

## บทที่ 2

### ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัยนี้เป็นการศึกษาปัจจัยกำหนดการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืมของธุรกิจขนาดย่อมในประเทศไทย ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาจากหนังสือ บทความ งานวิจัยต่าง ๆ ซึ่งนำเสนอตามลำดับดังต่อไปนี้

- 2.1 สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน
- 2.2 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงิน
- 2.3 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สิน
- 2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน
- 2.5 โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย
- 2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน
- 2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร
- 2.8 ความรู้เกี่ยวกับโรงแรม
- 2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 สัดส่วนโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุน (capital structure) เป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน (financial structure) โดยที่โครงสร้างทางการเงิน หมายถึงแหล่งที่มาของเงินทุนทั้งหมดของธุรกิจ ซึ่งรวมทั้งแหล่งเงินทุนระยะสั้นและระยะยาว ซึ่งได้แก่หนี้สินทั้งหมดและส่วนของผู้ถือหุ้น

โครงสร้างเงินทุน หมายถึงการจัดหาเงินทุนจากแหล่งระยะยาวของธุรกิจทั้งหมด ซึ่งได้แก่ เงินกู้ระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนของผู้ถือหุ้น หรือเรียกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว (Long-term Investment) ซึ่งไม่รวมหนี้สินระยะสั้น ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนจึงเป็นส่วนหนึ่งของโครงสร้างทางการเงิน

ดังนั้น โครงสร้างทางการเงิน = หนี้สินหมุนเวียน + โครงสร้างเงินทุน

ส่วนของผู้ถือหุ้น หมายถึง หุ้นสามัญ ส่วนเกินมูลค่าหุ้น และกำไรสะสม

โครงสร้างทางการเงิน = หนี้สินหมุนเวียน + หนี้สินไม่หมุนเวียน + ส่วนของผู้ถือหุ้น

บริษัทส่วนใหญ่จัดหาเงินทุนระยะยาวจาก 2 แหล่งใหญ่ ๆ คือ หนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น ในสัดส่วนที่แตกต่างกันเรียกว่าสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน เช่น บริษัท M และ บริษัท N มีโครงสร้างเงินทุนประกอบด้วยหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่แตกต่างกัน โดยบริษัท M มีสัดส่วน หนี้สินระยะยาว : ส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 50 : 50 ในขณะที่ บริษัท N มีสัดส่วนหนี้สิน

ระยะยาว : ส่วนของผู้ถือหุ้น เท่ากับ 40 : 60 แสดงว่าเงินทุน 100 บาท บริษัท M จัดหาจากการกู้ยืม 50 บาท และจากส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 50 บาท ในขณะที่ บริษัท N จัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมจำนวน 40 บาท และจากส่วนของผู้ถือหุ้น 60 บาท

## 2.2 ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงิน (Business and Financial risk)

ความเสี่ยงของธุรกิจประกอบด้วย ความเสี่ยงทางธุรกิจและความเสี่ยงทางการเงินซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

### 1) ความเสี่ยงทางธุรกิจ (business risk )

ความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นความเสี่ยง ซึ่งเกิดจากความผันผวนของการประกอบการถ้าบริษัทไม่มีหนี้อยู่เลย

เริงรัก จำปาเงิน (2543 ) แปลหนังสือ Fundamentals of Financial Managenent ของ Brigham and Huston (2001 ) ในเรื่องปัจจัยกำหนดความเสี่ยงทางธุรกิจไว้ดังนี้

ความเสี่ยงทางธุรกิจขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการคือ

1. ความผันผวนของความต้องการสินค้า ถ้าความต้องการสินค้าของบริษัทไม่ค่อยเปลี่ยนแปลง ความเสี่ยงทางธุรกิจจะต่ำ
2. ความผันผวนของราคาขาย หากผลิตภัณฑ์ของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงราคาแล้วทำให้ยอดขายเปลี่ยนแปลงมาก จะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง
3. ความผันผวนของต้นทุนขาย บริษัทที่ต้นทุนของสินค้ามีการเปลี่ยนแปลงมากจะมีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง
4. ความสามารถที่จะปรับราคาขาย เมื่อต้นทุนมีการเปลี่ยนแปลง บางบริษัทสามารถที่จะปรับราคาขายให้สูงขึ้นเมื่อต้นทุนสูงขึ้น โดยไม่กระทบยอดขายมากนัก ถือว่าบริษัทมีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ
5. ความสามารถที่จะพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ให้ทันเวลา โดยที่ต้นทุนไม่สูงมาก บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีเทคโนโลยีสูง ๆ เช่น คอมพิวเตอร์ การแพทย์ จะต้องมีการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่อยู่ตลอดเวลา ถ้าผลิตภัณฑ์ยังล่าสมัยเร็วเท่าใด ความเสี่ยงทางธุรกิจจะยิ่งสูง
6. ความเสี่ยงจากต่างประเทศ บริษัทที่ทำธุรกิจกับต่างประเทศ ผลกำไรอาจเปลี่ยนแปลงเนื่องจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และถ้าสถานการณ์ทางการเมืองของประเทศที่บริษัทตั้งอยู่ไม่มีเสถียรภาพ บริษัทก็ต้องเผชิญปัญหานี้ด้วย
7. จำนวนต้นทุนคงที่ ถ้าต้นทุนของบริษัทมีสัดส่วนของต้นทุนเป็นต้นทุนคงที่สูงซึ่งต้นทุนคงที่จะไม่ลดลงเมื่อยอดขายลดลง ทำให้ความเสี่ยงทางธุรกิจสูง เรียก operating leverage

## 2) ความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk)

ความเสี่ยงทางการเงินเป็นความเสี่ยงที่ผู้ถือหุ้นได้รับเพิ่มขึ้นถ้าบริษัทตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน ตามปกติผู้ถือหุ้นต้องรับความเสี่ยงจากการดำเนินงานตามปกติซึ่งคือความเสี่ยงทางธุรกิจ อันหมายถึงความไม่แน่นอนของกำไรจากการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ถ้าบริษัทมีการใช้หนี้สิน (financial leverage) ความเสี่ยงทางธุรกิจจะมีผลต่อผู้ถือหุ้นมากยิ่งขึ้น ตัวอย่างสมมุติมี กลุ่มบุคคล 20 คน ร่วมกันจัดตั้งบริษัทโดยใช้เงินลงทุนในหุ้นสามัญคนละ 5 เปอร์เซ็นต์เท่า ๆ กัน ทุกคนจะได้รับความเสี่ยงทางธุรกิจเท่า ๆ กัน แต่ถ้าสมมุติว่าบริษัทจัดหาเงินทุนโดยใช้ส่วนของเจ้าของ 60 เปอร์เซ็นต์ และจากหนี้สิน 40 เปอร์เซ็นต์ โดยที่ 12 คนแรกลงทุนในหุ้นสามัญ และ 8 คนหลังลงทุนในรูปของหนี้สิน ในกรณีนี้ผู้ลงทุน 12 คนแรกที่ลงทุนในหุ้นสามัญ จะต้องรับผิดชอบความเสี่ยงทางธุรกิจของบริษัททั้งหมด แทนที่จะเป็น 20 คนเหมือนเดิม ดังนั้นผู้ถือหุ้นสามัญที่เขาถืออยู่เหมือนว่าต้องรับความเสี่ยงเป็น 1.67 เท่าจากเดิม

### 2.3 เครื่องมือที่สะท้อนการจัดการจัดหาเงินทุนโดยการใช้หนี้สิน

แหล่งเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้จะมีต้นทุนเงินทุนต่ำกว่าเงินทุนจากส่วนของเจ้าของแต่มีความเสี่ยงทางการเงิน เครื่องมือที่เกี่ยวข้องกับหนี้สินที่นิยมมี 2 เครื่องมือดังนี้ (นภาพร นิลาภรณ์กุล. 2548: 239)

1. ระดับภาระผูกพันทางการเงิน (Degree of financial leverage) เป็นการวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น ซึ่งเป็นผลจากการมีหนี้สิน ค่าของ DFL จะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจ ยิ่ง DFL มีค่าสูงจะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินสูงเช่นกัน
2. อัตราส่วนทางการเงิน (financial ratio) อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนถึงปริมาณการมีหนี้สินของธุรกิจได้แก่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (debt ratio) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt per equity ratio) ถ้าอัตราส่วนมีค่าสูงยิ่งสะท้อนความเสี่ยงทางการเงินสูงมากเท่านั้น และอัตราส่วนแสดงความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Time interest earned ratio : TIE) ซึ่งบอกว่าบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานสูงเป็นกี่เท่าของภาระดอกเบี้ยจ่าย ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าต่ำจะสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจมากเท่านั้น และจะมีความหมายชัดเจนมากขึ้นถ้านำอัตราส่วนเหล่านี้เปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม หรือคู่แข่ง

### 2.4 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุน

ปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนมีดังต่อไปนี้ (นภาพร นิลาภรณ์กุล, 2558; เริงรัก จำปาเงิน, 2543 (แปลจาก Fundamentals of Financial Management ของ Brigham and Huston (2001); สุภา ทองคง, 2551))

1. เสถียรภาพของยอดขาย ถ้ายอดขายมีเสถียรภาพ สามารถใช้ประโยชน์จากการกู้ยืมได้มาก อัตราส่วนหนี้สินควรจะอยู่ในระดับสูง หากยอดขายไม่มีเสถียรภาพ การมีหนี้สินมากจะทำให้มีความเสี่ยงสูงที่จะไม่สามารถชำระภาระผูกพันในเรื่องดอกเบี้ยง่าย และเงินต้น ดังนั้นอัตราส่วนหนี้สินควรจะอยู่ในระดับต่ำ
2. ภาระผูกพันจากการดำเนินงาน ถ้าการดำเนินงานของธุรกิจจำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมาก ทำให้มีภาระผูกพันจากการดำเนินงานสูง มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูง ดังนั้นจึงไม่ควรก่อหนี้ (financial leverage) ในอัตราที่สูง เพื่อลดผลกระทบที่เกิดจากความเสี่ยงทางการเงิน
3. โครงสร้างภาษีของธุรกิจ เนื่องจากดอกเบี้ยเป็นรายจ่ายที่ประหยัดภาษี หากอัตราภาษีที่ธุรกิจต้องเสียสูง ธุรกิจจะยิ่งประหยัดภาษีได้มาก
4. การหมุนเวียนของเงิน ถ้าธุรกิจมีการหมุนเวียนของเงินดีและอยู่ในระดับสูง ธุรกิจจะจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืมได้ไม่ยาก แม้ธุรกิจจะมีหนี้สินอยู่ในระดับสูงอยู่แล้วก็ตามแต่ธนาคารหรือสถาบันการเงิน อื่น ๆ ยังเต็มใจให้กู้
5. การควบคุม สำหรับผู้ถือหุ้นสามัญที่เกรงว่าการจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มจะทำให้อำนาจการควบคุมธุรกิจของตนน้อยลงไป มักพอใจที่จะให้ธุรกิจจัดหาเงินทุนจากการกู้ยืม ธุรกิจขนาดเล็กมักนิยมจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้นสามัญ ทั้งนี้เพื่อรักษาไว้ซึ่งอำนาจในการควบคุมกิจการ ส่วนธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีการกระจายของการถือหุ้นค่อนข้างมาก มักจะจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าการก่อหนี้เนื่องจากจะมีผลกระทบต่ออำนาจในการควบคุมกิจการน้อยมาก
6. ธุรกิจในสายตาผู้ให้กู้ ยิ่งธุรกิจก่อหนี้มาก ภาระดอกเบี้ยจ่ายจะสูง จะถูกผู้ให้กู้จัดอันดับว่าเป็นธุรกิจที่มีภาระหนี้สินสูง จะกู้ยืมได้ยาก
7. ภาวะเศรษฐกิจ สภาพเศรษฐกิจ และ อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดมีผลต่อวิธีการจัดหาเงินทุนในช่วงนั้น ๆ ถ้าอัตราดอกเบี้ยต่ำธุรกิจมีแนวโน้มในการก่อหนี้สินสูงควรจัดหาเงินทุนแบบก่อหนี้ระยะสั้น และเมื่อสถานการณ์เปลี่ยนแปลงไปจึงค่อยก่อหนี้ระยะยาวหรือออกหุ้นสามัญ
8. ลักษณะการจัดการ รูปแบบวิธีการจัดการ และลักษณะความกล้าเสี่ยงของผู้บริหารเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจเช่น ถ้าฝ่ายจัดการชอบเสี่ยงเขาจะจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้สูงเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากต้นทุนของหนี้สินช่วยประหยัดภาษี
9. เงื่อนไขในสัญญาเงินกู้ การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ หรือการกู้ยืมจากสถาบันการเงินมักถูกกำหนดเงื่อนไขต่าง ๆ และเงื่อนไขในการเพิ่มทุน เช่น ต้องรักษาอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่ต่ำกว่า 1

ภายใน 5 ปีนับจากวันทำสัญญาเงินกู้ ห้ามออกหุ้นกู้ ดังนั้นเมื่อธุรกิจต้องการจัดหาเงินทุนเพิ่มในครั้งต่อไปต้องไม่ขัดต่อเงื่อนไขดังกล่าว

10. ต้นทุนของการจ้างตัวแทน (Agency costs) เจ้าหนี้ไม่ได้เข้ามาบริหารงานในกิจการเหมือนฝ่ายจัดการและผู้ถือหุ้น ดังนั้นเจ้าหนี้อาจจะบงกชเงื่อนไขในสัญญากู้ยืมเพื่อปกป้องเงินทุนของตนเอง เช่น กำหนดอัตราส่วนหนี้สินสูงสุดที่ธุรกิจจะทำได้เพื่อป้องกันไม่ให้ธุรกิจก่อหนี้สินสูงมาก เป็นต้น ข้อห้ามเหล่านี้ทำให้ผู้จัดการหรือตัวแทน (Agency) ถูกจำกัดความสามารถในการจัดการที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญได้รับความมั่งคั่งสูงสุด กล่าวคือทำให้การจัดการงานของผู้จัดการทำได้ยากขึ้น ต้องใช้ความสามารถมากขึ้น

11. ความสามารถในการทำกำไร ธุรกิจที่มีผลประกอบการดีสามารถทำกำไรได้มาก และจ่ายเงินปันผลต่ำ ทำให้สามารถสะสมกำไรเป็นกำไรสะสมซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนภายในได้มาก จึงทำให้ธุรกิจจัดหาเงินทุนจากหนี้สินลดลง

12. โครงสร้างการแข่งขันของธุรกิจ ธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงจะมีผลทำให้ความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการก่อหนี้ลดลง ดังนั้นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูงมักจัดหาเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญมากกว่าการกู้ยืม

## 2.5 โครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย

คือสัดส่วนที่ดีที่สุดในการจัดหาเงินทุน โดยเมื่อมีการจัดหาเงินทุนตามสัดส่วนนี้แล้ว ธุรกิจจะได้รับประโยชน์สูงสุดใน 2 ประเด็น ได้แก่

- 1) ได้แหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่มีค่าต่ำสุด (Minimize weighted average cost of capital)
- 2) มีมูลค่ากิจการที่สูงที่สุด (Maximize value of firm หรือ Maximize market value of common stock)

ระดับหนี้สินที่เหมาะสมสำหรับอุตสาหกรรมหนึ่งอาจถือว่าเสี่ยงมากสำหรับบางอุตสาหกรรมเพราะต่างอุตสาหกรรมจะมีความแตกต่างกันในเรื่องลักษณะการดำเนินงาน (Gitman, 2006) โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสามารถดูจากค่าถัวเฉลี่ยของบริษัทต่าง ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน เช่น อุตสาหกรรมโรงแรม อุตสาหกรรมการท่องเที่ยว อุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น จะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับแต่ละอุตสาหกรรมซึ่งจะช่วยเป็นแนวทางให้ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมประเภทนั้น ๆ พิจารณาว่าควรใช้เงินกู้ หรือใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของในสัดส่วนอย่างไรจึงจะเกิดประโยชน์สูงสุด บางขณะสัดส่วนหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของ อาจมากกว่าหรือน้อยกว่าระดับที่ควรจะเป็น แต่บริษัทจะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายในระยะยาว (พรรรณภา ฐวนิมิตรกุล, 2550)

ตัวอย่างที่ 2.1: การกำหนดโครงสร้างเงินทุนตามเป้าหมาย

ถ้าธุรกิจกำลังพิจารณาตั้งกิจการใหม่ และกำลังพิจารณาทางเลือกหลาย ๆ ทางในการจัดหาเงินทุนคือจากการกู้ยืมและเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ต้นทุนเงินทุนแต่ละแหล่งเงินทุนจะแตกต่างกัน และจะมีค่าเปลี่ยนแปลง เช่นถ้ามีการกู้จำนวนที่แตกต่างกัน อัตราดอกเบี้ยจะแตกต่างกัน ถ้ากู้เป็นจำนวนน้อยจะเป็นอัตราดอกเบี้ยอัตราหนึ่ง ถ้ามีการกู้ยืมมากขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในขณะที่เดียวกันต้นทุนเงินทุนของส่วนของเจ้าของจะสูงขึ้นด้วย เนื่องจากความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นด้วย (พรรณูภา ฐานิมิตร กุล. 2550)

สมมติมีทางเลือก 3 ทางที่จะพิจารณาว่าควรมีสัดส่วนหนี้สิน และทุนในอัตราส่วนใดจึงจะเกิดประโยชน์สูงสุด ในแต่ละทางเลือกของโครงสร้างเงินทุน และสามารถทราบต้นทุนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของเจ้าของ จะสามารถคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2.1

โครงสร้างเงินทุน	ต้นทุนหลังภาษีของ แหล่งเงินทุนนั้น ๆ (ki)	สัดส่วนของแหล่ง เงินทุนนั้น ๆ (Wi)	ผลคูณของ Wi ki
ทางเลือกที่ 1			
หนี้สิน	8.0 %	0.40	3.20 %
ทุน	12.2 %	0.6	7.32 %
WACC			10.52 %
ทางเลือกที่ 2			
หนี้สิน	8.5 %	0.50	4.25 %
ทุน	12.5 %	0.50	6.25 %
WACC			10.5 %
ทางเลือกที่ 3			
หนี้สิน	12.0 %	0.60	7.2 %
ทุน	16.0 %	0.40	6.4 %
WACC			13.6 %

การกู้เงินจำนวนมากขึ้นจากทางเลือกที่ 1 เป็นทางเลือกที่ 2 ทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น เมื่อความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้นทำให้ต้นทุนเงินทุนจากเจ้าของเพิ่มขึ้นด้วย แต่ต้นทุนเฉลี่ยน้ำหนักจะลดลงในตอนแรกเนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี แต่เมื่อมีการกู้ยืมมากขึ้นอีกในทางเลือกที่ 3 ความเสี่ยงทางการเงินที่สูงเพิ่มขึ้นทำให้อัตราดอกเบี้ยจึงเพิ่มสูงขึ้น ต้นทุนส่วนของเจ้าของก็เพิ่มสูงขึ้นด้วย นอกจากนั้น ความเสี่ยงจากการล้มละลาย หรือการไม่สามารถจ่ายชำระดอกเบี้ย และจ่ายคืนเงินต้นจะมีสูงขึ้น จนทำให้ประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษีของหนี้สินไม่สามารถชดเชยการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทั้งสอง และความเสี่ยงต่าง ๆ ได้ ทำให้ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าเพิ่มสูงขึ้นจากจุดต่ำสุดนั้น โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดจะมีโครงสร้างเดียวเท่านั้น คือทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าต่ำสุด ซึ่งตามตัวอย่างขึ้นต้น คือ โครงสร้างที่ 2 ซึ่งมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ เท่ากับ 0.50: 0.50

## 2.6 ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่นิยมมี 2 ทฤษฎีได้แก่ Trade-Off Theory และ Pecking Order Theory (POT) โดยมีจุดเริ่มทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสมัยใหม่ จาก Franco Modigliani และ Merton H. Miller (M&M approach) ซึ่งมีรายละเอียดของแต่ละทฤษฎีดังต่อไปนี้

### 2.6.1 ทฤษฎีตามแนวคิดของ Franco Modigliani และ Merton H. Miller (M&M approach)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนเริ่มในค.ศ. 1958 เมื่อ Franco Modigliani และ Merton Miller (MM) พบว่าไม่จำเป็นที่จัดหาเงินทุนโดยวิธีใดก็ตามจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการซึ่งหมายถึงว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสำคัญ โดยโครงสร้างของ MM ไม่เป็นจริงในประเด็นต่อไปนี้

- 1) ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์ (no brokerage costs)
- 2) ไม่มีภาษี (no taxes)
- 3) ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย (no bankruptcy costs)
- 4) ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท
- 5) นักลงทุนมีข้อมูลเช่นเดียวกับผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต
- 6) ถ้าไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีไม่ถูกระงับโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน

ทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้สมมุติฐานว่าตลาดเป็นไปแบบสมบูรณ์ โดยบุคคลสามารถกู้ยืม หรือให้ยืมในอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง และบริษัทจะถูกแบ่งออกตามระดับชั้นความเสี่ยงของบริษัทนั้นเช่นอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทในแต่ละระดับชั้น จะอยู่ระดับเดียวกับอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญที่ออกโดยบริษัทอื่นที่อยู่ในระดับความเสี่ยงเดียวกัน มูลค่าของบริษัทไม่ได้ขึ้นกับโครงสร้างเงินทุน แต่ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่คาดไว้ในแต่ละชั้นความเสี่ยง

ต่อมาในปีคศ. 1963 MM ได้เสนอรายงานโดยยกเลิกข้อสมมุติว่าไม่มีภาษีนิติบุคคล กฎหมายภาษีอากร อนุญาตให้นำดอกเบี้ยมาเป็นค่าใช้จ่ายก่อนภาษีได้ ทำให้บริษัทเริ่มมีการใช้เงินทุนจากหนี้สิน และ MM ได้แสดงให้เห็นว่าถ้าข้อสมมุติอื่น ๆ ยังคงเป็นจริงแล้ว โครงสร้างเงินทุนควรจะมียุทธศาสตร์ 100 เปอร์เซ็นต์

ทฤษฎีตามแนวคิด M&M approach นี้เป็นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ที่มีการพิจารณามูลค่าของธุรกิจ และต้นทุนของทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น โดยแยกพิจารณา 2 กรณี คือ ไม่คำนึงภาษี และ เมื่อมีการคำนึงผลภาษี (นภาพร นิลภรณ์กุล, 2548)

### 1.1 เมื่อไม่คำนึงภาษี

มูลค่าของธุรกิจจะมีค่าเท่าเดิมเสมอ ไม่ว่าจะมีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนอย่างไร เช่น บริษัทวิไลศมาหลามีโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วยหนี้สินระยะยาว และส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่ว่าสัดส่วนหนี้สิน: ส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 30: 70 หรือ 70: 30 ก็ตาม สินทรัพย์รวมของบริษัทยังคงมีค่าเท่าเดิม สามารถสรุปเป็นสัญลักษณ์ดังนี้

$$V_L = V_U$$

$V_L$  หมายถึง มูลค่าของธุรกิจที่มีหนี้สิน

$V_U$  หมายถึง มูลค่าของธุรกิจที่ไม่มีหนี้สิน

เมื่อมูลค่าของธุรกิจมีค่าเท่าเดิม ดังนั้นต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก(WACC) จะมีค่าเท่าเดิมไม่ว่าสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงอย่างไร ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักคำนวณ ดังนี้

$$W_d K_d + W_s K_s$$

$$WACC = D/V K_d + E/V K_s$$

จากสมการข้างต้นนำมาจัดสมการใหม่จะได้ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นดังนี้

$$K_s = WACC + (WACC - K_d) \times D/E$$

$K_d$  หมายถึงต้นทุนของหนี้สิน

$K_s$  หมายถึงต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

$D$  หมายถึงปริมาณของหนี้สิน

$E$  หมายถึงปริมาณส่วนของผู้ถือหุ้น

$V$  หมายถึงมูลค่าของธุรกิจ =  $D+E$

$W_d$  หมายถึงสัดส่วนของหนี้สิน =  $D/V$

$W_s$  หมายถึงสัดส่วนของผู้ถือหุ้น =  $E/V$

ตัวอย่างที่ 2.2 บริษัทนพเกล้า จำกัดมีต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) เท่ากับ 13 % ต้นทุนของหนี้สิน ( $K_d$ ) เท่ากับ 8 % ถ้าโครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วยหนี้สินระยะยาวและส่วนผู้ถือหุ้น ให้คำนวณ

1. ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเท่ากับ 40: 60
2. ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) และต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นเมื่อสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนเท่ากับ 60: 40
3.  $K_s = WACC + (WACC - K_d) \times D/E$   
 $= 13\% + (13\% - 8\%) \times 0.4/0.6$   
 $= 16.33\%$
4.  $K_s = WACC + (WACC - K_d) \times D/E$   
 $= 13\% + (13\% - 8\%) \times 0.6/0.4$   
 $= 20.5\%$

$$\begin{aligned} WACC &= W_d K_d + W_s K_s \\ &= 0.60(8\%) + 0.40(20.5\%) \\ &= 13\% \end{aligned}$$

จากการคำนวณข้างต้นจะพบว่าไม่ว่าสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนจะเปลี่ยนแปลงเป็นอย่างไร ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ยังคงมีค่าเท่าเดิม

แนวคิดโครงสร้างเงินทุนที่ไม่คำนึงถึงภาษีจะพบว่าเมื่อกำหนดให้ต้นทุนของหนี้สินมีค่าคงที่ ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินให้สูงขึ้น จะทำให้ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นเช่นกัน สัดส่วนของหนี้สินที่เพิ่มขึ้น และสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลง ขณะที่ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเป็นการชดเชยต่อกันจึงทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักยังคงมีค่าเท่าเดิม(นภาพร นิลารณ์กุล, 2548)

#### 1.2 เมื่อมีการคำนึงผลทางภาษี

การกู้ยืมเงินจะทำให้ธุรกิจได้รับประโยชน์จากประหยัดภาษีจากดอกเบี้ยจ่าย ดังนั้นมูลค่าของธุรกิจเมื่อมีการจัดหาเงินทุนจากการใช้หนี้สินจะมีมูลค่าสูงขึ้นเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถประหยัดภาษีได้ แสดงได้ดังสมการดังนี้

$$V_L = V_U + (T \times D \times K_d) / K_d$$

$$V_L = V_U + (T \times D)$$

ตัวอย่างที่ 2.3 บริษัทเต็กดี จำกัด ไม่มีหนี้สิน ปัจจุบันมีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีปีละ 190 ล้านบาท ต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของบริษัทมีค่าเท่ากับ 25 % อัตราภาษีเท่ากับ 30 % ต้องการทราบ

1. มูลค่าของธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน
2. มูลค่าของธุรกิจเมื่อมีการกู้เงิน จำนวน 60 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 12 %

1. คำนวณมูลค่าธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน คำนวณได้ดังนี้

$$\begin{aligned} V_U &= \text{EBIT}(1-T)/\text{WACC} \\ &= 190 (1-0.30)/.25 \\ &= 532 \text{ ล้านบาท} \end{aligned}$$

2. คำนวณมูลค่าธุรกิจเมื่อไม่มีการกู้เงิน

$$\begin{aligned} V_L &= V_U + (T \times D) \\ &= 532 + (0.30 \times 60) \\ &= 550 \text{ ล้านบาท} \end{aligned}$$

เมื่อมูลค่าของธุรกิจมีค่าเพิ่มขึ้น ดังนั้น ต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) จะมีค่าลดลงซึ่งมีการใช้หนี้สินมากเท่าใด ต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักยิ่งลดลงมากขึ้นเท่านั้นสามารถคำนวณดังนี้

$$\begin{aligned} \text{WACC}_L &= W_d K_{dt} + W_s K_s \\ \text{WACC}_L &= D/V K_d (1-t) + E/V K_s \end{aligned}$$

จากสมการข้างต้นจะได้ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\begin{aligned} K_s &= \text{WACC}_U + (\text{WACC}_U - K_d) \times (D/E) (1-t) \\ \text{WACC}_U &= \text{ต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อไม่มีหนี้สิน} \\ \text{WACC}_L &= \text{ต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อมีหนี้สิน} \end{aligned}$$

ตัวอย่างที่ 2.4 จากตัวอย่างที่ 2.3 ให้คำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนถั่วเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเมื่อมีการกู้ยืม

เมื่อมีการกู้ยืม 60 ล้านบาททำให้มูลค่าของธุรกิจ 550 ล้านบาท ดังนั้นส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเท่ากับ 490 ล้านบาท (550-60 ล้านบาท) การคำนวณต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้น

$$\begin{aligned} K_s &= \text{WACC}_U + (\text{WACC}_U - K_d) (D/E)(1-t) \\ &= 25\% + (25\% - 12\%) \times (60/490) \times (1-0.3) \\ &= 25\% + 1.11\% \\ &= 26.11\% \end{aligned}$$

$$\text{WACC}_L = D/V K_d (1-t) + E/V K_s$$

$$= (60/550) \times 12\% \times (1-0.30) + 490/550 \times 26.11\%$$

$$= 24.18\%$$

ตัวอย่างที่ 2.5 บริษัทเพียงจันทร์ จำกัด ไม่มีหนี้สิน ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักเท่ากับ 18 % ถ้าไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี ปีละ 10 ล้านบาท อัตราภาษี 30 % กำลังพิจารณากู้เงิน 15 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 10 % ผลกระทบที่เกิดขึ้นเป็นอย่างไร

คำนวณมูลค่าของธุรกิจก่อนกู้ยืม ดังนี้

$$V_U = \text{EBIT}(1-t)/\text{WACC}$$

$$= 10(1-0.30)/.18$$

$$= 38.89 \text{ ล้านบาท}$$

คำนวณมูลค่าของธุรกิจเมื่อมีการกู้ยืม ดังนี้

$$V_L = V_U + (T \times D)$$

$$= 38.89 + (0.3 \times 15)$$

$$= 43.39 \text{ ล้านบาท}$$

เมื่อมีการกู้ยืมเงินจำนวน 15 ล้านบาททำให้มูลค่าของธุรกิจเพิ่มขึ้นเป็น 43.39 ล้านบาท ดังนั้นส่วนของผู้อถือหุ้นมีค่าเท่ากับ  $43.39 - 38.89 = 4.5$  ล้านบาท

$$K_s = \text{WACC}_U + (\text{WACC}_U - K_d) \times (D/E) \times (1-T)$$

$$= 18\% + (18\% - 10\%) \times (15/28.39) \times (1-0.3)$$

$$= 18\% + 8\% \times 0.528355 \times 0.7$$

$$= 18\% + 2.9588$$

$$= 20.96\%$$

$$\text{WACC}_L = D/V K_d (1-T) + E/V K_s$$

$$= (15/43.39) \times 10\% \times (1-0.3) + (28.39/43.39) \times 20.96\%$$

$$= 15.70\%$$

จากแนวคิดนี้พบว่ายิ่งมีการกู้ยืมมากเท่าใดจะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักมีค่าลดลงเพราะดอกเบี้ยจ่ายช่วยประหยัดภาษี แนวคิดนี้จึงสนับสนุนให้กู้ยืมมาก

ข้อจำกัดอย่างหนึ่งที่มีผลต่อการก่อหนี้ของบริษัทอยู่ในรูปของต้นทุนล้มละลาย (bankruptcy costs) การที่บริษัทมีหนี้สินสูงอาจมีความเป็นไปได้ที่ไม่สามารถจ่ายชำระคืนเงินกู้ให้แก่เจ้าหนี้ตามสัญญาได้ และเมื่อมีเหตุการณ์เช่นนี้เกิดขึ้นแล้วสุดท้ายสิทธิการเป็นเจ้าของในสินทรัพย์จะถูกโอนจากผู้ถือหุ้นสามัญไปเป็นเจ้าของหนี้ต่อไป

บริษัทจะกลายเป็นบริษัทล้มละลายเมื่อมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทเท่ากับมูลค่าของหนี้สินที่ได้ก่อขึ้น และเมื่อเป็นเช่นนั้น มูลค่าของส่วนของของผู้ถือหุ้นจะเท่ากับศูนย์ และผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องยกอำนาจในการบริหารบริษัทไปให้แก่เจ้าหนี้แทน (พูนศักดิ์ แสงสันต์ และ กิติพิพันธ์ คงสวัสดิ์เกียรติ, 2009: หน้า 315 แปลจาก fundamentals of corporate finance ของ Ross และ Jordan, 2008) ข้อสมมุติของ MM ประการหนึ่งคือไม่มีต้นทุนจากการล้มละลาย (no bankruptcy costs) แต่ในทางปฏิบัติ บริษัทที่อยู่ในภาวะล้มละลาย จะต้องเสียค่าใช้จ่ายในเรื่องของทนาย และค่าใช้จ่ายทางบัญชีสูงมาก นอกจากนี้บริษัทยังประสบปัญหาในการรักษาลูกค้าเดิม ผู้ขายวัตถุดิบ รวมทั้งพนักงานไว้ การล้มละลายยังทำให้บริษัทต้องขายสินทรัพย์ออกไปในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นจะเห็นได้ว่าต้นทุนที่เกี่ยวกับการล้มละลายอาจจะหักกลบลบกันไปกับผลประโยชน์ที่เกิดจากการกู้ยืมเงินจากการช่วยประหยัดภาษีของดอกเบี้ย ทำให้เกิดการพัฒนาแนวคิดที่เรียกว่า The trade off theory of leverage ซึ่งบริษัทจะต้องเลือก (trade-off) ระหว่างผลประโยชน์ของหนี้สินกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

### 2.6.2 ต้นทุนโครงสร้างเงินทุนแบบสถิต: Static Trade-Off Theory

ทฤษฎีนี้มาพัฒนามาจากสมมุติฐานของ Modigliani และ Miller (1963) ทฤษฎีนี้กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของบริษัททำได้โดยการเปรียบเทียบระหว่างประโยชน์และต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมเพิ่มขึ้น (Cole, 2008) ซึ่งประโยชน์จากการมีหนี้สินคือดอกเบี้ยจ่ายสามารถประหยัดภาษี ส่วนต้นทุนของการมีหนี้สินคือต้นทุนการล้มละลาย (bankruptcy costs) (Kim 1978; Kraus and Litzenberger, 1973) และต้นทุนตัวแทน (Jensen and Meckling 1976; Myers, 1977) ตามทฤษฎีนี้บริษัทที่มีความมั่นคง มีสินทรัพย์ค้ำประกันมาก และมีกำไรที่ต้องเสียภาษีมากจะมีอัตราส่วนหนี้สินสูง Titman and Wessels (1988) กล่าวว่าบริษัทที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันมากจะทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้มาก เพราะถ้าการลงทุนที่กู้ยืมเงินไปล้มเหลว เจ้าหนี้จะสามารถ charge เอากับหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ ตามทฤษฎีนี้บริษัทที่มีกำไรมากจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษีโดยการกู้ยืม เพราะมีโอกาสน้อยที่บริษัทเหล่านี้จะล้มละลาย

### 2.6.3 Pecking Order Theory (POT)

Pecking Order Theory ถูกนำเสนอโดย Stewart C. Myers (1984) ทฤษฎีนี้มาจากความอสมมาตรของข้อมูล (asymmetric information) นั่นคือผู้จัดการหรือผู้บริหารทราบเกี่ยวกับแนวโน้มอนาคต ความ

เสียง และมูลค่าของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก เนื่องจากผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุน ซึ่งสามารถสังเกตได้จากการที่ราคาหุ้นสามัญเปลี่ยนแปลงอันเกิดจากการประกาศของผู้บริหาร ตัวอย่างเช่น ถ้าผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่ม โดยปกติราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเพราะนักลงทุนตีความว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มเป็นสัญญาณถึงความมั่นใจที่ผู้บริหารมั่นใจถึงกำไรสุทธิในอนาคต หรืออีกนัยหนึ่งการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลเป็นการส่งผ่านข้อมูลจากผู้บริหารถึงนักลงทุน

ข้อมูลที่ไม่สมมาตร (asymmetric information) มีผลต่อการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน แหล่งเงินทุนภายนอกซึ่งนำไปสู่ Pecking Order ซึ่งกล่าวว่าทฤษฎีนี้กล่าวว่าบริษัทพอใจที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในคือจากกำไรสะสมมากกว่าการจัดหาเงินทุนจากการระดมทุนจากการออกหุ้นทุน ถ้าแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ จะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยในขั้นแรกจะกู้ยืมจากธนาคาร หลังจากนั้นจะใช้หนี้สาธารณะ และแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นทุน ดังนั้นบริษัทที่มีกำไรจึงมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อมาลงทุนในโครงการใหม่น้อยเพราะบริษัทเหล่านี้มีเงินทุนเพียงพอในรูปกำไรสะสม Ross (1977) อธิบายว่าหนี้สินเป็นวิธีที่จะเพิ่มความไว้วางใจนักลงทุนที่มีต่อบริษัท ถ้าบริษัทระดมเงินทุนโดยการกู้ยืม เป็นสัญญาณให้ตลาดทราบว่าบริษัทคาดหวังการเพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดในอนาคต ดังนั้นยิ่งระดับหนี้สินมากแสดงถึงความมั่นใจของผู้จัดการที่มีต่อเงินสดในอนาคต ถ้าบริษัทจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญสำหรับรองรับโครงการลงทุนใหม่ นักลงทุนจึงตีความหมายในเชิงลบ

การนำทฤษฎี Pecking Order ไปใช้

1. บริษัทพอใจจะใช้แหล่งเงินทุนภายใน
2. บริษัทปรับอัตราเงินปันผลจ่ายตามเป้าหมายให้เหมาะกับโอกาสในการลงทุน ในขณะที่พยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลในทันทีทันใด
3. นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ sticky รวมทั้งความไม่แน่นอนของกำไรซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ และโอกาสในการลงทุน หมายความว่ากระแสเงินสดซึ่งเกิดจากแหล่งภายในบางครั้งมากกว่าการลงทุนประเภททุน และบางครั้งน้อยกว่า ถ้ามากกว่าบริษัทจะชำระหนี้สิน หรือลงทุนในหลักทรัพย์เปลี่ยนมือง่าย ถ้าน้อยกว่าบริษัทจะดึงเงินสดออกมาใช้ หรือขายหลักทรัพย์เปลี่ยนมือง่าย
4. ถ้าต้องการแหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทจะออกหุ้นกู้ก่อน หลังจากนั้นอาจจะออกหลักทรัพย์แบบผสม (hybrid) เช่นหุ้นกู้ที่สามารถแปลงสภาพได้ และจะออกหุ้นสามัญเป็นแหล่งสุดท้าย

ตามทฤษฎีนี้จะไม่มียัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นตามเป้าหมาย (target debt-equity mix) เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของสองแหล่ง ภายในและภายนอก ชนิดหนึ่งคือกำไรสะสมซึ่งอยู่ลำดับแรกของ Pecking Order และลำดับสุดท้ายของ Pecking Order ตาม Pecking Order อธิบายว่าทำไมบริษัทที่ทำกำไรดีตามปกติกู้ยืมน้อย ไม่ใช่เพราะบริษัทเหล่านี้มีเป้าหมายอัตราส่วนหนี้สินที่ต่ำแต่

เพราะบริษัทเหล่านี้ไม่ต้องการใช้แหล่งเงินทุนภายนอก บริษัทที่มีกำไรน้อยออกหุ้นกู้เพราะเขาไม่มีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอสำหรับโครงการลงทุน ตามทฤษฎี Pecking Order ความดึงดูดใจในเรื่องประหยัดภาษีของดอกเบี้ยมีความสำคัญเป็นอันดับสอง อัตราส่วนหนี้สินจะเปลี่ยนแปลงเมื่อเกิดความไม่สมดุลระหว่างกระแสเงินสดจากแหล่งเงินทุนภายใน เงินปันผล และโอกาสในการลงทุนที่แท้จริง บริษัทที่มีกำไรสูงแต่มีโอกาสนำการลงทุนน้อยจะลดอัตราส่วนหนี้สินลงให้ต่ำ บริษัทที่มีโอกาสนำการลงทุนแต่แหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอจะกู้ยืมเพิ่มขึ้น ทฤษฎีนี้อธิบายความสัมพันธ์ภายในอุตสาหกรรมที่สวนทางกันระหว่างประสิทธิภาพการทำกำไรและการจัดหาเงินทุน โดยการกู้ยืม สมมุติว่าตามปกติบริษัทลงทุนเพื่อให้เจริญเติบโตทันกับบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ดังนั้นอัตราการลงทุนจะคล้ายคลึงกันภายในอุตสาหกรรม ถ้าการจ่ายเงินปันผลเป็นไปอย่างเข้มงวด บริษัทที่มีกำไรน้อยจะมีแหล่งเงินทุนภายในน้อยและจะจบลงด้วยการกู้ยืมมากขึ้น

## 2.7 การใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหาร

เมื่อผู้บริหารได้รับการมอบอำนาจในการตัดสินใจจากผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งในผลประโยชน์ (conflict of interest) agency theory เมื่อกลุ่มบุคคลหนึ่ง (the principals) จ้างบุคคลอื่น (the agent) เพื่อให้บริหารงานแทนโดยมอบอำนาจหน้าที่ในการตัดสินใจให้กับตัวแทนนั้น ความสัมพันธ์นี้มีอยู่ด้วยกันสองกลุ่มคือ 1) ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร และ 2) ระหว่างผู้ถือหุ้นผ่านผู้บริหารกับเจ้าหนี้

### 1) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร อาจเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ 100 เปอร์เซ็นต์จึงมีแรงจูงใจที่ผู้บริหารจะไม่พยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น เช่นอาจซื้อรถประจำตำแหน่งแพง ๆ ให้ตนเอง ซื้อเครื่องบินส่วนตัว การกำหนดวันลาพักผ่อนที่มาก เพราะผลประโยชน์ต่าง ๆ (perquisites) มากขึ้นเพราะค่าใช้จ่ายส่วนนี้จะเป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นบุคคลภายนอกบางส่วน ความขัดแย้งดังกล่าวจะเกิดได้มากถ้าผู้บริหารมีเงินสดไว้ใช้จ่ายมากเกินไป ผู้บริหารอาจใช้เงินสดนั้นลงทุนในโครงการที่ไม่น่าลงทุน หรือนำเงินไปใช้จ่ายส่วนตัว เช่นการตกแต่งห้องทำงานให้หรูหรา การตั้งงบประมาณสำหรับผู้บริหารไปพักผ่อนต่างประเทศ ซึ่งสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้ไม่มีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นสูงสุด แต่ถ้าบริษัทมีกระแสเงินสดที่สามารถนำไปใช้จ่ายก็อาจทำให้ไม่สามารถนำเงินไปใช้ในสิ่งที่ไม่เกิดประโยชน์ต่อมูลค่าหุ้นได้น้อย บริษัทสามารถลดเงินสดที่มีมากเกินไปความจำเป็นได้หลายวิธีเช่น การจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น การซื้อหุ้นสามัญกลับคืน (stock repurchases) หรือใช้วิธีใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้น โดยพิจารณาว่าถ้าบริษัทมีภาระหนี้สินเพิ่มจะทำให้ผู้บริหารมีความระมัดระวังในการดำเนินงานมากขึ้น ถ้าบริษัทไม่สามารถชำระหนี้สินได้บริษัทอาจถูกบังคับให้ล้มละลายได้ และผู้บริหารจะตกงาน การซื้อกิจการด้วยหนี้สิน (leverage buyout: LBO) วิธีนี้จะใช้

หนี้สินเพื่อชำระค่าหุ้นสามัญของบริษัท ภาระหนี้สินที่สูงทำให้ผู้บริหารระมัดระวังการใช้จ่ายเงินสด เช่นผู้บริหารอาจไม่ตั้งงบค่าใช้จ่ายสำหรับไปพักผ่อน

## 2) ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นผ่านผู้บริหารกับเจ้าหนี้

ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นผ่านผู้บริหารกับเจ้าหนี้ โดยที่เจ้าหนี้จะมีสิทธิในรายได้ (earnings) ของบริษัทบางส่วน จากการชำระดอกเบี้ยและเงินต้นให้แก่เจ้าหนี้ นอกจากนี้เจ้าหนี้ยังมีสิทธิเหนือสินทรัพย์ของบริษัท ในกรณีที่บริษัทล้มละลาย ในขณะที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของจะมีอำนาจ (ผ่านผู้บริหาร) ในการตัดสินใจเรื่องต่าง ๆ ที่จะมีผลต่อกำไรและความเสี่ยงของบริษัท ถ้าต่อมาเจ้าของ ตัดสินใจรับโครงการขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงสูงกว่าที่เจ้าหนี้ได้คาดการณ์ไว้มาก ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนี้ทำให้อัตรากลับผลตอบแทนที่ต้องการของเจ้าหนี้สูงขึ้น และทำให้ราคาของหุ้นกู้ที่มีอยู่เดิมลดลง ถ้าโครงการใหม่ประสบความสำเร็จ ผู้เป็นเจ้าของจะได้ประโยชน์ เนื่องจากเจ้าหนี้เดิมจะได้รับแต่อัตราดอกเบี้ยที่คงที่ในอัตราเดิม แต่ถ้าโครงการใหม่นี้ล้มเหลว เจ้าหนี้จะต้องมาร่วมเฉลี่ยความสูญเสียนี้ด้วย หรือในกรณีที่ผู้บริหารกู้ยืมเงินมาเพิ่มเพื่อนำเงินมาซื้อหุ้นสามัญกลับคืนเพื่อให้อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity) สูงขึ้น มูลค่าของหนี้เดิมอาจจะลดลง เนื่องจากการมีหนี้เพิ่มขึ้น ทำให้มีผู้ที่มีสิทธิในกระแสเงินสดและสินทรัพย์ของบริษัทมีมากขึ้น ในทั้งสองกรณี คือ ทั้งการที่สินทรัพย์มีความเสี่ยงสูงขึ้น และการเพิ่มหนี้สิน เจ้าของจะได้รับประโยชน์จากการที่เจ้าหนี้เสียประโยชน์ ( เริงรัก จำปาเงิน. 2543 : แปลจาก Fundamentals of Financial Management ของ Brigham and Huston (2001) )

แนวคิดการใช้วิธีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพื่อควบคุมผู้บริหารเป็นแนวคิดที่ได้รับการสนับสนุนจาก Jensen and Meckling (1976) :กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมไม่ได้ถูกกำหนดด้วยผลของภาษี แต่เพราะ agency costs ของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น ความจริงนี้สามารถอธิบายได้ถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ปัญหาแรกคือปัญหาผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้โดยผ่านผู้บริหาร เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหานี้ผู้ถือหุ้นอาจจะออกเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญาการกู้ หรืออาจต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง ปัญหาที่สองระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ผู้บริหารจะพยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ตัวเองโดยเป็นต้นทุนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการมีต้นทุนของตัวแทน (agency costs) ทั้งทางด้านเจ้าหนี้ และเจ้าของ ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมคือจุดที่ต้นทุนของตัวแทน (agency costs) ต่ำสุด

## 2.8 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับวิสาหกิจขนาดย่อม

วิสาหกิจขนาดย่อม (Small and Medium Enterprises: SMEs) บางทีเรียกว่าธุรกิจขนาดเล็ก

### 2.8.1 วิสาหกิจขนาดย่อมครอบคลุมกิจการ 3 กลุ่มใหญ่ได้แก่

1. การผลิต (Product Sector) ครอบคลุมการผลิตในภาคเกษตรกรรม (Agricultural Processing) ภาคอุตสาหกรรม (Manufacturing) และเหมืองแร่ (Mining)

2. การค้า (Trading Sector) ครอบคลุมการค้าส่ง (Wholesale ) และการค้าปลีก (Retail)

3. การบริการ (Service Sector)

2.8.2 เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกกิจการของรัฐกิจขนาด เล็ก

เกณฑ์ที่ใช้ในการจำแนกกิจการว่าจะเป็นวิสาหกิจขนาดกลางหรือขนาดย่อมคือ

- 1) มูลค่าชั้นสูงของสินทรัพย์ถาวร
- 2) จำนวนการจ้างงาน

การจำแนกประเภทของ SMEs โดยใช้มูลค่าชั้นสูงของสินทรัพย์ถาวร สามารถจำแนกได้ดังนี้

1. การผลิต: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 ล้านบาท
2. การบริการ: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 ล้านบาท
3. การค้า

3.1 ค้าส่ง: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 100 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 ล้านบาท

3.2 ค้าปลีก วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 60 ล้านบาท วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 30 ล้านบาท

การจำแนกประเภทของ SMEs โดยใช้เกณฑ์จากจำนวนการจ้างงานสามารถจำแนกได้ดังนี้

1. การผลิต: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 คน
2. การบริการ: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 200 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 50 คน
3. การค้า

3.1 ค้าส่ง: วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 50 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 25 คน

3.2 ค้าปลีก วิสาหกิจขนาดกลางไม่เกิน 30 คน วิสาหกิจขนาดเล็กไม่เกิน 15 คน

## 2.9 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Campbell , K. & Jerzemowska , M. (2001) วิจัยเรื่อง Capital structure decisions made by companies in transitional economy ใช้สถิติ regression ในการวัดผลของขนาดบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร โอกาสในการเจริญเติบโต ค่าใช้จ่ายที่ช่วยประหยัดภาษีนอกเหนือจากดอกเบี้ย และโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัท ที่มีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาสนับสนุน Pecking Order theory

Kyereboah-Coleman, A. (2007) วิจัยเรื่อง The impact of capital structure on the performance of microfinance institutions โดยศึกษาสถาบันการเงินขนาดเล็ก 52 สถาบันในประเทศกานา ใช้สถิติ Regression ผลการศึกษาพบว่าสถาบันการเงินขนาดเล็กส่วนใหญ่มีอัตราส่วนหนี้สิน และใช้การกู้ยืม

ระยะยาวมากกว่าการกู้ยืมระยะสั้น สถาบันที่มีอัตราส่วนหนี้สินสูงมีผลการดำเนินงานดี โดยพิจารณาจากการมีลูกค้านามากกว่า เกิดการประหยัดทางเศรษฐกิจ และมีความสามารถในการรับความเสี่ยงมากกว่า

Margaritis, D. & Psillaki, M. (2007) วิจัยเรื่อง Capital Structure and Firm Efficiency โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมกับประสิทธิภาพของบริษัท จากจำนวนตัวอย่าง 12,240 บริษัทในประเทศกรีซแลนด์ โดยใช้สถิติ Data Envelopment Analysis (DEA) และสถิติ quartile regression ผลการศึกษาพบว่า มีประสิทธิภาพของบริษัทเป็นบวกที่ระดับหนี้สินต่ำถึงระดับกลาง และเป็นลบที่ระดับหนี้สินสูง ขนาดของบริษัทไม่มีผลต่อระดับหนี้สิน ผลของสินทรัพย์ที่มีตัวตนและกำไรที่มีต่อระดับหนี้สินเป็นบวก

Mazur, K. (2007) วิจัยเรื่อง The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies กลุ่มตัวอย่างคือบริษัทในประเทศโปแลนด์ จำนวน 238 บริษัท ระหว่างปี 2000-2004 ใช้สถิติ Correlation และ Multiple Regression ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างสินทรัพย์ ประสิทธิภาพในการทำกำไร ขนาดของบริษัท สภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราส่วนหนี้สิน ในขณะที่ลักษณะเฉพาะของผลิตภัณฑ์มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน ผลการศึกษานับสนุน Pecking Order theory

Ebaid (2009) วิจัยเรื่อง The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มบริษัทตัวอย่างในประเทศอียิปต์จำนวน 64 บริษัท ใช้ข้อมูลระหว่างปี 1997-2005 ตัววัดผลการดำเนินงานที่ใช้คืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิต่อยอดขาย (Profit margin) ใช้สถิติ Multiple regression ผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลน้อย จนถึงไม่มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

Omran, M. & Pointon, J. (2009) วิจัยเรื่อง Capital structure and firm characteristics : An Empirical Analysis Analysis From Egypt โดยใช้ตัวอย่างจำนวน 64 บริษัทของประเทศอียิปต์ใช้ข้อมูลระหว่างปี 1997-2005 ใช้สถิติ Multiple Regression ผลการศึกษาพบว่า โครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตรากำไรขั้นต้น

Parlak, D. (2010) วิจัยเรื่อง Determinants of Capital Structure Policies of Turkish Manufacturing Firms โดยใช้ตัวอย่างบริษัทในประเทศตุรกี จำนวน 145 บริษัทซึ่งมีงบการเงินระหว่างปี 2004-2008 ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรอิสระได้แก่ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรของบริษัท ขนาดของบริษัท ความเสี่ยง อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท หลักประกันการกู้ยืม ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทางลบกับ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ความเสี่ยง และมีความสัมพันธ์ทาง

ลกับ ขนาดของบริษัท และหลักประกันการกู้ยืม ซึ่งสอดคล้องกับ Pecking Order Theory กล่าวคือ บริษัทพอใจใช้แหล่งเงินทุนภายในของกิจการในการลงทุน และสอดคล้องกับทฤษฎี Market Timing Thesis โดยปีที่บริษัทประสบปัญหาทางธุรกิจ มูลค่าหุ้นตกลง และขาดแคลนแหล่งเงินทุนภายใน บริษัทจะพึงการกู้ยืมธนาคารไม่ว่าขนาดของบริษัทจะเป็นอย่างไร และความเสียหายของบริษัทจะมากหรือน้อยเพียงใด

Qiu, M. & La, B. (2010) วิจัยเรื่อง Firm characteristics as Determinants of Capital Structures in Australia โดยศึกษาข้อมูล 367 บริษัทในประเทศออสเตรเลีย โดยข้อมูลที่น่ามาศึกษาอยู่ระหว่างปี 1992-2006 ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับสินทรัพย์ที่มีตัวตน แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตรการเจริญเติบโตที่คาดหวัง ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่กู้ยืมมีผลกำไรดีกว่าบริษัทที่ไม่กู้ยืม ประสิทธิภาพกำไร และขนาดของบริษัทไม่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Pecking Order theory และ Agency theory แต่ไม่สอดคล้องกับ Trade-off theory

Afza, T. & Hussain, A. (2011) วิจัยเรื่อง Determinants of Capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan โดยใช้สถิติ Regression จำนวนตัวอย่าง 26 บริษัทในอุตสาหกรรมรถยนต์ของประเทศปากีสถาน ตัวแปรตามได้แก่อัตราส่วนหนี้สิน ตัวแปรอิสระได้แก่สินทรัพย์ที่มีตัวตน ขนาดของบริษัท ประสิทธิภาพในการทำกำไร สภาพคล่อง ต้นทุนเงินทุน ประโยชน์ด้านภาษีจากการกู้ยืม ประโยชน์ด้านภาษีจากรายการอื่นที่ไม่ได้เกิดจากการกู้ยืม ผลการศึกษาพบว่า ประสิทธิภาพในการทำกำไร ประโยชน์ด้านภาษี สภาพคล่องมีผลต่ออัตราส่วนหนี้สินซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Trade-off Theory และ Pecking Order Theory