

บทที่ 1

บทนำ



1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

โครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure) หมายถึงความสัมพันธ์ที่เป็นสัดส่วนของเงินทุนที่ได้จากการลงทุนของบุคคลต่างๆ ในฐานะเจ้าของของกิจการโดยการออกจำหน่ายหุ้น และจากบุคคลหรือสถาบันการเงินอื่นในฐานะเจ้าหนี้ของกิจการ เช่น การกู้ยืม หุ้นกู้ พันธบัตร เป็นต้น ซึ่งในการศึกษานี้โครงสร้างเงินทุนจะหมายถึงสัดส่วนสินหนี้ต่อทุนของกิจการ

การบริหารการเงินจะเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการสามประการคือ 1. การตัดสินใจลงทุน 2. การตัดสินใจหาทุน 3. การจัดสรรเงินปันผล ในส่วนของการตัดสินใจหาทุนนั้น ผู้บริหารจะต้องกำหนดส่วนผลสมทางการเงิน หรือโครงสร้างทุนที่ดีที่สุด ซึ่งเกี่ยวข้องกับแนวคิดสองประเด็นคือ 1. ทฤษฎีโครงสร้างทุน และ 2. การตัดสินใจในการใช้โครงสร้างทุน

แหล่งการได้มาของเงินทุน (Source of Fund) เป็นเรื่องหนึ่งที่มีความสนใจ เพราะจะทำให้กิจการมีมูลค่าสูงสุด โดยทั่วไปแหล่งที่มาของทุนนั้นพบได้กว้างๆ ดังนี้

1. จากแหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ได้แก่ เงินที่ได้จากกำไรสุทธิ และกำไรสะสมของกิจการเอง
2. จากแหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) แบ่งออกเป็นสองส่วน ได้แก่
 - 2.1) ส่วนหนี้สิน ประกอบด้วย
 - เงินกู้
 - หุ้นกู้
 - 2.2) ส่วนทุน ประกอบด้วย
 - หุ้นสามัญ
 - หุ้นบุริมสิทธิ
 - ส่วนเกินหรือส่วนต่าหุ้นสามัญ
 - กำไรสะสม

จากทฤษฎี Pecking Order Theory พบว่ากิจการจะมีความชอบในการจัดการทางการเงินด้วยเงินทุนภายในกิจการ แต่ถ้าเงินทุนภายนอกมีความจำเป็นจากความไม่เพียงพอของเงินทุนภายใน กิจการจะเลือกที่จะใช้การออกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน ซึ่งสามารถเรียงลำดับได้จาก ส่วนหนี้สิน, หุ้นกู้แปลงสภาพ และส่วนทุน ตามลำดับ ประกอบกับการใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนหนี้สินนั้นจะมีต้นทุนเงินสูงกว่าเงินทุนจากแหล่งภายในเพราะต้องมีภาระการจ่าย

ดอกเบี้ยและการจ่ายเงินต้นเมื่อครบกำหนดระยะเวลา แต่การออกหุ้นกู้จะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้นมากกว่าการออกหุ้นสามัญ โดยพิจารณาจากผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้งดอกเบี้ยจ่ายยังสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายได้เต็มจำนวนเพื่อช่วยลดหย่อนภาษี ต่างจากการออกหุ้นกู้ที่ต้องให้ผลตอบแทนต่อผู้ลงทุนในรูปของเงินปันผลซึ่งไม่สามารถนำไปลดหย่อนภาษีของบริษัทได้ และการออกขายหุ้นกู้ยังทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สูญเสียอำนาจในความเป็นเจ้าของกิจการให้คนอื่น รวมทั้งการออกขายหุ้นกู้ยังช่วยผู้ถือหุ้น ในการกดดันผู้บริหารของบริษัทพยายามบริหารกิจการให้มีมูลค่าสูงสุดอีกด้วย

แต่อย่างไรก็ตาม หากบริษัทมีการออกจำหน่ายหุ้นกู้ปริมาณมากเกินไป ก็จะทำให้บริษัทต้องมีภาระการชำระดอกเบี้ยที่สูง เป็นผลทำให้เกิดความเสี่ยงในการไม่สามารถชำระหนี้ได้ทั้งดอกเบี้ยและเงินต้น (Default Risk) และอาจจะเป็นผลให้กิจการถึงกับต้องล้มละลายในที่สุด

เนื่องจากความแตกต่างของส่วนหนี้สินและส่วนทุน จะพบว่าทั้งสองรูปแบบเงินทุนมีทั้งข้อดีและข้อเสีย จึงเป็นที่น่าสนใจว่า กิจการในประเทศไทยใช้ปัจจัยอะไรที่เป็นตัวกำหนดการใช้ส่วนหนี้สินและส่วนทุนของกิจการ และเมื่อนำประเทศต่างๆ มาเปรียบเทียบกัน พบว่าสัดส่วนของหนี้สินของกิจการมีค่าแตกต่างกันไป จึงเป็นที่น่าสังเกตว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของประเทศต่างๆ ทำให้โครงสร้างเงินทุนของแต่ละประเทศมีความแตกต่างกัน

ตารางที่ 1.1 ตารางสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการประเทศต่างๆ ในเอเชียช่วงปี พ.ศ. 2531- 2539

| ประเทศ | 2531 | 2532 | 2533 | 2534 | 2535 | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ฮ่องกง | 1.832 | 2.311 | 1.783 | 2.047 | 1.835 | 1.758 | 2.273 | 1.980 | 1.559 |
| อินโดนีเซีย | - | - | - | 1.943 | 2.097 | 2.054 | 1.661 | 2.115 | 1.878 |
| ญี่ปุ่น | 2.994 | 2.843 | 2.871 | 2.029 | 2.042 | 2.057 | 2.193 | 2.367 | 2.374 |
| เกาหลีใต้ | 2.820 | 2.644 | 3.105 | 3.221 | 3.373 | 3.636 | 3.530 | 3.776 | 3.545 |
| มาเลเซีย | 0.727 | 0.810 | 1.010 | 0.610 | 0.627 | 0.704 | 0.991 | 1.103 | 1.176 |
| ฟิลิปปินส์ | - | - | - | 0.830 | 1.186 | 1.175 | 1.148 | 1.150 | 1.285 |
| สิงคโปร์ | 0.765 | 0.922 | 0.939 | 0.887 | 0.856 | 1.102 | 0.862 | 1.037 | 1.049 |
| ไต้หวัน | - | - | - | 0.679 | 0.883 | 0.866 | 0.894 | 0.796 | 0.802 |
| ไทย | 1.602 | 1.905 | 2.159 | 2.010 | 1.837 | 1.914 | 2.126 | 2.224 | 2.361 |

หมายเหตุ : สัดส่วนหนี้สินต่อทุนในตารางที่ 1.1 จะเป็นการประมาณการจากกิจการในประเทศต่างๆ

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตารางที่ 1.2 ตารางสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ในช่วงปี พ.ศ. 2538 - 2542

| ปี พ.ศ. | สัดส่วนหนี้สินต่อทุน ของกิจการทั้งหมด | สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการ นอกภาคการเงิน |
|---------|--|--|
| 2538 | 4.89 | 1.51 |
| 2539 | 5.15 | 1.70 |
| 2540 | 9.92 | 3.24 |
| 2541 | 7.48 | 2.33 |
| 2542 | 7.78 | 3.13 |

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เมื่อพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการทั้งหมดในประเทศไทย พบว่า กิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะใช้หนี้สินสูงกว่าส่วนทุนสูงประมาณ 5 เท่าในช่วงปี 2538-2539 โดยภาระหนี้สินส่วนหนึ่งเป็นภาระหนี้สินจากต่างประเทศ ดังจะเห็นว่าเมื่อค่าเงินบาทอ่อนตัวลงในปี 2540 ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นเกือบหนึ่งเท่าตัว เนื่องมาจากภาระหนี้สินในรูปเงินบาทที่เพิ่มขึ้นและส่วนทุนที่มีมูลค่าลดลง หลังจากนั้นในปี 2541 และ 2542 กิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ทำการปรับตัวโดยการเร่งชำระหนี้สินหรือทำการแปลงรูปแบบหนี้สินทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดต่ำลง แต่ก็ยังอยู่ในระดับสูง คือประมาณ 7 เท่า

และเมื่อพิจารณาเฉพาะเจาะจงในกิจการนอกภาคการเงินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า กิจการนอกภาคการเงินจะมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำกว่า เนื่องจากลักษณะการดำเนินกิจการที่แตกต่างกัน โดยพบว่าสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในช่วงปี 2538-2539 อยู่ในระดับปานกลางประมาณ 1-2.5 เท่า แต่เมื่อเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นเกือบหนึ่งเท่าตัว หรือประมาณ 3 เท่า เนื่องจากภาวะค่าเงินบาทอ่อนตัวและภาวะความถดถอยของเศรษฐกิจ ซึ่งหลังจากนั้นกิจการนอกภาคการเงินก็ได้ปรับตัวเพื่อลดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนลงในปี 2541-2542

จากภาพของระดับหนี้สินของประเทศไทยในช่วงก่อนการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2538-2539 ซึ่งแสดงถึงการใช้นี้สินในการจัดการทางการเงิน ส่งผลให้ภาระการชำระดอกเบี้ยของประเทศอยู่ในสัดส่วนที่สูง และภาระหนี้สินที่สูงนั้นจะทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงินมากขึ้น ประกอบกับการกู้ยืมเงินของกิจการในประเทศไทยส่วนหนึ่งเป็นการนำเงินลงทุนในรูปเงินกู้ยืมทั้ง

ระยะสั้นและระยะยาวจากต่างประเทศซึ่งเป็นปัจจัยเสริมความรุนแรงของปัญหาหนี้สิน ดังนั้นเมื่อเกิดความผันผวนของค่าเงินบาทขึ้น และค่าเงินบาทอ่อนตัวอย่างรุนแรงในปี 2540 หลังจากประเทศไทยได้เปลี่ยนแปลงระบบค่าเงิน ทำให้ภาระหนี้สินจากต่างประเทศในรูปเงินบาทนั้นเพิ่มสูงขึ้น รวมทั้งภาระหนี้สินที่กิจการในประเทศมีมากอยู่แล้ว ส่งผลให้บางกิจการไม่มีความสามารถชำระหนี้สินได้ ส่งผลให้เกิดกิจการที่ล้มละลายเป็นจำนวนมากในระบบเศรษฐกิจ และภาระหนี้สินเหล่านี้ก็จะเป็นหนี้สินที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้แก่ธนาคารขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสถาบันการเงิน ทำให้สถาบันการเงินประสบปัญหาการขาดทุน ประกอบกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจทำให้การปล่อยสินเชื่อต้องเพิ่มความระมัดระวังมากขึ้น และภาระการจ่ายดอกเบี้ยเงินฝากที่สูงขึ้น จากฐานเงินฝากของสถาบันการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นเพราะประชาชนหันกลับมาออมมากกว่าใช้จ่ายหรือลงทุน และการฝากเงินกับสถาบันการเงินก็เป็นทางเลือกที่ปลอดภัยที่สุด ดังนั้นเมื่อรวมผลกระทบต่างๆ เหล่านี้เข้าด้วยกัน จะสามารถแสดงถึงปัญหาในประเทศไทยในทางการเงินได้อย่างชัดเจน และยังเป็นกรณีชี้ให้เห็นถึงปัญหาภาระหนี้สินสูงส่งผลเช่นไรต่อเศรษฐกิจของประเทศไทยอีกด้วย

ดังนั้นสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของระบบเศรษฐกิจควรจะอยู่ในระดับที่เหมาะสมกับสภาพของเศรษฐกิจเพื่อให้ระบบเศรษฐกิจเติบโตอย่างมั่นคง และจากการศึกษานี้จะทำให้เราทราบสาเหตุในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ทำให้เมื่อรัฐบาลมีนโยบายเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน โดยตัดสินใจที่จะกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในภาพรวม เมื่อรัฐบาลพบว่าสัดส่วนหนี้สินต่อทุนในขณะนั้นมีสัดส่วนที่ไม่เหมาะสม และรัฐบาลก็ไม่สามารถบังคับให้กิจการเปลี่ยนแปลงส่วนหนี้สินหรือทุนได้ รัฐบาลก็จะสามารถอาศัยช่องทางทางการแก้ไขผ่านทางปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนในรูปแบบมาตรการหรือนโยบายต่างๆ เพื่อสนับสนุนให้กิจการปรับเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุนเข้ามาสู่สัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสมได้ในที่สุด

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ของปัจจัยที่กำหนดสัดส่วนหนี้ต่อทุน

1. ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ศึกษาช่องทางในการใช้นโยบายของรัฐบาลในการสนับสนุนนโยบายที่เกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้ทำการศึกษาดังต่อไปนี้ซึ่งมีผลกระทบต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของกิจการโดยมีขอบเขต ดังนี้

1. ส่วนหนี้สินประกอบไปด้วยหนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาว เนื่องจากเป็นหนี้สินที่เกี่ยวข้องกับการได้มาซึ่งเงินทุนเพื่อการจัดการทางการเงินโดยตรง
2. การศึกษาจะทำเฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. โดยไม่รวมถึงกิจการในภาคการเงิน ได้แก่ หอมวดธนาคาร หอมวดธุรกิจหลักทรัพย์ และหอมวดธุรกิจประกันภัย เนื่องจากมีข้อบังคับพิเศษที่ทำให้โครงสร้างการเงินแตกต่างจากกิจการทั่วไป
4. การศึกษาจะเริ่มทำการศึกษาดังแต่ปี พ.ศ. 2538 – 2542 โดยจะมีบริษัททั้งสิ้น 282 บริษัท

1.4 สมมติฐานเบื้องต้น

1. กิจการสามารถกำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนได้
2. กิจการสามารถมีจุดที่สัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เหมาะสมที่สุดได้
3. การตัดสินใจของสัดส่วนหนี้สินต่อทุนจะทำให้เกิดมูลค่าสูงสุดของกิจการ

1.5 เนื้อหาของการวิจัย

ในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศอย่างราบรื่นและมีเสถียรภาพนั้น ปัจจัยสำคัญประการหนึ่งคือ กิจการในประเทศจะต้องมีความเข้มแข็งและสามารถช่วยผลักดันให้เกิดการลงทุน การจ้างงาน และการกระจายรายได้ที่เหมาะสม การที่กิจการนั้นจะสามารถดำเนินกิจการไปได้ด้วยดี ปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการบริหารงานคือโครงสร้างเงินทุน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะช่วยให้เกิดความคล่องตัวในการดำเนินกิจการ ดังนั้นถ้ากิจการมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมก็จะทำให้เกิดปัญหาตามมา เช่น ภาระหนี้สินที่มากเกินไปจนไม่สามารถที่จะชำระคืนได้ จนทำให้กิจการต้องเลิกกิจการไปในที่สุด และถ้ามีกิจการประเภทนี้เป็นจำนวนมาก ย่อมทำให้เศรษฐกิจของประเทศเกิดการถดถอยได้ในที่สุด ดังจะเห็นว่าช่วงเกิดวิกฤติเศรษฐกิจกิจการส่วนใหญ่มีผลประกอบการที่ไม่ดี และมีภาระหนี้สินค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่สำคัญที่ทำให้เศรษฐกิจโดยรวมของประเทศเข้าสู่ภาวะถดถอย

เอกสารวิจัยฉบับนี้ ได้แบ่งออกเป็นบทต่างๆ รวมทั้งสิ้น 6 บทคือ

บทที่ 1 กล่าวถึงความสำคัญของโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อระบบเศรษฐกิจและต่อกิจการ และได้ชี้แจงถึงวัตถุประสงค์ของการวิจัย ข้อตกลงเบื้องต้นและประโยชน์ที่จะได้รับจากการวิจัยครั้งนี้

บทที่ 2 วรรณกรรมปริทัศน์

บทที่ 3 วิธีทำการวิจัยและวิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 ลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกิจการเอกชนที่มีโชษนาคารในประเทศและลักษณะโครงสร้างเงินทุนของกิจการเฉพาะในตลาดหลักทรัพย์นอกภาคการเงิน

บทที่ 5 การวิเคราะห์ผลปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนจากข้อมูลสถิติและจากการวิเคราะห์โมเดลด้วยวิธีลิสมเรล

บทที่ 6 ข้อเสนอแนะและผลการวิจัย รวมทั้งข้อเสนอแนะเพื่อการพัฒนาโครงสร้างเงินทุนให้มีความเหมาะสมกับสภาพของกิจการ การปรับนโยบายของรัฐบาลเพื่อช่วยสนับสนุนให้โครงสร้างเงินทุนอยู่ในระดับที่เหมาะสม

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทราบถึงปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างทุนของกิจการในประเทศไทย
2. เป็นแนวทางทั่วไป ในการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างทุนของกิจการ
3. เป็นแนวทางให้รัฐบาลใช้มาตรการเพื่อแก้ปัญหาโครงสร้างทุน