

บทที่ 2

แนวความคิดและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

โครงสร้างของบท

บทนี้กล่าวถึงแนวความคิดของการทำงานวิจัยนี้เกี่ยวกับเรื่องการตัดสินใจเพื่อเลือกโครงการที่จะลงทุน ซึ่งเกณฑ์การตัดสินใจที่ใช้ตั้งอยู่บนพื้นฐานวิธีการทางเศรษฐศาสตร์วิศวกรรม ในส่วนของวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องผู้วิจัยได้รวบรวมผลงานของท่านต่าง ๆ ที่ได้เคยศึกษาวิจัยเกี่ยวกับการจัดการโครงสร้างเงินทุน ซึ่งในที่นี้กล่าวถึงทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน 4 ทฤษฎี เป็นทฤษฎีของ David Durand (อ้างถึงโดย Wert and Prather, 1975) รวม 3 ทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎี Net income Approach ทฤษฎี Net operating income Approach และทฤษฎี Traditional Approach ทฤษฎีที่ 4 คือ ทฤษฎี M & M Approach ของ Merton H. Miller และ Franco Modigliani (อ้างถึงโดย Wert and Prather, 1975) นอกจากนั้นกล่าวถึงผลงานศึกษาค้นคว้าเกี่ยวกับการจัดสรรงบประมาณของ R.V. Oakford และคณะ (1985) และการคิดต้นทุนโครงสร้างเงินทุนด้วยวิธี weighted average cost of capital (Weston and Brigham, 1981) ซึ่งเป็นวิธีที่ใช้ในการคำนวณค่าของต้นทุนในส่วนควบคุมอัตราส่วนโครงสร้างเงินทุนของแบบจำลอง FINANCIER

แนวความคิดในการตัดสินใจเพื่อเลือกลงทุน

ในการตัดสินใจเพื่อเลือกลงทุน ผู้ตัดสินใจจะใช้เกณฑ์การตัดสินใจ ซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานวิธีการทางเศรษฐศาสตร์วิศวกรรม โดยจะประเมินเลือกกลุ่มโครงการที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงสุด ภายใต้งบประมาณที่มีอยู่จำกัด โดยมีได้ใช้ความชอบส่วนตัวในการตัดสินใจ กระแสเงินสดที่ผู้ตัดสินใจใช้ในการประเมินเป็นการคาดคะเนของผู้ตัดสินใจซึ่งได้มาจากข้อมูลจริงในอดีต ทั้งนี้ผู้ตัดสินใจไม่สามารถทราบล่วงหน้าได้ว่า โครงการที่ถูกนำเสนอานั้นจะให้ผลตอบแทนเท่าใด งบประมาณที่เหลือจากการลงทุนในโครงการต่าง ๆ จะถูกนำไปหาผลประโยชน์ในรูปแบบอื่น ๆ เช่น การฝากธนาคาร เพื่อหวังผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยเงินฝาก การวิจัยนี้ในแต่ละช่วงเวลาจะมีโครงการที่ถูกเสนอให้เลือกอยู่ระหว่าง 3 ถึง 4 โครงการ

โดยมีระยะเวลาในการศึกษาทั้งสิ้น 10 ปี เพื่อให้การวิจัยครอบคลุมในหลาย ๆ สภาพแวดล้อม จึงได้ใช้เทคนิคการออกแบบเชิงปัจจัยในการกำหนดเงื่อนไขบรรยากาศการลงทุน 4 รูปแบบ คือ การผสมผสานระหว่างสภาพเศรษฐกิจ และความเสี่ยง ซึ่งแต่ละปัจจัยมี 2 ระดับ และเพื่อให้มีผลน่าเชื่อถือได้ทางสถิติ ในแต่ละเงื่อนไขจะทำการทดลองจำนวน 10 ครั้ง

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาโครงสร้างเงินทุน เป็นการศึกษาถึงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับกิจการเพื่อที่จะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น และเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงิน ดังนั้นจึงเป็นงานขั้นแรกก่อนที่ผู้บริหารการเงินจะทำการตัดสินใจจัดหาเงินทุน

นักวิชาการหลายท่านได้เสนอแนวความคิดและทฤษฎีต่าง ๆ ที่ใช้ในการจัดโครงสร้างเงินทุน มีทั้งกลุ่มที่เชื่อว่าสามารถหาจุดที่เป็นโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้ และอีกกลุ่มที่เชื่อว่าไม่สามารถหาจุดที่เป็นโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดได้

ในปี ค.ศ. 1959 David Durand (อ้างถึงโดย Wert and Prather, 1975) ได้เสนอทฤษฎีเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนไว้ 3 ทฤษฎี คือ

