

ปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของ SME ในประเทศไทย  
โดยอิทธิพลอันเนื่องมาจากรูปแบบการจัดหาเงินทุน



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์  
เรื่อง  
ปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของ SME ในประเทศไทย โดย อิทธิพลอันเนื่องมาจากรูปแบบ  
การจัดหาเงินทุน

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 22 พฤษภาคม พ.ศ. 2564



.....  
นายยาใจ พิมพะกร  
ผู้วิจัย

.....  
กิตติชัย ราชมหา  
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช  
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ดวงพร อาภาศิลป์,  
Ph.D.  
คณบดี  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....  
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา  
กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความกรุณาจาก ดร.กิตติชัย ราชมหา อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์ และ รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา กรรมการสอบสารนิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำ แนวคิด ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ มาโดยตลอด จนสารนิพนธ์เล่มนี้เสร็จสมบูรณ์ ผมจึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง

ขอบคุณแม่ พ่อ และน้องที่คอยช่วยปลุกคั้นให้พยายาม ให้คำปรึกษาในเรื่องต่าง ๆ รวมทั้งเป็นกำลังใจ

ขอบคุณเพื่อน ๆ พี่ ๆ น้อง ๆ ทั้งที่ทำงาน และทั้งที่เรียนหลักสูตรร่วมกัน ที่ช่วยให้คำแนะนำ และช่วยเหลืออยากมากมาย

ยาใจ พิมพะกร

ปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของ SME ในประเทศไทย โดย อิทธิพลอันเนื่องมาจากรูปแบบการจัดการ  
เงินทุน

THE DETERMINANTS OF SME GROWTH; THE INFLUENCE OF FINANCING PATTERN.  
AN EMPIRICAL STUDY BASED ON THAI DATA

ยาใจ พิมพ์กร 5950100

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,  
Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทร โคลิกา, Ph.D.

### บทคัดย่อ

วัตถุประสงค์ของบทความนี้เพื่อศึกษาตัวแปรทางการเงินบริษัทที่มีผลต่อการเติบโตของวิสาหกิจขนาดกลางและ  
ขนาดย่อม (SMEs)

Design/methodology/approach - การศึกษาใช้มุมมองที่ยึดตามทรัพยากรเพื่อวิเคราะห์ระดับ บริษัท เป็น เป็นปัจจัย  
กำหนดระดับอุตสาหกรรมในการเติบโตของ SME หลักฐานเชิงประจักษ์ที่ได้รับมาจากข้อมูล ชุดของ SMEs ในประเทศไทยเพื่อสนับสนุน  
สมมติฐาน สำหรับการวิเคราะห์ทางสถิติที่มีประสิทธิภาพสามแบบ – ธรรมดา (OLS), การถดถอยผลแบบสุ่มและการถดถอยผล  
คงที่ – ใช้ในการตรวจสอบ อิทธิพลของตัวแปรชี้แจงต่อการเจริญเติบโต

ผลจากการศึกษา – ข้อจำกัดของงานวิจัย/ผลกระทบ – การศึกษานี้ได้ดำเนินการเป็นระยะเวลาสิบปี และในบริบท  
ของประเทศไทยในตลาด MAI ซึ่งอาจมีข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลที่จะนำมาเป็นส่วนหนึ่งของการทำการวิเคราะห์ โดยบท  
วิเคราะห์ต้นแบบนั้นเป็นการศึกษาข้อมูลจากประเทศสวีเดน และมีการใช้ข้อมูลของจำนวนพนักงานเข้ามาเป็นหนึ่งในปัจจัยของการ  
วิเคราะห์ข้อมูล แต่ข้อมูลอย่างครบถ้วนของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด MAI ไม่ได้มีข้อมูลจำนวนพนักงานอย่างครบถ้วน กลุ่มจึง  
มีการปรับเปลี่ยนตัวแปรโดยใช้ Total Asset เข้ามาแทนเพื่อให้เกิดความแตกต่างและ ปิดจุดด้อยด้านข้อมูลจำนวนพนักงาน ซึ่ง  
Total Asset เป็นตัวแปรที่สามารถบอกได้ถึงขนาดของบริษัทนั้น ๆ ได้เป็นอย่างดี

ความหมายในทางปฏิบัติ - การทำความเข้าใจเกี่ยวกับปัจจัยการเติบโตจะมีความสำคัญต่อนโยบายของผู้บริหาร  
บริษัท SME และสถาบันการเงิน ซึ่งผลการวิจัยนี้สามารถนำมาใช้ในการออกแบบ นโยบายที่กระตุ้นการเติบโตของ SME ที่ตระหนัก  
ถึงทรัพยากรทางการเงินที่มีอิทธิพลต่อการเจริญเติบโตได้เช่นกัน รวมไปถึงช่วยผู้บริหารบริษัท SME และสถาบันการเงินให้เข้าใจ  
ใจความต้องการของกันและกัน เพื่อให้เกิดความร่วมมือในการส่งเสริมให้เกิดการเจริญเติบโตของบริษัท SME ได้ดียิ่งขึ้น

คำสำคัญ: SME /MAI / SME Growth

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูป	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
บทที่ 2 กรอบทฤษฎีการศึกษาท่อนหน้าและสมมติฐานการวิจัย	3
2.1 กรอบทฤษฎี	3
2.2 การศึกษาท่อนหน้า	4
บทที่ 3 การเลือกตัวแปร สมมติฐานข้อมูล ตัวอย่าง และรายละเอียดแบบจำลอง	6
3.1 ตัวแปรตาม	6
3.2 ตัวแปรอิสระ	7
3.2.1 Profit (ROA)	7
3.2.2 หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว	7
3.2.3 ขนาดของบริษัท (COSIZE)	8
3.2.4 อายุ ขนาดของบริษัท (COAGE)	9
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์	12
4.1 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติ	12
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	15
บรรณานุกรม	16
ประวัติผู้วิจัย	24

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
1.1 ตารางคำอธิบายชื่อตัวแปร	10



## สารบัญรูป

ภาพ	หน้า
4.1 แสดงผลจากสมการ OLS	12
4.2 แสดงผลจากสมการ Random Effect	13
4.3 แสดงผลจากสมการ Fixed Effect	13



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ประมาณ 95% ของวิสาหกิจทั้งหมดในโลกเป็นวิสาหกิจขนาดกลางและเล็ก (SMEs) ตัวอย่างเช่น บริษัทที่มีพนักงานน้อยกว่า 250 คน และมีรายได้ประจำปีไม่ถึง 50 ล้านยูโร (OECD, 2004) ซึ่งรวมไปถึงประมาณ 60 เปอร์เซ็นต์ของทั้งหมดในช่วยของการจ้างงานภาคเอกชน (Ayyagari et al., 2011) ดังนั้น SMEs จึงเป็นตัวขับเคลื่อนหลักในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศที่กำลังพัฒนา และประเทศกำลังพัฒนา (Ayyagari et al., 2011; Beck et al., 2005a, 2005b)

อย่างไรก็ตามแม้จะมีบทบาทสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ แต่ SMEs นั้น ย่อมยากที่จะเข้าถึงทรัพยากรทางการเงิน เพื่อนำมาซึ่งการเติบโตและการพัฒนาบริษัท (Klonowski, 2012; Woldie et al., 2012; Ayyagari et al., 2008; Beck, 2007 ; Beck and Demirguc-Kunt, 2006). ข้อจำกัดทางการเงิน นั้นถือว่าเป็นอุปสรรคหลักในการเติบโตของ SMEs โดยส่วนใหญ่ของงานวิจัยก่อนหน้านี้ (Klonowski, 2012; Woldie et al., 2012; Beck, 2007; Beck and Demirguc-Kunt, 2006; Wu et al., 2008; Petersen and Rajan, 2002; Wagenvoort, 2003; Ayyagari et al, 2011) ตัวอย่างเช่น การตรวจสอบผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่มีต่อการเติบโตที่แข็งแกร่งจาก 80 ประเทศได้เปิดเผยความเสี่ยงด้านการเงินการก่ออาชญากรรมและความมั่นคงทางการเมืองเพื่อให้มีผลโดยตรงต่อการเติบโตของ บริษัท ในขณะที่กองทุนมีความแข็งแกร่งมากที่สุด อันที่จริงแล้วการวิจัยครั้งนี้ได้เน้นย้ำถึงการเข้าถึง บริษัท ขนาดเล็กเพื่อไม่ให้เครดิตเป็นปัญหา (Berger and Udell, 1998, 2006)

