

# “โครงสร้างเงินทุน” หนึ่งองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ

## “Capital Structure” One of the Important Components for Creating Value of Firm

ศิริประภา ศรีวิโรจน์

Siraprapha Sriviroj

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเซีย

Faculty of Business Administration, Eastern Asia University

### บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของกิจการ การกำกับดูแลกิจการ การตัดสินใจเกี่ยวกับการบริหารจัดการทางการเงินของธุรกิจ ซึ่งการตัดสินใจทางการเงินนี้มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจ และในที่สุดผลลัพธ์ที่ได้คือมูลค่าของธุรกิจ

**คำสำคัญ:** โครงสร้างเงินทุน, ความเสี่ยงทางการเงิน, การสร้างมูลค่าของธุรกิจ

### Abstract

This article is intended to provide an insight into corporate ownership, corporate governance, and management decisions regarding the financing of the business. This financing decision affects the capital structure of the business, which affects the financial risk of the business. And finally, the end result is the value of firm.

**Keywords:** capital structure, financial risk, value of firm



### บทนำ

การกำหนดตัวชี้วัดและค่าเป้าหมาย การบรรลุเป้าหมายของธุรกิจใดๆ ย่อมกำหนดเพื่อให้กิจการสามารถไปสู่จุดหมายตามแผนงานตามทิศทางที่ธุรกิจต้องการมุ่งไป ถึง โดยเป็นไปตามกลยุทธ์ของธุรกิจ ซึ่งคือวิธีการในการที่ธุรกิจดำเนินงานแล้วจะนำไปสู่การบรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ ธุรกิจต้องตั้งเป้าหมายและกลยุทธ์ที่ต้องคำนึงถึงเศรษฐกิจ สถาบันหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงสภาพแวดล้อมทางวัฒนธรรม ตัวอย่าง ในการกำหนดเป้า

หมายของธุรกิจ เช่น ผลตอบแทนของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น สภาพแวดล้อมในการทำงานที่ดีตลอดช่วงระยะเวลาการทำงานของพนักงาน การมีส่วนร่วมในการบูรณาการเป้าหมายและนโยบายระดับชาติ (Stickney & Weil, 1994, p.5) ทั้งนี้การกำหนดตัวชี้วัดและค่าเป้าหมายเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย ควรกำหนดให้สอดคล้องและตอบสนองวัตถุประสงค์หลักของธุรกิจอย่างชัดเจน

วัตถุประสงค์หลักของการทำธุรกิจตั้งแต่ยุคเก่า

เรื่อยมาจนถึงยุคดิจิทัลอย่างในปัจจุบันนี้ ทุกๆธุรกิจยังคงมีวัตถุประสงค์หลักคือเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ และเพื่อสร้างมูลค่าของธุรกิจ (value of firm) เพราะว่าผู้ถือหุ้นจะเป็นเจ้าของธุรกิจที่ซื้อหุ้นของธุรกิจนั้นๆ เนื่องจากต้องการสร้างรายได้ที่ดีจากการลงทุนโดยไม่ต้องเสี่ยงหรือมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนประเภทอื่น ซึ่งส่วนใหญ่ผู้ถือหุ้นจะเลือกคณะกรรมการให้บริหารงานแทนเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และคณะกรรมการนี้สามารถจ้างผู้บริหารให้ทำงานแทนผู้ถือหุ้น (Brigham & Ehrhardt, 2005, p.7)

ดังนั้นการบริหารกิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์หลักของธุรกิจถือเป็นพันธกิจที่สำคัญของผู้บริหาร กอปรกับผู้บริหารกิจการถือเป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้นของกิจการในการบริหารกิจการให้มีกำไร มีความมั่งคั่ง มั่นคง ซึ่งการเป็นตัวแทนของผู้บริหารเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (agency theory) แนวคิดตัวแทนนี้กล่าวคือ กิจการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของผู้บริหาร หรือเรียกว่า “ตัวแทน” ซึ่งผู้บริหารหรือตัวแทนนี้จะได้รับการแต่งตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น หรือเรียกว่า “ตัวการ” เพื่อบริหารจัดการทรัพยากรของกิจการให้เกิดมูลค่า การแต่งตั้งดังกล่าวถือเป็นสัญญาระหว่างตัวการและตัวแทนเพื่อกระตุ้นให้ตัวแทนทำหน้าที่แทนตัวการเพื่อผลประโยชน์ของตัวการและกิจการ

ทั้งนี้สัญญาระหว่างตัวการและตัวแทนเป็นสัญญาที่มีนัยสำคัญ และเกี่ยวข้องกับทฤษฎีการบัญชีการเงิน อย่างไรก็ตามทฤษฎีตัวแทน (agency theory) คือเป็นสาขาหนึ่งของทฤษฎีเกม (Game Theory) ที่ศึกษาการออกแบบของสัญญา ซึ่งสัญญาที่ออกแบบมานี้เพื่อกระตุ้นให้ตัวแทนทำหน้าที่ในนามของตัวการเพื่อผลประโยชน์โดยไม่ขัดแย้งกัน (Scott , 2003, p. 305)

หน้าที่หลักในการบริหารการเงินของผู้บริหารที่เป็นตัวแทนของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น ได้แก่ การตัดสินใจลงทุน การตัดสินใจจัดหาเงิน และการบริหารสภาพคล่องในการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง เมื่อพิจารณาหน้าที่หลักในการบริหารการเงินทั้ง 3 ประการจะเห็นได้ว่าทุกหน้าที่มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อกิจการ และส่งผลต่อความอยู่รอดของกิจการ ส่งผลต่อความมั่งคั่งของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ และแต่ละหน้าที่ที่มีความสัมพันธ์

สอดคล้องกัน ตัวอย่างเช่น หากกิจการต้องการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร จึงต้องจัดหาเงินจากแหล่งทุนภายในและแหล่งทุนภายนอกของกิจการ ซึ่งการจัดหาเงินจากแหล่งทุนใดก็ตาม ด้วยสัดส่วนใดก็ตาม ย่อมส่งผลต่อความสามารถในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ และสภาพคล่องในการดำเนินงานของกิจการ

การตัดสินใจจัดหาเงินทุนของกิจการเป็นหน้าที่สำคัญของผู้บริหารที่เป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการหรือส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะการตัดสินใจจัดหาเงินจะกระทบโดยตรงต่อหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น สัดส่วนการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินทั้งหมด (ระยะสั้นและระยะยาว) และส่วนของผู้ถือหุ้นเรียกว่าโครงสร้างทางการเงิน (financial structure) ส่วนการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้นเรียกว่าโครงสร้างเงินทุน (capital structure) ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital--WACC) จากส่วนของหนี้สินระยะยาวและจากส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งกิจการต้องคำนึงถึงก่อนตัดสินใจว่าจะจัดหาเงินด้วยรูปแบบใด สัดส่วนเท่าใด เพราะต้นทุนเงินทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนเป็นส่วนสำคัญในการสร้างมูลค่ากิจการ ถ้ามองในแง่ของการแข่งขันแล้วการตัดสินใจทางการเงินมีผลกระทบต่อกลยุทธ์โดยรวมของบริษัท นั้นแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนจากผลของการตัดสินใจจัดหาเงินทุนของกิจการจากแหล่งทุนภายนอกจะสามารถสร้างความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ของธุรกิจได้

## เนื้อหา

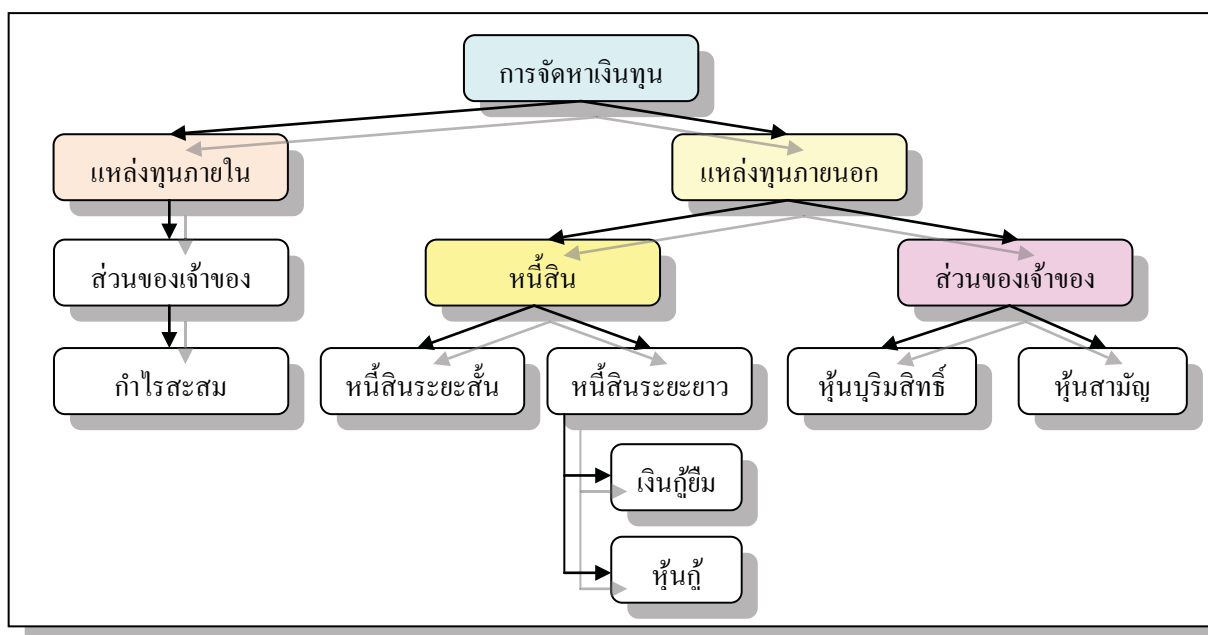
### การจัดหาเงินทุน (financing capital)

การดำเนินงานของกิจการในทุกๆ ขั้นตอนล้วนก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายเพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการดำเนินงานไม่ว่าจะเป็นจากกิจกรรมการดำเนินงานปกติของกิจการ หรือจากกิจกรรมการลงทุน กิจการจึงจำเป็นต้องจัดหาเงินในปริมาณที่เพียงพอต่อการนำมาใช้ในกิจกรรมดังกล่าว โดยแหล่งเงินทุนของกิจการมี 2 แหล่งคือ แหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก

แหล่งเงินทุนภายใน (internal capital source) ได้แก่ ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉพาะกำไรสะสม

แหล่งเงินทุนภายนอก (external capital source) ประกอบด้วย หนี้สิน (หนี้สินระยะสั้น คือ เงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน และหนี้สินระยะยาว

คือ เงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารและสถาบันการเงิน และหุ้นกู้) และส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น (ถือหุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญ)



ภาพ 1 การจัดการหาเงินทุน

### โครงสร้างทางการเงิน (financial structure)

โครงสร้างทางการเงิน คือ การจัดหาเงินจากแหล่งทุนภายในและแหล่งทุนภายนอก หรือกล่าวคือโครงสร้างของหนี้สินรวม (หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว) และส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น (หุ้นทุนและกำไรสะสม)

### โครงสร้างเงินทุน (capital structure)

โครงสร้างเงินทุน เป็นโครงสร้างจากการระดมเงินทุนหรือจัดหาเงินทุนของกิจการโดยใช้วิธีการรวมแหล่งเงินทุนหรือแหล่งจัดหาเงินที่แตกต่างกันในการระดมทุนหรือจัดหาเงินในแต่ละคราว กล่าวคือ บริษัทหรือกิจการต่างๆ สามารถระดมเงินทุนหรือจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในการกิจการได้หลายวิธี เช่น สามารถกู้ยืมเงินจากธนาคารและสถาบันการเงินอื่น ๆ หรือสามารถออกตราสารหนี้ ออกตราสารทุน ซึ่งได้แก่ หุ้นบุริมสิทธิ (preferred stock) ประเภทต่างๆ และหุ้นสามัญ (common stock) ประเภทต่างๆ ได้ (Grinblatt & Titman, 1998, p.485)

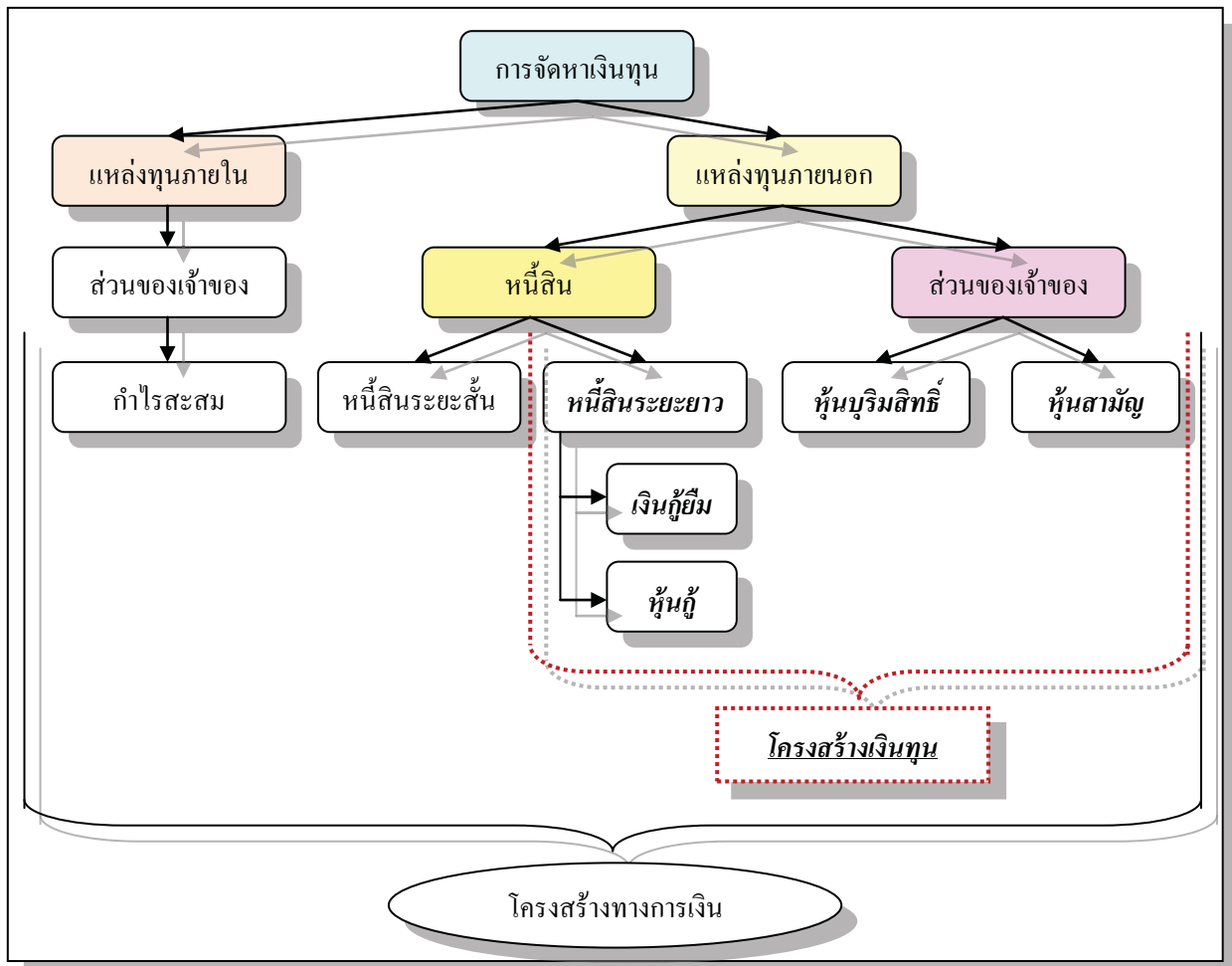
การจัดหาเงินทุนระยะยาวสามารถจัดหาจากแหล่งทุนภายนอก อันประกอบด้วย การกู้ยืมระยะยาว (long-

term loans) และการออกตราสารหนี้ (debt securities) ซึ่งมีองค์ประกอบของเงินกู้ระยะยาวที่ควรทราบโดยทั่วไป เช่น อัตราดอกเบี้ย (coupon rate) มีทั้งแบบคงที่ (fixed interest rate) และแบบลอยตัว (floating interest rate) อายุของการกู้ยืม เงื่อนไขการชำระคืน หลักประกันในการกู้ยืม เป็นต้น รวมถึงการจัดหาแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของไม่ว่าจะเป็นหุ้นบุริมสิทธิหรือหุ้นสามัญจะทำให้เกิดต้นทุนเงินทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ แหล่งที่มาของการจัดหาเงินลงทุนทำให้เกิดต้นทุน หรือเรียกว่าต้นทุนของเงินทุน (cost of capital) ซึ่งสามารถแบ่งต้นทุนของเงินทุนได้ตามประเภทของทุนที่จัดหา ได้แก่ ต้นทุนของหนี้ (cost of debt) ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ (cost of preferred stock) ต้นทุนของผู้ถือหุ้น (cost of equity) อย่างไรก็ตาม เมื่อกิจการจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่งทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนในจำนวนแตกต่างกัน กิจการจำเป็นต้องนำมาเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนเหล่านั้นหรือที่เรียกว่า ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (ปิยสุดา บัณฐรัตน์ ศุภสิน สุริยะ และธีระเสฏฐ์ ศิธนานันท์, 2553)

ทั้งนี้โครงสร้างเงินทุนจะก่อให้เกิดต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยของกิจการ (Weighted Average Cost of

Capital--WACC) ที่กิจการต้องจ่ายออกไปให้แก่แหล่งเงินทุนที่กิจการจัดหา มา เช่น กิจการตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากแหล่งทุนภายนอก โดยหากกิจการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน โดยการกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน หรือออกจำหน่ายหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุน ต้นทุนเงินทุนของกิจการคือ ดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้เงินกู้ยืม หรือจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ของกิจการ แต่หากกิจการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ โดยออกจำหน่ายหุ้นทุน (หุ้นบุริมสิทธิและหรือ

หุ้นสามัญ) ให้แก่นักลงทุน ต้นทุนเงินทุนของกิจการคือ เงินปันผล โดยปกติแล้วทุกกิจการย่อมต้องการให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการ (ดอกเบี้ยจ่าย , เงินปันผล) มีค่าน้อยที่สุด หรืออย่างน้อยควรมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องการได้จากการลงทุน สิ่งหนึ่งที่กิจการทราบอยู่แล้วคือต้นทุนเงินทุนที่เป็นดอกเบี้ยจ่ายนั้นมีผลต่อการคำนวณภาษีเงินได้ของกิจการ กล่าวคือดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไร(ขาดทุน) ของกิจการได้



การตัดสินใจในการจัดหาเงินจากแหล่งทุนภายนอก ทั้งในส่วนของหนี้สินระยะยาวและส่วนของเจ้าของส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างไร การกู้เงินจากธนาคารและสถาบันการเงินเป็นเรื่องปกติของธุรกิจที่ต้องจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกจากหนี้สินระยะยาวประเภทเงินกู้ยืม สิ่งที่ต้องพิจารณาคือ ต้นทุนเงินทุนหรืออัตราดอกเบี้ย เมื่อนำมาคำนวณกับเงินต้นและระยะเวลาทั้งหมดตามสัญญา กู้ยืม แล้วแบ่งชำระดอกเบี้ยจ่ายในแต่ละงวดตามสัญญา กู้ยืมที่ต้องชำระให้แก่ผู้ให้กู้ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนี้จะมีทั้งใน

ส่วนอัตราดอกเบี้ยคงที่และอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ทำให้กิจการมีดอกเบี้ยจ่ายที่ควบคุมไม่ได้ในอนาคต แต่หากกิจการตัดสินใจจัดหาเงินโดยการออกจำหน่ายหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุน ซึ่งดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้แก่ผู้มาลงทุนนั้น กิจการจะสามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยให้คงที่ตลอดอายุหุ้นกู้ได้ แต่ที่เป็นความยากของกิจการคือทำอะไรให้นักลงทุนตัดสินใจมาลงทุนในหุ้นกู้ของกิจการ เพราะในฝั่งของนักลงทุนย่อมมีกระบวนการพิจารณาข้อมูลเพื่อตัดสินใจลงทุนภายใต้ข้อมูลดังกล่าวนี้ส่วนสำคัญคือข้อมูลของ

กิจการที่ผู้ลงทุนจะไปลงทุนในหุ้นกู้ ข้อมูลที่ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนนั้นมีความหลากหลายประเภท ซึ่งข้อมูลที่นักลงทุนได้ควรมีความแม่นยำ ชัดเจน และสามารถตรวจสอบข้อมูลได้โดยง่าย

Jiao (2010, pp. 4-21) ได้ศึกษาเกี่ยวกับประเด็นการออกตราสารหนี้ของกิจการและโครงสร้างเงินทุนเมื่อมีข้อมูลที่นักลงทุนนำมาพิจารณาประกอบการลงทุน ผลการวิจัยพบว่า นอกเหนือจากจำนวนตราสารหนี้ที่บริษัทออกจำหน่ายในช่วงเวลาหนึ่งแล้ว นักลงทุนภายนอกจะได้รับข้อมูลจำนวนหนึ่งที่สำคัญและจำเป็นเกี่ยวกับบริษัทต่างๆ ผ่านการเปิดเผยข้อมูลโดยบริษัทที่ออกหุ้นกู้ และข้อมูลอีกจำนวนหนึ่งที่ได้รับจากนักลงทุนภายนอก และหากข้อมูลมีความแม่นยำเพียงพอสำหรับนักลงทุนภายนอกที่จะลงทุน พฤติกรรมการออกตราสารหนี้ของบริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ นักลงทุนภายนอกเมื่อได้รับข้อมูลที่แม่นยำชัดเจน ตรวจสอบได้ง่ายจะช่วยลดปัญหาหนี้สินโดยเฉลี่ยของบริษัทได้ เพราะนักลงทุนอาจตัดสินใจลงทุนในบริษัทนั้น เมื่อเทียบกับบริษัทที่นักลงทุนภายนอกได้รับข้อมูลไม่แม่นยำ ไม่ชัดเจน ตรวจสอบได้ยาก