1. Net income Approach
2. Net operating income Approach
3. Traditional Approach

ทฤษฎี Net income Approach

ตามทฤษฎีนี้อัตราหนี้สินยิ่งเพิ่มสูงขึ้น ค่าของทุนของธุรกิจจะลดลง และราคาตลาดของหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้น นั่นคือควรออกหุ้นกู้เพิ่ม ถ้าทำการเปลี่ยนแปลงอัตราหนี้สินไปเรื่อย ๆ จะสามารถสร้างกราฟระหว่างผลตอบแทนกับอัตราหนี้สินได้ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่สุด คือจุดที่กู้ได้มากที่สุดซึ่งไม่คงที่ว่าเป็นจุดไหน ขึ้นอยู่กับว่ากิจการสามารถกู้ยืมได้สูงสุดในระดับใด

ทฤษฎี Net operating income Approach

ทฤษฎี Net Operating income Approach สรุปได้ว่าอัตราหนี้สินยิ่งเพิ่มสูงขึ้น ค่าของหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้น แต่ราคาตลาดหุ้นสามัญของกิจการคงที่ การออกหุ้นกู้เพิ่มไม่ทำให้ค่าของธุรกิจดีขึ้นจึงไม่ควรเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ไม่ควรออกหุ้นกู้เพิ่ม เพราะภาระของธุรกิจจะเพิ่มสูงขึ้น ถ้าทำการเปลี่ยนแปลงอัตราหนี้สินไปเรื่อย ๆ จะสามารถสร้างเป็นกราฟได้ ทฤษฎีนี้สรุปว่าไม่สามารถหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมได้

ทฤษฎี Traditional Approach

สรุปตามทฤษฎีนี้ การเพิ่มอัตราหนี้สินยิ่งสูงขึ้น ค่าของหุ้นของธุรกิจจะเพิ่มขึ้น แต่ราคาตลาดหุ้นสามัญกลับลดลง ดูเหมือนว่าการออกหุ้นกู้เพิ่มไม่ดี แต่ถ้าสร้างเป็นกราฟพิจารณาจากเส้นกราฟ จะพบว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนจะมีจุดที่เหมาะสมคือจุดที่ค่าของหุ้นของธุรกิจทอดลงต่ำสุดซึ่งจะเป็นจุดที่ค่าของธุรกิจดีที่สุด

ทฤษฎี M&M Approach

ในปี ค.ศ. 1958 Merton H. Miller และ Franco Modigliani (อ้างถึงโดย Wert and Prather, 1975) ได้เสนอทฤษฎี M&M Approach ซึ่งคล้ายกับทฤษฎีของ Durand กล่าวคือการเปลี่ยนแปลงหาระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม จะต้องเป็นระดับที่ทำให้มูลค่าของธุรกิจสูงขึ้น ซึ่งในความเป็นจริงตลาดไม่มีความสมบูรณ์ การทำธุรกิจจะมีภาษีมาเกี่ยวข้อง ซึ่งทำให้ธุรกิจที่ใช้หนี้สินได้เปรียบกว่าธุรกิจที่ไม่ใช้หนี้สิน เพราะการใช้หนี้สินมีดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถช่วยให้กิจการประหยัดภาษีได้ จึงทำให้มูลค่าของธุรกิจที่ใช้หนี้สินสูงกว่ามูลค่าของธุรกิจที่ไม่ใช้หนี้สิน แต่การใช้หนี้สินมาก ๆ ก็ไม่ใช่จะทำให้มูลค่าของธุรกิจที่ใช้หนี้สินสูงขึ้นไปเรื่อย ๆ เสมอไป เพราะการใช้หนี้สินมากจะมีต้นทุนของโอกาสที่จะเกิดการสูญเสียของธุรกิจ ดังนั้นมูลค่าของธุรกิจที่ใช้หนี้สินจะไม่ทอดสูงขึ้นเรื่อย ๆ มันจะสูงขึ้นถึงระดับหนึ่งซึ่งเป็นระดับหนี้สูงสุดที่ธุรกิจจะสามารถก่อนนี้ได้ ต่อจากนั้นถ้าใช้หนี้สินเพิ่ม มูลค่าของธุรกิจที่ใช้หนี้สินจะวกกลับลง ซึ่งตามทฤษฎี M&M Approach กล่าวว่าจุดที่มูลค่าของธุรกิจที่ใช้หนี้สินสูงสุดจะเป็นจุดที่ค่าของหุ้นของธุรกิจต่ำสุดด้วย ซึ่งถือว่าเป็นระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

Jack R. Lohmann และ R.V. Oakford (1982) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของการกู้ยืมต่อ อัตราการเติบโตและอัตราการล้มละลายของบริษัท ซึ่งผลการทดลองแสดงให้เห็นว่า เมื่อมีการกู้ยืมมากขึ้น ความเสี่ยงต่อการล้มละลายจะเพิ่มมากขึ้นอย่างรวดเร็ว และอัตราการเติบโตของบริษัทจะมีค่าสูงสุดเมื่ออัตราการใช้หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าอยู่ระหว่าง 0.4 ถึง 0.5

R.V. Oakford , Arturo Salazar และ H.A. Digiulio (1985) ได้ศึกษา ค้นคว้าเกี่ยวกับการจัดสรรงบประมาณ และในการวิจัยคณะวิจัยได้พบว่ามีปัจจัย 6 ชนิดที่มีผลต่อการเจริญเติบโตของบริษัท คือ

1. นโยบายหนี้สิน
2. นโยบายการกำหนดงบประมาณ
3. ผลตอบแทนและอัตราการเจริญเติบโตของโครงการ
4. กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นในปัจจุบันและอนาคต
5. ความคลาดเคลื่อนของการประเมินอัตราการเพิ่มของหน่วยงานของบริษัท
6. การกระจายของการเบี่ยงเบนของอัตราการเจริญเติบโตของต้นทุนของโครงการ

Chansa-ngavej and Mount-Campbell (1991) ได้ศึกษาเปรียบเทียบเกณฑ์การตัดสินใจจัดสรรงบประมาณด้วยเทคนิคต่าง ๆ ซึ่งผลการวิจัยชี้ออกมาว่าเทคนิคต่าง ๆ ที่ใช้ในการตัดสินใจนั้นไม่ได้มีผลต่อการเจริญเติบโตของกิจการอย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด

การคิดต้นทุนโครงสร้างเงินทุน

การคิดต้นทุนโครงสร้างเงินทุนในการวิจัยนี้ใช้วิธี weighted average cost of capital (Weston and Brigham, 1981) ซึ่งมีวิธีการคิดดังนี้คือ การนำต้นทุนของทุนแต่ละประเภทมาเฉลี่ยตามน้ำหนัก เขียนในรูปฟังก์ชันทางคณิตศาสตร์ได้ดังสมการที่ 2.1

$$I = [\text{DEBT} / (\text{DEBT} + \text{EQUITY}) * R_d] + [\text{EQUITY} / (\text{DEBT} + \text{EQUITY}) * R_e] \dots(2.1)$$

โดยที่ I หมายถึง ต้นทุนเงินทุนของกิจการ

DEBT หมายถึง หนี้สิน

EQUITY หมายถึง ส่วนของผู้ถือหุ้น

Rd หมายถึง ต้นทุนหนี้สิน

Re หมายถึง ต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

สำหรับรายละเอียดของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่กล่าวมาข้างต้น และฟังก์ชันการผลิตที่ใช้ในแบบจำลองสามารถศึกษาได้จากภาคผนวก ก.

สรุปท้ายบท

บทนี้แสดงถึงแนวความคิดทางด้านการตัดสินใจเลือกลงทุนที่ใช้ในการทำงานวิจัยนี้ และได้รวบรวมผลงานการวิจัยที่สำคัญในเรื่องของการตัดสินใจใช้ระดับโครงสร้างเงินทุนว่า แนวความคิดและผลการวิจัยเหล่านั้นเป็นอย่างไร

จากผลงานวิจัยที่ได้อบรมมาเสนอในบทนี้ แสดงให้เห็นว่ามีผู้สนใจศึกษาการตัดสินใจใช้ระดับโครงสร้างเงินทุนอย่างกว้างขวาง ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนทั้งที่กล่าวถึงในบทนี้ต่างก็ตั้งสมมุติฐานเบื้องต้นไว้ต่าง ๆ กัน ไม่มีทฤษฎีไหนที่ชัดได้ว่าถูกต้องแน่นอน จึงเป็นสิ่งที่น่าสนใจศึกษาว่าผลของการใช้โครงสร้างเงินทุนต่างกันกิจการจะมีผลการลงทุนต่างกันหรือไม่อย่างไร

งานวิจัยนี้ใช้แบบจำลองสุ่มที่มีความสลับซับซ้อนและจำลองสภาพบรรยากาศการลงทุนได้ค่อนข้างสมจริงเป็นแบบจำลองในการศึกษา ซึ่งมีรายละเอียดของแบบจำลองอยู่ในบทที่ 3

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย