

บทที่ 5

การอภิปรายและสรุปผลการวิจัย

โครงสร้างของบท

จากบทที่ผ่านมาผลการทดลองได้ถูกนำไปวิเคราะห์ในรูปแบบของกราฟ และเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มข้อมูล รวมทั้งการวิเคราะห์ความแปรปรวนของข้อมูล ในบทนี้จะสรุปผลการทดลองที่ผ่านมาทั้งหมด หลังจากนั้นจะเปรียบเทียบผลการทดลองที่ได้กับทฤษฎีและงานศึกษาวิจัยของท่านอื่น ๆ ที่ได้เคยศึกษาไว้ ในส่วนของข้อเสนอแนะนั้นผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าแนวความคิดของท่านต่าง ๆ ในการจัดการโครงสร้างเงินทุนว่าในสภาพความเป็นจริงผู้บริหารใช้ปัจจัยอะไรในการพิจารณา ในตอนท้ายของบทผู้วิจัยได้สรุปประโยชน์ที่ได้จากการใช้แบบจำลองในการศึกษาวิจัยซึ่งช่วยให้การทดลองดำเนินไปด้วยความสะดวก รวดเร็ว และประหยัดค่าใช้จ่าย จากนั้นเป็นข้อเสนอแนะของผู้วิจัยสำหรับการศึกษาวิจัยในอนาคต

สรุปผลการทดลอง

จากผลการทดลองพบว่าแบบจำลองสุ่มสามารถใช้ในการศึกษาโครงสร้างเงินทุนได้ โดยแบบจำลองสุ่มสามารถจำลองสถานการณ์การลงทุนต่าง ๆ ได้ตามเงื่อนไขการทดลองของผู้วิจัย นอกจากนี้แบบจำลองยังช่วยให้สามารถควบคุมและสังเกตพฤติกรรมของตัวแปรต่าง ๆ ได้โดยง่าย

ผลการทดลองแสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าระดับโครงสร้างเงินทุนมีอิทธิพลต่อผลการลงทุนของกิจการ การเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุน ช่วงแรกจะทำให้ผลการลงทุนของกิจการเพิ่มขึ้น แต่ถ้าเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนไปเรื่อย ๆ จนเกินค่าที่เหมาะสมจะพบว่าผลการลงทุนของกิจการมีค่าลดลง ยกเว้นในกรณีที่บรรยากาศการลงทุนเกิดจากการผสมผสานระหว่างสภาพเศรษฐกิจดีกับระดับความเสี่ยงต่ำ การเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนยังคงทำให้ผลการลงทุนของกิจการมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งในทางปฏิบัติจริงนักลงทุนควรหลีกเลี่ยงที่จะใช้สัดส่วนหนี้สินในระดับที่สูงจนเกินความพอดี แม้ว่าในกรณีนี้จะให้ผลการลง

ทุนที่ดีกว่าก็ตาม ทั้งนี้เนื่องจากในสภาพความเป็นจริง สภาพเศรษฐกิจ และระดับความเสี่ยงไม่ได้คงที่ตลอดช่วงระยะเวลาการดำเนินธุรกิจ แต่จะมีเรื่องความไม่แน่นอนของบรรยากาศการลงทุนเข้ามาเกี่ยวข้อง การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจะทำให้กิจการเสี่ยงต่อการล้มละลายมากขึ้น ดังจะเห็นได้ชัดเจนจากการทดลองในกรณีเศรษฐกิจชะลอตัว ระดับความเสี่ยงสูง และกรณีเศรษฐกิจชะลอตัว ระดับความเสี่ยงต่ำ เมื่อทั้งสองกรณีนี้เพิ่มสัดส่วนของหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนจนเกินระดับที่เหมาะสม

ผลการทดลองยังแสดงให้เห็นอีกว่า บรรยากาศการลงทุนที่เอื้ออำนวยต่อการลงทุนมากที่สุดคือ กรณีเศรษฐกิจดี ระดับความเสี่ยงต่ำ รองลงมาคือ กรณีเศรษฐกิจดี ระดับความเสี่ยงสูง ในขณะที่บรรยากาศการลงทุนที่ส่งผลด้านร้ายต่อการลงทุนมากที่สุดคือ กรณีเศรษฐกิจชะลอตัว ระดับความเสี่ยงสูง

ผลที่ได้จากการทดลองชี้ให้เห็นชัดเจนว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ มีอิทธิพลต่อผลการลงทุนของกิจการเช่นกัน กล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ต่ำกว่าจะให้ผลการลงทุนที่ดีกว่า และมีความเสี่ยงต่อการล้มละลายน้อยกว่า ดังนั้นนอกจากจะต้องพิจารณาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแล้วผู้บริหารกิจการควรรหาแหล่งเงินทุนที่มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่ำด้วย นอกจากนี้พบว่าผลการลงทุนของกิจการจะดีหรือไม่ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางสภาพเศรษฐกิจมากกว่าปัจจัยทางด้านความเสี่ยง

ผลการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียวเพื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มแสดงให้เห็นว่าการใช้ระดับโครงสร้างเงินทุนที่ต่างกัน มีอิทธิพลทำให้ผลการลงทุนของกิจการต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % ยกเว้นในกรณีเศรษฐกิจชะลอตัว ความเสี่ยงสูง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่ำ และกรณีเศรษฐกิจชะลอตัว ความเสี่ยงสูง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปานกลาง

นอกจากนี้จากการวิเคราะห์ความแปรปรวน ยังพบอีกว่า ปัจจัยทั้งสี่ชนิด คือ สภาพเศรษฐกิจ ระดับความเสี่ยง อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ และระดับโครงสร้างเงินทุน ล้วนมีอิทธิพลต่อผลการลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % และพบว่าปฏิสัมพันธ์สองทาง (two-way interactions) ของปัจจัยเหล่านี้มีอิทธิพลร่วมต่อผลการลงทุนของกิจการเช่นกัน ยกเว้นในคู่ของ สภาพเศรษฐกิจ กับระดับความเสี่ยง

ผลการวิจัยเมื่อเปรียบเทียบกับทฤษฎี และงานวิจัยที่ผ่านมา

ผลที่ได้จากงานวิจัยนี้เมื่อเปรียบเทียบกับทฤษฎีและผลงานวิจัยของท่านอื่น ๆ ในอดีตที่ผ่านมา จะอยู่ในฝ่ายสนับสนุนความเชื่อที่ว่าสามารถหาจุดที่อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนเหมาะสม

ได้ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Traditional Approach และทฤษฎี M & M Approach นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Jack R. Lohmann และ R.V. Oakford (1982) กล่าวคือ การใช้ประโยชน์จากหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนในช่วงแรกผลการลงทุนของกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นจนกระทั่งถึงค่าหนึ่งการเพิ่มอัตราหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเข้าไปอีกจะทำให้ผลการลงทุนของกิจการมีค่าต่ำลง

ทั้งนี้การวิจัยนี้ใช้แบบจำลองสุ่มซึ่งมีความซับซ้อน และใกล้เคียงสภาพความเป็นจริงมากกว่าการวิจัยของ Lohmann และ Oakford กล่าวคือ มีค่าดัชนีต่าง ๆ เข้ามาเกี่ยวข้อง เช่น ดัชนีค่าจ้าง ดัชนีผู้บริโภค เป็นต้น นอกจากนี้ในงานวิจัยนี้ยังได้มีการแยกศึกษาผลการลงทุนออกเป็นแต่ละบรรยากาศการลงทุนและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ รวมทั้งมีการศึกษาถึงปัจจัยทางด้าน สภาพเศรษฐกิจ และระดับความเสี่ยงด้วย เพราะฉะนั้นผลการวิจัยนี้จึงให้รายละเอียดที่ลึกลงไปในแต่ละกรณีมากกว่า

ข้อเสนอแนะในการจัดการโครงสร้างเงินทุน

จากการวิจัยพบว่าโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการเติบโตของกิจการ ดังนั้นการบริหารโครงสร้างเงินทุนจึงเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้บริหารควรคำนึงถึง ในทางปฏิบัติมีปัจจัยมากมายที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน เช่น

1. โครงสร้างภาษีของธุรกิจ เพราะการมีหนี้สินจะมีดอกเบี้ยจ่ายซึ่งสามารถประหยัดภาษีได้ถึงอัตราภาษีสูงขึ้น ดอกเบี้ยจ่ายจากการมีหนี้สินจะช่วยประหยัดภาษีได้มากขึ้น กฎหมายภาษีมียมีส่วนช่วยส่งเสริมให้กิจการใช้ประโยชน์จากหนี้สินในการบริหารงาน เนื่องจากสามารถนำดอกเบี้ยที่ต้องชำระแก่เจ้าของเงินที่ขอสินเชื่อไปเป็นค่าใช้จ่ายที่นำไปหักออกจากรายได้ ก่อนนำไปคิดภาษีได้ ทำให้ประหยัดภาษีที่ต้องชำระ ในขณะที่ส่วนของเงินปันผลไม่สามารถถือเป็นค่าใช้จ่ายที่จะนำไปหักออกจากรายได้ก่อนนำไปคิดภาษี จึงไม่สามารถช่วยให้กิจการประหยัดภาษีที่ต้องจ่ายได้ (ธงชัยและชัยยศ, 2534)
2. ต้นทุนของแหล่งเงินทุน ผู้บริหารควรมองหาแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำสุด ซึ่งโดยปกติจะเป็นสิ่งที่กระทำอยู่แล้ว (ธนิดา, 2535) การมีแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำช่วยให้กิจการมีดอกเบี้ยที่ต้องชำระน้อย ส่งผลให้ระดับความเสี่ยงเนื่องจากการขาดเงินในการชำระดอกเบี้ยน้อยลง ทำให้ผู้บริหารสามารถใช้ประโยชน์จากหนี้สินได้มากขึ้น ซึ่งส่งผลให้กิจการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการใช้เงินทุนจากแหล่งที่มีต้นทุนสูง
3. บรรยากาศการลงทุน จากการศึกษาวิจัยของท่านอื่น ๆ ในอดีตที่ผ่านมา พบว่าสภาพเศรษฐกิจ และระดับความเสี่ยงมีอิทธิพลต่อผลการลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(Chansa-ngavej, 1989, กิตติรัตน์, 2537) ในสภาพเศรษฐกิจดีและระดับความเสี่ยงต่ำ จะเอื้ออำนวยต่อการลงทุน ดังนั้นผู้บริหารควรใช้ประโยชน์จากหนี้สินมากขึ้น ในขณะที่สภาพเศรษฐกิจชะลอตัว ระดับความเสี่ยงสูง ซึ่งเป็นสภาพที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการลงทุน ผู้บริหารควรใช้ประโยชน์จากหนี้สินน้อยลง

4. ควรศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่ประกอบธุรกิจประเภทเดียวกัน ว่าบริหารโครงสร้างเงินทุนอย่างไร และผลประกอบการในอดีตเป็นอย่างไร กิจการที่ประกอบธุรกิจประเภทเดียวกันส่วนใหญ่จะใช้โครงสร้างเงินทุนใกล้เคียงกัน ดังนั้นผู้บริหารกิจการควรศึกษาว่าในธุรกิจที่ลงทุนนั้นส่วนใหญ่ผู้ประกอบการรายอื่น ๆ ใช้โครงสร้างเงินทุนเท่าใด และผลประกอบการในอดีตของกิจการเหล่านั้นเป็นอย่างไร (Viscione and Roberts, 1987)

5. เสถียรภาพของยอดขาย เสถียรภาพของยอดขายและอัตราหนี้สินมีความสัมพันธ์กัน ถ้ายอดขายและรายได้จากการขายมีเสถียรภาพ ผู้บริหารสามารถกำหนดอัตราหนี้สินที่เหมาะสมได้ โดยมีความเสี่ยงน้อยกว่าในกรณีที่ยอดขายมีความแปรปรวน (Weston and Brigham, 1981)

6. การควบคุม กิจการหลายแห่งจงใจก่อนนี้ แล้วนำเงินที่ได้ไปซื้อหุ้นสามัญคืน ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่ใช้ป้องกันบุคคลอื่นจួយโอกาสที่จะเข้าซื้อหุ้นสามัญเพื่อหวังควบคุมกิจการ และอีกประการหนึ่ง ในแง่ของผู้ถือหุ้นที่เกรงว่าถ้าจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มจะทำให้อำนาจการควบคุมของตนลดน้อยลง จึงมักจะยินดีให้ธุรกิจจัดหาเงินทุนโดยการใช้นี้สิน (ธนิตา, 2535)

7. ความพอใจในการจัดการ ความพอใจในการจัดการเป็นลักษณะของผู้บริหารกิจการว่ามีลักษณะกล้าได้กล้าเสียมากเท่าใด ถ้าผู้บริหารไม่ต้องการเสี่ยงมากก็จะบริหารโครงสร้างเงินทุนโดยการใช้นี้สินต่ำ ซึ่งผลตอบแทนที่รับจากการลงทุนก็จะน้อย แต่ถ้าผู้บริหารมีความกล้าเสี่ยงมากผลตอบแทนที่รับจากการลงทุนก็จะมีมากในขณะที่ความเสี่ยงของกิจการก็มากขึ้นด้วยเช่นกัน (Weston and Brigham, 1981)

ประโยชน์ของการใช้แบบจำลองในการวิจัย

ในการทดลองตามปกติ ผู้ทำการทดลองจะใช้กลุ่มตัวอย่างที่เพียงพอให้ผลมีความน่าเชื่อถือได้ทางสถิติเพื่อทำการทดลอง แล้วอนุมานผลที่ได้กับประชากรทั้งหมด แต่ในการทดลองบางอย่างก็ไม่สามารถที่จะปฏิบัติเช่นนั้นได้ เนื่องจากสาเหตุหลายประการ เช่น ค่าใช้จ่ายในการทดลองที่สูงมาก หรือไม่สามารถหากกลุ่มตัวอย่างที่จะมาทำการทดลองได้เพียงพอ เป็นต้น

งานวิจัยนี้เป็นตัวอย่างหนึ่งที่ไม่สามารถทำการทดลองกับกลุ่มตัวอย่างจริงตามปกติได้ เนื่องจากในสภาพความเป็นจริงไม่สามารถที่จะหาบริษัทที่กล้าเสี่ยงต่อการล้มละลาย โดยยอม

ทำตามเงื่อนไขการทดลองทุกอย่างได้ ผู้วิจัยจึงได้เลือกใช้แบบจำลองสุ่มในการศึกษา ซึ่งมีประโยชน์หลายประการ เช่น

1. ไม่มีข้อจำกัดในเรื่องของกลุ่มตัวอย่างที่จะใช้ในการทดลอง ผู้วิจัยสามารถกำหนดจำนวนของบริษัทที่จะใช้ในการทดลองได้โดยอิสระตามที่ต้องการ
2. ง่ายต่อการศึกษา การใช้แบบจำลองทำให้ผู้ทำการวิจัยสามารถควบคุมและสังเกตพฤติกรรมของปัจจัยต่าง ๆ ได้ นอกจากนี้ยังสามารถหาผลลัพธ์ของการวิจัยได้ในเวลาอันรวดเร็วเมื่อเทียบกับถ้าต้องทำการทดลองกับบริษัทจริง ซึ่งในงานวิจัยนี้กำหนดช่วงระยะเวลาการศึกษาไว้ถึง 10 ปี
3. ใช้ค่าใช้จ่ายที่น้อย เนื่องจากการศึกษาใช้ข้อมูลที่เกิดจากการสุ่มและประมวลผลขึ้นมาของเครื่องคอมพิวเตอร์ ดังนั้นจึงประหยัดในส่วนของการค้นหาข้อมูล และที่สำคัญคือ การใช้แบบจำลองไม่ทำให้บริษัทที่ใช้ในการทดลองเสียหาย ซึ่งในที่นี้อาจหมายถึงกรณีที่แย่งที่สุดนั่นคือ การล้มละลายของบริษัท

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การศึกษาในงานวิจัยนี้เป็นการศึกษาอย่างกว้าง ๆ ไม่ได้ศึกษาลึกลงไปในอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่งโดยเฉพาะ ผลสรุปที่ได้สามารถอธิบายผลกระทบที่เกิดจากการใช้โครงสร้างเงินทุนต่าง ๆ กัน ในภาพกว้าง ๆ ทั่ว ๆ ไป ดังนั้นการศึกษาต่อไปในอนาคตท่านผู้วิจัยควรพิจารณาเลือกศึกษาลึกลงไปในแต่ละอุตสาหกรรมเพื่อสามารถอธิบายผลกระทบของการใช้โครงสร้างเงินทุนต่าง ๆ กันในแต่ละอุตสาหกรรมได้อย่างชัดเจนและใกล้เคียงกับความเป็นจริง ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับผู้บริหารในการพิจารณาดัดลีนใจบริหารโครงสร้างเงินทุนในแต่ละอุตสาหกรรมมากกว่า ทั้งนี้เนื่องจากในความเป็นจริงค่าตัวแปรต่าง ๆ ในแต่ละอุตสาหกรรมมีค่าแตกต่างกัน นอกจากนี้ควรนำค่าใช้จ่ายในการบริหารโครงสร้างเงินทุน ซึ่งคือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการปรับระดับโครงสร้างเงินทุนให้เป็นไปตามความต้องการ (Myers, 1984) มาพิจารณาร่วมด้วย เพื่อความสมจริงมากขึ้นของแบบจำลอง

สรุปท้ายบท

ผลการวิจัยนี้สนับสนุนให้มีการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนเนื่องจากให้ผลการดำเนินการที่ดีกว่าการใช้ส่วนของเจ้าของทุนฝ่ายเดียว แต่ทั้งนี้ควรพิจารณาใช้สัดส่วนของหนี้สินใน

ระดับที่เหมาะสม เพราะการใช้สัดส่วนของหนี้สินในระดับที่เกินความเหมาะสม จะทำให้ผลการลงทุนของกิจการลดลงและมีความเสี่ยงต่อการล้มละลายมากขึ้น ระดับของสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมนั้นขึ้นอยู่กับลักษณะของอุตสาหกรรมแต่ละชนิด (Viscione and Roberts, 1987) และความสามารถในการบริหารความเสี่ยง นอกจากนี้ผู้บริหารควรหาแหล่งหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ต่ำเพราะจะทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำซึ่งให้ผลการลงทุนที่ดีกว่า



ศูนย์วิทยพัชกร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย