียงใด การศึกษานี้
สามารถแยกเป็นประเด็นที่น่าสนใจในปัจจัยคุณสมบัติของกิจการได้ดังนี้

4.1 สิทธิทางภาษี

การพิจารณาผลกระทบทางภาษีสัมพันธ์กับความแตกต่างจากการลดหย่อนภาษี ทำให้
เกิดความแตกต่างจากการใช้โครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน

DeAngelo และ Masulis (1980) ศึกษาความสัมพันธ์ของการป้องกันภาษีของส่วนที่มี
หนี้สิน (Non-Debt Tax Shields)⁽¹⁾ กับสัดส่วนการใช้น้ำเงิน โดยโยงเข้ากับการให้สิทธิพิเศษทาง
ภาษีจากการลงทุน สรุปผลการศึกษาได้ว่า กิจการที่มีการจ่ายภาษีต่างกันจะมีการตัดสินใจใน

⁽¹⁾ การป้องกันภาษีของส่วนที่มีหนี้สิน (Non-Debt Tax Shields) คือ ดัชนีที่แสดงถึงการลดหย่อนภาษีในส่วนที่นอกเหนือไปจากการได้
ลดหย่อนภาษีจากการใช้น้ำเงินเพื่อผลประโยชน์ทางภาษี โดยสามารถดูการหาได้จากภาคผนวก.

สัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่แตกต่างกัน และกิจการที่มีการป้องกันภาษีของส่วนที่มีใช้หนี้สินสูงก็จะมี การหนี้สินลดลงด้วย

Flath และ Knoeber (1980) ศึกษาความสัมพันธ์ของภาษี, อัตราความผิดพลาด (Failure Costs) และจุดที่ดีที่สุดของโครงสร้างทุนในแต่ละอุตสาหกรรม โดยใช้วิธีการศึกษาเชิงประจักษ์ โดยสร้างแบบจำลองรูปแบบของกิจการขึ้นใช้ตัวแปรของอุตสาหกรรมเพื่อแสดงลักษณะของแต่ละ กิจการ จากผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างการล้มละลายกับกำไรก่อนการหักภาษีและดอก เบี้ย(EBIT) และกิจการสามารถมีจุดที่โครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้ แต่ไม่สามารถระบุได้ว่าภาษีมี ผลต่อโครงสร้างเงินทุนเช่นไร

Kane, Marcus และ McDonald (1984) ศึกษาถึงข้อได้เปรียบทางด้านภาษีของหนี้สิน จากผลการวิเคราะห์สรุปได้ว่าข้อได้เปรียบทางภาษีของหนี้สินมีน้อย

MacKIE-Mason (1990) แสดงความสัมพันธ์อย่างเด่นชัดของความสัมพันธ์ระหว่างการ ลดหย่อนทางภาษีและแรงจูงใจในหนี้สิน โดยทฤษฎีทำนายว่า ถ้ากิจการคาดหวังอัตราภาษีหน่วย สุดท้าย⁽¹⁾ไว้ต่ำจะเป็นแรงจูงใจในการใช้หนี้สินเพิ่มขึ้น อีกประเด็นหนึ่งได้แก่ การศึกษาถึงความ แตกต่างของการตัดสินใจโครงสร้างทุน โดยศึกษาในส่วนของความต้องการเพิ่มทุน เพื่อเสนอทาง เลือกที่เหมาะสมต่อกิจการ ข้อมูลที่ใช้ได้แก่ การอนุญาตให้หักผลขาดทุนสะสมก่อนการหักภาษี (tax loss carryforward)⁽²⁾ และ การให้สิทธิพิเศษทางภาษีของการลงทุน (investment tax credits) ซึ่งอ้างถึงทฤษฎีของ Auerbach และ Poterba (1986) เพื่อสนับสนุนแนวความคิดนี้โดย เสนอว่าเช่น การอนุญาตให้หักผลขาดทุนสะสมก่อนการหักภาษี (tax loss carryforward) ที่เพิ่ม ขึ้นจะลดโอกาสการใช้หนี้สินของกิจการ ในขณะที่เดียวกันการให้สิทธิพิเศษทางภาษีของการลงทุน (Investment credit tax) มีปริมาณสูงจะทำให้กิจการมีความสามารถทำกำไรของกิจการที่เพิ่ม ขึ้น แต่จากผลการศึกษาของเขาพบว่ากรณีการผนวกโอกาสการล้มละลายเข้ากับการให้สิทธิพิเศษทาง ภาษีของการลงทุน (Investment credit tax) จะช่วยให้สามารถอธิบายผลทางลบต่อโอกาสการใช้ หนี้สินได้ดีขึ้น การศึกษาในครั้งนี้ยังได้ใช้ตัวแปรอื่นเพิ่มเติม ได้แก่ โอกาสการล้มละลายของกิจ การ, มอรัลฮัสซาร์ด (Moral Hazard), การส่งสัญญาณ และอื่นๆ ซึ่งจะแสดงถึงความสัมพันธ์กับ การเลือกใช้หนี้สินได้ในระดับหนึ่ง

(1) อัตราภาษีหน่วยสุดท้าย คือ อัตราภาษีที่เรียกเก็บจากกำไรสุทธิหน่วยสุดท้าย.

