

“โครงสร้างเงินทุน” หนึ่งองค์ประกอบสำคัญในการสร้างมูลค่าของธุรกิจ

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

ศิริประภา ศรีวีโรจน์

Siraprapha Sriviroj

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยอีสเทิร์นเอเชีย

Faculty of Business Administration, Eastern Asia University

บทคัดย่อ

บทความนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเชิงลึกเกี่ยวกับการเป็นเจ้าของกิจการ การกำกับดูแลกิจการ การตัดสินใจ เกี่ยวกับการบริหารจัดการทางการเงินของธุรกิจ ซึ่งการตัดสินใจทางการเงินนี้มีผลผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจ 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 การบรรลุเป้าหมายของธุรกิจได้ฯ ย่อมกำหนดเพื่อให้กิจการสามารถไปสู่จุดหมายตามแผนงานตามทิศทางที่ธุรกิจต้องการมุ่งไปถึง โดยเป็นไปตามกลยุทธ์ของธุรกิจ ซึ่งคือวิธีการในการที่ธุรกิจดำเนินงานแล้วจะนำไปสู่การบรรลุเป้าหมายที่กำหนดไว้ ธุรกิจต้องตั้งเป้าหมายและกลยุทธ์ที่ต้องคำนึงถึงเศรษฐกิจ สถาบันหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง รวมถึงสภาพแวดล้อมทางวัฒนธรรม ตัวอย่าง ในการกำหนดเป้า

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

วัตถุประสงค์หลักของการทำธุรกิจตั้งแต่ยุคเก่า

เรื่อยมาจนถึงยุคดิจิทัลอย่างในปัจจุบันนี้ ทุกๆธุรกิจยังคง มีวัตถุประสงค์หลักคือเพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับส่วน ของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ และเพื่อสร้าง มูลค่าของธุรกิจ (value of firm) เพราะว่าผู้ถือหุ้นจะเป็น เจ้าของธุรกิจที่ซื้อหุ้นทุนของธุรกิจนั้นๆ เนื่องจากต้องการ สร้างรายได้ที่จากการลงทุนโดยไม่ต้องเสียเงินหรือมีความ เสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนประเภทอื่น ซึ่งส่วนใหญ่ผู้ถือหุ้นจะ เลือกคณะกรรมการให้บริหารงานแทนเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และคณะกรรมการนี้สามารถจ้างผู้บริหารให้ทำงานแทนผู้ ถือหุ้น (Brigham & Ehrhardt, 2005, p.7)

ดังนั้นการบริหารกิจการให้บรรลุวัตถุประสงค์หลัก ของธุรกิจถือเป็นพันธกิจที่สำคัญของผู้บริหาร กองประกัน ผู้บริหารกิจการถือเป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการหรือผู้ ถือหุ้นของกิจการในการบริหารกิจการให้มีกำไร มีความ มั่งคั่ง มั่นคง ซึ่งการเป็นตัวแทนของผู้บริหารเป็นไปตาม ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) แนวคิดตัวแทนนี้กล่าว คือ กิจการอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของผู้บริหาร หรือเรียกว่า “ตัวแทน” ซึ่งผู้บริหารหรือตัวแทนนี้จะได้รับการแต่ง ตั้งจากเจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น หรือเรียกว่า “ตัวการ” เพื่อบริหารจัดการทรัพยากรของกิจการให้เกิดมูลค่า การ แต่งตั้งดังกล่าวถือเป็นสัญญาระหว่างตัวการและตัวแทน เพื่อกระตุ้นให้ตัวแทนทำหน้าที่แทนตัวการเพื่อผลประโยชน์ ของตัวการและกิจการ

ทั้งนี้สัญญาระหว่างตัวการและตัวแทนเป็นสัญญา ที่มีนัยสำคัญ และเกี่ยวข้องกับทฤษฎีการบัญชีการเงิน อย่างไรก็ได้ทฤษฎีตัวแทน (agency theory) คือเป็นสาขา หนึ่งของทฤษฎีเกม (Game Theory) ที่ศึกษาการออกแบบ ของสัญญา ซึ่งสัญญาที่ออกแบบมาเนี่ยเพื่อกระตุ้นให้ตัวแทน ทำหน้าที่ในนามของตัวการเพื่อผลประโยชน์โดยไม่ขัดแย้ง กัน (Scott , 2003, p. 305)

หน้าที่หลักในการบริหารการเงินของผู้บริหารที่เป็น ตัวแทนของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น ได้แก่ การตัดสินใจลงทุน การตัดสินใจจัดหาเงิน และการบริหารสภาพคล่องในการ ดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง เมื่อพิจารณาหน้าที่หลักในการ บริหารการเงินทั้ง 3 ประการจะเห็นได้ว่าทุกหน้าที่มีความ สำคัญอย่างยิ่งต่อกิจการ และส่งผลต่อความอยู่รอดของ กิจการ ส่งผลต่อความมั่งคั่งของเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และ ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ และแต่ละหน้าที่มีความสัมพันธ์

สอดคล้องกัน ตัวอย่างเช่น หากกิจการต้องการลงทุนใน สินทรัพย์固定资产 จึงต้องจัดหาเงินจากแหล่งทุนภายในและ แหล่งทุนภายนอกของกิจการ ซึ่งการจัดหาเงินจากแหล่ง ทุนใดก็ตาม ด้วยสัดส่วนใดก็ตาม ย่อมส่งผลต่อความ สามารถในการบริหารสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ และสภาพคล่องในการดำเนินงานของกิจการ

การตัดสินใจจัดหาเงินทุนของกิจการเป็นหน้าที่ สำคัญของผู้บริหารที่เป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการหรือ ส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะการตัดสินใจจัดหาเงินจะกระทบ โดยตรงต่อหนี้สินและส่วนของเจ้าของ สัดส่วนการจัดหา เงินทุนจากหนี้สินทั้งหมด (ระยะสั้นและระยะยาว) และ ส่วนของเจ้าของเรียกว่าโครงสร้างทางการเงิน (financial structure) ส่วนการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาว และส่วนของเจ้าของเรียกว่าโครงสร้างเงินทุน (capital structure) ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนเงินทุน (Weighted Average Cost of Capital--WACC) จากส่วนของหนี้สินระยะยาว และจากส่วนของเจ้าของซึ่งกิจการต้องคำนึงถึงก่อนตัดสินใจ ว่าจะจัดหาเงินด้วยรูปแบบใด สัดส่วนเท่าใด เพราะต้นทุน เงินทุนที่เกิดขึ้นจากการจัดหาเงินทุนเป็นส่วนสำคัญในการ สร้างมูลค่ากิจการ ถ้ามองในแง่ของการแข่งขันแล้วการ ตัดสินใจทางการเงินมีผลกระทบต่อผลลัพธ์โดยรวมของ บริษัท นั่นแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนจากผลของการ ตัดสินใจจัดหาเงินทุนของกิจการแหล่งทุนภายนอกจะ สามารถสร้างความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ของธุรกิจได้

เนื้อหา

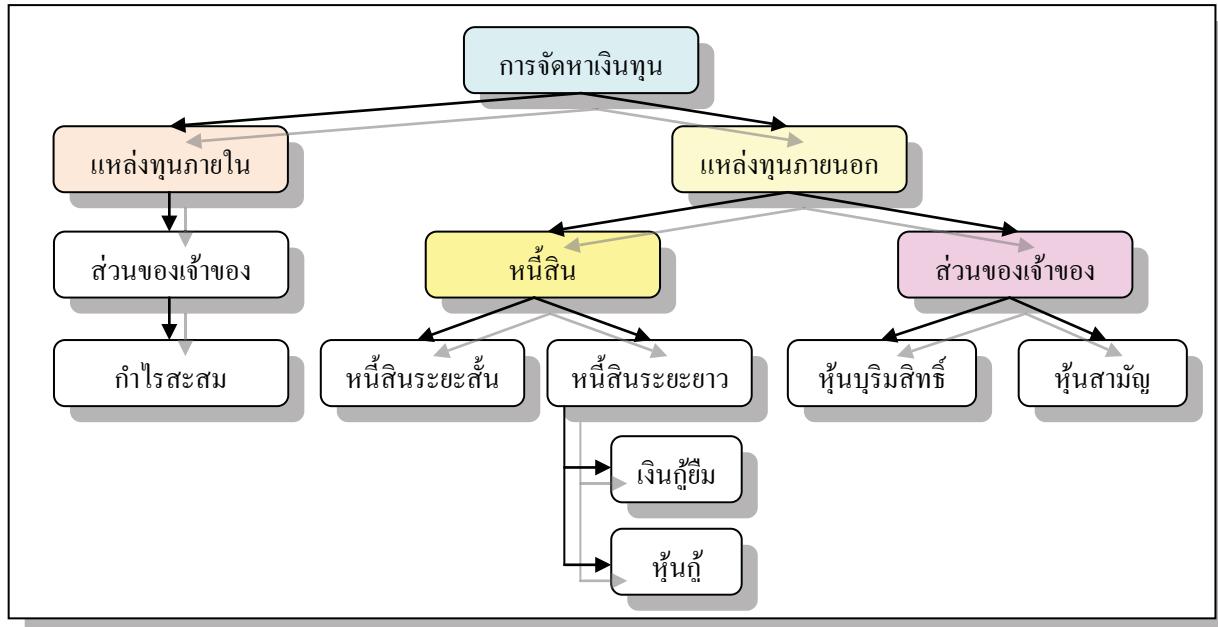
การจัดหาเงินทุน (financing capital)

การดำเนินงานของกิจการในทุกๆ ขั้นตอนล้วนก่อ ให้เกิดค่าใช้จ่ายเพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการดำเนินงานไม่ ว่าจะเป็นจากการดำเนินงานปกติของกิจการ หรือ จากกิจกรรมการลงทุน กิจการจึงจำเป็นต้องจัดหาเงินใน ปริมาณที่เพียงพอต่อการนำมาใช้ในกิจกรรมดังกล่าว โดย แหล่งเงินทุนของกิจการมี 2 แหล่งคือ แหล่งเงินทุนภายใน และแหล่งเงินทุนภายนอก

แหล่งเงินทุนภายใน (internal capital source) ได้แก่ ส่วนของเจ้าของเฉพาะกำไรสะสม

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

คือ เงินกู้ยืมระยะสั้นจากธนาคารและสถาบันการเงิน และหุ้นกู้) และส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น (ถือหุ้นบุริมสิทธิ์และหุ้นสามัญ)



ภาพ 1 การจัดหาเงินทุน

โครงสร้างทางการเงิน (financial structure)

โครงสร้างทางการเงิน คือ การจัดหาเงินจากแหล่งทุนภายในและแหล่งทุนภายนอก หรือกล่าวคือโครงสร้างของหนี้สินรวม (หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว) และส่วนของเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้น (หุ้นทุนและกำไรสะสม)

โครงสร้างเงินทุน (capital structure)

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

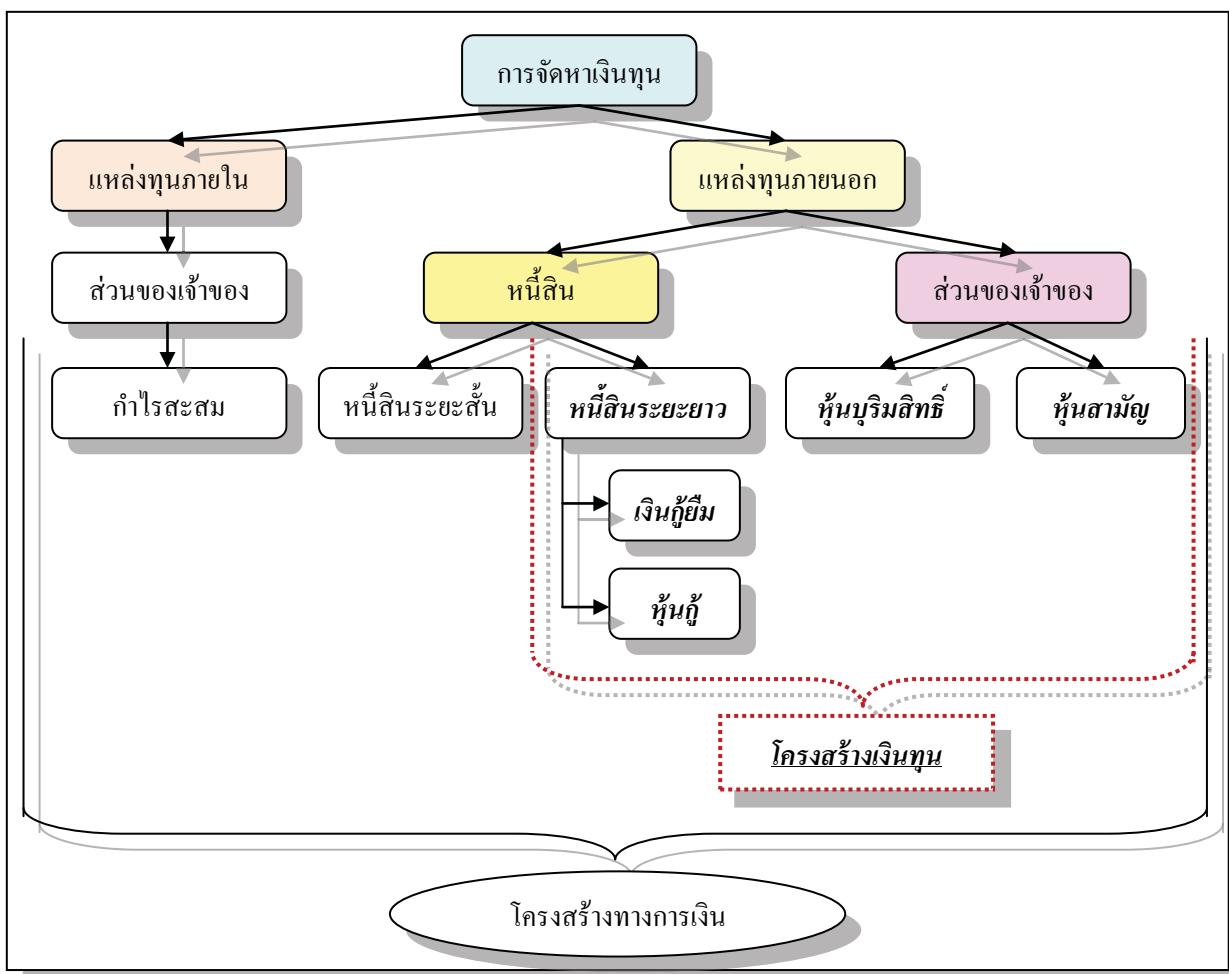
การจัดหาเงินทุนระยะยาวสามารถจัดหาจากแหล่งทุนภายนอก อันประกอบด้วย การกู้ยืมระยะยาว (long-

term loans) และการออกตราสารหนี้ (debt securities) ซึ่งมีองค์ประกอบของเงินกู้ระยะยาวที่ควรทราบโดยทั่วไป เช่น อัตราดอกเบี้ย (coupon rate) มีทั้งแบบคงที่ (fixed interest rate) และแบบลอยตัว (floating interest rate) อายุของการกู้ยืม เงื่อนไขการชำระคืน หลักประกันในการกู้ยืม เป็นต้น รวมถึงการจัดหาแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของไม่ว่าจะเป็นหุ้นบุริมสิทธิ์หรือหุ้นสามัญจะทำให้เกิดต้นทุนเงินทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ แหล่งที่มาของการจัดหาเงินลงทุนทำให้เกิดต้นทุน หรือเรียกว่าต้นทุนของเงินทุน (cost of capital) ซึ่งสามารถแบ่งต้นทุนของเงินทุนได้ตามประเภทของทุนที่จัดหา ได้แก่ ต้นทุนของหนี้ (cost of debt) ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์ (cost of preferred stock) ต้นทุนของผู้ถือหุ้น (cost of equity) อย่างไรก็ได เมื่อกิจการจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่งทำให้เกิดต้นทุนของเงินทุนในจำนวนแตกต่างกัน กิจการจำเป็นต้องนำมาเฉลี่ยต้นทุนเงินทุนเหล่านั้นหรือที่เรียกว่า ต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ยของกิจการ (Weighted Average Cost of

ทั้งนี้โครงสร้างเงินทุนจะก่อให้เกิดต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ยของกิจการ (Weighted Average Cost of

Capital--WACC) ที่กิจการต้องจ่ายออกไปให้แก่แหล่งเงินทุนที่กิจการจัดหามา เช่น กิจการตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากแหล่งทุนภายนอก โดยหากกิจการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินโดยการกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือสถาบันการเงิน หรือออกจำนำย่าหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุน ต้นทุนเงินทุนของกิจการคือดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้แก่เจ้าหนี้เงินกู้ยืม หรือจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ของกิจการ แต่หากกิจการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของโดยออกจำนำย่าหุ้นทุน (หุ้นบุริมสิทธิ์และหรือ

หุ้นสามัญ) ให้แก่นักลงทุน ต้นทุนเงินทุนของกิจการคือเงินปันผล โดยปกติแล้วทุกกิจการยอมต้องการให้ต้นทุนเงินทุนของกิจการ (ดอกเบี้ยจ่าย, เงินปันผล) มีค่าน้อยที่สุดหรืออย่างน้อยควรมีค่าต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่กิจการต้องการได้รับจากการลงทุน สิ่งหนึ่งที่กิจการทราบอยู่แล้วคือต้นทุนเงินทุนที่เป็นดอกเบี้ยจ่ายนั้นมีผลต่อการคำนวณภาษีเงินได้ของกิจการ กล่าวคือดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไร(ขาดทุน) ของกิจการได้



การตัดสินใจในการจัดหาเงินจากแหล่งทุนภายนอกทั้งในส่วนของหนี้สินระยะยาวและส่วนของเจ้าของส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างไร การกู้เงินจากธนาคารและสถาบันการเงินเป็นเรื่องปกติของธุรกิจที่ต้องจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกจากหนี้สินระยะยาวประเภทเงินกู้ยืม สิ่งที่ต้องพิจารณาคือ ต้นทุนเงินทุนหรืออัตราดอกเบี้ย เมื่อคำนวณกับเงินต้นและระยะเวลาทั้งหมดตามสัญญา กู้ยืม และแบ่งชำระดอกเบี้ยจ่ายในแต่ละงวดตามสัญญา กู้ยืมที่ต้องชำระให้แก่ผู้ให้กู้ ซึ่งอัตราดอกเบี้ยนี้จะมีทั้งใน

ส่วนอัตราดอกเบี้ยคงที่และอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ทำให้กิจการมีดอกเบี้ยจ่ายที่ควบคุมไม่ได้ในอนาคต แต่หากกิจการตัดสินใจจัดหาเงินโดยการออกจำนำย่าหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุน ซึ่งดอกเบี้ยที่กิจการต้องจ่ายให้แก่ผู้มาลงทุนนั้น กิจการจะสามารถควบคุมอัตราดอกเบี้ยให้คงที่ตลอดอายุหุ้นกู้ได้ แต่ที่เป็นความยากของกิจการคือทำอย่างไรให้นักลงทุนตัดสินใจมาลงทุนในหุ้นกู้ของกิจการ เพราะในฝั่งของนักลงทุนย่อมมีกระบวนการพิจารณาข้อมูลเพื่อตัดสินใจลงทุนภายใต้ข้อมูลดังกล่าวนั้นสำคัญคือข้อมูลของ

กิจการที่ผู้ลงทุนจะไปลงทุนในหุ้นกู้ ข้อมูลที่ประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนนั้นมีหลากหลายประเภท ซึ่งข้อมูลที่นักลงทุนได้คำนึงความแม่นยำ ชัดเจน และสามารถตรวจสอบข้อมูลได้โดยง่าย

Jiao (2010, pp. 4-21) ได้ศึกษาเกี่ยวกับประเด็นการออกตราสารหนี้ของกิจการและโครงสร้างเงินทุนเมื่อมีข้อมูลที่นักลงทุนนำมาพิจารณาประกอบการลงทุน ผลการวิจัยพบว่า นอกเหนือจากจำนวนตราสารหนี้ที่บริษัทออกจำหน่ายในช่วงเวลาหนึ่งแล้ว นักลงทุนภายนอกจะได้รับข้อมูลจำนวนหนึ่งที่สำคัญและจำเป็นเกี่ยวกับบริษัทด้วย ผ่านการเปิดเผยข้อมูลโดยบริษัทที่ออกหุ้นกู้ และข้อมูลอีกจำนวนหนึ่งที่ได้รับจากนักลงทุนภายนอก และหากข้อมูลมีความแม่นยำเพียงพอสำหรับนักลงทุนภายนอกที่จะลงทุน พฤติกรรมการออกตราสารหนี้ของบริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้นักลงทุนภายนอก เมื่อได้รับข้อมูลที่แม่นยำชัดเจน ตรวจสอบได้ง่ายจะช่วยลดปัญหาหนี้สินโดยเฉลี่ยของบริษัทได้ เพราะนักลงทุนอาจตัดสินใจลงทุนในบริษัทนั้น เมื่อเทียบกับบริษัทที่นักลงทุนภายนอกได้รับข้อมูลไม่แม่นยำ ไม่ชัดเจน ตรวจสอบได้ยาก

Ganguli (2013, pp.56-72) ได้ศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ โดยศึกษาถักกกลุ่มตัวอย่างบริษัทในอินเดีย ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นหรือมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควรจัดทำแหล่งทุนจากแหล่งเงินกู้ มากกว่าการระดมทุนจากนักลงทุน เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งในการบริหารงาน ยังพบว่าส่วนสำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความผันผวนของสัดส่วนการถือหุ้นหลังการควบคุมความสามารถในการทำกำไร

โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เป็นอย่างไร ควรมีสัดส่วนของหนี้สินและส่วนของเจ้าของอย่างไร Haron (2014, pp. 23-38) ได้ศึกษาถึงความไม่แน่นอนของโครงสร้างเงินทุน ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลของสามประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ได้แก่ มาเลเซียไทย และสิงคโปร์ และสรุปว่าปัญหาโครงสร้างทุนยังคงมีอยู่ เนื่องจากไม่มีคำอธิบายเชิงประจักษ์ชัดเจนในแต่ละประเทศ ว่า บริษัทควรเลือกใช้วิธีการใดในการจัดทำเงินทุน หรืออาจกล่าวได้ว่า ไม่มีคำตอบที่ชัดเจนสำหรับสัดส่วนหรือรูปแบบโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด อย่างไรก็ตามในการพิจารณา

โครงสร้างเงินทุนของกิจการ ต้องมีคณะกรรมการของบริษัท เพื่อพิจารณาโครงสร้างเงินทุนในแต่ละโครงการลงทุน แล้วองค์ประกอบคณะกรรมการที่เป็นผู้บริหารหรือเป็นตัวแทนของเจ้าของกิจการจะมีความสัมพันธ์กับการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในลักษณะใด

Tarus & Ayabei (2016, pp. 1056-1079) ได้ศึกษาเรื่ององค์ประกอบของคณะกรรมการบริหารกับโครงสร้างเงินทุน โดยศึกษาข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย เคยมีข้อค้นพบที่น่าสนใจ คือ กลไกการกำกับดูแลกิจการมีบทบาทในตลาดเกิดใหม่ เมว่าคุณลักษณะที่เป็นลักษณะเฉพาะของการกำกับดูแลในตลาดดังกล่าวต่างจากตลาดที่พัฒนาแล้วก็ตาม ผลสุดท้ายที่ให้เห็นว่าระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของ CEO จะลดความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการและโครงสร้างเงินทุน และ การที่ CEO ของบริษัทมีระยะเวลาดำรงตำแหน่งนานอำนาจการอิสระที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนจะลดลง จะมีความมุ่งมั่นน้อยลง คณะกรรมการจะมีส่วนร่วมในการตัดสินใจโครงสร้างทุนน้อยลง ดังนั้นกิจการควรมีการจำกัดระยะเวลาการดำรงตำแหน่ง CEO โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดเกิดใหม่

นอกจากคณะกรรมการบริหารที่มีผลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของกิจการแล้ว ส่วนของเจ้าของยังส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ ทั้งนี้จากการวิจัยของ Farooq ศึกษาผลกระทบของความเป็นเจ้าของต่อโครงสร้างเงินทุนในภูมิภาคตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ พบว่า ในบริษัทที่มีความเป็นเจ้าของสูง มีแนวโน้มที่จะมีอัตราส่วนหนี้สินต่ำ โดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่ออัตราส่วนสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้การเติบโตของบริษัทที่มีความสมบูรณ์หรือความพร้อมด้านข้อมูลของกิจการจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่าบริษัทที่คล้ายคลึงกันแต่ข้อมูลไม่สมบูรณ์ เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมหรือบริหารงานให้บริษัทเติบโต ยังคงต้องการอำนาจในการควบคุมบริษัท จะเลือกใช้หนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งจะเป็นการเพิ่มสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน (Farooq, 2015, pp. 99-113)

ในกรณีการเป็นเจ้าของธุรกิจ ที่เป็นธุรกิจครอบครัว นั้น การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนจะมีความแตกต่างกัน

ต่างจากเจ้าของกิจการที่มาจากการก่อตั้งธุรกิจ Baek, Cho, & Fazio (2016, pp. 169-186) ได้ศึกษาถึงการเป็นเจ้าของกิจการที่เป็นกรรมสิทธิ์ในครอบครัว อำนาจการควบคุมและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยศึกษาจากกลุ่มตัวอย่าง 200 บริษัท ในสหรัฐอเมริกาในดัชนี S & P Small-Cap 600 ผลจากการศึกษาพบว่า การเป็นเจ้าของธุรกิจในครอบครัวไม่เกี่ยวกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งเมื่อคณิตวิจัยได้ตรวจสอบเพิ่มเติมกับอำนาจการควบคุมสำหรับ CEO ของครอบครัวและผลการดำเนินงานที่แสดงให้เห็นว่าการเป็นเจ้าของครอบครัวมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินของตลาดและหนี้สินต่อทุน แต่ผลกระทบจะถูกหักล้างด้วยการควบคุมโดยครอบครัวผ่านตำแหน่ง CEO และผลการดำเนินงานของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ เจ้าของธุรกิจที่เป็นธุรกิจครอบครัวชอบการจัดหาเงินกู้เพื่อนำมาเงินมาใช้หนี้สินของกิจการและเพื่อรักษาความเป็นเจ้าของหุ้นในกิจการที่ครอบครัวตนเป็นเจ้าของ นอกจากนี้การควบคุมกิจการของครอบครัวผ่านตำแหน่ง CEO และผลการดำเนินงานของหุ้นในปัจจุบันลดลง ดังนั้นผลที่ได้แสดงให้เห็นว่า ครอบครัวที่เป็นเจ้าของกิจการ แต่ไม่ได้ควบคุมหรือบริหารงานเองโดยครอบครัวนั้น โครงสร้างเงินลงทุนจะมาจากการจัดหาแหล่งเงินกู้ ซึ่งเป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอก ในทางตรงกันข้ามถ้าครอบครัวอยู่ในการควบคุม (นั่นคือสมาชิกในครอบครัวเป็น CEO) อาจไม่น่าสนใจการจัดหาแหล่งเงินกู้ เนื่องจากโอกาสการใช้กระแสเงินสดไม่เหมาะสมเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยของ Baek และคณิตแล้ว ยังมีผลการศึกษาเกี่ยวกับการตัดสินใจในโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจครอบครัว โดย Thiele and Wendt (2017, pp. 221-239) ศึกษาจากข้อมูลทางการเงินและโครงสร้างเกี่ยวกับบริษัทเยอรมันขนาดใหญ่ที่เป็นของเอกชนจำนวน 691 ผลการศึกษาพบว่า ธุรกิจที่เป็นธุรกิจครอบครัวมีระดับหนี้โดยรวมและระยะเวลาที่สูงขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับคู่สัญญาที่ไม่ใช่ธุรกิจครอบครัว ซึ่งแสดงให้เห็นว่าธุรกิจของครอบครัวอาจเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ดี เนื่องจากสามารถระบุได้ถึงอัตรากษณ์ของธุรกิจครอบครัวอันเป็นทรัพยากรสำคัญที่ช่วยในการจัดหาเงินทุนให้แก่กิจการ

ความเสี่ยงทางธุรกิจ (firm risk)

ความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นสามัญของกิจการจะเผชิญ

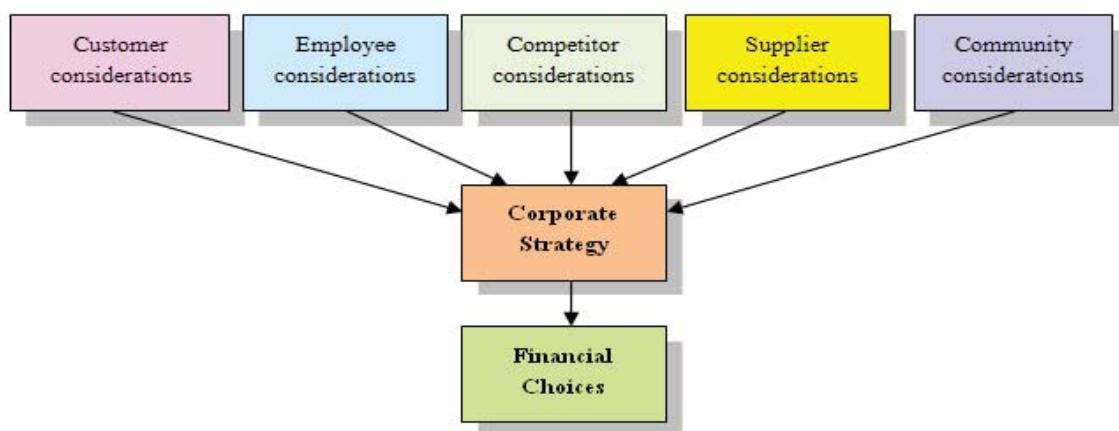
หากกิจการไม่มีหนี้สิน เพราะว่าความเสี่ยงทางธุรกิจเกิดจากความไม่แน่นอนในการประมาณการกระแสเงินสดของบริษัท ซึ่งจะส่งผลต่อกำไรไม่แน่นอนของกำไรที่จะได้รับจากการดำเนินงานและความไม่แน่นอนของความต้องการลงทุนของกิจการ ทำให้กิจการไม่ทราบแน่ชัดว่าผลกำไรจากการดำเนินงานจะได้รับมากน้อยเพียงใด และกิจการจะไม่ทราบว่า กิจการควรจะต้องลงทุนในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ หรือไม่ หรือควรลงทุนโดยสร้างโรงงานแห่งใหม่ และการลงทุนอื่น ๆ เท่าใด ซึ่งกระทบผลตอบแทนจากการลงทุน (Return on Investment Capital--ROIC) และนั่นคือความเสี่ยงทางธุรกิจ (Brigham & Ehrhardt, 2005, p. 550)

ความเสี่ยงทางธุรกิจอาจเกิดจากความล้มเหลวหรือไม่ประสบผลสำเร็จเนื่องจากกลยุทธ์ของกิจการในการดำเนินธุรกิจของทุกกิจการย่อมต้องมีการกำหนดกลยุทธ์โดยกลยุทธ์สามารถแบ่งได้ 3 ระดับ คือ 1.กลยุทธ์ระดับองค์กร (Corporate strategies) 2. กลยุทธ์ระดับกลยุทธ์ระดับธุรกิจ (Business strategies) และ 3. กลยุทธ์ระดับหน้าที่ (Functional strategies) และแม้ว่าธุรกิจจะเลือกใช้กลยุทธ์ทุกระดับอย่างดีเพียงใดก็ตามสิ่งที่ต้องคำนึงถึงตลอดเวลาในการตัดสินใจด้านต่างๆ คือการพิจารณาปัจจัยเสี่ยงทางธุรกิจในด้านอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องและส่งผลกระทบโดยตรงและโดยอ้อมต่อธุรกิจ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2550, น. 104) ได้กล่าวถึงปัจจัยเสี่ยงที่มีผลต่อกำไรของธุรกิจ ไว้อย่างน่าสนใจ ซึ่งปัจจัยเสี่ยงที่สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกล่าวถึงนั้นจะมีมากน้อยหรือไม่ หรือเมื่อมีแล้วจะกระทบต่อการดำเนินอยู่ของธุรกิจหรือไม่นั้นต้องพิจารณาถึงสภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่ธุรกิจนั้นดำเนินอยู่ด้วย เช่น ปัจจัยความผันผวนของความต้องการสินค้าหรือบริการ ปัจจัยความผันผวนของราคาขายสินค้า/บริการและต้นทุนขาย/ต้นทุนการให้บริการ ปัจจัยความสามารถของธุรกิจในการเปลี่ยนแปลงราคาขายสินค้า/บริการไปตามต้นทุนที่เปลี่ยนไป ปัจจัยความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ทุกๆ ปัจจัยที่เกิดขึ้นทำให้ธุรกิจต้องตัดสินใจภายใต้ข้อมูลที่หลากหลายในระยะเวลาที่จำกัด การตัดสินใจหนึ่งที่มีแรงกระเพื่อมทั้งธุรกิจนั้นคือการตัดสินใจทางการเงิน

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

ได้ส่วนเสียเหล่านี้อาจได้รับความเสียหายจากปัญหาทางการเงินของบริษัทที่ผู้บริหารไม่สามารถบริหารจัดการได้ เช่น ลูกค้าอาจได้รับผลิตภัณฑ์ที่ด้อยคุณภาพ คู่ค้าอาจสูญเสียธุรกิจ พนักงานอาจสูญเสียงานและเศรษฐกิจโดยรวมของชุมชนทั้งหมดด้วยเช่นกัน (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 เนื่องจากเป็นความเสี่ยงที่เกี่ยวข้อง กับการบริหารเงินของกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งความเสี่ยง จากสภาพคล่องทางการเงินระยะสั้นของกิจการ และความ สามารถในการชำระหนี้ระยะยาวของกิจการ ซึ่งความเสี่ยง ทางการเงินทั้งสองส่วนถือเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการ ตัดสินใจด้านหุนทรัพย์ของกิจการ

Brigham and Ehrhardt (2005, p. 554) กล่าวว่าความเสี่ยงทางการเงิน เป็นความเสี่ยงเพิ่มเติมที่เกิดขึ้น กับผู้ถือหุ้นสามัญอันเนื่องมาจากผู้บริหารได้ทำการตัดสินใจทางการเงินเกี่ยวกับหนี้สิน ซึ่งในทางปฏิบัติผู้ถือหุ้นของกิจการต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่มีอยู่ในการดำเนินกิจการอยู่แล้ว นั่นคือความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk) จากความไม่แน่นอนในจำนวนผลตอบแทนจากการลงทุน (ROIC) ที่ธุรกิจจะได้รับในอนาคตจากการลงทุนแม้ว่าผลตอบแทนจากการลงทุน จะได้ประมาณการคือพยากรณ์ไว้ล่วงหน้าตามหลักเกณฑ์ตาม แล้วเมื่อกิจการตัดสิน

เจลงทุน การตัดสินใจจัดทำเงินทุนก็ตามมา เช่น กัน ดังนั้น หากผู้บริหารธุรกิจตัดสินใจจัดทำเงินทุนจากการก่อหนี้สิน ความเสี่ยงทางธุรกิจอาจจะเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อย่างไรก็ได้ Brigham and Ehrhardt ได้กล่าวไว้ว่า วิธีการด้วยว่า การจัดทำเงินครัวพิจารณาถึงส่วนประสบของแหล่งเงินทุนทั้งในส่วนของหนี้สินและส่วนของเจ้าของ ซึ่งการจัดเงินทุนจากแหล่งทุนที่เป็นหนี้สินระยะยาวจะมีข้อ สังเกตคือดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถรวมเป็นค่าใช้จ่ายในการ คำนวณกำไรขาดทุนของกิจการ หรือมีผลต่อการประหยัดภาษีนั่นเอง และในกิจการที่ปลดภาระให้มีต้องเสียภาษีให้แก่หน่วยงานภาครัฐนั้น การพิจารณาแหล่งจัดทำเงิน ของกิจการจะกระทบโครงสร้างเงินทุนของกิจการอย่างไร Alhashel (2015, pp. 51-63) ได้ศึกษาโครงสร้างเงินทุนของกิจการโดยไม่มีส่วนของผลประโยชน์ทางภาษีเข้ามาเกี่ยวข้อง การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เข้าใจถึงผลประโยชน์ที่มีใช้ภาษีของหนี้ โดยการวิเคราะห์โครงสร้างเงินทุนของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ในประเทศไทยซึ่งไม่มีการเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและนิติบุคคล ผลการศึกษาพบว่า ผลประโยชน์ที่มีใช้ภาษีของหนี้สิน จะเพิ่มมูลค่าของ

บริษัท ตราบใดที่ผลประโยชน์ส่วนเกินของหนี้สินสูงกว่าต้นทุนส่วนเพิ่มของหนี้สิน โดยเฉลี่ยบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อยู่ที่ร้อยละ 26.50 จะทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นโดยมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 16 เมื่อเทียบกับมูลค่าที่ไม่มีการถือก่อน กล่าวอีกนัยหนึ่งคือผลประโยชน์ที่มีใช้ภาษีของหนี้จะเพิ่มมูลค่าของบริษัท ประมาณร้อยละ 0.6 สำหรับอัตราส่วนสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 เมื่อพิจารณาเช่นนี้แล้วผลกระทบที่เป็นบวกของหนี้สินต่อมูลค่ากิจการ หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรมีนโยบายที่จะอำนวยความสะดวกให้แก่บริษัทต่างๆ ในการให้กู้ยืมของธนาคารและการเข้าถึงสินเชื่อย่อย่างมีประสิทธิภาพ

ความเสี่ยงอีกประการหนึ่งที่อาจเป็นผลจากความบกพร่องในการบริหารงาน ซึ่งเมื่อเกิดขึ้นแล้วจะทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางธุรกิจ และส่งผลต่อกิจการเสี่ยงด้านการเงิน และความเสี่ยงนี้ยังกระทบต่อมูลค่าของกิจการอีกด้วยนั่นคือ “การทุจริต” แม้ว่าในแต่ละกิจการจะมีมาตรการหรือนโยบายในการควบคุมหรือป้องปราบอยู่ ก็ตาม Wei and Kong (2017, pp. 295-322) ได้ศึกษา เกี่ยวกับการทุจริตและการพัฒนาทางการเงินรวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างการทุจริตและการพัฒนาทางการเงินในการพิจารณาปัจจัยโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ในสภาพแวดล้อมทางกฎหมายของจีนและปัจจัยภายในของบริษัท ปัจจัยทางอุตสาหกรรมและปัญหาภายนอกที่เท่าเทียมกัน โดยกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนและระดับภูมิภาคของประเทศไทยในช่วงปี 2541-2556 ผลการศึกษาพบว่า การทุจริตและการพัฒนาด้านการเงินมีอิทธิพลทางลบต่อการให้กู้ยืมระยะยาวของบริษัท กล่าวคือ ในภูมิภาคที่ระดับความทุจริตอยู่ในระดับสูง การเติบโตของสินเชื่อจะส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวของบริษัทเพิ่มขึ้น ตรงกันข้ามในภูมิภาคที่มีการให้สินเชื่อมากขึ้น การทุจริตมีผลกระทบอย่างมากต่ออัตราส่วนหนี้สินของบริษัท สิ่งที่การศึกษาระบบนี้ได้กล่าวถึงอย่างน่าสนใจคือ หน่วยงานที่ควบคุมสถาบันการเงินเองควรจะปรับปรุงขั้นตอนสำหรับการตรวจสอบการบริหารและการอนุมัติของเจ้าหนี้ธนาคาร และเสริมสร้างการลงโทษและการป้องกันเครดิตและการทุจริต เพื่อลดผลกระทบเชิงลบของการทุจริตในการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

การสร้างมูลค่าของธุรกิจ (value of firm)

สิ่งที่สำคัญของธุรกิจที่ต้องทำความเข้าใจการสร้างมูลค่าของธุรกิจนั้น คือการประเมินมูลค่าของธุรกิจ เพราะหากธุรกิจทราบว่าการประเมินมูลค่าธุรกิจนั้นต้องประเมินด้วยวิธีใด ซึ่งมูลค่าของธุรกิจนั้นจะสามารถประเมินมูลค่าได้สามวิธี หนึ่งในสามวิธีที่ธุรกิจเข้าใจและดำเนินการอย่างรอบคอบมีดังนี้ คือการประเมินมูลค่าธุรกิจ ด้วยวิธีประเมินจากการกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow of Firm--FCFF) ซึ่งกระแสเงินสดอิสระของกิจการคือ จำนวนเงินที่กิจการสามารถกลับคืนเป็นผลตอบแทนให้กับ

1) ผู้ลงทุนที่เป็นเจ้าหนี้ของกิจการ

2) ผู้ลงทุนที่เป็นเจ้าของหรือส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการ

ทั้งนี้จำนวนเงินที่จ่ายกลับคืนนั้น ต้องเป็นกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจากการที่กิจการนำไปลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวรที่จำเป็นต่อการดำเนินกิจการแล้ว หรือกล่าวได้ว่า มูลค่าของกิจการวิธีนี้ คือ มูลค่าปัจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตคิดลดด้วยต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ยถ้วนหนัก ถ้าจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มด้วยวิธีนี้คือ การทำให้กระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้น การทำให้ต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ยลดลง ดังนั้นการสร้างมูลค่าของธุรกิจจะมาจาก 2 ส่วนใหญ่ๆ คือ ส่วนที่ 1 เป็นกระแสเงินสดอิสระของกิจการ และส่วนที่ 2 คือ ต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ยของกิจการ

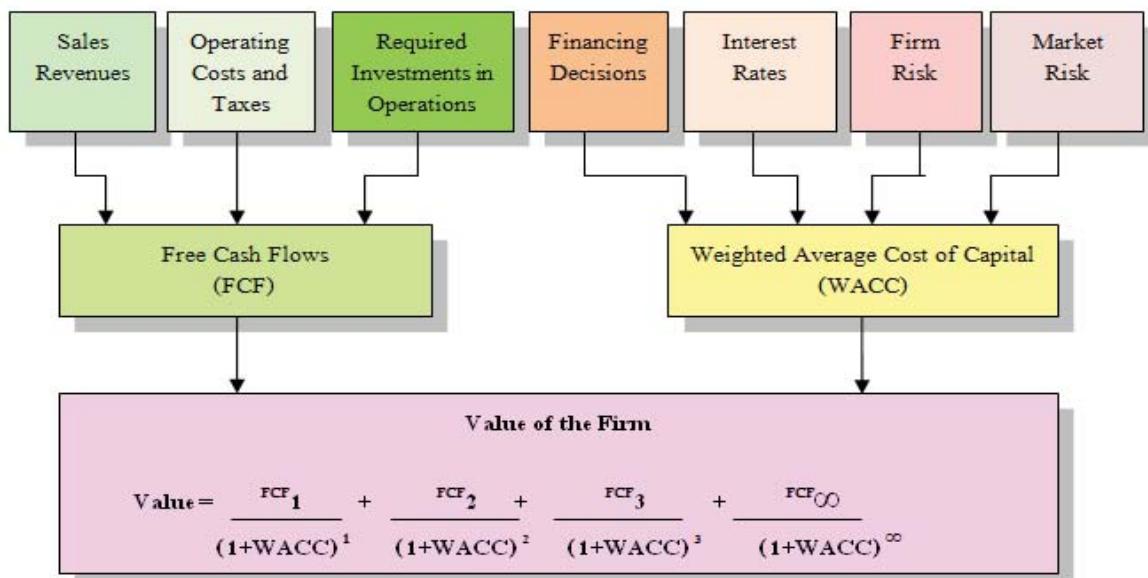
ส่วนที่ 1 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow--FCF) ของกิจการควรมีมูลค่าสูงซึ่งมาจากการดำเนินงานของกิจการ ประกอบด้วย 1. รายได้หลักของกิจการไม่ว่าจะเป็นรายได้ค่าขายหรือรายได้ค่าบริการ 2. การบริหารต้นทุนและภาษี ซึ่งกิจการควรบริหารให้เกิดต้นทุนต่ำหรือต้นทุนที่ประหยัดได้ รวมถึงภาษีที่ประหยัดได้ของภาษี และ 3. ผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนในสินทรัพย์

ส่วนที่ 2 ต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ย (Weighted Average Cost of Capital--WACC) ของกิจการควรมีมูลค่าต่ำซึ่งมาจากการบริหารงานอันประกอบด้วย 1. การตัดสินใจจัดหาเงิน 2. อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด 3. ความเสี่ยงทางธุรกิจ และ 4. ความเสี่ยงในตลาดเงินและตลาดทุน

อย่างไรก็ต้องส่วนของต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ย จะมีปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนถ้วนเฉลี่ยถ่วงหนัก แบ่งได้เป็นปัจจัยภายในที่กิจการสามารถควบคุมได้ และปัจจัยที่กิจการไม่สามารถควบคุมได้ โดยปัจจัยที่กิจการสามารถควบคุมได้ ได้แก่ นโยบายการลงทุน (investment policy) นโยบายโครงสร้างเงินทุน (capital structure policy)

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

ดังนั้นหากกิจการต้องการทำให้ต้นทุนเงินทุนถัว
เฉลี่ยลดลงกิจการควรดำเนินงานด้านปัจจัยที่กิจการสามารถ
ควบคุมได้ใหม่ประสิทธิภาพและประสิทธิผล



ກາພ 4 ມຸລຄ່າຂອງຮຽກສະຫຼຸບ

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

Wang (2013, pp. 322-339) ได้ศึกษาเรื่องส่วนของเงินลงทุนในตราสารทุนและโครงสร้างเงินทุนของกิจการโดยใช้แบบจำลอง เพื่อศึกษาถึงความไม่แน่นอนของการจัดหาเงินทุนของกิจการที่เกิดจากภาระเบี้ยบด้านการจัดหาเงินทุนในตลาดทุนเกิดใหม่ส่งผลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าของบริษัทจะลดลง อันเกิดจากความไม่แน่นอนของการจัดหาเงินทุน เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดในอนาคตของบริษัทกับนโยบายด้านการเงินของบริษัท แสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนของการจัดหาเงินทุนเป็นหนึ่งปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเลือกโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม อย่างไรก็ได้ข้อสรุปการศึกษานี้ ได้กล่าวว่าหากไม่มีแรงกดดันในการดำเนินกิจการของบริษัทคือบริษัทยังคงดำเนินงานไปได้อย่างต่อเนื่อง แหล่งเงินทุนที่ดีที่สุดมักจะใช้หนี้สินเท่าที่จะเป็นไปได้เพื่อรักษาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมใน

ขอบเขตจำกัดสูงสุด แต่หากปัจจุบันบริษัทมีความจำเป็นต้องพิจารณาหรือตัดสินใจดำเนินงานใดๆ เกี่ยวกับกิจกรรมการลงทุนและการจัดทำเงินทุน กิจการจะเริ่มพิจารณากระแสเงินสดในอนาคตของบริษัท และความไม่แน่นอนในการจัดทำแหล่งเงินทุนภายนอกของบริษัทจะส่งผลต่อมูลค่าหันของผู้ถือหัน

๙๘

การตัดสินใจจัดทำแหล่งทุนจะที่มีมาหลายปัจจัย ที่ผู้บริหารกิจการ (ตัวแทนของเจ้าของ) ต้องพิจารณาให้ ถ้วนถี่เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระของกิจการมาจากการ ได้จากการขายสินค้า/บริการ การบริหารด้านต้นทุนและ ภาษี (ลดต้นทุนและวางแผนภาษี) และการตัดสินใจลงทุน ในสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ จะมีค่ามูลค่าสูงมากเพียงใด

หากต้นทุนเงินทุนของกิจการที่เกิดจากการตัดสินใจจัดหาเงินทุน อัตราดอกเบี้ยในห้องตลาด ความเสี่ยงของบริษัท ความเสี่ยงในตลาดเงินและตลาดทุน มีมูลค่าสูงก็ไม่ทำให้เกิดการสร้างมูลค่าของธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิผล แม้ว่าโครงสร้างต้นทุนเงินทุนของกิจการจากการตัดสินใจจัดหาเงินทุน ซึ่งหากโครงสร้างเงินทุนไม่เหมาะสม อาจส่งผลต่อธุรกิจได้ อย่างไรก็โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) นั้นอาจจะไม่มีคำตอบ เพราะอาจไม่มีจริงในเชิงทฤษฎี และอาจทำได้อย่างในทางปฏิบัติ เนื่องจากไม่มีข้อมูลว่าโครงสร้างเงินทุนแบบใดที่เหมาะสม กับกิจการ ในทางปฏิบัติ จึงมีการเปลี่ยนจากโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เป็นโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย (Target Capital Structure)

วัฒนา ศักย์ชีวิกิ และกอบกุล จันทร์โคลิกา (2016, น. 50-63) ได้ศึกษาเรื่องปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัทจะเปลี่ยนในตลาดหลักทรัพย์อาเซียน จำนวน 5 ประเทศ ได้แก่ ประเทศไทย ประเทศไทยและเขียว ประเทศไทยสิงคโปร์ ประเทศไทยอินโดนีเซียและประเทศไทย ส่วนปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนนั้นประกอบด้วย ปัจจัยสินทรัพย์ที่มีตัวตน ปัจจัยสภาพคล่องทางการเงิน ปัจจัยความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่า ทุกปัจจัยที่ศึกษามีความสัมพันธ์กันและมีนัยสำคัญในทุกตลาด ทั้ง 3 ปัจจัยส่งผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สิน ส่วนการปรับไปสู่โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายนั้นการปรับไปสู่สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นเร็วที่สุด ตามด้วยสัดส่วนหนี้สินระยะยาว และสัดส่วนหนี้สินรวม

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมางานวิจัย เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนนั้นมีทิศทางรูปแบบการวิจัยที่คล้ายคลึงกัน แต่ผลการวิจัยที่ผ่านมาบันทึกยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน ถึงรูปแบบโครงสร้างเงินทุน Kumar and Colombage (2017, pp. 106-132) ได้ศึกษาบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน เพื่อทบทวนและพิจารณาในอนาคต โดยศึกษาถึงสถานะของการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา ด้วยวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากเอกสารจำนวน 167 ฉบับที่ตีพิมพ์ในปี พ.ศ. 2515 ถึงปี พ.ศ. 2556 ในสารานุกรม ผลการศึกษาพบว่า ธุรกิจในตลาดเกิดใหม่จะได้รับความนิยมเนื่องจากตลาดหุ้น และตลาดหุ้นในตลาดเกิดใหม่มี

ประสิทธิภาพน้อยกว่าและขาดความสมบูรณ์เมื่อเทียบกับตลาดที่พัฒนาแล้ว ซึ่งทำให้การตัดสินใจทางการเงินอาจมีความผิดปกติ นั่นคือโครงสร้างเงินทุนยังไม่เป็นสู่จุดที่เหมาะสม นอกจากราย Kumar and Colombage ยังพบว่างานวิจัยโครงสร้างเงินทุนมีรายละเอียดไม่มากและที่มีก็เป็นงานวิจัยที่มีลักษณะเฉพาะของบริษัท แม้ว่าโครงสร้างเงินทุนว่าเป็นหัวข้อที่น่าสนใจที่สุดในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา แต่การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนยังไม่สามารถสรุปได้ ซึ่ง Kumar and Colombage มองว่า 1. ในอนาคตควรมีงานวิจัยเพื่อสนับสนุนผลงานวิชาการต่างๆ ที่มีอยู่ของปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุน เพื่อได้เข้าใจถึงความแตกต่างที่เกิดขึ้นจริงระหว่างการตัดสินใจทางการเงินของประเทศไทยที่พัฒนาแล้วกับประเทศไทยกำลังพัฒนา 2. ธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมีส่วนสำคัญในการเติบโตของประเทศไทยกำลังพัฒนาและเป็นผู้นำในการจัดทำงานในเศรษฐกิจโลก การศึกษาเกี่ยวกับการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่อาศัยอุตสาหกรรมขนาดใหญ่และไม่ค่อยเหมาะสมกับบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นการศึกษาเรื่องโครงสร้างการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของ SMEs 3. การศึกษาในรายละเอียดถึงผู้บริหารกิจการเพื่อให้มีความโปร่งใสในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน และ 4. การศึกษาส่วนใหญ่ที่ผ่านมาในรอบ 40 ปีได้ใช้แบบจำลองการทดลองเพื่อวิเคราะห์ปัจจัยโครงสร้างของเงินทุน ผลการศึกษาจึงไม่สอดคล้องกัน ดังนั้นการศึกษาในอนาคตควรดำเนินการโดยใช้วิธีการอื่น (นอกเหนือจากวิธีการทดลอง) เพื่อแก้ปัญหาโครงสร้างทางการเงินที่ไม่สามารถสรุปได้

ตามที่กล่าวมานี้เห็นได้ค่อนข้างชัดเจนว่า การจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เนื่องด้วยโครงสร้างเงินทุนของกิจการทั้งส่วนของหนี้สินระยะยาวและส่วนของเจ้าของล้วนทำให้เกิดต้นทุนเงินทุนที่กิจการหลีกเลี่ยงไม่ได้ในความรับผิดชอบต่อผู้ให้กิจการภายนอก (ธนาคารหรือสถาบันการเงินต่างๆ) ผู้ลงทุนในหุ้นกุ้งของกิจการ (นักลงทุนที่เข้ามาซื้อหุ้นกุ้งที่กิจการออกจำหน่าย) และผู้ที่เป็นเจ้าของหรือส่วนของเจ้าของกิจการ ดังนั้นผู้บริหารกิจการที่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของ ควรเข้าใจและสามารถพิจารณาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมหรือโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมายของกิจการได้ เพราะว่าการสร้างมูลค่าของธุรกิจ

นั้น แม้มีที่มาจากการพยายามปรับเปลี่ยน แต่หนึ่งองค์ประกอบของกิจการที่สำคัญอย่างยิ่งที่กิจการต้องคำนึงถึง “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* (11th 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). Dept 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., & Jantararakika, 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* (3rd ed). Toronto: Pearson
- Stickney, C. P., & Weil, R. L. (1994). *Financial accounting: An introduction to concepts, methods, and uses* (7th 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.

