

วิเคราะห์มูลค่ากิจการ นโยบายการเงิน และความยืดหยุ่นทางการเงิน:

กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Analysis of Firm Value, Financial Policy and Financial Flexibility:

The Case of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand

โอชิน เหมขุนทด¹, พัทธนันท์ เพชรเชิดชู²

ศิริเดช คำสุพรหม³ และ พนารัตน์ ปานมณี⁴

Ochin Hermkhunthod¹, Pattanant Petchchedchoo²

Siridech Kumsuprom³, and Panarat Panmanee⁴

สาขาวิชาการบัญชี วิทยาลัยบริหารธุรกิจนวัตกรรมและการบัญชี มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

Accountancy program, College of Innovative Business and Accountancy, Dhurakij Pundit University, Thailand

E-mail: 627191060009@dpu.ac.th

Received June 16, 2024; **Revised** July 13, 2024; **Accepted** July 30, 2024

Abstract

This research aims to study and synthesize the effect of financial policy on financial flexibility, the effect of financial flexibility on firm values, and the effect of financial policy on firm values through financial flexibility. This research is quantitative. The selection of the sample is a purposive sampling by selecting only companies listed in the SET100 index between 2020 and 2022, excluding companies with incomplete data and companies in the financial industry group. Structural equation modeling (SEM) was used to analyze the data in the research. The research found that financial policy related to dividend payment had a positive association with financial flexibility, while cash holding and capital structure did not affect financial flexibility. Moreover, financial flexibility also did not affect firm value. Lastly, financial policy related to cash holding, capital structure, and dividend payment did not have an indirect effect on firm values through financial flexibility. This is because the debt level of the company is high; although the company can access capital sources, the company should not have more financing to maintain the financial stability of the company.

Keywords: firm value; financial policy; financial flexibility

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน ผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ และผลกระทบของนโยบายการเงินต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ การเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นการคัดเลือกแบบเฉพาะเจาะจง โดยคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มดัชนี SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 ยกเว้นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงิน ใช้โมเดลสมการโครงสร้าง (SEM) วิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัย ผลการวิจัยพบว่า นโยบายการเงินเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความยืดหยุ่นทางการเงิน ในขณะที่การถือครองเงินสดและโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน นอกจากนี้ ความยืดหยุ่นทางการเงินยังไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ สุดท้ายนี้ นโยบายการเงินเกี่ยวกับการถือครองเงินสด โครงสร้างเงินทุน และการจ่ายเงินปันผล ไม่ได้ส่งผลกระทบทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน เพราะระดับหนี้สินของบริษัทที่มีอยู่สูงจนเกินไป แม้ว่าบริษัทจะมีความสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุน บริษัทก็ไม่ควรก่อหนี้เพิ่ม เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินของบริษัท

คำสำคัญ: มูลค่ากิจการ; นโยบายการเงิน; ความยืดหยุ่นทางการเงิน

บทนำ

บริษัทจดทะเบียนแต่ละประเทศจะใช้เกณฑ์การพิจารณาเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แตกต่างกัน ซึ่งขึ้นอยู่กับประเทศที่บริษัทนั้นจัดตั้ง โดยประเทศที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้การยอมรับ จะเป็นประเทศที่มีกฎเกณฑ์เทียบเท่ากฎเกณฑ์ของประเทศไทย เช่น ได้ผ่านการพิจารณาจากหน่วยงาน FTSE หรือ MSCI หรือได้รับผลประเมินมาตรฐานจาก IOSCO ในระดับ Broadly implemented ในด้านผู้ออกหลักทรัพย์ (The Stock Exchange of Thailand, 2022) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นแหล่งซื้อขายหลักทรัพย์ของประเทศไทย เพื่อเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวสำหรับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป กำกับดูแลโดย ก.ล.ต. ดำเนินงานอยู่ภายใต้ พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 โดยบริษัทมหาชนจำกัดที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีคุณสมบัติครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้ เรียกว่า “บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (The Stock Exchange of Thailand, 2020) ในมุมมองของนักลงทุน การเลือกลงทุนในบริษัทใดนั้น ส่วนหนึ่งจะมาจากการประเมินมูลค่ากิจการ ทั้งการคาดหวังการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของมูลค่ากิจการในอนาคต รวมถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากมูลค่ากิจการสามารถสะท้อนถึงความมั่งคั่งของกิจการได้ (Choopool, 2019) อนึ่งการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นเป็นวัตถุประสงค์หลักในการดำเนินธุรกิจที่จะทำให้บริษัทประสบความสำเร็จและสามารถแข่งขันได้ ผู้บริหารในฐานะตัวแทนของผู้ถือหุ้นจึงมีหน้าที่สร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Phadungsit, 2005) ซึ่งการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพจะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น มูลค่ากิจการก็จะเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ นโยบายการเงินแต่ละนโยบายนั้นมีข้อดีและข้อเสียที่แตกต่างกัน อันส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ผู้บริหารจึงต้องตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายการเงินให้มีความเหมาะสมและเกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ ยิ่งไปกว่านั้น บริษัทแต่ละประเภทอาจเผชิญกับปัญหาที่แตกต่างกัน โดยภาวะตลาดที่ยังคงซบเซาหรือมีความไม่แน่นอนสูง ทำให้บริษัทขนาดใหญ่ไม่ต้องการเพิ่มปริมาณการลงทุน ในขณะที่บริษัทขนาดเล็ก

ไม่สามารถเพิ่มปริมาณการลงทุนได้เท่าที่ควร เนื่องจากความสามารถในการต่อรองราคาต่ำและสามารถทำกำไรได้น้อยกว่า ทำให้ต้องเผชิญกับปัญหาในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนหรือกู้ยืมจากภายนอก (Limjaroenrat, 2016)

อย่างไรก็ตาม บริษัทขนาดเล็กอาจประสบปัญหาการเข้าถึงตลาดทุนจากกฎเกณฑ์ที่ไม่เอื้อประโยชน์และต้นทุนทางธุรกรรมที่สูง ทั้งการระดมทุนผ่านตราสารหนี้และตราสารทุน ซึ่งต้นทุนธุรกรรมของบริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มที่จะผันผวนมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ รวมถึงบริษัทขนาดเล็กยังมีสภาพคล่องที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ปัญหาที่เกิดจากข้อจำกัดทางการเงินในการเข้าถึงตลาดทุน ทำให้ความยืดหยุ่นทางการเงินเป็นตัวกลางของความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินและมูลค่ากิจการ (El-Ansary & Hamza, 2022) โดยนโยบายการเงินที่เน้นการถือครองเงินสดที่สูงขึ้น การก่อหนี้ที่ต่ำ และการจ่ายเงินปันผล จะเป็นภาพลักษณ์ที่ดีแก่กิจการ (Rapp et al., 2014) ในขณะเดียวกัน ความยืดหยุ่นทางการเงินจะเป็นตัวกลางที่มีศักยภาพสามารถควบคุมธรรมชาติของความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินและมูลค่ากิจการ (El-Ansary & Hamza, 2022) โดยความยืดหยุ่นทางการเงินเป็นความสามารถของบริษัทในการเข้าถึงและปรับโครงสร้างทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพด้วยต้นทุนที่ต่ำ (Gamba & Triantis, 2008) ความยืดหยุ่นทางการเงินจึงช่วยลดปัญหาการลงทุนต่ำจากการจำกัดการเข้าถึงเงินทุน และสามารถช่วยหลีกเลี่ยงค่าใช้จ่ายที่เกิดจากความล้มเหลวทางการเงินได้ (Rapp et al., 2014)

ด้วยเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงิน (Financial Policy) ต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility) และผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ (Firm Value) รวมถึงผลกระทบของนโยบายการเงินต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนโยบายการเงินของบริษัทจะพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ การถือครองเงินสด (Cash Holding) โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) และการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) ซึ่งข้อมูลที่ได้จากการวิจัยนี้ ผู้บริหารสามารถนำข้อมูลไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการวางแผนนโยบายการเงินของบริษัทให้มีความเหมาะสมและเกิดประโยชน์สูงสุด สามารถเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการได้ ทั้งนี้ นักลงทุนสามารถนำข้อมูลไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสถาบันการเงินสามารถนำข้อมูลไปใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจในการให้กู้ยืมแก่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระดับที่เหมาะสม

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน
2. เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ
3. เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน

ขอบเขตการวิจัย

ขอบเขตด้านเนื้อหา การศึกษาครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ของแต่ละบริษัทจากฐานข้อมูลออนไลน์ SETSMART ทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com)

ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 รวมทั้งสิ้นจำนวน 2,006 บริษัท การเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นการคัดเลือกแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 เพราะกลุ่มดัชนีของบริษัทดังกล่าว มีปริมาณการซื้อขาย และการขายที่สูง จึงสะท้อนการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่มีความชัดเจน ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบทั้ง 3 ปี และกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ หมาดธุรกิจธนาคาร หมาดธุรกิจเงินทุนและหลักทรัพย์ และหมาดธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีโครงสร้างทางการเงิน แนวปฏิบัติทางการบัญชี กฎเกณฑ์ และระเบียบข้อบังคับที่แตกต่างจากธุรกิจอื่นในอุตสาหกรรมทั่วไป รวมทั้งสิ้นจำนวน 57 บริษัท ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ 171 ตัวอย่าง

ขอบเขตด้านพื้นที่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET)

ขอบเขตด้านเวลา เก็บรวบรวมข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลา 3 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 โดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน ซึ่งมีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม

ทบทวนวรรณกรรม

แนวคิดเกี่ยวกับการถือครองเงินสด

การถือครองเงินสดเป็นแหล่งเงินทุนภายในจะช่วยให้บริษัทสามารถลงทุนได้ทันที โดยไม่ต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกไม่ว่าจะเป็นการก่อหนี้หรือส่วนของผู้อถือหุ้น ซึ่งมีต้นทุนสูงและใช้ระยะเวลาในการจัดหาเงินทุนมากกว่า (Myers & Majluf, 1984) บริษัทที่เข้าถึงตลาดทุนยากจึงมีแรงจูงใจในการสร้างความยืดหยุ่นทางการเงินด้วยการสะสมเงินสด เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบด้านลบที่อาจเกิดขึ้นจากผลกำไรหรือโอกาสในการลงทุนที่ไม่คาดคิด (El-Ansary & Hamza, 2022; Rapp et al., 2014) การถือครองเงินสดจึงส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน โดยเงินสดส่วนเกินจะลดความยืดหยุ่นทางการเงิน ซึ่งจะช่วยให้มูลค่ากิจการ การถือครองเงินสดจึงส่งผลกระทบต่อทางอ้อมในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอีกด้วย (El-Ansary & Hamza, 2022)

แนวคิดเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

โครงสร้างเงินทุนมาจากแหล่งเงินทุนระยะยาวทั้งหมดของบริษัทไม่ว่าจะเป็นหนี้สินไม่หมุนเวียนและส่วนของผู้อถือหุ้น การจัดหาเงินทุนสามารถจัดหาได้จากแหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก โดยแหล่งเงินทุนภายในมาจากผลประกอบการของบริษัทอยู่ในรูปของกำไรสะสม ในขณะที่แหล่งเงินทุนภายนอกมาจากการก่อหนี้ระยะยาวหรือส่วนของผู้อถือหุ้น ซึ่งการก่อหนี้ที่สูงขึ้นจะลดความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต บริษัทจึงต้องลดการก่อหนี้ลงอยู่ในระดับเป้าหมายที่ต่ำและระยะยาว อย่างไรก็ตาม บริษัทอาจปฏิบัติตามนโยบายการก่อหนี้แบบระมัดระวังที่มุ่งสร้างความยืดหยุ่นทางการเงิน (Denis & McKeon, 2012) ซึ่งบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงจะมีการก่อหนี้ต่ำเพื่อให้สามารถก่อหนี้สูงขึ้นได้ในอนาคต (Rapp et al., 2014) การก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนจึงส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน ในขณะเดียวกัน บริษัทอาจหลีกเลี่ยงผลกระทบเชิงลบของการจัดหาเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ (Hang et al., 2021) เนื่องจากการมีหนี้สินที่สูงจนเกินไปอาจก่อให้เกิดความล้มเหลวทางการเงิน ซึ่งจะลดมูลค่ากิจการ (Modigliani & Miller, 1963) โครงสร้างเงินทุนจึงส่งผลกระทบทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอีกด้วย (Denis & McKeon, 2012)

แนวคิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

กำไรสะสมเป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับโอกาสในการเติบโตที่จะเกิดขึ้น เมื่อเทียบกับการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนสูง (Rapp et al., 2014) และใช้ระยะเวลานานในการจัดหาเงินทุน (Jensen & Meckling, 1976) อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลจะต้องจ่ายจากกำไร ซึ่งจะลดความสามารถของบริษัทในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน หากต้องการเงินลงทุนในอนาคต (Blau & Fuller, 2008) บริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงินจึงสร้างความยืดหยุ่นทางการเงินผ่านกำไรสะสม (Bliss et al., 2015) การจ่ายเงินปันผลจึงส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน (El-Ansary & Hamza, 2022) ในขณะเดียวกัน การจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เหมาะสมจะช่วยให้มูลค่ากิจการหรือราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น (Farrukh et al., 2017) การจ่ายเงินปันผลจึงส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอีกด้วย (El-Ansary & Hamza, 2022)

แนวคิดเกี่ยวกับความยืดหยุ่นทางการเงิน

ความยืดหยุ่นทางการเงินเป็นความสามารถของบริษัทในการเข้าถึงและปรับโครงสร้างทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพด้วยต้นทุนที่ต่ำ (Gamba & Triantis, 2008) บริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินจึงสามารถแก้ปัญหาการลงทุนที่น้อยเกินไปจากการถูกจำกัดการเข้าถึงแหล่งเงินทุนและสามารถหลีกเลี่ยงต้นทุนของความล้มเหลวทางการเงินได้ (Rapp et al., 2014) ซึ่งความยืดหยุ่นทางการเงินส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Gamba & Triantis, 2008) เนื่องจากบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูง จะมีต้นทุนธุรกรรมต่ำ ช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ง่าย ส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น (Bilyay-Erdogan, 2020)

แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ

Tobin (1976) ได้เสนอแนวคิดการวัดผลการดำเนินงาน โดยใช้ชื่อว่า “Tobin’s Q” ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาสหเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 และได้รับการยอมรับจากงานวิจัยทั้งการเงินและบัญชีในการประเมินผลการปฏิบัติงาน

Tobin’s Q หมายถึง ผลลัพธ์ของการหาร ซึ่งเป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด สามารถคำนวณได้จากราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์หารราคาเปลี่ยนแปลง (Replacement Cost) ของสินทรัพย์นั้น โดยราคาตลาดของสินทรัพย์สามารถวัดได้จากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่มีอยู่เมื่อผู้ถือหุ้นและหนี้สิน ทั้งนี้ Tobin’s Q สามารถใช้ในการคาดการณ์การตัดสินใจลงทุนในอนาคตได้ จึงเป็นตัววัดที่ดีที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของกิจการ แต่ในทางปฏิบัติ การได้มาซึ่งมูลค่าทางการตลาดและราคาเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์มีความยากลำบาก อย่างไรก็ตาม นักวิจัยส่วนใหญ่นิยมใช้มูลค่าทางบัญชีเป็นตัวแทนของมูลค่าทางการตลาดสำหรับตัวแปรบางตัว เนื่องจากเป็นรูปแบบที่ง่ายที่สุดและเหมาะสมสำหรับข้อมูลที่เปิดเผยต่อบุคคลภายนอก ตามแนวทางการคำนวณของ Chung and Pruitt (1994) ซึ่งผ่านการทดสอบความใกล้เคียงของค่า Tobin’s Q กับการคำนวณตามแนวทางของ Lindenberg and Ross (1981) ที่มีความถูกต้องตามหลักทฤษฎี โดยมีความคลาดเคลื่อนกันอย่างน้อย 96% ดังนั้น การใช้ค่า Tobin’s Q ที่ได้จากการปรับสูตรของ Chung and Pruitt (1994) จึงมีความมั่นใจในระดับที่เชื่อถือได้พอสมควร (Phadungsit, 2005)

จากการทบทวนวรรณกรรม เพื่อนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องมาเป็นข้อสนับสนุนในการดำเนินการวิจัยและมีแหล่งที่มาของงานวิจัยที่น่าเชื่อถือ นักวิจัยส่วนใหญ่ พบว่า นโยบายการเงินของบริษัท ได้แก่ การถือครองเงินสด (El-Ansary & Hamza, 2022) โครงสร้างเงินทุน (Rapp et al., 2014) และการจ่ายเงินปันผล (El-Ansary & Hamza, 2022) ส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน และความยืดหยุ่นทางการเงินส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ (Bilyay-Erdogan, 2020) นอกจากนี้ นักวิจัยบางกลุ่ม ยังพบว่า นโยบายการเงินของบริษัท ได้แก่ การถือครองเงินสด

(El-Ansary & Hamza, 2022) โครงสร้างเงินทุน (Denis & McKeon, 2012) และการจ่ายเงินปันผล (El-Ansary & Hamza, 2022) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยมีวิธีดำเนินการวิจัย ดังนี้

1. กำหนดประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 รวมทั้งสิ้น 2,006 บริษัท

การเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นการคัดเลือกแบบเฉพาะเจาะจง โดยคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งมีรอบระยะเวลาบัญชี สิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบทั้ง 3 ปี และกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ได้แก่ หมวดธุรกิจธนาคาร หมวดธุรกิจเงินทุน และหลักทรัพย์ และหมวดธุรกิจประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงินมีโครงสร้างทางการเงิน แนวปฏิบัติทางการบัญชี กฎเกณฑ์ และระเบียบข้อบังคับที่แตกต่างจากธุรกิจอื่นในอุตสาหกรรมทั่วไป รวมทั้งสิ้น 57 บริษัท ดังนั้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ 171 ตัวอย่าง

2. การสร้างเครื่องมือในการรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลตามกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ซึ่งเป็นข้อมูลที่สอดคล้องกับตัวชี้วัดของตัวแปรต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยกำหนดไว้ โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังนี้

ตารางที่ 1 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

Table 1 Variables used in the research

ตัวแปร	การคำนวณ
การถือครองเงินสด (Cash Holding)	อัตราส่วนการถือครองเงินสด (Cash Holding Ratio: CHRatio) คำนวณจากผลรวมของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดหารด้วยสินทรัพย์รวม (Karim & Ilyas, 2021)
โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)	อัตราส่วนการก่อหนี้ในตลาด (Market Leverage Ratio: MLeverage) คำนวณจากมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินหารด้วยผลรวมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและมูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน (El-Ansary & Hamza, 2022)
การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout)	อัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (Dividend Payout Ratio: PayRatio) คำนวณจากเงินปันผลหารด้วยกำไรสุทธิ (El-Ansary & Hamza, 2022)
ความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility)	ความยืดหยุ่นทางการเงิน (Financial Flexibility: FF) คำนวณ 2 ขั้นตอน ดังนี้ ขั้นตอนที่ 1 วิเคราะห์ปฏิกริยาของตลาดทุนต่อการเปลี่ยนแปลงการถือครองเงินสด โดยมีปัจจัยขับเคลื่อน 5 ปัจจัยเป็นตัวควบคุม ซึ่งการถือเงินสดถือเป็นวิธีการทางการเงินที่ยืดหยุ่นที่สุดสำหรับบริษัท ขั้นตอนที่ 2 กำหนดน้ำหนักให้กับปัจจัยขับเคลื่อนทั้ง 5 จากนั้นหาผลรวมถ่วงน้ำหนักของแต่ละบริษัทในแต่ละปี (Gamba & Triantis, 2008)
มูลค่ากิจการ (Firm Value)	อัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Value Ratio: FV) หรือ อัตราส่วน Tobin's Q คำนวณจากผลรวมของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด และมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์ (Chung & Pruitt, 1994; El-Ansary & Hamza, 2022)

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษาครั้งนี้ จากแหล่งต่าง ๆ ได้แก่ การเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของแต่ละบริษัท สามารถค้นหาได้จากฐานข้อมูล SETSMART ทางเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com) โดยนำตัวเลขมาแทนค่าในอัตราส่วน เพื่อหาค่าของตัวแปร และการเก็บรวบรวมข้อมูลอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในประเทศไทย สามารถค้นหาข้อมูลได้จากเว็บไซต์ของธนาคารแห่งประเทศไทย (www.bot.or.th) โดยนำตัวเลขมาแทนค่าในอัตราส่วน เพื่อหาค่าของตัวแปร

4. การวิเคราะห์ข้อมูลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Pearson Correlation) และการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) โดยการวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ด้วยเทคนิคการใช้หลักการของค่าประมาณความน่าจะเป็นสูงสุด (Maximum Likelihood: ML) ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์เส้นทาง

ผลการวิจัย

การวิจัยเรื่อง วิเคราะห์มูลค่ากิจการ นโยบายการเงิน และความยืดหยุ่นทางการเงิน: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอธิบายผลการวิจัยได้ดังนี้

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์เส้นทาง

Table 2 Shows the results of the path analysis

Standardized Regression Weights					
Path			P-Value	Estimate	Effects
CHRatio	->	FF	0.125	-0.119	Not Sig.
MLeverage	->	FF	0.672	-0.034	Not Sig.
PayRatio	->	FF	0.037	0.163	Sig.

จากตารางที่ 2 ศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน พบว่านโยบายการเงินของบริษัท ได้แก่ อัตราส่วนการถือครองเงินสด (CHRatio) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อัตราส่วนการก่อหนี้ในตลาด (MLeverage) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (PayRatio) มีผลกระทบทางตรงในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนั้น ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1 นโยบายการเงินเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่การถือครองเงินสดและโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังแสดงในตารางที่ 2

ตารางที่ 3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์เส้นทาง

Table 3 Shows the results of the path analysis

Standardized Regression Weights					
Path			P-Value	Estimate	Effects
FF	->	FV	0.710	-0.017	Not Sig.

จากตารางที่ 3 ศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ พบว่า อัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) ไม่ได้ส่งผลกระทบทางตรงต่ออัตราส่วนมูลค่าตลาด (FV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังแสดงในตารางที่ 3

ตารางที่ 4 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์เส้นทาง

Table 4 Shows the results of the path analysis

Standardized Indirect Effects								
Path					Weights	P-Value		Effects
						BC	PC	
CHRatio	->	FF	->	FV	0.004	0.395	0.791	Not Sig.
MLeverage	->	FF	->	FV	-0.003	0.751	0.848	Not Sig.
PayRatio	->	FF	->	FV	-0.020	0.169	0.185	Not Sig.

จากตารางที่ 4 ศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนการถือครองเงินสด (CHRatio) มีผลกระทบทางอ้อมในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด (FV) ผ่านอัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) ซึ่งมีค่าน้ำหนักเท่ากับ 0.004 หมายความว่า เมื่ออัตราส่วนการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น 1 อัตราส่วนมูลค่าตลาดก็จะเพิ่มขึ้น 0.004 อัตราส่วนการก่อหนี้ในตลาด (MLeverage) มีผลกระทบทางอ้อมในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด (FV) ผ่านอัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) ซึ่งมีค่าน้ำหนักเท่ากับ -0.003 หมายความว่า เมื่ออัตราส่วนการก่อหนี้ในตลาดเพิ่มขึ้น 1 อัตราส่วนมูลค่าตลาดก็จะลดลง 0.003 และอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ (PayRatio) มีผลกระทบทางอ้อมในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนมูลค่าตลาด (FV) ผ่านอัตราส่วนความยืดหยุ่นทางการเงิน (FF) ซึ่งมีค่าน้ำหนักเท่ากับ -0.020 หมายความว่า เมื่ออัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 1 อัตราส่วนมูลค่าตลาดก็จะลดลง 0.020 ดังนั้น ผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 3 นโยบายการเงินไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ความยืดหยุ่นทางการเงินจึงไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินกับมูลค่ากิจการ ดังแสดงในตารางที่ 4

อภิปรายผล

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน พบว่า นโยบายการเงินเกี่ยวกับการถือครองเงินสดไม่ได้ส่งผลกระทบทางตรงต่อความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P = 0.125$, $P > 0.05$) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mirkhalili

and Mahmoudabadi (2018) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับความยืดหยุ่นทางการเงิน ส่วนนโยบายการเงินเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P = 0.672$, $P > 0.05$) ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะบริษัทยังมีความสามารถในการก่อหนี้ได้เพิ่ม แต่เลือกที่จะไม่เป็นหนี้ แม้ว่าดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถนำมาหักเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณกำไรสุทธิเพื่อเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล ซึ่งจะช่วยให้บริษัทประหยัดภาษีก็ตาม เนื่องจากบริษัทที่มีหนี้สินสูงจนเกินไปจะลดความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต หากต้องการเงินทุนในอนาคตจะไม่สามารถก่อหนี้ได้อีก (Modigliani & Miller, 1963) บริษัทจึงต้องรักษาระดับหนี้ด้วยการหยุดการก่อหนี้ เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนของความล้มเหลวทางการเงินและลงทุนด้วยเงินสดแทน (Myers, 1984) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ El-Ansary and Hamza (2022) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้กับความยืดหยุ่นทางการเงิน ($P = -0.0521$, $P > 0.05$) ส่วนนโยบายการเงินเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P = 0.037$, $P < 0.05$) ซึ่งบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงจะเป็นบริษัทที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องจะสะท้อนถึงสถานะทางการเงินของบริษัทที่แข็งแกร่งและความสามารถของบริษัทในการเข้าถึงและปรับโครงสร้างทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพด้วยต้นทุนที่ต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ El-Ansary and Hamza (2022) พบว่า การจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินเช่นกัน ($P = 0.1910$, $P > 0.05$)

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ความยืดหยุ่นทางการเงินไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P = 0.710$, $P > 0.05$) ทั้งนี้ อาจเป็นเพราะบริษัทมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน แต่ไม่ต้องการเงินทุน เนื่องจากบริษัทมีระดับหนี้สินที่สูงแล้ว บริษัทจึงต้องหยุดการก่อหนี้ เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการล้มละลาย ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Modigliani and Miller (1958) พบว่า ตลาดทุนสมบูรณ์แบบโดยไม่มีข้อขัดแย้งทางการเงิน บริษัทจึงสามารถลงทุนในโครงการที่ทำกำไรได้ทั้งหมด และแก้ไขสถานะทางการเงินเพื่อปรับตัวให้เข้ากับเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด ทั้งนี้ บริษัทยังสามารถคว้าโอกาสในการเติบโตของธุรกิจได้ บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องมีความยืดหยุ่นทางการเงิน (Wonglacom & Am-ugsorn, 2023)

ผลจากการวิจัยตามวัตถุประสงค์ข้อที่ 3 เพื่อศึกษาและสังเคราะห์ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน พบว่า นโยบายการเงินเกี่ยวกับการถือครองเงินสดไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P(BC) = 0.395$ (PC) = 0.791, $P > 0.05$) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mirkhalili and Mahmoudabadi (2018) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองเงินสดกับความยืดหยุ่นทางการเงิน ส่วนนโยบายการเงินเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P(BC) = 0.751$ (PC) = 0.848, $P > 0.05$) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ El-Ansary and Hamza (2022) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการก่อหนี้และมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน ($P = -0.072$, $P > 0.05$) ส่วนนโยบายการเงินเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ($P(BC) = 0.169$ (PC) = 0.185, $P > 0.05$) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mirkhalili and Mahmoudabadi (2018) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความยืดหยุ่นทางการเงิน

สรุปผล

นโยบายการเงินเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในขณะที่การถือครองเงินสดและโครงสร้างเงินทุนไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินในขณะเดียวกัน ความยืดหยุ่นทางการเงินไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น นโยบายการเงินเกี่ยวกับการถือครองเงินสด โครงสร้างเงินทุน และการจ่ายเงินปันผล ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน ความยืดหยุ่นทางการเงินจึงไม่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินกับมูลค่ากิจการ

ข้อเสนอแนะ

จากผลการวิจัย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะ ดังนี้

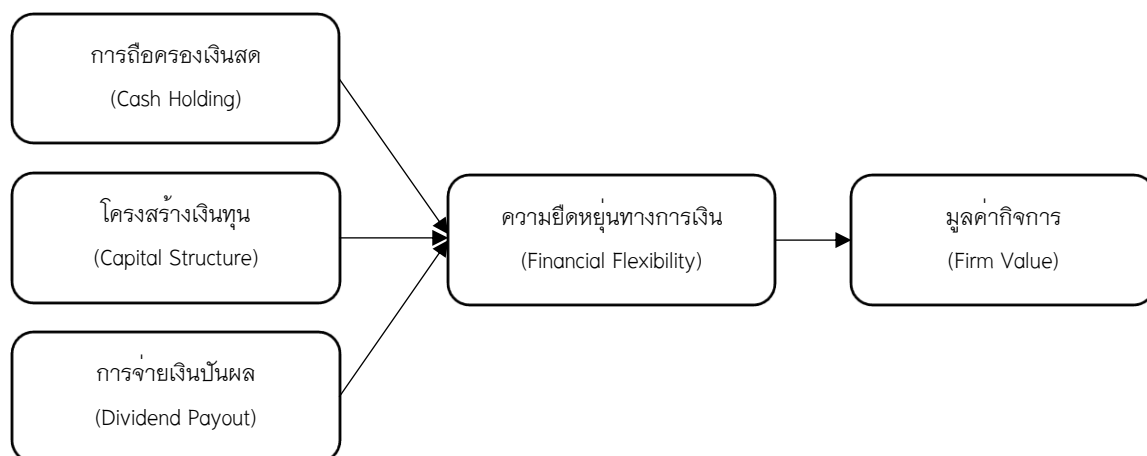
1. ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

ผู้บริหารควรนำผลการศึกษานโยบายการเงินเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่ส่งผลกระทบต่อความยืดหยุ่นทางการเงินไปใช้ เพื่อประกอบการตัดสินใจในการวางแผนกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้มีความเหมาะสมและเกิดประโยชน์สูงสุดแก่กิจการ ซึ่งหากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลแสดงว่าบริษัทมีความยืดหยุ่นทางการเงิน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะสะท้อนถึงสถานะทางการเงินของบริษัทและความสามารถของบริษัทในการเข้าถึงและปรับโครงสร้างทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพด้วยต้นทุนที่ต่ำ

2. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ควรขยายขอบเขตให้มีปริมาณมากขึ้นและครอบคลุมทุกอุตสาหกรรม เช่น การเก็บข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง SET หรือ MAI ทั้งหมด เป็นต้น และควรขยายระยะเวลาในการเก็บรวบรวมข้อมูลอย่างน้อย 5 ปี เพื่อให้การศึกษามีความละเอียดมากขึ้น

องค์ความรู้ใหม่



ภาพที่ 1 ปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ

Figure 1 Factors affecting firm value

ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน พบว่า นโยบายการเงินเกี่ยวกับการถือครองเงินสดและโครงสร้างเงินทุนไม่ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบทางตรงต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน บริษัทที่มีหนี้สินสูงจนเกินไปควรหยุดการก่อหนี้ แม้ว่าจะมีความสามารถในการก่อหนี้ได้เพิ่มก็ตาม ผู้บริหารควรตัดสินใจในการวางแผนกำหนดนโยบายการเงินเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนอย่างรอบคอบ โดยคำนึงถึงระดับหนี้ที่เหมาะสม เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนของความล้มเหลวทางการเงินและสามารถก่อหนี้เพิ่มได้ในอนาคต ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบทางตรงต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน นักลงทุนควรพิจารณาผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อความยืดหยุ่นทางการเงิน เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หากนักลงทุนต้องการลงทุนในบริษัทที่มีความสามารถในการเข้าถึงและปรับโครงสร้างทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ ควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลสามารถสะท้อนถึงความยืดหยุ่นทางการเงินของบริษัท

ผลกระทบของความยืดหยุ่นทางการเงินต่อมูลค่ากิจการ พบว่า ความยืดหยุ่นทางการเงินไม่ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบทางตรงต่อมูลค่ากิจการ บริษัทที่มีหนี้สินสูงไม่ควรจัดหาเงินทุนเพิ่ม แม้ว่าจะมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนก็ตาม บริษัทควรหยุดการก่อหนี้ เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการล้มละลาย

ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน พบว่า นโยบายการเงินเกี่ยวกับการถือครองเงินสด โครงสร้างเงินทุน และการจ่ายเงินปันผล ไม่ได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบทางอ้อมต่อมูลค่ากิจการผ่านความยืดหยุ่นทางการเงิน ความยืดหยุ่นทางการเงินจึงไม่ได้เป็นตัวแปรกลางของความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการเงินกับมูลค่ากิจการ เมื่อระดับหนี้สินของบริษัทที่มีอยู่สูงจนเกินไป บริษัทควรหยุดการก่อหนี้ แม้ว่าบริษัทจะมีความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนก็ตาม แต่หากบริษัทเลือกที่จะก่อหนี้สินเพิ่ม โดยไม่คำนึงถึงหนี้สินเดิมที่มีอยู่ บริษัทอาจไม่สามารถชำระหนี้สินทั้งหมดได้ตามที่ระบุในสัญญา เจ้าหนี้ก็จะฟ้องร้องดำเนินคดีในที่สุด ดังนั้น คณะผู้บริหารของบริษัทควรร่วมกันกำหนดนโยบายการเงินของบริษัทเกี่ยวกับการถือครองเงินสด โครงสร้างเงินทุน และการจ่ายเงินปันผล ก่อนตัดสินใจหาแหล่งเงินทุนสำหรับลงทุนในโครงการต่าง ๆ ซึ่งการกำหนดนโยบายการเงินของบริษัทควรคำนึงถึงหนี้สินเดิมที่มีให้อยู่ในระดับหนี้ที่เหมาะสม เพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงินของบริษัท

References

- Bilyay-Erdogan, S. (2020). Does financial flexibility enhance firm value?. A comparative study between developed and emerging countries. *Business: Theory and Practice*, 21(2), 723–736. <https://doi.org/10.3846/btp.2020.12680>
- Blau, B. M., & Fuller, K. P. (2008). Flexibility and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 133–152. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.003>
- Bliss, B. A., Cheng, Y., & Denis, D. J. (2015). Corporate payout, Cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 521–540. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.013>

- Choopool, J. (2019). *Factors influencing on firm value of listed companies on the stock exchange of Thailand: set 100 evidence*[Master's independent study, Rajamangala University of Technology Thanyaburi]. <http://www.repository.rmutt.ac.th/dspace/handle/123456789/3675>
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74. <https://doi.org/10.2307/3665623>
- Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2012). Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897–1929. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005>
- El-Ansary, O., & Hamza, H. F. (2022). The underlying mechanisms of the relationships between corporate financial policies and firm value: Flexibility and agency theory perspectives. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 15(3), 440–465. <https://doi.org/10.1108/APJBA-08-2021-0420>
- Farrukh, K., Irshad, S., Khakwani, M. S., Ishaque, S., & Ansari, N. Y. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1–11. <https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1408208>
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The Value of Financial Flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263–2296. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
- Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., Rathgeber, A. W., & Stöckl, S. (2021). Rather Complements than Substitutes: Firm Value Effects of Capital Structure and Financial Hedging Decisions. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 4895–4917. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2045>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karim, S., & Ilyas, M. (2021). Foreign institutional investors and the contribution of cash and dividend to firm's value. *Managerial Finance*, 47(3), 310–325. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2019-0568>
- Limjaroenrat, V. (2016). Firm-level Perspective of Thailand's Low Investment Puzzle. *PIER Puey Ungphakorn Institute for Economic Research*, 42, 1–45. <https://ideas.repec.org/p/pui/dpaper/42.html>
- Maneerattanarungrod, C. (2016). *Capital structure affecting firm value*[Doctoral Dissertation, Suranaree University of Technology]. <http://sutir.sut.ac.th:8080/jspui/handle/123456789/7180>

- Mangesti Rahayu, S., Suhadak, & Saifi, M. (2020). The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(2), 236–251. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2018-0196>
- Mihaela, T. B. (2012). Corporate finance theories. Challenges and trajectories. *Management & Marketing*, 7(2), 277–294. https://www.researchgate.net/publication/241757166_Corporate_finance_theories_Challenges_and_trajectories
- Mirkhalili, T. A., & Mahmoudabadi, H. K. (2018). The effect of financial flexibility on financial behavior of companies listed in Tehran stock exchange. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(1), 143–155. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2018.81009>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://www.scrip.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=1363843>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Phadungsit, M. (2005). Performance appraisal according to Tobin concept–Tobin's Q. *Journal of Business Administration Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University*, 28(106), 13–22. <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/files/Jba106/Article/JBA106Monvika.pdf>
- Phetkong, P., & Yupabhorn, B. (2019). The Relationship of Capital Structure on Firm Value and Profitability of Listed Companies in Market for Alternative Investment (MAI). *Journal of Federation of Accounting Professions*, 1(3), 62–81. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/225446>
- Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288–302. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.004>
- The Stock Exchange of Thailand. (2020). *Investment vocabulary*. <https://www.setinvestnow.com/th/glossary>
-

The Stock Exchange of Thailand. (2022). *Foreign companies*.

<https://www.set.or.th/th/listing/equities/common-stocks/foreign-company/secondary-listing>

Wonglacorn, S., & Am-ugsorn, S. (2023). Impact of corporate governance and financial flexibility on firm value in the covid-19 crisis: A case study of companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Federation of Accounting Professions*, 5(13), 20-41. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/JFAC/article/view/260422>