(2) การอนุญาตให้หักผลขาดทุนสะสมก่อนการหักภาษี (tax loss carryforward) คือ สิทธิพิเศษทางภาษีที่กิจการ ที่ประสบปัญหาการขาดทุน สะสมสามารถนำการขาดทุนนั้นมาหักภาษีในปีต่อมาที่เริ่มมีกำไรได้.

4.2 การล้มละลายทางการเงิน

การออกหุ้นกู้นั้นจะมีประโยชน์ในแง่ของการได้หักลดภาษี แต่การที่มีปริมาณหุ้นกู้มากเกินไปจะทำให้ปัจจัยการล้มละลายทางการเงินเพิ่มขึ้น สามารถส่งผลให้กิจการล้มละลายได้ในที่สุด กิจการชอบหลีกเลี่ยงการคิดต้นทุนจากการล้มละลายทางการเงิน แต่เนื่องจากเหตุการณ์เศรษฐกิจตกต่ำเป็นสิ่งที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ ดังนั้นโอกาสการเกิดการล้มละลายจะมีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกับสภาพคล่องของกิจการ โดยปัญหาสภาพคล่องของกิจการเกิดจากการที่หนี้สินระยะสั้นและภาระดอกเบี้ยจ่ายอยู่ในสัดส่วนที่สูงเกินไป

Flath และ Knoeber (1980) นอกจากจะศึกษาด้านภาษีแล้ว เขายังได้ศึกษาในแง่ของต้นทุนการล้มละลาย พบว่าต้นทุนการล้มละลายมีความสัมพันธ์กับกำไรก่อนการหักภาษีและดอกเบี้ย

Castanias (1983) พบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการล้มละลายสูงจะมีการใช้สัดส่วนหนี้สินที่ต่ำกว่า เนื่องจากความเสี่ยงของกิจการมีมากขึ้น

Titman (1984) ได้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายหนี้สินกับการล้มละลายทางการเงิน ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์กัน โดยเสนอว่า ต้นทุนของการล้มละลายทางการเงินเกี่ยวข้องกับพฤติกรรมของผู้บริหารที่มีลักษณะไม่ชอบความเสี่ยง ซึ่งสัมพันธ์กับการตัดสินใจในการดำเนินงานและการตัดสินใจทางการเงิน

Titman and Wessels (1988) แสดงถึงความผันผวนของรายได้น้อยจะทำให้ต้นทุนจากการล้มละลายลดลง การศึกษาใช้ความผันผวนของรายได้ส่งผลต่อกิจการเช่นไร นอกจากนี้ต้นทุนจากการล้มละลายที่เพิ่มขึ้นจะทำให้ราคาของส่วนหนี้สินลดลง ทำให้ประโยชน์ที่ควรจะได้รับลดน้อยลงตามไปด้วย

Jesus Saa-Requejo (1996) ทำการศึกษาการตัดสินใจทางการเงินของกิจการ:กรณีศึกษาประเทศสเปน โดยใช้การศึกษาแบบเชิงประจักษ์เน้นที่การแลกเปลี่ยนประโยชน์กันระหว่างส่วนหนี้กับส่วนหุ้นทุน โดยมีสมมติฐานว่ากิจการมีความสามารถในการกำหนดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนได้ และจะดำเนินเข้าหาเป้าหมายนั้น จากผลการศึกษาไม่พบว่าต้นทุนการล้มละลายมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

จากงานวิจัยที่ผ่านมาสามารถสรุปแนวทางการวิจัยได้สองแนวทางคือ การวิจัยเชิงทฤษฎี โดยเป็นการวิจัยเพื่อศึกษาสาเหตุและผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน และการวิจัยเชิงประจักษ์ซึ่งจะเป็นการวิจัยที่นำทฤษฎีมาทดสอบทางสถิติเพื่อทดสอบว่าทฤษฎีนั้นมีความ

สอดคล้องกับความเป็นจริงมากน้อยเพียงใด การศึกษาในยุคเริ่มแรกจะเป็นการศึกษาในเชิง
ทฤษฎี และนำทฤษฎีนั้นมาพัฒนาและทดสอบในเชิงประจักษ์ ดังจะเห็นว่าการเพิ่มขึ้นของงาน
วิจัยเชิงประจักษ์จะสอดคล้องกับการพัฒนาทางสถิติเพื่อให้ได้คำตอบที่มีคุณค่ามากขึ้น