Ganguli (2013, pp.56-72) ได้ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ โดยศึกษากับกลุ่มตัวอย่างบริษัทในอินเดีย ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นหรือมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควรจัดหาแหล่งทุนจากแหล่งเงินกู้ มากกว่าการระดมทุนจากนักลงทุน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งในการบริหารงาน ยังพบว่าส่วนสำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความผันผวนของสัดส่วนการถือหุ้นหลังการควบคุมความสามารถในการทำกำไร

โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เป็นอย่างไร ควรมีส่วนใดของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างไร Haron (2014, pp. 23-38) ได้ศึกษาถึงความไม่แน่นอนของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ใช้ข้อมูลของสามประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้แก่ มาเลเซียไทย และสิงคโปร์ และสรุปว่าปัญหาโครงสร้างทุนยังคงมีอยู่เนื่องจากไม่มีคำอธิบายเชิงประจักษ์ชัดเจนในแต่ละประเทศว่า บริษัทควรเลือกใช้วิธีการใดในการจัดหาเงินทุน หรืออาจกล่าวได้ว่า ไม่มีคำตอบที่ชัดเจนสำหรับสัดส่วนหรือรูปแบบโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด อย่างไรก็ตามในการพิจารณา

โครงสร้างเงินทุนของกิจการ ต้องมีคณะกรรมการของบริษัทเพื่อพิจารณาโครงสร้างเงินทุนในแต่ละโครงการลงทุน แล้วองค์ประกอบคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารหรือเป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการจะมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในลักษณะใด

Tarus & Ayabei (2016, pp. 1056-1079) ได้ศึกษาเรื่ององค์ประกอบของคณะกรรมการบริหารกับโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในโร ประเทศเคนยา มีข้อค้นพบที่น่าสนใจคือ กลไกการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทในตลาดเกิดใหม่ แม้ว่าคุณลักษณะที่เป็นลักษณะเฉพาะของการกำกับดูแลในตลาดดังกล่าวต่างจากตลาดที่พัฒนาแล้วก็ตาม ผลสุดท้ายชี้ให้เห็นว่าระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของ CEO จะลดความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุน และการที่ CEO ของบริษัทมีระยะเวลาดำรงตำแหน่งนานอำนาจกรรมการอิสระที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนจะลดลง จะมีความมุ่งมั่นน้อยลง คณะกรรมการจะมีส่วนร่วมในการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนน้อยลง ดังนั้นกิจการควรมีการจำกัดระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง CEO โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่

นอกเหนือจากคณะกรรมการบริหารที่มีผลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของกิจการแล้ว ส่วนของเจ้าของยังส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ ทั้งนี้จากงานวิจัยของ Farooq ศึกษาผลกระทบของความเป็นเจ้าของต่อโครงสร้างเงินทุนในภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ พบว่า ในบริษัทที่มีความเป็นเจ้าของสูงมีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่ำ โดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่ออัตราส่วนสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้การเติบโตของบริษัทที่มีความสมบูรณ์หรือความพร้อมด้านข้อมูลของกิจการจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทที่คล้ายคลึงกันแต่ข้อมูลไม่สมบูรณ์ เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือบริหารงานให้บริษัทเติบโต ยังคงต้องการอำนาจในการควบคุมบริษัท จะเลือกใช้หนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งจะเป็นการเพิ่มสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน (Farooq, 2015, pp. 99-113)

ในกรณีการเป็นเจ้าของธุรกิจ ที่เป็นธุรกิจครอบครัวนั้น การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจะมีความแตก



ต่างจากเจ้าของกิจการที่มาจากนักลงทุนภายนอกหรือไม่ Baek, Cho, & Fazio (2016, pp. 169-186) ได้ศึกษาถึงการเป็นเจ้าของกิจการที่เป็นกรรมสิทธิ์ในครอบครัว อำนาจการควบคุมและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่าง 200 บริษัท ในสหรัฐอเมริกาในดัชนี S & P Small-Cap 600 ผลจากการศึกษาพบว่า การเป็นเจ้าของธุรกิจครอบครัวไม่เกี่ยวกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งเมื่อคณะวิจัยได้ตรวจสอบเพิ่มเติมกับอำนาจการควบคุมสำหรับ CEO ของครอบครัวและผลการดำเนินงานที่แสดงให้เห็นว่าการเป็นเจ้าของครอบครัวมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินของตลาดและหนี้สินต่อทุน แต่ผลกระทบจะถูกหักล้างด้วยการควบคุมโดยครอบครัวผ่านตำแหน่ง CEO และผลการดำเนินงานของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ เจ้าของธุรกิจที่เป็นธุรกิจครอบครัวขอการจัดหาเงินกู้เพื่อนำมาเงินมาใช้หนี้สินของกิจการและเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของหุ้นในกิจการที่ครอบครัวตนเป็นเจ้าของ นอกจากนี้การควบคุมกิจการของครอบครัวผ่านตำแหน่ง CEO และผลการดำเนินงานของหุ้นในปัจจุบันลดลง ดังนั้นผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า ครอบครัวที่เป็นเจ้าของกิจการ แต่ไม่ได้ควบคุมหรือบริหารงานเองโดยครอบครัวนั้น โครงสร้างเงินทุนจะมาจากจัดหาแหล่งเงินกู้ ซึ่งเป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอก ในทางตรงกันข้ามถ้าครอบครัวอยู่ในการควบคุม (นั่นคือสมาชิกในครอบครัวเป็น CEO) อาจไม่น่าสนใจในการจัดหาแหล่งเงินกู้ เนื่องจากโอกาสการใช้กระแสเงินสดไม่เหมาะสมมีโอกาสน้อยกว่า นอกจากผลการศึกษาของ Baek และคณะแล้ว ยังมีผลการศึกษาเกี่ยวกับการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจครอบครัว โดย Thiele and Wendt (2017, pp. 221-239) ศึกษาจากข้อมูลทางการเงินและโครงสร้างเกี่ยวกับบริษัทเยอรมันขนาดใหญ่ที่เป็นของเอกชนจำนวน 691 ผลการศึกษาพบว่า ธุรกิจที่เป็นธุรกิจครอบครัวมีระดับหนี้โดยรวมและระยะยาวที่สูงขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับคู่สัญญาที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัว ซึ่งแสดงให้เห็นว่าธุรกิจของครอบครัวอาจเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ดี เนื่องจากสามารถระบุได้ถึงอัตลักษณ์ของธุรกิจครอบครัวอันเป็นทรัพยากรสำคัญที่ช่วยในการจัดหาเงินทุนให้แก่กิจการ