อย่างไรก็ตามแม้จะมีความสำคัญทางการเงินสำหรับการเติบโตของ SMEs ก็ตามวรรณกรรมพบว่าเมื่อเทียบกับ บริษัท ขนาดใหญ่การศึกษาโครงสร้างทางการเงินของ SMEs นั้นมีน้อยมาก (Kumar and Rao, 2015) ในขณะที่ข้อจำกัดทางการเงินมีเกือบสองเท่า จึงส่งผลกระทบต่อ การเติบโตของ บริษัท รายย่อยในแต่ละปีเมื่อเทียบกับ บริษัท ขนาดใหญ่ (Beck and Demirguc-Kunt, 2006) นอกจากนี้การศึกษาส่วนใหญ่ยังได้มีการดำเนินการบางบริบท ที่เฉพาะเจาะจง เช่น สหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร และตาม Cook (2001) ทั้งสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร เป็นสองประเทศที่ให้ความสำคัญกับการวิจัยด้านการเงินข้อจำกัดของ SMEs (Kumar and Rao, 2015)



ปัจจัยที่เฉพาะเจาะจงของประเทศมีอิทธิพล ต่อการตัดสินใจของโครงสร้างทางการเงินของบริษัท เนื่องจากปัจจัยเหล่านี้สร้างสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคซึ่งมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท (Michaelas et al., 1999)

สถานการณ์ดังกล่าวข้างต้นเป็นความจริงแล้วเป็นแรงจูงใจหลักในการดำเนินการศึกษานี้ การศึกษานี้ไม่เพียงแต่ส่งผลกระทบต่อวรรณกรรมที่เกี่ยวกับอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินต่อการเติบโตของ SMEs แต่ยังมีบทบาทในบริบทเฉพาะของประเทศไทย การตรวจสอบปัจจัยกำหนดตามบริบทของการเติบโตของ SMEs ในไทยมีความสำคัญเนื่องจากลักษณะเฉพาะบางประการของเศรษฐกิจไทยซึ่งแตกต่างจากประเทศในเอเชียอาคเนย์อื่น ๆ

วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) อาจใช้วิธีการจัดหาเงินทุนต่าง ๆ เช่นการจัดหาเงินทุนภายในสำหรับการเริ่มต้น (Wu et al., 2008) หรือเงินทุนภายนอกที่สามารถหาได้จากแหล่งนอกระบบเช่นครอบครัว เพื่อน (Abouzeedan, 2003) เครดิตการค้าและนักลงทุนในธุรกิจ (He and Baker, 2007) หรือจากแหล่งทางการ เช่น ธนาคารสถาบันการเงินและตลาดหลักทรัพย์ (Chittenden et al., 1996) เนื่องจากความสำคัญของการเงินภายในและภายนอกสำหรับการเติบโตของบริษัท การศึกษานี้เราได้ทำการสำรวจความสัมพันธ์ระหว่างการเงินภายใน โดยวัดจากกำไรสะสม และการเงินภายนอกโดยวัดจากหนี้สินระยะสั้น (STD) และหนี้สินระยะยาว (LTD) โดยกำไรสะสมจะวัดเป็นอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ หนี้สินระยะสั้น (STD) เป็นหนี้สินที่ต้องชำระคืนภายในหนึ่งปีและ LTD เป็นเจ้าหนี้การค้า เกินหนึ่งปี นอกจากนี้เรายังศึกษาอิทธิพลของปัจจัยอื่นๆ เช่นขนาดของบริษัท อายุและความเกี่ยวข้องในอุตสาหกรรม การศึกษาที่มีอิทธิพลต่อพฤติกรรมทางการเงินของ SMEs (Abdulsaleh and Worthington, 2013) อย่างไรก็ตามในการวัดการเติบโตของตัวเอง (Dunne and Hughes, 1996; McCann, 1991; Merz and Sauber, 1995; Miller, 1987) และเพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของแต่ละปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของ บริษัท เราได้ประยุกต์ใช้มุมมองตามทรัพยากร (RBV) มาทฤษฎีในการทำการศึกษา

## บทที่ 2

### กรอบทฤษฎีการศึกษาก่อนหน้าและสมมติฐานการวิจัย

#### 2.1 กรอบทฤษฎี

การเติบโตของ บริษัท สามารถอธิบายได้โดยใช้มุมมองทางทฤษฎีที่แตกต่างกัน 4 ประการคือมุมมองการปรับตัวเชิงกลยุทธ์ มุมมองด้านการจูงใจ มุมมองการกำหนดค่า และมุมมองด้านทรัพยากร (Gupta et al., 2013) ในการศึกษาครั้งนี้เราได้พิจารณาถึงอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไรด้วยเช่นกัน จากการศึกษาที่เป็นที่รู้จัก (Davidsson et al., 2009, Kor and Mahoney, 2004) เราได้ประยุกต์ใช้มุมมองตามทรัพยากร (Resource Based View: RBV) สำหรับการวิเคราะห์ตามที่ได้กล่าวไว้โดย Kor and Mahoney (2004, p.190) การเติบโตที่เป็นผลกำไรเป็นหนึ่งใน "รากฐานที่สำคัญของมุมมองเชิงกลยุทธ์ของทรัพยากร"

RBV เป็นแหล่งทรัพยากรของบริษัท เช่นทรัพยากรทางการเงิน พนักงาน การขยายธุรกิจ เป็นต้น (Gupta et al., 2013) การสนับสนุนในความเป็นจริงหมายถึงสิ่งที่สามารถถือได้ว่าเป็นจุดแข็งหรือจุดอ่อนของบริษัท (Wernerfelt, 1984) ตัวอย่างเช่น ในกรณีของบริษัทที่แสวงหาผลกำไรอาจรวมถึงความสามารถในการจัดการหนี้ เงินสด การลงทุนหุ้น ลักษณะธุรกิจเครือข่าย กระบวนการทางองค์กรข้อมูล และความถี่ (Barney, 1991; Conner and Prahalad, 1996)

จาก RBV สำหรับบริษัทใด ๆ ที่มีประสิทธิภาพที่ดีขึ้น ควรทำการรวมทรัพยากรที่มีเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน (Barney, 1991, 2001) RBV กล่าวว่าไม่มีแหล่งโอกาสที่ไม่จำกัดในตลาด แต่สำหรับบริษัท ก็จำเป็นต้องใช้ทรัพยากรและจัดการการเปลี่ยนเพื่อใช้ประโยชน์จากโอกาสการเติบโต (Gupta et al., 2013) ในความเป็นจริงใน RBV ประสิทธิภาพของบริษัท จะพิจารณาจากคุณภาพของกระบวนการจัดสรรทรัพยากร (Bower and Gilbert, 2005; Peteraf, 2005) ในเรื่องนี้ บริษัท ควรมองหาโอกาสในการเติบโตที่ตรงกับข้อดีของทรัพยากร (Davidsson et al., 2009)

งานวิจัยก่อนหน้านี้ได้ใช้ RBV เพื่อศึกษาการเติบโตของ บริษัท ขนาดเล็กโดยเฉพาะ อิทธิพลของทรัพยากรทางการเงินต่อการเจริญเติบโต (Davidsson et al., 2009; Yazdanfar, 2013) สอดคล้องกับการศึกษาเหล่านี้ เราใช้ RBV เพื่อดำเนินการเพิ่มเติมการวิจัยครอบคลุมเกี่ยวกับอิทธิพลของทรัพยากรทางการเงินที่แตกต่างกับการเติบโตของ SMEs ในประเทศไทย ด้วยเหตุนี้

กองทุนการเงินของ บริษัท ที่สร้างขึ้นภายใน (กำไรสะสม) หรือภายนอก (STD และ LTD) สามารถลงทุนเพื่อให้เกิดการเติบโต

## 2.2 การศึกษาก่อนหน้านี้

ตั้งแต่ปี พ. ศ. 2474 ว่ากฏของกิลเบิร์ต (Gilbert's law) ได้จัดทำกรอบแนวคิดที่เป็นประโยชน์สำหรับการศึกษาเชิงทฤษฎีและเชิงประจักษ์ เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการเติบโตของบริษัท ทั้งสองสถานที่ของกฏของ Gilbert ระบุว่า เป็นครั้งแรก ในตอนต้นของช่วงเวลาบริษัท มีอัตราการเติบโตที่เป็นอิสระจากขนาดของมัน ครั้งที่สอง ในช่วงระยะเวลาหนึ่งความเป็นไปได้ที่อัตราการเติบโตจะเหมือนกันสำหรับทุกบริษัท ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

สมมติฐานที่สองของกฏของกิลเบิร์ตเป็นแบบทั่วไปมากกว่าข้อแรก (Becchetti and Trovato, 2002) อย่างไรก็ตามการศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่ได้ปฏิเสธความเป็นอิสระในการเติบโตอย่างต่อเนื่องจากขนาดและอายุ (Becchetti and Trovato, 2002) ข้อจำกัด ในการให้บริการข้อมูลมีข้อจำกัด ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยอื่น ๆ ที่มีต่อการเติบโตของ บริษัท ขณะที่การวิเคราะห์เชิงประจักษ์ เชิงลึกมากกว่าที่จะศึกษาถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับขนาดและอายุจะเป็นประโยชน์สำหรับทั้งนักเศรษฐศาสตร์และผู้กำหนดนโยบาย ( Becchetti and Trovato, 2002)

การศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยการเจริญเติบโตสามารถจำแนกได้โดยทั่วไปเป็น 3 ประเภทหลัก ประการแรกการศึกษาที่มีการระบุถึงความสัมพันธ์แบบขนาด - อายุ - การเจริญเติบโต (Morone and Testa, 2008; Heshmati, 2001); (Freel and Robson, 2004; Lumpkin and Dess, 1996); 2) การศึกษาที่มีอิทธิพลต่อปัจจัยต่าง ๆ เช่นกลยุทธ์องค์กรและลักษณะของเจ้าของกิจการที่มีต่อการเติบโตของบริษัท (Freel and Robson, 2004; Lumpkin and Dess, 1996); (Yazdanfar and Turner, 2013; Mateev and Anastasov, 2010) และสามคือการศึกษาที่กล่าวถึงอิทธิพลของโครงสร้างทางการเงินและผลผลิตที่มีต่อการเติบโตของบริษัท

อย่างไรก็ตามการศึกษานี้พยายามที่จะพิจารณาตัวแปรปัจจัยการเติบโตที่ครอบคลุมทั้งขนาดแบบดั้งเดิม และปัจจัยกำหนดอายุ และปัจจัยทางเศรษฐกิจทั้งด้านการเงินภายใน เช่นกำไรสะสม และกองทุนภายนอก เช่น STD และ LTD

อิทธิพลของกำไรสะสมต่อการเติบโตของ บริษัท มีความเป็นไปได้ในเชิงบวก (Asimakopoulos et al., 2009; Samiloglu and Demirgunes, 2008; Fitzsimmons et al., 2005) เป็นลบ (Kaen and Baumann, 2003; Hoy et al., 1992) หรือเป็นกลาง (Weisbord, 1994; Markman and Gartner, 2002; Coad, 2007) นั้นผลการวิจัยแบบผสมผสานยังได้รายงานถึงความสัมพันธ์ระหว่าง

การเติบโตและด้านการเงินภายนอกเช่น STD และ LTD นักวิจัยเช่น Hall et al. (2004) และ Cassar and Holmes (2003) พบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างการเจริญเติบโตและ STD และ LTD ในขณะที่คนอื่น ๆ ได้รายงานว่ามีผลแตกต่างกัน (Esperanca et al., 2003; Chittenden et al., 1996; Jordan et al., 1998).

นอกจากนี้ยังไม่มีข้อตกลงเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของ บริษัท กับการเจริญเติบโต (Wiklund, 1998; Evans, 1987; Storey, 1994; Variyam and Kraybill, 1992) ความสัมพันธ์เชิงบวกทั้งสอง (Wiklund, 1998; Philp, 1998; Katsikeas and Piercy, 1993) และความสัมพันธ์เชิงลบ (Almeida and Campello, 2007; Katsikeas and Piercy, 1993) รายงานว่า อย่างไรก็ตามวรรณกรรมมีความสัมพันธ์กับอายุการเจริญเติบโตมากขึ้นกับงานวิจัยส่วนใหญ่ที่แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงลบ (Yasuda, 2005; Evans, 1987) วรรณกรรมยังสนับสนุนแนวคิดที่ว่าความเกี่ยวข้องในอุตสาหกรรมของ บริษัท มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโต (Delmar et al., 2003; Delmar, 1997; Gilbert et al., 2006)



### บทที่ 3

## การเลือกตัวแปร สมมติฐานข้อมูล ตัวอย่าง และรายละเอียดแบบจำลอง

### 3.1 ตัวแปรตาม

ในการศึกษาครั้งนี้ "การเจริญเติบโต" เป็นตัวแปรที่ขึ้นอยู่กับความสนใจของเรา การเจริญเติบโตสามารถวัดได้หลายวิธี การทบทวนวรรณกรรมโดย Ardishvili et al. (1998) และ Delmar (1997) ถึงตัวชี้วัดการเติบโตที่เป็นไปได้ ได้แก่ ส่วนแบ่งการตลาดสินทรัพย์กำไรผลตอบแทนทางกายภาพ การจ้างงาน และการขาย อย่างไรก็ตามในบรรดาตัวชี้วัดเหล่านี้เราใช้การขายเป็นตัวบ่งชี้การเติบโตของบริษัท ประการที่หนึ่งเนื่องจากการขายพร้อมกับการจ้างงานเป็นตัวชี้วัดการเจริญเติบโตที่ใช้กันอย่างแพร่หลายมากที่สุดในการศึกษาเชิงประจักษ์ (Delmar, 1997); ประการที่สองยอดขายเป็นตัวบ่งชี้การเติบโตเพียงอย่างเดียวที่สามารถหาได้ในการศึกษาครั้งนี้สำหรับบริษัทที่น่าสนใจทั้งหมด และสามตัวชี้วัดการเติบโตอื่น ๆ มีข้อบกพร่องที่เห็นได้ชัดบางอย่าง ที่สามารถใช้เฉพาะกับสถานการณ์เฉพาะ ตัวอย่างเช่น ส่วนแบ่งการตลาดและการส่งออกทางกายภาพสามารถใช้ได้เฉพาะกับการเปรียบเทียบภายในอุตสาหกรรมและสำหรับบริษัท ที่มีผลิตภัณฑ์ที่คล้ายคลึงกัน (Alese and Alimi, 2014) การใช้ตัวบ่งชี้เช่นมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดมีความสัมพันธ์กับความเข้มข้นของทุนของอุตสาหกรรมและความไวต่อการเปลี่ยนแปลงตามช่วงเวลา และในขณะที่ผลกำไรเป็นตัวบ่งชี้ที่สำคัญของความสำเร็จความสัมพันธ์ของรายได้กับขนาดจะเห็นได้ชัดในกลุ่มของ บริษัท หรือเป็นระยะเวลาสำหรับแต่ละ บริษัท (Alese and Alimi, 2014)

ดังนั้นดูเหมือนว่าจะมีความเห็นพ้องกันว่ายอดขายเป็นตัววัดที่เหมาะสมที่สุดสำหรับการเติบโตของบริษัท (Ardishvili et al., 1998; Hoy et al., 1992) เมื่อเทียบกับวิธีการอื่นในการเติบโต การขายสามารถเข้าถึงได้โดยง่ายสามารถใช้ได้เกือบทุกประเภทของบริษัท และยังไม่มีความสำคัญกับความเข้มข้นของเงินทุนและระดับของการรวมกลุ่ม (Alese and Alimi, 2014) นอกจากนี้ยังเป็นที่ถกเถียงกันอยู่ว่าการขายเป็นตัวบ่งชี้ที่มีความเหมาะสมกับบริษัท ประเภทต่าง ๆ (Davidsson and Wiklund, 2006) และเป็นตัวบ่งชี้ซึ่งเป็นที่ชื่นชอบของผู้ประกอบการเองด้วย (Barkham et al., 1996) แม้กระทั่งสัญญาณอื่น ๆ ความต้องการและการขายในฐานะที่เป็นรากฐานของการเติบโตมันเป็นลักษณะของกระบวนการเติบโตซึ่งกำหนดยอดขายเป็นทางเลือกที่เป็นธรรมชาติสำหรับการวัด

(Delmar, 1997; Flamholtz, 1986) ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้เราจึงกำหนดยอดขายเป็นตัวบ่งชี้ถึงการเติบโตของบริษัท

### 3.2 ตัวแปรอิสระ

เราได้ระบุตัวแปรอิสระหกตัวดังต่อไปนี้เพื่อให้มีแนวโน้มที่จะมีอิทธิพลมากขึ้นการเติบโตของบริษัท

#### 3.2.1 Profit (ROA)

เป็นการยากที่จะจินตนาการการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยไม่ได้รับผลกำไร (Fitzsimmons et al., 2005) Sexton และ Landström (2000) พบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีความสัมพันธ์กับการเติบโตอย่างยั่งยืน อ้างอิงจาก Marris (1967) มีการ trade-off ระหว่างการเจริญเติบโตและผลกำไรในทางที่สำหรับ บริษัท ที่จะเติบโตก็ควรจะได้รับผลกำไร หมายถึง RBV ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งบ่งชี้ถึงความพร้อมในด้านต่าง ๆ มากขึ้น เช่น ทรัพยากรทางการเงินสำหรับการเจริญเติบโต การระดมทุนภายในเพื่อระดมทุนจากภายนอกสำหรับการลงทุนที่เพิ่มขึ้น (Forte et al., 2013; Van Caneghem และ Van Campenhout, 2012; Daskalakis และ Psillaki, 2008) ดังนั้นในเรื่องนี้การศึกษาผลกำไรได้รับการพิจารณาว่าเป็นหนึ่งในตัวแปรอิสระที่สามารถมีอิทธิพลต่อการเติบโตของบริษัท เรากำหนดกำไรเป็น ROAs นั่นคือกำไรสุทธิหลังหักภาษี ตามสินทรัพย์รวม ดังนั้น H1 ของเราจึงเสนอ ดังนี้

H1 กำไรสะสมของบริษัท มีส่วนสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

#### 3.2.2 หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว

การเจริญเติบโตทำให้ความกดดันต่อ บริษัท ยังคงอยู่ (Forte et al., 2013; Van Caneghem and Van Campenhout, 2012; Odit and Gobardhan, 2011) อย่างไรก็ตามเพื่อหลีกเลี่ยงความเป็นไปได้ความขัดแย้งระหว่างผู้ให้กู้กับผู้ถือหุ้นในอนาคตในระยะเวลาด้าน (Odit and Gobardhan, 2011; Mac the Bhaird and Lucey, 2010; Abor and Biekpe, 2009) นอกจากนี้เนื่องจากเป็นกิจการที่มีความเสี่ยงและการสถาบันอื่น ๆ ต้องการให้ SMEs จัดหาหลักประกันในการจัดหาหนี้สินระยะยาว (Kumar and Rao, 2015) แหล่งเงินทุนมักไม่ได้ให้บริการธุรกิจขนาดเล็กจนกว่าจะมีความมั่นคงระดับหนึ่ง การผลิตที่บุคคลของพวกเขาแสดงให้เห็นสินทรัพย์ที่จับต้องได้ เช่นสินค้าน้ำคั่งคลัง, อุปกรณ์หรือลูกหนี้ที่สามารถนำมาจำหน่ายเป็นหลักประกัน (Berger and Udell, 1998)

ในความเป็นจริงหลายงานวิจัยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างหนี้สินระยะยาว กับโครงสร้างสินทรัพย์ของ บริษัท (Benkraiem และ Gurau, 2013; Sogorb-Mira, 2005 Hall et al., 2004) ดังนั้นบริษัทที่กำลังเติบโตในตอนแรกจะพยายามใช้เงินทุนภายในมากขึ้นเพื่อการเติบโต ซึ่งเป็นทางเลือกที่ไม่เหมาะสม (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984; Nachman and Noe, 1994) และการตรวจสอบสถานะค่าใช้จ่าย (Townsend, 1979, Diamond, 1984) ทำสัญญากับลูกหนี้เช่น สินเชื่อธุรกิจธนาคารเพื่อการค้าและสินเชื่อธุรกิจของ บริษัท ย่อย ตัวเลือกที่สองหลังจากที่การเงินภายในหมดลงแล้ว (Berger and Udell, 1998) อย่างไรก็ตามการเงินภายนอกตาม RBV ยังสามารถนำไปสู่การเติบโตของบริษัท ที่สูงขึ้น ตาม RBV การเข้าถึงของการเงินภายนอกเช่น หนี้สินระยะสั้นและ หนี้สินระยะยาว ด้วย หมายถึงการมีทรัพยากรมากขึ้นซึ่งเราคาดหวังว่าจะช่วยให้ บริษัท มีการเติบโตได้มากขึ้นแม้ว่าในการศึกษาก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่อิทธิพลของการเงินภายนอกเช่น STD และ LTD เกี่ยวกับการเจริญเติบโตได้รับการเปรียบเทียบส่วนใหญ่กับอิทธิพลของการเงินภายในในการศึกษานี้มีมุมมอง RBV, เช่น หนี้สินระยะสั้นและ หนี้สินระยะยาว ถือเป็นเพียงสองอื่น ๆ ประเภทของทรัพยากรทางการเงิน ในการศึกษานี้ เช่น หนี้สินระยะสั้น ได้รับการระบุว่าหนี้ที่ต้องชำระคืนในหนึ่งปี ในขณะที่หนี้สินระยะยาว ได้รับการระบุว่าหนี้ที่ต้องชำระคืนหลังหนึ่งปี ดังนั้นเรา ได้เสนอไว้ดังนี้ H2 และ H3

H2 หนี้สินระยะสั้น มีส่วนเกี่ยวข้องกับการเติบโตของ บริษัท

H3 หนี้สินระยะยาว มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของ บริษัท

### 3.2.3 ขนาดของบริษัท (COSIZE)

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างทางการเงินของ บริษัท กับการเจริญเติบโต นักวิจัยจำนวนมากยังระบุว่าขนาดมีบทบาทสำคัญ (Beck et al., 2005, 2005b; Evans 1987; Storey, 1994) แม้ว่าจะไม่มีข้อตกลงเกี่ยวกับเกณฑ์ที่ควรใช้สำหรับการวัดขนาด (เกณฑ์ เช่น ยอดขาย สินทรัพย์รวมหรือจำนวนพนักงาน) เกือบจะมีข้อตกลงว่าขนาดมีอิทธิพลต่อการเจริญเติบโตของ SMEs (Abdulsaleh and Worthington, 2013) ตาม Yartey (2011), บริษัท ขนาดใหญ่ เนื่องจากมีความโปร่งใสมากขึ้น มีความไม่สมดุลของข้อมูลน้อยลง และสามารถออกส่วนของผู้อถือหุ้น ได้ที่ ต้นทุนต่ำ Fazzari et al. (1988) พบว่า บริษัท มีสภาพคล่องมากขึ้น ขนาดลดลง SMEs ขนาดใหญ่ยังมีปัญหาในการหาแหล่งเงินทุนจากทางการช่องทาง เช่น ธนาคารเนื่องจากความโปร่งใสในการให้ข้อมูล (Kumar and Rao, 2015) Stiglitz and Weiss (1981) แย้งว่าความเป็นไปได้ที่องค์กรจะทำ Face Credit Rationing ไม่ได้ขึ้นอยู่กับขนาด การศึกษาโดย Cassar (2004) เกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนและ

โครงสร้างเงินทุนของ SMEs โดยใช้ บริษัท SMEs ของ ออสเตรเลีย 292 บริษัท ที่มีขนาดใหญ่ขึ้นอยู่กับหนี้สินระยะยาว และการจัดหาเงินกู้จากธนาคารภายนอก

ในการศึกษานี้ขนาดของ บริษัท วัดจากจำนวนพนักงานของบริษัท บริษัทขนาดใหญ่ในการศึกษานี้ยังมีพนักงานมากขึ้น ตามมุมมองของ RBV เราคาดว่า บริษัทขนาดใหญ่จะมีทรัพยากรภายในมากขึ้นและสามารถเข้าถึงได้ดีขึ้น ซึ่งรวมไปถึงทรัพยากรภายนอก ดังนั้นเราจึงวางแผนที่จะเป็นความสัมพันธ์ที่ติระหว่าง ขนาดของและการเจริญเติบโตและเสนอ H4 ของเราดังล่าง:

H4 ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท

### 3.2.4 อายุ ขนาดของบริษัท (COAGE)

มักเกี่ยวข้องกับอายุเนื่องจากมีแนวโน้มที่จะใช้รูปแบบคล้าย ๆ กันตลอดวงจรชีวิตของบริษัท (Abdulsaleh and Worthington, 2013) บริษัท ที่อายุน้อยกว่าเนื่องจากไม่มีประวัติที่มั่นคงและมีความน่าเชื่อถือต่ำกว่า จะมีความยากลำบากมากขึ้นในการจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกเช่น หนี้สินระยะสั้น และ หนี้สินระยะยาว (Kumar and Rao, 2015; Berger and Udell, 1998) ดังนั้น SME ที่อายุน้อยกว่าต้องอาศัยแหล่งภายในมากขึ้นในการระดมทุน (Benkraiem and Gurau, 2013; Psillaki and Daskalakis, 2009; Abor and Biekpe, 2009) ในการศึกษาโดย Fatoki and Asah (2011) เกี่ยวกับการเข้าถึงเงินทุนหมุนเวียนของ SMEs ในแอฟริกาใต้ พวกเขาพบว่าเมื่อเทียบกับ SMEs ขนาดเล็กที่จัดตั้งขึ้นและมีอายุน้อยกว่าห้าปี กับ SMEs ที่มีอายุมากกว่า พบว่ากลุ่มหลังประสบความสำเร็จมากขึ้นในการขอสินเชื่อ (Abdulsaleh and Worthington, 2013) เป็นผลให้การศึกษา เช่น Quartey (2003) สรุปว่าควรจะเป็นความสัมพันธ์ที่ติระหว่างอายุของ บริษัท และการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก แต่โดยทั่วไปแล้วเราจะดูอายุของ บริษัท ว่าเป็นแหล่งข้อมูลอันมีค่าเกี่ยวกับบันทึกที่จัดตั้งขึ้น ประสบการณ์การเรียนรู้และเครือข่ายที่สามารถอำนวยความสะดวกได้การเข้าถึงการค้นพบจากภายนอก ดังนั้นเราจึงเสนอ H5 ของเราดังนี้

H5 อายุของ บริษัท มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเติบโตของ บริษัท

สมการ OLS ที่ใช้ในงานฉบับนี้

$$Growth_{i,j} = \alpha_{i,j} + \beta_1 SFIN_{i,j} + \beta_2 LTD_{i,j} + \beta_3 Profit_{i,j} + \beta_4 Age_{i,j} + \beta_5 Size_{i,j} + O/C_{it} + \mu_{it}$$



ตาราง 1.1 ตารางคำอธิบายชื่อตัวแปร

$\alpha$	= ค่าคงที่
<i>Growth</i>	= เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงในยอดขาย (มูลค่าตามบัญชี)
<i>SFIN</i>	= หนี้สินระยะสั้นเป็นอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
<i>LTD</i>	= หนี้สินระยะยาวเป็นอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
<i>Profit</i>	= ROA หมายถึงมูลค่าตามบัญชีของ บริษัท หลังหักภาษีเงินได้ตามสินทรัพย์รวม
<i>Age</i>	= อายุบริษัทตั้งแต่เริ่มจดทะเบียนในตลาด MAI
<i>Size</i>	= Total Asset, end of year.
<i>O/C</i>	= Operating Cashflow
$\mu_{it}$	= Error Term

สำหรับการเปรียบเทียบการถดถอยผลคงที่ดำเนินการตามสมการต่อไปนี้

Random-Effects (2),

$$Growth_{i,j} = \alpha_{i,j} + \beta_1 SFIN_{i,j} + \beta_2 LTD_{i,j} + \beta_3 Profit_{i,j} + \beta_4 Age_{i,j} + \beta_5 Size_{i,j} + O/C_{it} + \eta_i + \mu_{it}$$

Fixed-Effects (3),

$$Growth_{i,j} = \alpha_{i,j} + \beta_1 SFIN_{i,j} + \beta_2 LTD_{i,j} + \beta_3 Profit_{i,j} + \beta_4 Age_{i,j} + \beta_5 Size_{i,j} + O/C_{it} + \eta_i$$

โดยที่พารามิเตอร์ทั้งหมดจะคล้ายกับรูปแบบ OLS ก่อนหน้าบวก  $\eta_i$  ซึ่งหมายถึงความไม่สม่ำเสมอที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Individual effects) เฉพาะสำหรับแต่ละ บริษัท ประโยชน์อย่างหนึ่งของแบบจำลองแบบสุ่มและแบบคงที่สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลระยะยาวคือการสร้างข้อมูลสามารถควบคุมลักษณะเฉพาะที่มีเสถียรภาพทั้งหมดของแต่ละ บริษัท ที่รวมอยู่ในตัวอย่างในช่วงเวลาที่ศึกษาได้

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ทางสถิติ

เพื่อเพิ่มความถูกต้องของการวิเคราะห์ของเรา แทนที่จะใช้การถดถอยแบบ OLS เรายังได้ใช้ผลกระทบบแบบสุ่ม (Random-Effect) และการวิเคราะห์ผลกระทบบถาวร (Fixed-Effect) ด้วยวิธีนี้เราไม่เพียงแต่จะตรวจสอบความเกี่ยวข้องระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม แต่เรายังทดสอบว่ามีเสถียรภาพสำหรับแต่ละ บริษัท ในช่วงระยะเวลาการศึกษาหรือไม่ ผลการวิเคราะห์ทางสถิติหลายตัวแปรผลการวิเคราะห์ OLS แสดงถึงความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างทุกอย่างของเราตัวแปรอิสระและการเติบโตของ บริษัท ค่าสัมประสิทธิ์บวกของกำไรหนี้สินระยะสั้น และหนี้สินระยะยาว สอดคล้องกับ H1, H2 และ H3 ซึ่งหมายความว่า การที่บริษัท มีกำไรมากกว่าหรือน้อยกว่านั้นใช้การเงินภายนอกการเติบโตของ บริษัท จะสูงขึ้น ค่าสัมประสิทธิ์บวกของขนาดยังสนับสนุน H4 ของเราซึ่งหมายความว่า บริษัท ขนาดใหญ่ในแง่ของจำนวนพนักงาน, มีอัตราการเติบโตที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ OLS แสดงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอายุของ บริษัท และการเจริญเติบโตจึงไม่สนับสนุน H5 ของเราที่อายุน้อยกว่าบริษัท เติบโตได้เร็ว การทดสอบการตรวจสอบความถูกต้องของ OLS ค่าความแปรปรวนของค่าแฟลคเตอร์ แฟลคเตอร์ระบุว่าแบบจำลองคือ ถูกต้อง

```
. regress Growth SFIN LTD ROA COAGE COSIZE OC
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	890
Model	31899837.7	6	5316639.62	F(6, 883)	=	21.06
Residual	222878475	883	252410.504	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.1252
				Adj R-squared	=	0.1193
Total	254778313	889	286589.778	Root MSE	=	502.4

  

Growth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
SFIN	.8908822	4.487352	0.20	0.843	-7.916238 9.698003
LTD	.3031801	2.057681	0.15	0.883	-3.735336 4.341696
ROA	3.398915	2.012166	1.69	0.092	-.5502707 7.348101
COAGE	-37.72919	8.355753	-4.52	0.000	-54.12864 -21.32974
COSIZE	.0002489	.000023	10.83	0.000	.0002037 .000294
OC	-.0004068	.0001618	-2.51	0.012	-.0007243 -.0000893
_cons	-5.210238	20.64651	-0.25	0.801	-45.73221 35.31173

ภาพ 4.1 ตารางแสดงผลจากสมการ OLS

```

. xtreg Growth SFIN LTD ROA COAGE COSIZE OC,re

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       890
Group variable: Company1              Number of groups =        89

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.0927                    min =          10
    between = 0.4229                   avg =         10.0
    overall = 0.1252                   max =          10

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(6)     =       126.38
                                          Prob > chi2      =        0.0000

```

Growth	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SFIN	.8908822	4.487352	0.20	0.843	-7.904166	9.685931
LTD	.3031801	2.057681	0.15	0.883	-3.729801	4.336161
ROA	3.398915	2.012166	1.69	0.091	-.5448576	7.342688
COAGE	-37.72919	8.355753	-4.52	0.000	-54.10617	-21.35222
COSIZE	.0002489	.000023	10.83	0.000	.0002038	.0002939
OC	-.0004068	.0001618	-2.51	0.012	-.0007239	-.0000897
_cons	-5.210238	20.64651	-0.25	0.801	-45.67666	35.25619
sigma_u	0					
sigma_e	511.79516					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

ภาพ 4.2 ตารางแสดงผลจากสมการ Random Effect

```

. xtreg Growth SFIN LTD ROA COAGE COSIZE
> OC,fe

Fixed-effects (within) regression
>   Number of obs   =       890
>   Number of groups =        89
Group variable: Company1
>   Number of groups =        89
>   Number of obs   =       890

R-sq:
>   Obs per group:
>   within = 0.0933   min =          10
>                   avg =         10.0
>   between = 0.4119
>                   max =          10
>   overall = 0.1245

>   F(6,795) = 13.64
corr(u_i, Xb) = -0.0447   Prob > F = 0.0000

```

Growth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
SFIN	.5817236	4.837178	0.12	0.904	-8.913427	10.07687
LTD	.3232885	2.199281	0.15	0.883	-3.993796	4.640373
ROA	3.416276	2.324586	1.47	0.142	-1.146776	7.979329
COAGE	-42.70385	11.44413	-3.73	0.000	-65.16812	-20.23957
COSIZE	.0002591	.0000301	8.62	0.000	.0002001	.0003182
OC	-.000506	.0001861	-2.72	0.007	-.0008713	-.0001406
_cons	3.053727	22.81078	0.13	0.894	-41.72274	47.8302
sigma_u	129.89606					
sigma_e	511.79516					
rho	.06051846	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(88, 795) = 0.64      Prob > F = 0.9959

ภาพ 4.3 ตารางแสดงผลจากสมการ Fixed Effect

ผลของการวิเคราะห์ผลกระทบบแบบสุ่มและผลกระทบทงที่ใกล้เคียงกับผลกระทบทงของ OLS กับข้อบกพร่องบางประการ ในขณะที่ OLS และการวิเคราะห์ผลสุ่มแสดงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญและเป็นบวกระหว่างหนี้สินระยะยาว และการเจริญเติบโตผลงที่การวิเคราะห์แสดงความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่างพวกเขา ในทำนองเดียวกันผลของทั้ง OLS และผลกระทบทงสุ่มระบุความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอายุและการเจริญเติบโต;ผลการทดลองพบว่าไม่มีผลต่อสมรรถนะทงที่สองตัวแปร (อายุและการเจริญเติบโต) อันเป็นผลมาจากการทดสอบ Hausman มีความสำคัญ ดังนั้นเราสามารถสรุปได้ว่ารูปแบบผลงที่คือวิธีการที่เหมาะสมที่จะใช้



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

ในบทความนี้เราศึกษาปัจจัยทางการเงินของการเติบโตของ บริษัท ขนาดเล็ก ซึ่งเป็นรากฐานในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับ 5 ปัจจัย - กำไร, หนี้สินระยะสั้น, หนี้สินระยะยาว, ขนาด และอายุ ได้รับการพิจารณาให้มีอิทธิพลต่อการเติบโตของบริษัท และ RBV ถูกนำมาใช้เพื่อทำนายอิทธิพลของแต่ละปัจจัยเหล่านี้ต่อการเจริญเติบโต หลักฐานเชิงประจักษ์จาก SMEs ในประเทศไทยส่วนใหญ่สนับสนุนการวิเคราะห์ทางทฤษฎี

จากผลการศึกษาพบว่าทั้งด้านการเงินภายในเช่นกำไรและภายนอกการเงินเช่นหนี้สินระยะสั้น และ หนี้สินระยะยาว อาจส่งผลให้อัตราการเติบโตของ SMEs ในประเทศไทยสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัท ที่ทำการตรวจสอบเลือกใช้เงินทุนในการดำเนินงานของตนส่วนใหญ่เป็นหนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว การค้นพบนี้สอดคล้องกับการวิจัยเชิงประจักษ์ครั้งก่อน ๆ แสดงให้เห็นว่า SMEs มักจะพึ่งพา หนี้สินระยะสั้นมากกว่าหนี้สินระยะยาว (García-Teruel and Martínez-Solano, 2007) คำอธิบายที่เป็นไปได้คือ หนี้สินระยะสั้น เป็นแหล่งเงินทุนที่ยืดหยุ่นมากซึ่งสามารถใช้งานได้เมื่อใดก็ตามที่ บริษัท ต้องการ กล่าวอีกนัยหนึ่ง บริษัท ตัวอย่างมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยน หนี้สินระยะยาว กับ หนี้สินระยะสั้น เพื่อสนับสนุนการเติบโตของพวกเขา นอกจากนี้ตามที่ระบุไว้ในข้อค้นพบและสิ่งต่อไปนี้อยู่ติดกับทฤษฎี pecking order, การเงินภายในเช่นกำไร เป็นตัวแปรสำคัญที่จำเป็นในการจัดหาเงินทุนของ บริษัท ตัวอย่าง การค้นพบนี้สนับสนุน Yazdanfar and Öhman (2015) และ Mac the Bhaird and Lucey (2010) ที่ SMEs มักจะหลีกเลี่ยงหนี้ระยะยาว การจัดหาเงินทุนและการรักษาความเป็นอิสระและการพึ่งพาการเงินภายในมากขึ้น คำอธิบายอีกประการหนึ่งก็คือหากโครงการขยายตัวของ บริษัท ประสบความสำเร็จพวกเขาก็จะทำได้สร้างเงินสดภายในซึ่งจะสามารถนำกลับมาลงทุนใหม่เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนต่อไปได้

## บรรณานุกรม

- Abdulsaleh, A.M. and Worthington, A.C. (2013), "Small and medium-sized enterprises financing: a review of literature", *International Journal of Business and Management*, Vol. 8 No. 14, p. 36.
- Abor, J. (2007), "Industry classification and capital structure of Ghanaian SMEs", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 24 No. 3, pp. 207-219.
- Abor, J. and Biekpe, N. (2009), "How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana", *Journal of Economic Studies*, Vol. 36 No. 1, pp. 83-97.
- Abouzeedan, A. (2003), "Financing Swedish small and medium-sized enterprises (SMEs): methods, problems and impact", paper presented at the 43rd European Congress of the Regional Science Association, Jyv.ski..
- Alese, J. and Alimi, Y.O. (2014), "Small and medium-scale enterprises financing and economic growth in Nigeria: error correction mechanism", *European Journal of Globalization and Development Research*, Vol. 11 No. 1.
- Almeida, H. and Campello, M. (2007), "Financial constraints, asset tangibility and corporate investment", *Review of Financial Studies*, Vol. 20 No. 5, pp. 1429-1460.
- Ardishvili, A., Cardozo, S., Harmon, S. and Vadakath, S. (1998), "Towards a theory of new venture growth", *Babson Entrepreneurship Research Conference*, Ghent, pp. 21-23.
- Asimakopoulos, I., Samitas, A. and Papadogonas, T. (2009), "Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data", *Managerial Finance*, Vol. 35 No. 11, pp. 930-939.
- Ayyagari, M., Demirgu.-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2008), "How important are financing constraints? The role of finance in the business environment", *The World Bank Economic Review*, Vol. 22 No. 3, pp. 483-516.
- Ayyagari, M., Demirgu.-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2011), "Small vs young firms across the world: contribution to employment, job creation, and growth", *World Bank Policy*

- Research Working Paper 5631, available at: [http://ssrn.com/abstract\\_1807732](http://ssrn.com/abstract_1807732) (accessed 11 March 2014).
- Barkham, R., Gudgin, G., Hart, M. and Hanvey, E. (1996), *The Determinants of Small Firm Growth*, Vol. 12, Athenaeum Press, Gateshead.
- Barney, J. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, Vol. 17 No. 1, pp. 99-120.
- Barney, J.B. (2001), "Resource-based theories of competitive advantage: a ten-year retrospective on the resource-based view", *Journal of Management*, Vol. 27 No. 6, pp. 643-650.
- Becchetti, L. and Trovato, G. (2002), "The determinants of growth for small and medium sized firms: the role of the availability of external finance", *Small Business Economics*, Vol. 19 No. 4, pp. 291-306.
- Beck, T. (2007), *Financing Constraints of SMEs in Developing Countries: Evidence, Determinants and Solutions*, The World Bank, Washington, DC.
- Beck, T. and Demirguc-Kunt, A. (2006), "Small and medium-size enterprises: access to finance as a growth constraint", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 No. 11, pp. 2931-2943.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. (2005), *SMEs, growth, and Poverty* (No. w11224), National Bureau of Economic Research.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2005), "Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?", *Journal of Finance*, Vol. 60 No. 1, pp. 137-177
- Benkraiem, R. and Gurau, C. (2013), "How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs?", *International Journal of Entrepreneurial Behavior&Research*, Vol. 19 No. 2, pp. 149-164.
- Berger, A.N. and Udell, G.F. (1998), "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 613-673.
- Berger, A.N. and Udell, G.F. (2006), "A more complete conceptual framework for SME finance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30 No. 11, pp. 2945-2966.
- Bower, J.L. and Gilbert, C.G. (2005), "A revised model", in Bower, J.L. and Gilbert, C.G. (Eds), *From Resource Allocation to Strategy*, Oxford University Press, New York, NY, pp. 439-455.

- Cassar, G. (2004), "The financing of business start-ups", *Journal of Business Venturing*, Vol. 19 No. 2, pp. 261-283.
- Cassar, G. and Holmes, S. (2003), "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence", *Accounting and Finance*, Vol. 43 No. 2, pp. 123-147.
- Chittenden, F., Hall, G. and Hutchinson, P. (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation", *Small Business Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 59-67.
- Coad, A. (2007), "Firm growth: a survey No. 2007-03", *papers on Economics and Evolution*, available at: <http://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/r07024.html> (accessed 2 August 2011).
- Conner, K.R. and Prahalad, C.K. (1996), "A resource-based theory of the firm: knowledge versus opportunism", *Organization Science*, Vol. 7 No. 5, pp. 477-501.
- Cook, P. (2001), "Finance and small and medium-sized enterprise in developing countries", *Journal of Developmental Entrepreneurship*, Vol. 6 No. 1, pp. 17-40.
- Daskalakis, N. and Psillaki, M. (2008), "Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece", *Applied Financial Economics*, Vol. 18 No. 2, pp. 87-97.
- Davidsson, P., Steffens, P. and Fitzsimmons, J. (2009), "Growing profitable or growing from profits: putting the horse in front of the cart?", *Journal of Business Venturing*, Vol. 24 No. 4, pp. 388-406.
- Davidsson, P. and Wiklund, J. (2006), "Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth", *Entrepreneurship and the Growth of Firms*, Vol. 1, pp. 39-61.
- Degryse, H., de Goeij, P. and Kappert, P. (2012), "The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure", *Small Business Economics*, Vol. 38 No. 4, pp. 431-447.
- Delmar, F. (1997), "Measuring growth: methodological considerations and empirical results", in Donckels, R. and Miettinen, A. (Eds), *Entrepreneurship and SME Research: On Its Way to the Next Millennium*, Aldershot, pp. 199-216.
- Delmar, F., Davidsson, P. and Gartner, W.B. (2003), "Arriving at the high-growth firm", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 No. 2, pp. 189-216.



- Diamond, D. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51 No. 3, pp. 393-414.
- Dunne, P. and Hughes, A. (1996), "Age, size, growth and survival: UK companies in the 1980s", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 42 No. 2, pp. 115-140.
- Esperanca, J.P., Gama, A.P.M. and Gulamhussen, M.A. (2003), "Corporate debt policy of small firms: an empirical (re) examination", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 10 No. 1, pp. 62-80.
- Evans, D.S. (1987), "The relationship between firm growth, size, and age: estimates for 100 manufacturing industries", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 35 No. 4, pp. 567-581.
- Fatoki, O.O. and Asah, F. (2011), "The impact of firm and entrepreneurial characteristics on access to debt finance by SMEs in King Williams' Town, South Africa", *International Journal of Business and Management*, Vol. 6 No. 8, p. 170.
- Fazzari, S., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C. (1988), "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1 No. 1, pp. 141-195.
- Fitzsimmons, J.R., Steffens, P.R. and Douglas, E.J. (2005), "Growth and profitability in small and medium sized Australian firms", *Proceedings of AGSE Entrepreneurship Exchange*, Melbourne, available at: <http://ssrn.com/abstract.1263734> (accessed 12 August 2011).
- Flamholtz, E.G. (1986), *Managing the Transition From an Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm*, Jossey-Bass, San Francisco, CA.
- Forte, D., Barros, L.A. and Nakamura, W.T. (2013), "Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises", *BAR-Brazilian Administration Review*, Vol. 10 No. 3, pp. 347-369.
- Freel, M.S. and Robson, P.J.A. (2004), "Small firm innovation, growth and performance", *International Small Business Journal*, Vol. 22 No. 6, pp. 561-575.
- Garc.a-Teruel, P. and Mart.nez-Solano, P. (2007), "Short-term debt in Spanish SMEs", *International Small Business Journal*, Vol. 25 No. 6, pp. 579-602.
- Gilbert, B.A., McDougall, P.P. and Audretsch, D.B. (2006), "New venture growth: a review and extension, extension", *Journal of Management*, Vol. 32 No. 6, pp. 926-950.

- Gupta, P.D., Guha, S. and Krishnaswami, S.S. (2013), "Firm growth and its determinants", *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, Vol. 2 No. 1, pp. 1-14.
- Hall, G.C., Hutchinson, P.J. and Michaelas, N. (2004), "Determinants of the capital structures of European SMEs", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 31 Nos 5/6, pp. 711-728.
- He, W. and Baker, H.K. (2007), "Small business financing: survey evidence in West Texas", *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, Vol. 12 No. 1, p. 27.
- Heshmati, A. (2001), "On the growth of micro and small firms: evidence from Sweden", *Small Business Economics*, Vol. 17 No. 3, pp. 213-228.
- Hoy, F., McDougall, P.P. and D'Souza, D.E. (1992), "Strategies and environments of high-growth firms", in Sexton, D.L. and Kasarda, J.D. (Eds), *The State of the Art of Entrepreneurship*, PWS – Kent, Boston, MA, pp. 341-357.
- Hunt, S.D. and Morgan, R.M. (1995), "The comparative advantage theory of competition", *The Journal of Marketing*, Vol. 59, pp. 1-15.
- Jordan, J., Lowe, J. and Taylor, P. (1998), "Strategy and financial policy in UK small firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25 Nos 1/2, pp. 1-27.
- Kaen, F.R. and Baumann, H.D. (2003), "Firm size, employees and profitability in US manufacturing industries", *Social Science Research Network*, available at: <http://ssrn.com/abstract.382402> (accessed 11 August 2011).
- Katsikeas, C.S. and Piercy, N.F. (1993), "Long-term export stimuli and firm characteristics in a European LDC", *Journal of International Marketing*, Vol. 1 No. 3, pp. 23-47.
- Klonowski, D. (2012), "Liquidity gaps in financing the SME sector in an emerging market- evidence from Poland", *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, Vol. 7 No. 3, pp. 335-355.
- Kogut, B. and Zander, U. (1992), "Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology", *Organization Science*, Vol. 3 No. 3, pp. 383-397.
- Kor, Y.Y. and Mahoney, J.T. (2004), "Edith Penrose's (1959), contributions to the resource-based view of strategic management", *Journal of Management Studies*, Vol. 41 No. 1, pp. 183-191.

- Kumar, S. and Rao, P. (2015), "A conceptual framework for identifying financing preferences of SMEs", *Small Enterprise Research*, pp. 1-14.
- Lokhande, M. (2011), "Financial inclusion: options for micro, small and medium enterprises", *Synergy*, Vol. 9 No. 2, pp. 39-50.
- Lumpkin, G.T. and Dess, G.G. (1996), "Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance", *Academy of Management Review*, Vol. 21 No. 1, pp. 135-172.
- McCann, J.E. (1991), "Patterns of growth, competitive technology, and financial strategies in young ventures", *Journal of Business Venturing*, Vol. 6, pp. 189-208.
- Mac an Bhaird, C. and Lucey, B. (2010), "Determinants of capital structure in Irish SMEs", *Small Business Economics*, Vol. 35 No. 3, pp. 357-375.
- MacKay, P. and Phillips, G.M. (2005), "How does industry affect firm financial structure?", *Review of Financial Studies*, Vol. 18 No. 4, pp. 1433-1466.
- Markman, G.D. and Gartner, W.B. (2002), "Is extraordinary growth profitable? A study of inc. 500 high-growth companies", *Journal of Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 27 No. 1, pp. 65-75.
- Marris, R. (1967), *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism*, Macmillan, London.
- Mateev, M. and Anastasov, Y. (2010), "Determinants of small and medium sized fast growing enterprises in central and eastern Europe: a panel data analysis", *Financial Theory and Practice*, Vol. 34 No. 3, pp. 269-295.
- Merz, G.R. and Sauber, M.H. (1995), "Profiles of managerial activities in small firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, pp. 551-564.
- Michaelas, N., Chittenden, F. and Poutziouris, P. (1999), "Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data", *Small Business Economics*, Vol. 12 No. 2, pp. 113-130.
- Miller, D. (1987), "Strategy making and structure: analysis and implications for performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 30 No. 1, pp. 7-32.
- Morone, P. and Testa, G. (2008), "Firms' growth, size and innovation – an investigation into the Italian manufacturing sector", *Economics of Innovation and New Technology*, Vol. 17 No. 4, pp. 311-329.

- Myers, S. (1984), "Presidential address: the capital structure puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39 No. 3, pp. 575-592.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, pp. 187-221.
- Nachman, D.C. and Noe, T.H. (1994), "Optimal design of securities under asymmetric information", *Review of Financial Studies*, Vol. 7 No. 1, pp. 1-44.
- Niskanen, M. and Niskanen, J. (2007), "The determinants of firm growth in small and micro firms- evidence on relationship lending effects", available at: SSRN874927
- Odit, M.P. and Gobardhan, Y.D. (2011), "The determinants of financial leverage of SMEs in Mauritius", *International Business and Economics Research Journal*, Vol. 10 No. 3, pp. 113-125.
- OECD (2004), "SME statistics: towards a more systematic statistical measurement of SME behavior", *Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy*, Istanbul, Turkey, 3-5 June.
- Peteraf, M. (2005), "Research complementarities: a resource-based view of the resource allocation process model (and vice versa)", in Bower, J.L. and Gilbert, C.G. (Eds), *From Resource Allocation to Strategy*, Oxford University Press, New York, NY, pp. 409-426.
- Petersen, M.A. and Rajan, R.G. (2002), "Does distance still matter? The information revolution in small business lending", *Journal of Finance*, Vol. 57 No. 6, pp. 2533-2570.
- Philp, N.E. (1998), "The export propensity of the very small enterprise (VSE)", *International Small Business Journal*, Vol. 16 No. 4, pp. 79-93.
- Porter, M.E. (1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competition*, New York, NY, p. 300.
- Psillaki, M. and Daskalakis, N. (2009), "Are the determinants of capital structure country or firm specific?", *Small Business Economics*, Vol. 33 No. 3, pp. 319-333.
- Quartey, P. (2003), "Financing small and medium enterprises (SMEs) in Ghana", *Journal of African Business*, Vol. 4 No. 1, pp. 37-55.

- Rahman, S. (2001), "A comparative study of TQM practice and organizational performance of SMEs with and without ISO 9000 certification", *International Journal of Quality & Reliability Management*, Vol. 18 No. 1, pp. 35-49.
- Samiloglu, F. and Demirgunes, K. (2008), "The effect of working capital management on firm profitability: evidence from Turkey", *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol. 2 No. 1, pp. 44-50.
- Serrasqueiro, Z.S., Armada, M.R. and Nunes, P.M. (2011), "Pecking order theory versus trade-off theory: are service SMEs' capital structure decisions different?", *Service Business*, Vol. 5 No. 4, pp. 381-409.
- Sexton, D.L. and Landstr.m, H. (Eds) (2000), *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*, Blackwell Business, Oxford.
- Sogorb-Mira, F. (2005), "How SME uniqueness affects capital structure: evidence from a 1994-1998 Spanish data panel", *Small Business Economics*, Vol. 25 No. 5, pp. 447-457.
- Sweden (2011), "Definition of SMEs", available at: [www.scb.se/](http://www.scb.se/) (accessed 10 March 2014).
- Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, Vol. 71 No. 3, pp. 393-410.
- Storey, D.J. (1994), *Understanding the Small Business Sector*, University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship, IL.
- Swedish Central Bank (2013), "International dependence and monetary policy", available at: [www.riksbank.se/riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Tal/2011/111014e.pdf](http://www.riksbank.se/riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Tal/2011/111014e.pdf) (accessed 3 March 2014).
- Townsend, R. (1979), "Optimal contracts and competitive markets with costly state verification", *Journal of Economic Theory*, Vol. 21 No. 2, pp. 265-293.
- Van Caneghem, T. and Van Campenhout, G. (2012), "Quantity and quality of information and SME financial structure", *Small Business Economics*, Vol. 39 No. 2, pp. 341-358.
- Variyam, J.N. and Kraybill, D.S. (1992), "Empirical evidence on determinants of firm growth", *Economics Letters*, Vol. 38 No. 1, pp. 31-36.

- Wagenvoort, R. (2003), "Are finance constraints hindering the growth of SMEs in Europe?", *EIB Papers*, Vol. 8 No. 2, pp. 23-50.
- Weisbord, E.S. (1994), "Growth strategy in corporate law firms: internal influences and performance outcomes", *Journal of Managerial Issues*, Vol. 6 No. 3, pp. 350-365.
- Wernerfelt, B. (1984), "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal*, Vol. 5 No. 2, pp. 171-180.
- Wiklund, J. (1998), "Small firm growth and performance: entrepreneurship and beyond", *Internationella Handelshögskolan*.
- Woldie, A., Mwitta, J.I. and Saidimu, J. (2012), "Challenges of microfinance accessibility by SMEs in Tanzania", *Thunderbird International Business Review*, Vol. 54 No. 4, pp. 567-579.
- Wu, J., Song, J. and Zeng, C. (2008), "An empirical evidence of small business financing in China", *Management Research News*, Vol. 31 No. 12, pp. 959-975.
- Yartey, C.A. (2011), "Small business finance in sub-Saharan Africa: the case of Ghana", *Management Research Review*, Vol. 34 No. 2, pp. 172-185.
- Yasuda, T. (2005), "Firm growth, size, age and behavior in Japanese manufacturing", *Small Business Economics*, Vol. 24 No. 1, pp. 1-15.
- Yazdanfar, D. (2013), "Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 9 No. 2, pp. 151-160.
- Yazdanfar, D. and Jahan, P. (2015), "Debt policy and performance, Swedish data", *Journal of Risk Finance*, Vol. 16 No. 1, pp. 102-118.
- Yazdanfar, D. and Turner, S. (2013), "The impact of internal finance on growth empirical evidence from Swedish firm level data", *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Vol. 19 No. 1, pp. 51-63.