### ความเสี่ยงทางธุรกิจ (firm risk)

ความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นสามัญของกิจการจะเผชิญ

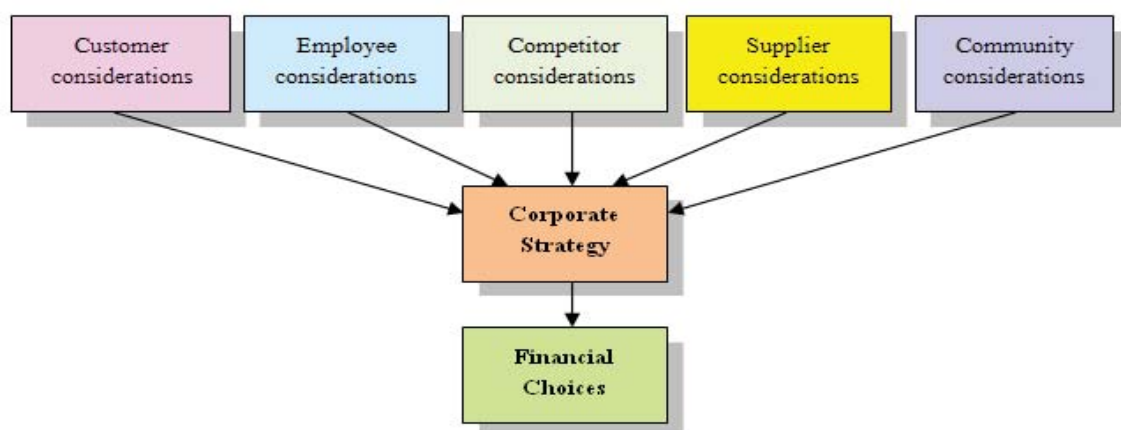
หากกิจการไม่มีหนี้สิน เพราะความเสี่ยงทางธุรกิจเกิดจากความไม่แน่นอนในการประมาณการกระแสเงินสดของบริษัท ซึ่งจะส่งผลต่อความไม่แน่นอนของกำไรที่จะได้รับจากการดำเนินงานและความไม่แน่นอนของความต้องการลงทุนของกิจการ ทำให้กิจการไม่ทราบแน่ชัดว่าผลกำไรจากการดำเนินงานจะได้รับมามากน้อยเพียงใด และกิจการจะไม่ทราบว่า กิจการควรจะต้องลงทุนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ หรือไม่ หรือควรลงทุนโดยสร้างโรงงานแห่งใหม่และการลงทุนอื่น ๆ เท่าใด ซึ่งกระทบผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment Capital--ROIC) และนั่นคือความเสี่ยงทางธุรกิจ (Brigham & Ehrhardt, 2005, p. 550)

ความเสี่ยงทางธุรกิจอาจเกิดจากความล้มเหลวหรือไม่ประสบความสำเร็จเนื่องจากกลยุทธ์ของกิจการในการดำเนินธุรกิจของทุกกิจการย่อมต้องมีการกำหนดกลยุทธ์ โดยกลยุทธ์สามารถแบ่งได้ 3 ระดับ คือ 1.กลยุทธ์ระดับองค์กร (Corporate strategies) 2. กลยุทธ์ระดับกลยุทธ์ระดับธุรกิจ (Business strategies) และ 3.กลยุทธ์ระดับหน้าที่ (Functional strategies) และแม้ว่าธุรกิจจะเลือกใช้กลยุทธ์ทุกระดับอย่างใดเพียงใดก็ตามสิ่งที่ต้องคำนึงถึงตลอดเวลาในการตัดสินใจด้านต่างๆ คือการพิจารณาปัจจัยเสี่ยงทางธุรกิจในด้านอื่นๆที่เกี่ยวข้องและส่งกระทบโดยตรงและโดยอ้อมต่อธุรกิจ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2550, น. 104) ได้กล่าวถึงปัจจัยเสี่ยงที่มีผลต่อความเสี่ยงทางธุรกิจไว้อย่างน่าสนใจ ซึ่งปัจจัยเสี่ยงที่สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกล่าวถึงนั้นจะมีมากน้อยหรือไม่ หรือเมื่อมีแล้วจะกระทบต่อการดำรงอยู่ของธุรกิจหรือไม่นั้นต้องพิจารณาถึงสภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่ธุรกิจนั้นดำรงอยู่ด้วย เช่น ปัจจัยความผันผวนของความต้องการสินค้าหรือบริการ ปัจจัยความผันผวนของราคาขายสินค้า/บริการและต้นทุนขาย/ต้นทุนการให้บริการ ปัจจัยความสามารถของธุรกิจในการเปลี่ยนแปลงราคาขายสินค้า/บริการไปตามต้นทุนที่เปลี่ยนแปลงไป ปัจจัยความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ทุกๆปัจจัยที่เกิดขึ้นทำให้ธุรกิจต้องตัดสินใจภายใต้ข้อมูลที่หลากหลายในระยะเวลาที่จำกัด การตัดสินใจหนึ่งที่มีแรงกระตุ้นทั้งธุรกิจนั้นคือการตัดสินใจทางการเงิน

การตัดสินใจทางการเงินมีผลกระทบต่อกลยุทธ์โดยรวม โดยมองว่าสภาพแวดล้อมของธุรกิจมีผลต่อกลยุทธ์โดยรวมของบริษัท และรวมถึงทางเลือกจัดหาเงินทุน โครงสร้างเงินทุน ทั้งนี้สภาพแวดล้อมดังกล่าวรวมถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียที่ไม่ใช่สถาบันการเงินของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ลูกค้า พนักงาน คู่แข่งขัน คู่ค้า และสังคมชุมชน เนื่องจากผู้มีส่วน

ได้ส่วนเสียเหล่านี้อาจได้รับความเสียหายจากปัญหาทางการเงินของบริษัทที่ผู้บริหารไม่สามารถบริหารจัดการได้ เช่น ลูกค้าอาจได้รับผลิตภัณฑ์ที่ด้อยคุณภาพ คู่ค้าอาจสูญเสียธุรกิจ พนักงานอาจสูญเสียงานและเศรษฐกิจโดยรวมของชุมชนทั้งหมดหยุดชะงัก (Grinblatt and Titman, 1998, pp. 579-580)



ภาพ 3 กลยุทธ์ระดับองค์กรและทางเลือกทางการเงิน

Note. From *Financial Markets and Corporate Strategy*, (p. 580), by Grinblatt, M., & Titman, S., 1985, Singapore: McGraw-Hill.

### ความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk)

ความเสี่ยงทางการเงิน เป็นความเสี่ยงที่ธุรกิจทุกธุรกิจต้องเคยประสบ เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินของกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นของกิจการ และความสามารถในการชำระหนี้ระยะยาวของกิจการ ซึ่งความเสี่ยงทางการเงินทั้งสองส่วนถือเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการตัดสินใจจัดหาเงินทุนของกิจการ

Brigham and Ehrhardt (2005, p. 554) กล่าวว่าความเสี่ยงทางการเงิน เป็นความเสี่ยงเพิ่มเติมที่เกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นสามัญอันเนื่องมาจากผู้บริหารได้ทำการตัดสินใจทางการเงินเกี่ยวกับหนี้สิน ซึ่งในทางปฏิบัติผู้ถือหุ้นของกิจการต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่มีอยู่ในการดำเนินกิจการอยู่แล้ว นั่นคือความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk) จากความไม่แน่นอนในจำนวนผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) ที่ธุรกิจจะได้รับในอนาคตจากการลงทุน แม้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุน จะได้ประมาณการคือพยากรณ์ไว้ล่วงหน้าตามหลักเกณฑ์ก็ตาม แล้วเมื่อกิจการตัดสินใจ

ใจลงทุน การตัดสินใจจัดหาเงินทุนก็ตามมาเช่นกัน ดังนั้นหากผู้บริหารธุรกิจตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจอาจจะเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อย่างไรก็ตาม Brigham and Ehrhardt ได้กล่าวไว้อีกด้วยว่า การจัดหาเงินควรพิจารณาถึงส่วนประสมของแหล่งเงินทุนทั้งในส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งการจัดเงินจากแหล่งทุนที่เป็นหนี้สินระยะยาวจะมีข้อสังเกตคือดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถรวมเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไรขาดทุนของกิจการ หรือมีผลต่อการประหยัดภาษีนั่นเอง แล้วในกิจการที่ปลอดภาษีหรือไม่ต้องเสียภาษีให้แก่หน่วยงานภาครัฐนั้น การพิจารณาแหล่งจัดหาเงินของกิจการจะกระทบโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างไร Alhashel (2015, pp. 51-63) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของกิจการโดยไม่มีส่วนของผลประโยชน์ทางภาษีเข้ามาเกี่ยวข้อง การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เข้าใจถึงผลประโยชน์ที่มีใช้ภาษีของหนี้ โดยการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ในประเทศคูเวตซึ่งไม่มีการเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและนิติบุคคล ผลการศึกษาพบว่า ผลประโยชน์ที่มีใช้ภาษีของหนี้สิน จะเพิ่มมูลค่าของ

บริษัท トラบไคที่ผลประโยชน์ส่วนเกินของหนี้สินสูงกว่า ต้นทุนส่วนเพิ่มของหนี้สิน โดยเฉลี่ยบริษัทที่มีอัตราส่วน หนี้สินต่อสินทรัพย์อยู่ที่ร้อยละ 26.50 จะทำให้มูลค่าของ บริษัทเพิ่มขึ้นโดยมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 16 เมื่อเทียบกับ มูลค่าที่ไม่มีการไถ่ถอน กล่าวอีกนัยหนึ่งคือผลประโยชน์ ที่มีใช้ภาษีของหนี้จะเพิ่มมูลค่าของบริษัท ประมาณร้อยละ 0.6 สำหรับอัตราส่วนสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัท เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 เมื่อพิจารณาเช่นนี้และผลกระทบที่เป็น บวกของหนี้สินต่อมูลค่ากิจการ หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรมี นโยบายที่จะอำนวยความสะดวกให้แก่บริษัทต่างๆ ใน การให้กู้ยืมของธนาคารและการเข้าถึงสินเชื่ออย่างมี ประสิทธิภาพ

ความเสี่ยงอีกประการหนึ่งที่อาจเป็นผลจากความ บกพร่องในการบริหารงาน ซึ่งเมื่อเกิดขึ้นแล้วจะทำให้ กิจการมีความเสี่ยงทางธุรกิจ และส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงด้าน การเงิน และความเสี่ยงนี้ยังกระทบต่อมูลค่าของกิจการ อีกด้วยนั่นคือ “การทุจริต” แม้ว่าในแต่ละกิจการจะมี มาตรการหรือนโยบายในการควบคุมหรือป้องปรามอยู่ ก็ตาม Wei and Kong (2017, pp. 295-322) ได้ศึกษา เกี่ยวกับการทุจริตและการพัฒนาทางการเงินรวมถึงความ สัมพันธ์ระหว่าง การทุจริตและการพัฒนาทางการเงินใน การพิจารณาปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ในสภาพ แวดล้อมทางกฎหมายของจีนและปัจจัยภายในของบริษัท ปัจจัยทางอุตสาหกรรมและปัญหาภายในที่เท่าเทียมกัน โดยกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนและระดับ ภูมิภาคของประเทศจีนในช่วงปี 2541-2556 ผลการศึกษา พบว่า การทุจริตและการพัฒนาด้านการเงินมีอิทธิพลทาง ลบต่อการให้กู้ยืมระยะยาวของบริษัท กล่าวคือ ในภูมิภาค ที่ระดับความทุจริตอยู่ในระดับสูง การเติบโตของสินเชื่อ จะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวของบริษัทเพิ่มขึ้น ตรงกันข้ามในภูมิภาคที่มีการให้สินเชื่อมากขึ้น การทุจริต มีผลกระทบอย่างมากต่ออัตราส่วนหนี้สินของบริษัท สิ่งที่ การศึกษาครั้งนี้ได้กล่าวถึงอย่างน่าสนใจคือ หน่วยงานที่ ควบคุมสถาบันการเงินเองควรจะปรับปรุงขั้นตอนสำหรับ การตรวจสอบการบริหารและการอนุมัติของเจ้าหน้าที่ธนาคาร และเสริมสร้างการลงโทษและการป้องกันเครดิตและการ ทุจริต เพื่อลดผลกระทบเชิงลบของการทุจริตในการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

## การสร้างมูลค่าของธุรกิจ (value of firm)

สิ่งที่สำคัญของธุรกิจที่ต้องทำความเข้าใจการ สร้างมูลค่าของธุรกิจนั้น คือการประเมินมูลค่าของธุรกิจ เพราะหากธุรกิจทราบว่าการประเมินมูลค่าธุรกิจนั้นต้อง ประเมินด้วยวิธีใด ซึ่งมูลค่าของธุรกิจนั้นจะสามารถประเมิน มูลค่าได้สามวิธี หนึ่งในสามวิธีที่ธุรกิจเข้าใจและดำเนินการ อย่างรอบคอบระมัดระวัง คือการประเมินมูลค่าธุรกิจ ด้วยวิธีประเมินจากกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow of Firm--FCFF) ซึ่งกระแสเงินสดอิสระของ กิจการคือ จำนวนเงินที่กิจการสามารถจ่ายกลับคืนเป็น ผลตอบแทนให้กับ

1) ผู้ลงทุนที่เป็นเจ้าหนี้ของกิจการ

2) ผู้ลงทุนที่เป็นเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น ของกิจการ

ทั้งนี้จำนวนเงินที่จ่ายกลับคืนนั้น ต้องเป็นกระแส เงินสดส่วนที่เหลือจากการที่กิจการนำไปลงทุนในสินทรัพย์ หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวรที่จำเป็นต่อการดำเนินกิจการ แล้ว หรือกล่าวได้ว่า มูลค่าของกิจการวิธีนี้ คือ มูลค่า ปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตคิดลดด้วยต้นทุนเงิน ทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ถ้าจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่ม ด้วยวิธีนี้คือ การทำให้กระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้น การ ทำให้ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ยลดลง ดังนั้นการสร้างมูลค่า ของธุรกิจจะมาจาก 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ ส่วนที่ 1 เป็นกระ แสเงินสดอิสระของกิจการ และส่วนที่ 2 คือ ต้นทุนเงินทุน ถัวเฉลี่ยของกิจการ

ส่วนที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow-- FCF) ของกิจการควรมีมูลค่าสูงซึ่งมาจากการดำเนินงาน ของกิจการ ประกอบด้วย 1. รายได้หลักของกิจการไม่ว่า จะเป็นรายได้ค่าขายหรือรายได้ค่าบริการ 2. การบริหาร ต้นทุนและภาษี ซึ่งกิจการควรบริหารให้เกิดต้นทุนต่ำหรือ ต้นทุนที่ประหยัดได้ รวมถึงภาษีที่ประหยัดได้ของภาษี และ 3. ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในสินทรัพย์

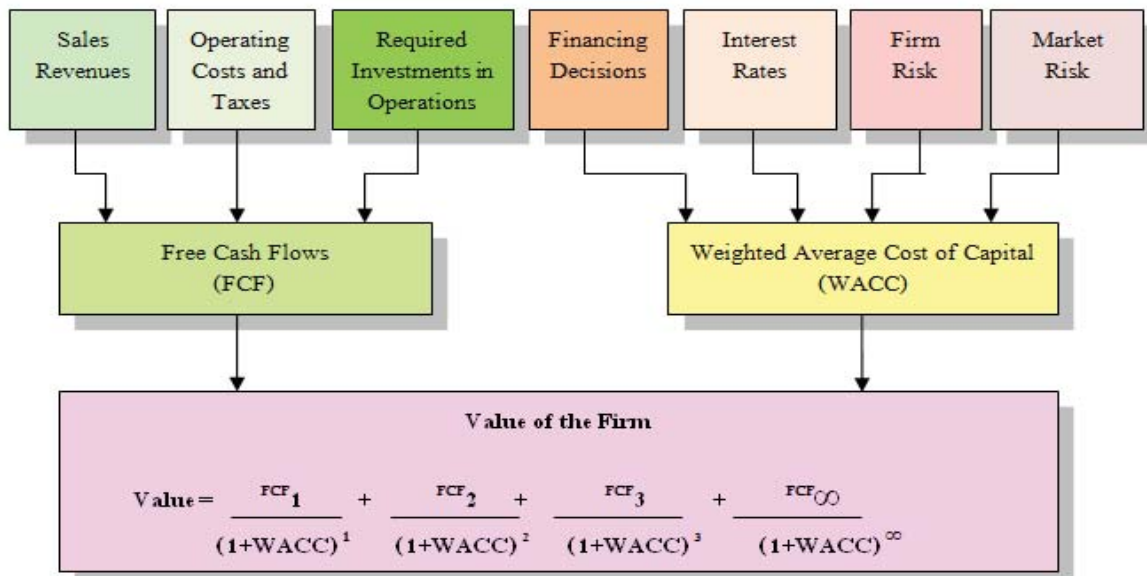
ส่วนที่ 2 ต้นทุนเงินทุนถัวเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital--WACC) ของกิจการควรมี มูลค่าต่ำซึ่งมาจากการบริหารงานอันประกอบด้วย 1. การ ตัดสินใจจัดหาเงิน 2. อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด 3. ความ เสี่ยงทางธุรกิจ และ 4. ความเสี่ยงในตลาดเงินและตลาดทุน



อย่างไรก็ดีในส่วนของต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ย จะมีปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก แบ่งได้เป็นปัจจัยภายใต้กิจการสามารถควบคุมได้ และปัจจัยที่กิจการไม่สามารถควบคุมได้ โดยปัจจัยที่กิจการสามารถควบคุมได้ ได้แก่ นโยบายการลงทุน (investment policy) นโยบายโครงสร้างเงินทุน (capital structure policy)

และนโยบายเงินปันผล (dividend policy) สำหรับปัจจัยที่กิจการไม่สามารถควบคุมได้ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ย และอัตราภาษี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550, น. 25-25)

ดังนั้นหากกิจการต้องการทำให้ต้นทุนเงินทุนถั่วเฉลี่ยลดลงกิจการควรดำเนินงานด้านปัจจัยที่กิจการสามารถควบคุมได้ให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผล



ภาพ 4 มูลค่าของธุรกิจ

Note. From *Financial Management: Theory and Practice* (11<sup>th</sup> ed), (p. 128), by Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C, 2005, Ohio: Thomson.

Wang (2013, pp. 322-339) ได้ศึกษาเรื่องส่วนของเงินลงทุนในตราสารทุนและโครงสร้างเงินทุนของกิจการโดยใช้แบบจำลอง เพื่อศึกษาถึงความไม่แน่นอนของการจัดหาเงินทุนของกิจการที่เกิดจากภาวะเปราะบางด้านการจัดหาเงินทุนในตลาดทุนเกิดใหม่ส่งผลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าของบริษัทจะลดลง อันเกิดจากความไม่แน่นอนของการจัดหาเงินทุน เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดในอนาคตของบริษัทกับนโยบายด้านการเงินของบริษัท แสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนของการจัดหาเงินทุนเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม ข้อสรุปการศึกษานี้ ได้กล่าวว่าหากไม่มีแรงกดดันในการดำเนินกิจการของบริษัทคือบริษัทยังคงดำเนินงานไปได้อย่างต่อเนื่อง แหล่งเงินทุนที่ดีที่สุดมักจะใช้หนี้สินเท่าที่จะเป็นไปได้เพื่อรักษาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมใน

ขอบเขตจำกัดสูงสุด แต่หากปัจจุบันบริษัทมีความจำเป็นต้องพิจารณาหรือตัดสินใจดำเนินงานใดๆ เกี่ยวกับกิจกรรมการลงทุนและการจัดหาเงินทุน กิจการจะเริ่มพิจารณากระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท และความไม่แน่นอนในการจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัทจะส่งผลต่อมูลค่าหุ้นของผู้ถือหุ้น

## สรุป

การตัดสินใจจัดหาแหล่งทุนจะมีหลายปัจจัยที่ผู้บริหารกิจการ (ตัวแทนของเจ้าของ) ต้องพิจารณาให้ถ่วงถี่เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระของกิจการมาจากรายได้จากการขายสินค้า/บริการ การบริหารด้านต้นทุนและภาษี (ลดต้นทุนและวางแผนภาษี) และการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ จะมีค่ามูลค่าสูงมากเพียงใด

หากต้นทุนเงินทุนของกิจการที่เกิดจากการตัดสินใจจัดหาเงินทุน อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด ความเสี่ยงของบริษัท ความเสี่ยงในตลาดเงินและตลาดทุน มีมูลค่าสูงก็ไม่ทำให้เกิดการสร้างมูลค่าของธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้ว่าการสร้างต้นทุนเงินทุนของกิจการมาจากการตัดสินใจจัดหาเงินทุน ซึ่งหากโครงสร้างเงินทุนไม่เหมาะสม อาจส่งผลต่อธุรกิจได้ อย่างไรก็ตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) นั้นอาจไม่มีคำตอบ เพราะอาจไม่มีจริงในเชิงทฤษฎี และอาจทำได้ยากในทางปฏิบัติ เนื่องจากไม่มีข้อมูลว่าโครงสร้างเงินทุนแบบใดที่เหมาะสมกับกิจการ ในทางปฏิบัติ จึงมีการเปลี่ยนจากโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เป็นโครงการเงินทุนตามเป้าหมาย (Target Capital Structure)

วัฒนา ศักยชีวกิจ และกอบกุล จันทรโคติกา (2016, น. 50-63) ได้ศึกษาเรื่องปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน จำนวน 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศมาเลเซีย ประเทศสิงคโปร์ ประเทศอินโดนีเซียและประเทศไทย ส่วนปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้นประกอบด้วย ปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน ปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่า ทุกปัจจัยที่ศึกษามีความสัมพันธ์กันและมีความสำคัญในทุกตลาด ทั้ง 3 ปัจจัยส่งผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สิน ส่วนการปรับไปสู่อัตราโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายนั้นการปรับไปสู่สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นเร็วที่สุด ตามด้วยสัดส่วนหนี้สินระยะยาว และสัดส่วนหนี้สินรวม

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมางานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนนั้นมีทิศทางรูปแบบการวิจัยที่คล้ายคลึงกัน แต่ผลการวิจัยที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบันยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนถึงรูปแบบโครงสร้างเงินทุน Kumar and Colombage (2017, pp. 106-132) ได้ศึกษาทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนเพื่อทบทวนและทิศทางในอนาคต โดยศึกษาถึงสถานะของการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา ด้วยวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากเอกสารจำนวน 167 ฉบับที่ตีพิมพ์ในปี พ. ศ. 2515 ถึงปี พ. ศ. 2556 ในวารสารต่างๆ ผลการศึกษาพบว่า ธุรกิจในตลาดเกิดใหม่จะได้รับความนิยมเนื่องจากตลาดหุ้น และตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่มี

ประสิทธิภาพน้อยกว่าและขาดความสมบูรณ์เมื่อเทียบกับตลาดที่พัฒนาแล้ว ซึ่งทำให้การตัดสินใจทางการเงินอาจมีความผิดพลาด นั่นคือโครงสร้างเงินทุนยังไม่ไปสู่จุดที่เหมาะสม นอกจากนี้ Kumar and Colombage ยังพบว่างานวิจัยโครงสร้างเงินทุนมีรายละเอียดไม่มากและที่มักเป็นงานวิจัยที่มีลักษณะเฉพาะของบริษัท แม้ว่าโครงสร้างเงินทุนจะเป็นหัวข้อที่น่าสนใจที่สุดในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา แต่การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนยังไม่สามารถสรุปได้ ซึ่ง Kumar and Colombage มองว่า 1. ในอนาคตควรมีงานวิจัยเพื่อสนับสนุนผลงานวิชาการต่างๆ ที่มีอยู่ของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน เพื่อได้เข้าใจถึงความแตกต่างที่เกิดขึ้นจริงระหว่างการตัดสินใจทางการเงินของประเทศที่พัฒนาแล้วกับประเทศกำลังพัฒนา 2. ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีส่วนสำคัญในการเติบโตของประเทศกำลังพัฒนาและเป็นผู้ดำเนินการจัดหางานในเศรษฐกิจโลก การศึกษาเกี่ยวกับการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่อาศัยอุตสาหกรรมขนาดใหญ่และไม่ค่อยเหมาะกับบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นการศึกษาเรื่องโครงสร้างการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของ SMEs 3. การศึกษาในรายละเอียดถึงผู้บริหารกิจการเพื่อให้มีความโปร่งใสในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และ 4. การศึกษาส่วนใหญ่ที่ผ่านมาในรอบ 40 ปีได้ใช้แบบจำลองการถดถอยเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยโครงสร้างของเงินทุน ผลการศึกษาจึงไม่สอดคล้องกัน ดังนั้นการศึกษาในอนาคตควรดำเนินการโดยใช้วิธีการอื่น (นอกเหนือจากวิธีการถดถอย) เพื่อแก้ปัญหาโครงสร้างทางการเงินที่ไม่สามารถสรุปได้

ตามที่กล่าวมาจะเห็นได้ค่อนข้างชัดเจนว่า การจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เนื่องจากโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั้งส่วนของหนี้สินระยะยาวและส่วนของเจ้าของล้วนทำให้เกิดต้นทุนเงินทุนที่กิจการหลีกเลี่ยงไม่ได้ในความรับผิดชอบต่อผู้ให้กิจการกู้เงิน (ธนาคารหรือสถาบันการเงินต่างๆ) ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ของกิจการ (นักลงทุนที่เข้ามาซื้อหุ้นกู้ที่กิจการออกจำหน่าย) และผู้เป็นเจ้าของหรือส่วนของเจ้าของกิจการ ดังนั้นผู้บริหารกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของ ควรเข้าใจและสามารถพิจารณาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมหรือโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมายของกิจการได้ เพราะว่าการสร้างมูลค่าของธุรกิจ

นั้น แม้มีที่มาจากหลายองค์ประกอบร่วมกัน แต่หนึ่งองค์ประกอบสำคัญอย่างยิ่งที่กิจการต้องคำนึงถึง “โครงสร้างเงินทุนของกิจการ” มีความเชื่อมโยงสัมพันธ์อย่างสำคัญ

ต่อการสร้างมูลค่าของธุรกิจ และการสร้างมูลค่าของธุรกิจ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการ ถือเป็นวัตถุประสงค์หลักของการจัดการการเงิน



## References

- Alhashel, B. (2015). Capital structure of firms when taxes are removed. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 31(1), 51-63.
- Baek, H. Y., Cho, D. D., & Fazio, P. L. (2016). Family ownership, control and corporate capital structure: An examination of small capitalization public firms. *Journal of Family Business Management*, 6(2), 169-185.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2005). *Financial management: Theory and practice* (11<sup>th</sup> ed). Ohio: Thomson.
- Bunthurat, P., Suriya, S., & Seethananon, T. (2010). *Business finance*. Bangkok: Pimpun Printing.
- Farooq, O. (2015). Effect of ownership concentration on capital structure: Evidence from the MENA region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(1), 99-113.
- Ganguli, S. K. (2013). Capital structure-does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. *Studies in Economics and Finance*, 30(1), 56-72.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1998). *Financial markets and corporate strategy*. Singapore: McGraw-Hill.
- Haron, R. (2014). Capital structure inconclusiveness: Evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 23-38.
- Jiao, Y. (2010). Debt issues and capital structure with soft information. *Managerial Finance*, 36(1), 4-21.
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: A review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
- Sakkayacheewakij, W., & Jantarakolika, K. (2016). Determinants of Optimal Capital Structure of ASEAN listed Corporation. *Journal of Accounting Profession*, 12(33), 50-63.
- Scott, W. R. (2003). *Financial accounting theory* (3<sup>rd</sup> ed). Toronto: Pearson
- Stickney, C. P., & Weil, R. L. (1994). *Financial accounting: An introduction to concepts, methods, and uses* (7<sup>th</sup> ed). Orlando: Dryden.

- Tarus,. D.K., & Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: Evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056-1079.
- The Stock Exchange of Thailand. (2007). *Corporate finance*. Bangkok: Amarin. (in Thai)
- Thiele, F. K., & Wendt, M. (2017). Family firm identity and capital structure decisions. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 221-239.
- Wang, Z., & Zhu, W. (2013). Equity financing constraints and corporate capital structure: Model. *China Finance Review International*, 3(4), 322-339.
- Wei, F., & Kong, Y. (2017). Corporation, financial development and capital structure: Evidence from China. *China Finance Review International*, 7(3), 295-322.

