# แหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540

นายวรเดช สุฤชุกุล

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

บทคัดย่อและแฟ้มข้อมูลฉบับเต็มของวิทยานิพนธ์ตั้งแต่ปีการศึกษา 2554 ที่ให้บริการในคลังปัญญาจุฬาฯ (CUIR)
เป็นแฟ้มข้อมูลของนิสิตเจ้าของวิทยานิพนธ์ ที่ส่งผ่านทางบัณฑิตวิทยาลัย
The abstract and full text of theses from the academic year 2011 in Chulalongkorn University Intellectual Repository (CUIR)
are the thesis authors' files submitted through the University Graduate School.

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเคหพัฒนศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ภาควิชาเคหการ
คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# FUNDING SOURCES FOR REAL ESTATE DEVELOPMENT PROJECTS OF THE PROPERTY DEVELOPMENT COMPANIES, LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND AFTER 1997

Mr. Voradej Suruchugul

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Housing Development Program in Real Estate Development

Department of Housing

Faculty of Architecture

Chulalongkorn University

Academic Year 2015

Copyright of Chulalongkorn University

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | |
|---|---|
| หัวข้อวิทยานิพนธ์ | แหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540 |
| โดย | นายวรเดช สุฤชุกุล |
| สาขาวิชา | การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ |
| อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก | ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. บุษรา โพวาทอง |

คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

.....คณบดีคณะสถาปัตยกรรมศาสตร์
(รองศาสตราจารย์ ดร. ปิ่นรัชฎ์ กาญจนัษฐิติ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

.....ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ สุปรีชา หิรัญโร)

.....อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. บุษรา โพวาทอง)

.....กรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. กุณฑลทิพย พานิชภักดิ์)

.....กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(รองศาสตราจารย์ ดร. ศักดิ์ชัย คีรินทร์ภาณุ)

.....กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(ดร. ยศพร ลีลารัศมี)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

วรเดช สุฤชุกุล : แหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540 (FUNDING SOURCES FOR REAL ESTATE DEVELOPMENT PROJECTS OF THE PROPERTY DEVELOPMENT COMPANIES, LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND AFTER 1997) อ.ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: ผศ. ดร. บุษรา โพวาทอง, หน้า.

ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ผู้ประกอบการจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก นอกเหนือจากเงินทุนส่วนตัว ในวิทยานิพนธ์นี้จึงมุ่งศึกษาแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุน และวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งที่ใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัท 4 แห่ง ได้แก่ บมจ. พฤกษา เรียลเอสเตท, บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น, บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์, บมจ. ปริญสิริ ดำเนินการวิจัยโดยรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินบริษัทและวิเคราะห์แหล่งเงินทุนทั้งก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ("initial public offering","IPO") รวมถึงสัมภาษณ์ผู้บริหารและสังเกตการณ์ในงานประชุมบริษัทพบผู้ลงทุน ซึ่งผลการศึกษาพบว่า

1) โครงสร้างของแหล่งเงินทุน ช่วงก่อน IPO บริษัทมีแหล่งเงินทุนสัดส่วนเฉลี่ยของส่วนของเจ้าของ:เงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน:หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง:หุ้นกู้ คือ 54.2%:25.6%:18.8%:1.3% (อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 0.85 เท่า)ขณะที่หลัง IPO สัดส่วนดังกล่าวเปลี่ยนเป็น 63.5%:28.5%:8.0%:0.0% (อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 0.57 เท่า) เนื่องจากช่วงก่อน IPO บริษัทต้องการสร้างผลการดำเนินงานให้ออกมาดีและเพิ่มผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) โดยพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้นจึงก่อหนี้สินเพิ่มโดยเพิ่มหนี้สินเงินกู้ยืมและหนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องเพราะเข้าถึงได้ง่าย ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น ต่อมาหลังจาก IPO แล้ว บริษัทเพิ่มทุนทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง ปัจจุบัน ปี 2557 สัดส่วนเปลี่ยนเป็น 47.0%:32.8%:0.3%:21.4% (อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 1.13 เท่า) 2) ต้นทุนของส่วนของเจ้าของ ช่วงก่อน IPO เฉลี่ยอยู่ที่ 11.2% เทียบกับช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 11.8% ต้นทุนส่วนของหนี้สิน ช่วงก่อน IPO อยู่ที่ 5.2% ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 4.1% สำหรับต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ช่วงก่อน IPO อยู่ที่ 7.6% ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 8.7% ซึ่ง WACC สูงขึ้นเนื่องจากเมื่อ IPO แล้วบริษัทจะมีสัดส่วนแหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้นทำให้ถ่วงน้ำหนักให้ WACC รวมสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เนื่องด้วยต้นทุนของหนี้สินที่ถูกกว่าต้นทุนของส่วนของเจ้าของทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินมากขึ้น 3) แนวคิดการระดมทุนของบริษัทมีแนวโน้มที่จะต้องการแหล่งเงินทุนที่มีความหลากหลายมากขึ้น นอกเหนือจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เช่นการออกหุ้นกู้ และพบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวคิดการระดมทุนแบบภาพรวมขององค์กรมากกว่าระดับโครงการ ซึ่งนิยมออกหุ้นกู้ เนื่องจากบริษัทมีโครงการเป็นจำนวนมาก จึงสามารถที่หมุนเวียนเงินไปในโครงการต่างๆ ได้ยืดหยุ่นกว่า ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กยังพึ่งพิงเงินกู้ยืมสถาบันการเงินซึ่งพิจารณาสินเชื่อเป็นระดับรายโครงการ

งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าการที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) ถือเป็นก้าวแรกที่บริษัทจะขยายทุนส่วนของเจ้าของและเป็นการสร้างภาพลักษณ์องค์กรให้ดูน่าเชื่อถือต่อนักลงทุนและสถาบันการเงินซึ่งจะช่วยให้บริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น เช่น การกู้ยืมเงินสถาบันการเงิน การออกหุ้นกู้ เป็นต้น โดยขั้นต่อไปเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. มีส่วนของทุนสูงขึ้น บริษัทก็จะสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น โดยเพิ่มสัดส่วนหนี้สินต่อทุนมากขึ้นเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งการเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินนี้จะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง

ภาควิชา เคหการ ลายมือชื่อนิสิต .....

สาขาวิชา การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ลายมือชื่อ อ.ที่ปรึกษาหลัก .....

ปีการศึกษา 2558

## 5773576225 : MAJOR REAL ESTATE DEVELOPMENT

KEYWORDS: FUNDING SOURCE / COST OF CAPITAL / PROPERTY DEVELOPMENT COMPANIES / STOCK EXCHANGE OF THAILAND

VORADEJ SURUCHUGUL: FUNDING SOURCES FOR REAL ESTATE DEVELOPMENT PROJECTS OF THE PROPERTY DEVELOPMENT COMPANIES, LISTED IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND AFTER 1997. ADVISOR: ASST. PROF. BUSSARA POVATONG, Ph.D., pp.

In real estate development, in addition to owner funding, entrepreneurs need capital from external sources. The objective of this thesis is to study the concept of selecting the funding source and analyzing the cost of each source of funding used in the project development of 4 companies: Pruksa Real Estate pcl., SC Asset Corporation pcl., Sena Development pcl., and Prinsiri pcl. Research is conducted by collecting data from financial statements and analysis of sources of funding before and after listing on the Stock Exchange of Thailand ("initial public offering","IPO") and interviewing executives and observing the shareholders or analyst meetings of companies. The study found the following:

1) Funding sources Before IPO: companies were financing the average proportion of equity, loans from financial institutions including promissory notes, liabilities of the related parties, debentures at 54.2%:25.6%:18.8%:1.3% (debt to equity ratio at 0.85). After the IPO, the proportions changed to 63.5%:28.5%:8.0%:0.0% (debt to equity ratio at 0.57) because before the IPO, the companies wanted to make a good performance and increase return on equity (ROE) by leveraging debt finance including increasing loan and liabilities from related parties so the debt to equity ratio before the IPO is higher than the ratio after due to capital increase. In 2015, the average proportions were 47.0%:32.8%:0.3%:21.4% (debt to equity ratio at 1.13). 2) Before the IPO the cost of equity was 11.2% compared to after the IPO at 11.8%. before IPO, the cost of debt was 5.2% while after the IPO the cost of debt was 4.1%. Before the IPO, weighted average cost of capital (“WACC”) rose from 7.6% before the IPO to 8.7% after because equity funding increased the weighted WACC higher. However, because of the cheaper cost of debt than cost of equity, the company is likely to use more debt funding later. 3) Concept of fund raising: the company was likely to want more diverse funding sources in addition to borrowing from financial institutions, such as debenture issues. Large companies consider fund raising on the organization level rather than project level because large companies have a lot of projects in hand. They need funding that is more flexible like debentures, while small companies still rely on project financing from financial institutes on the project level

This study indicates that listing companies on the Stock Exchange of Thailand (“SET”) seems to be the way to expand equity funding and create a corporate image to look credible to investors and financial institutions, which will help the company access other capital easier, such as loans from financial institutions and debenture issues. In the next stage, when the company becomes listed, the company can gain more leverage by increasing the debt to equity ratio. Increasing debt finance will reduce WACC.

Department: Housing Student's Signature .....

Field of Study: Real Estate Development Advisor's Signature .....

Academic Year: 2015

# กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยความกรุณาและความช่วยเหลืออย่างดียิ่งของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.บุษรา โพวาทอง อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้ให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่างๆ เพื่อเป็นแนวทางในการทำวิจัยมาด้วยดีตลอด

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณ บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) ซึ่งให้ข้อมูลต่างๆ ตลอดจนคำแนะนำแนวทางในการทำวิจัยครั้งนี้ จนทำให้งานวิจัยนี้ประสบความสำเร็จอย่างดี

พร้อมกันนี้ผู้เขียนขอขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ ที่คอยให้ความช่วยเหลือและให้กำลังใจตลอดมา คณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ แก่ผู้เขียนตลอดจนผู้บังคับบัญชาที่ให้ความสนับสนุน เพื่อนๆ รุ่นพี่ รุ่นน้องทุกคนที่ให้ความช่วยเหลือ รวมทั้งผู้ให้ข้อมูลต่างๆ ตลอดจนท่านอื่นๆ ที่ไม่อาจระบุได้ทั้งหมดที่ให้ความร่วมมือเป็นอย่างดีมาโดยตลอด

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# สารบัญ

หน้า


บทคัดย่อภาษาไทย ..... ง

บทคัดย่อภาษาอังกฤษ ..... จ

กิตติกรรมประกาศ ..... ฉ

สารบัญ ..... ช

สารบัญตาราง ..... ฎ

สารบัญแผนภูมิ ..... ฑ

สารบัญแผนภาพ ..... ฒ

บทที่ 1 บทนำ ..... 1

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญ ..... 1

1.2 คำถามในงานวิจัย ..... 6

1.3 วัตถุประสงค์ในการศึกษา ..... 6

1.4 นิยามคำศัพท์ ..... 6

1.5 ขอบเขตในการศึกษา ..... 7

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ ..... 7

บทที่ 2 แนวคิดและทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ..... 8

2.1 แนวคิดวงจรตลาดที่อยู่อาศัย ..... 8

2.2 เงินทุนและแหล่งเงินทุน ..... 9

2.3 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ..... 12

2.3.1 ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน (M&M) ..... 12

2.3.2 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี ..... 13

2.3.3 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลาย หรือ ทฤษฎีการหักล้าง (Trade-off Theory) ..... 13



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

หน้า

2.3.4 ทฤษฎีข้อมูลข่าวสารและการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ..... 14
2.4 ต้นทุนของเงินทุน (cost of capital) ..... 15
2.5 การจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset Liability Management - ALM) ..... 16
2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature review) ..... 18
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย ..... 23
3.1 กรอบแนวคิด ..... 23
3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ..... 24
3.3 ขอบเขตการศึกษา ..... 26
3.4 วิธีดำเนินการ ..... 26
บทที่ 4 ผลการศึกษา ..... 32
4.1 บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) (“PS”) ..... 32
4.1.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ..... 32
4.1.2 ผลประกอบการของบริษัท ..... 33
4.1.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน ..... 34
4.1.4 ต้นทุนของเงินทุน ..... 37
4.1.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ..... 40
4.2 บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“SC”) ..... 42
4.2.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ..... 43
4.2.2 ผลประกอบการของบริษัท ..... 43
4.2.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน ..... 45
4.2.4 ต้นทุนของเงินทุน ..... 48
4.2.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ..... 51

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

หน้า

4.3 บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (“SENA”) ..... 52
4.3.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ..... 52
4.3.2 ผลประกอบการของบริษัท ..... 53
4.3.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน..... 55
4.3.4 ต้นทุนของเงินทุน ..... 58
4.3.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ .... 61
4.4 บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) (“PRIN”)..... 63
4.4.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ..... 63
4.4.2 ผลประกอบการของบริษัท ..... 64
4.4.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน..... 65
4.4.4 ต้นทุนของเงินทุน ..... 68
4.4.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ .... 71
4.5 การเปรียบเทียบต้นทุนของแหล่งเงินทุนของบริษัท 4 บริษัท ..... 72
4.5.1 ต้นทุนของหนี้สิน..... 73
4.5.2 ต้นทุนของส่วนของทุน..... 74
4.5.3 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)..... 75
4.6 ข้อดี ข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนต่างๆ ..... 76
4.7 เหตุผลในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค..... 80
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ ..... 83
5.1 สรุปผลการศึกษา ..... 83
5.1.1 แนวคิดการระดมทุน..... 83
5.1.2 ลักษณะโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์..... 84

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

หน้า

5.1.3 ผลการดำเนินงาน ..... 84
5.1.4 โครงสร้างผู้ถือหุ้น ..... 85
5.1.5 โครงสร้างแหล่งเงินเงินทุน ..... 86
5.1.6 ต้นทุนของแหล่งเงินทุน ..... 93
5.1.7 ข้อดี ข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนแต่ละประเภท ..... 94
5.1.8 ข้อดี ข้อคำนึง ในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ..... 95
5.2 อภิปรายผลการศึกษา ..... 96
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ..... 97
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยถัดไป ..... 97
รายการอ้างอิง ..... 99
..... 101
รายการอ้างอิง ..... 101
ภาคผนวก ..... 102
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์ ..... 108

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่ 1.1 อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ ณ เดือนธันวาคม ปี 2536-2540 ..... 3
ตารางที่ 2.1 แหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของในแต่ละช่วงเวลาของบริษัท ..... 11
ตารางที่ 2.2 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ..... 18
ตารางที่ 3.1 บริษัทที่ดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยที่เข้าจดทะเบียนหลังปี 2540 ..... 24
ตารางที่ 3.2 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง ..... 25
ตารางที่ 3.3 ตัวแปรและเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย ..... 27
ตารางที่ 4.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ PS ..... 33
ตารางที่ 4.2 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ PS เข้าจดทะเบียนใน ตลท. (หน่วย : บาท) ..... 33
ตารางที่ 4.3 โครงสร้างรายได้ (หน่วย : ล้านบาท) ..... 33
ตารางที่ 4.4 ผลการดำเนินงานของ PS (หน่วย : ล้านบาท) ..... 34
ตารางที่ 4.5 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ PS (หน่วย :ล้านบาท) ..... 35
ตารางที่ 4.6 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ PS ..... 36
ตารางที่ 4.7 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน PS ในแต่ละช่วงเวลา ..... 37
ตารางที่ 4.8 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ PS (หน่วย : ล้านบาท) ..... 37
ตารางที่ 4.9 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ PS โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ..... 38
ตารางที่ 4.10 ต้นทุนของส่วนของทุนของ PS ..... 39
ตารางที่ 4.11 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ PS ..... 39
ตารางที่ 4.12 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ PS ..... 41
ตารางที่ 4.13 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ PS ..... 41
ตารางที่ 4.14 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ SC ..... 43
ตารางที่ 4.15 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ SC เข้าจดทะเบียนใน ตลท. ..... 43
ตารางที่ 4.16 โครงสร้างรายได้ชอง SC (หน่วย : ล้านบาท) ..... 44
ตารางที่ 4.17 ผลการดำเนินงานของ SC (หน่วย : ล้านบาท) ..... 45
ตารางที่ 4.18 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ SC (หน่วย :ล้านบาท) ..... 45
ตารางที่ 4.19 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ SC ..... 46
ตารางที่ 4.20 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน SC ในแต่ละช่วงเวลา ..... 48
ตารางที่ 4.21 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ SC (หน่วย : ล้านบาท) ..... 48
ตารางที่ 4.22 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ SC โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ..... 48
ตารางที่ 4.23 ต้นทุนของส่วนของทุนของ SC ..... 49

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

ตารางที่ 4.24 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ SC ..... 50
ตารางที่ 4.25 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ SC ..... 51
ตารางที่ 4.26 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ SC ..... 52
ตารางที่ 4.27 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ SENA ..... 53
ตารางที่ 4.28 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ SENA เข้าจดทะเบียนในตลท. (หน่วย : บาท) ..... 53
ตารางที่ 4.29 โครงสร้างรายได้ของ SENA (หน่วย : ล้านบาท) ..... 54
ตารางที่ 4.30 ผลการดำเนินงานของ SENA (หน่วย : ล้านบาท) ..... 55
ตารางที่ 4.31 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ SENA (หน่วย :ล้านบาท) ..... 55
ตารางที่ 4.32 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ SENA ..... 56
ตารางที่ 4.33 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน SENA ในแต่ละช่วงเวลา ..... 58
ตารางที่ 4.34 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ SENA (หน่วย : ล้านบาท) ..... 58
ตารางที่ 4.35 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ SENA โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ..... 58
ตารางที่ 4.36 ต้นทุนของส่วนของทุนของ SENA ..... 59
ตารางที่ 4.37 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ SENA ..... 60
ตารางที่ 4.38 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ SENA ..... 61
ตารางที่ 4.39 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ SENA ..... 62
ตารางที่ 4.40 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ PRIN ..... 63
ตารางที่ 4.41 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ PRIN เข้าจดทะเบียนในตลท. (หน่วย : บาท) ..... 64
ตารางที่ 4.42 โครงสร้างรายได้ของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท) ..... 64
ตารางที่ 4.43 ผลการดำเนินงานของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท) ..... 65
ตารางที่ 4.44 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ PRIN (หน่วย :ล้านบาท) ..... 65
ตารางที่ 4.45 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ PRIN ..... 66
ตารางที่ 4.46 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน PRIN ในแต่ละช่วงเวลา ..... 68
ตารางที่ 4.47 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท) ..... 68
ตารางที่ 4.48 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ PRIN โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ..... 68
ตารางที่ 4.49 ต้นทุนของส่วนของทุนของ PRIN ..... 69
ตารางที่ 4.50 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ PRIN ..... 70
ตารางที่ 4.51 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ PRIN ..... 71
ตารางที่ 4.52 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ PRIN ..... 72
ตารางที่ 4.53 ต้นทุนของหนี้สินของ 4 บริษัท ..... 73
ตารางที่ 4.54 ต้นทุนของส่วนของทุนของ 4 บริษัท ..... 74

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

ตารางที่ 4.55 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ 4 บริษัท ..... 75
ตารางที่ 4.56 ข้อดีของแหล่งเงินทุนแต่ละประเภทในมุมมองของ 4 บริษัท ..... 76
ตารางที่ 4.57 ข้อจำกัดของแหล่งเงินทุนแต่ละประเภทในมุมมองของ 4 บริษัท ..... 77
ตารางที่ 4.58 เหตุผลของแต่ละบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใน ตลท. ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค ..... 81
ตารางที่ 5.1 เงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อโครงการ ..... 83
ตารางที่ 5.2 อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทต่างๆ ..... 85
ตารางที่ 5.3 สัดส่วนถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในแต่ละบริษัท ..... 86
ตารางที่ 5.4 ค่าเฉลี่ยสัดส่วนโครงสร้างแหล่งเงินทุนช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท.และปี 2557 ..... 87
ตารางที่ 5.5 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท PS ในแต่ละช่วงเวลา ..... 89
ตารางที่ 5.6 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท SC ในแต่ละช่วงเวลา ..... 90
ตารางที่ 5.7 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท SENA ในแต่ละช่วงเวลา ..... 91
ตารางที่ 5.8 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท PRIN ในแต่ละช่วงเวลา ..... 92
ตารางที่ 5.9 ต้นทุนเฉลี่ยของแหล่งเงินทุนบริษัทต่างๆ ในช่วงก่อนเข้าและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ..... 94
ตารางที่ 5.10 ข้อดี ข้อคำนึง ในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ..... 95

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# สารบัญแผนภูมิ

หน้า

แผนภูมิที่ 1.1 เปรียบเทียบขนาดตลาดเงินและตลาดทุน (หน่วย : พันล้านบาท) ..... 4
แผนภูมิที่ 1.2 จำนวนบริษัทจดทะเบียนรวมตลาดของตลท.และ MAI ณ สิ้นปี(หน่วย:บริษัท)..... 5
แผนภูมิที่ 4.1 สัดส่วนรายได้จาการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ PS..... 34
แผนภูมิที่ 4.2 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ PS (หน่วย : ล้านบาท) ..... 35
แผนภูมิที่ 4.3 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ PS..... 36
แผนภูมิที่ 4.4 ต้นทุนของแหล่งเงินทุนของ PS ..... 40
แผนภูมิที่ 4.5 สัดส่วนรายได้จาการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ SC ..... 44
แผนภูมิที่ 4.6 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ SC (หน่วย : ล้านบาท)..... 46
แผนภูมิที่ 4.7 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ SC ..... 47
แผนภูมิที่ 4.8 ต้นทุนของแหล่งเงินทุนของ SC..... 50
แผนภูมิที่ 4.9 สัดส่วนรายได้จาการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ SENA..... 54
แผนภูมิที่ 4.10 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ SENA (หน่วย : ล้านบาท) ..... 56
แผนภูมิที่ 4.11 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ SENA..... 57
แผนภูมิที่ 4.12 ต้นทุนของแหล่งเงินทุนของ SENA ..... 61
แผนภูมิที่ 4.13 สัดส่วนรายได้จาการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ PRIN..... 64
แผนภูมิที่ 4.14 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท) ..... 66
แผนภูมิที่ 4.15 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ PRIN..... 67
แผนภูมิที่ 4.16 ต้นทุนของแหล่งเงินทุน PRIN ..... 70
แผนภูมิที่ 4.17 ต้นทุนของหนี้สินของบริษัท 4 บริษัท..... 73
แผนภูมิที่ 4.18 ต้นทุนของส่วนของทุนของบริษัท 4 บริษัท..... 74
แผนภูมิที่ 4.19 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ( WACC) ของบริษัท 4 บริษัท ..... 75
แผนภูมิที่ 5.1ค่าเฉลี่ยสัดส่วนโครงสร้างแหล่งเงินทุนช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลท.และปี 2557 ..... 88
แผนภูมิที่ 5.2 ต้นทุนเฉลี่ยของแหล่งเงินทุนบริษัทตั้งแต่ช่วงก่อน IPO 2 ปีและหลัง IPO 2 ปี ..... 93

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# สารบัญแผนภาพ

หน้า

แผนภาพที่ 2.1 วงจรตลาดที่อยู่อาศัย ..... 9
แผนภาพที่ 2.2 มูลค่าของบริษัทกับระดับการก่อหนี้ ภายใต้ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน (M&M) ..... 13
แผนภาพที่ 2.3 มูลค่าของบริษัทกับระดับการก่อหนี้ ภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี ..... 13
แผนภาพที่ 2.4 มูลค่าของบริษัทกับระดับการก่อหนี้ ภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลาย ..... 14
แผนภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา ..... 24

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# บทที่ 1

# บทนำ

## 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญ

จากแนวคิดวงจรตลาดที่อยู่อาศัย[1] (พัลลภ, 2558) มีผู้ที่เกี่ยวข้องได้แก่ ผู้ผลิต ผู้ซื้อ สถาบันการเงิน หน่วยงานพัฒนาสาธารนูปโภค หน่วยงานนโยบายและควบคุม โดยเริ่มจากการที่ผู้ผลิตจะพัฒนาโครงการเพื่อตอบสนองความต้องการผู้ที่ต้องการซื้อที่อยู่อาศัย สถาบันการเงินมีส่วนสำคัญอย่างมาก เนื่องจากมีการปล่อยสินเชื่อเพื่อพัฒนาโครงการให้ผู้ผลิต ในด้านผู้ซื้อเองก็ต้องการสินเชื่อที่อยู่อาศัยเพื่อเพิ่มกำลังซื้อ ทั้งผู้ผลิตและผู้ซื้อจึงต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการและเพื่อซื้ออสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยดังนั้นแหล่งเงินทุนจึงมีส่วนสำคัญในการพัฒนาตลาดที่อยู่อาศัย แบ่งเป็น 2 ช่วงดังนี้[2]

1. ช่วงหาแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ (Pre Finance) เป็นช่วงที่ผู้ผลิตต้องการแหล่งเงินทุนเพื่อใช้ในการก่อสร้างโครงการ
2. ช่วงหาแหล่งเงินเพื่อซื้อที่อยู่อาศัย (Post Finance) เป็นช่วงที่ผู้ซื้อกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อซื้อหน่วยที่อยู่อาศัย

เนื่องจากขั้นตอนในช่วงที่หาแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ (Pre Finance) เป็นขั้นตอนที่สำคัญในช่วงแรกๆ ของการเริ่มต้นพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย และหากผู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและถูกลง ย่อมส่งเสริมการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยให้มีจำนวนมากขึ้นในราคาที่ถูกลงตามหลักอุปสงค์และอุปทานในด้านเศรษฐศาสตร์ และนำมาซึ่งประโยชน์กับประชาชนผู้ที่ต้องการมีที่อยู่อาศัยเป็นของตัวเอง

แหล่งเงินทุนในธุรกิจที่อยู่อาศัยจากงานศึกษาเรื่องบทบาทตลาดทุนต่อการลงทุนธุรกิจที่อยู่อาศัยของ สมศักดิ์ เธียรวิวัฒน์นุกูล (2538)[3] กล่าวว่า ตามโครงสร้างของเงินลงทุนธุรกิจที่อยู่อาศัย (Housing Project Cost) จะมีแหล่งที่มาของเงินทุน 2 ส่วน เช่นเดียวกับการลงทุนของธุรกิจอื่นๆ คือ มาจากส่วนของเงินทุน (Equity) และส่วนของการกู้ยืม (Debt) ผู้บริหารโครงการจึงต้องจัดส่วนผสมของแหล่งเงิน (Source of Fund) ที่นำมาใช้ลงทุนและหมุนเวียนในโครงการ ให้เกิดประสิทธิภาพมากที่สุด

---

[1] พัลลภ กฤตยานวัช, การพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ตามปฏิญญาสากลการพัฒนาที่ยั่งยืน Agenda 21,เอกสารในการสัมมนา เสนอที่ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 3 กันยายน 2558

[2] เอกสารประกอบวิชาเศรษฐศาสตร์และการเงินด้านการพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์,ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2558

[3] สมศักดิ์ เธียรวิวัฒน์นุกูล,การศึกษาเรื่องบทบาทตลาดทุนต่อการลงทุนธุรกิจที่อยู่อาศัย, บัณฑิตวิทยาลัย ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538

นอกจากนี้งานศึกษาดังกล่าวพบว่าลักษณะแหล่งเงินทุนของการดำเนินธุรกิจที่อยู่อาศัยจะมาจากการกู้เงินจากสถาบันการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศ เงินกู้ระยะสั้นใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ส่วนเงินกู้ระยะยาวใช้ซื้อที่ดิน และเป็นค่าก่อสร้าง ส่วนอีกช่องทางหนึ่งคือ การออกตราสารการเงินซึ่งประกอบไปด้วยตราสารทุนและตราสารหนี้ หากเป็นตราสารที่มีอายุมากกว่า 1 ปี ก็จะเป็นตราสารการเงินในตลาดทุน ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นกู้ เป็นต้น ทั้งนี้การศึกษาดังกล่าวนี้เกิดขึ้นก่อน ปี พ.ศ. 2540 ซึ่งเป็นปีที่ประเทศเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ

โดยทั่วไป ผู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์จะนิยมใช้แหล่งเงินทุนโดยการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนในตลาดเงิน อย่างไรก็ตาม สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ[4] ระบุว่าเวลาที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจ เช่น ปี 2540 สถาบันการเงินมีจะปัญหาสภาพคล่อง มีผลกระทบต่อการพัฒนาโครงการในภาคธุรกิจ รวมทั้งต้นทุนทางการเงินก็สูงด้วย มีการสั่งระงับการดำเนินงานของบริษัทเงินทุนและเงินทุนหลักทรัพย์จำนวน 58 บริษัท เป็นการชั่วคราวโดยไม่มีมาตรการรองรับ ที่ชัดเจนและทันท่วงที ทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องใน ภาคการเงินและระบบเศรษฐกิจโดยรวมเป็นอย่างมาก ภาคการผลิตต่าง ๆ ประสบปัญหาขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียนทั้งจากเงินฝากที่ติดค้างอยู่ในสถาบันการเงินเหล่านั้น และสินเชื่อแก่ภาคการผลิตที่ชะงักงัน จากสภาพคล่องทางการเงินที่ตึงตัวผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมของกู้ยืมของสถาบันการเงินปรับตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัดในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารขนาดเล็กเพราะมีปัญหาสภาพคล่องตึงตัวมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ และเพื่อป้องกันการแข่งขันเรื่องดอกเบี้ยในการระดมเงินฝากซึ่งจะส่งผลต่อต้นทุนและฐานะการดำเนินงาน ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงเริ่มมีการกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ที่มีระยะเวลา 3 เดือนขึ้นไปอีกครั้ง เมื่อวันที่ 30 มิถุนายน 2540 สำหรับด้านเงินให้กู้ยืม อัตราดอกเบี้ยเงินกู้แบบมีระยะเวลาที่คิดกับลูกค้าชั้นดี (MLR) เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 13.00-13.25 เมื่อสิ้นปี 2539 เป็นร้อยละ 15.25 เมื่อสิ้นปี 2540

ปัญหาหนี้ด้อยคุณภาพที่เพิ่มขึ้นและฐานะการดำเนินงานของธุรกิจมีแนวโน้มตกต่ำลง โดยเฉพาะธุรกิจที่มีหนี้ต่างประเทศมีภาระหนี้เพิ่มขึ้นมาก ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดและความสามารถในการชำระหนี้โดยรวม ทำให้สถาบันการเงินระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินโดยเฉลี่ยอยู่ในระดับสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม จูงใจให้สถาบันการเงินที่มีเงินเหลือปล่อยกู้ ในตลาดเงินมากกว่าใช้ไปในการให้สินเชื่อแก่ภาคการผลิต เห็นได้ชัดเจนจากการลงทุนในตลาดซื้อคืนพันธบัตรซึ่งไม่มีความเสี่ยงมีมูลค่าเพิ่มขึ้นมาก เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้ปัญหาขาดแคลนสินเชื่อในภาคการผลิตเพิ่มขึ้นนอกเหนือจากการปิดสถาบันการเงินเป็นจำนวนมากและปัญหาขาดสภาพคล่องของสถาบันการเงินที่ดำเนินการอยู่

---

[4] สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ,ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปี 2540, [สืบค้นข้อมูลออนไลน์], เข้าถึงได้จาก http://www.nesdb.go.th/Default.aspx?tabid=218, สืบค้นเมื่อ 15 กันยายน 2558

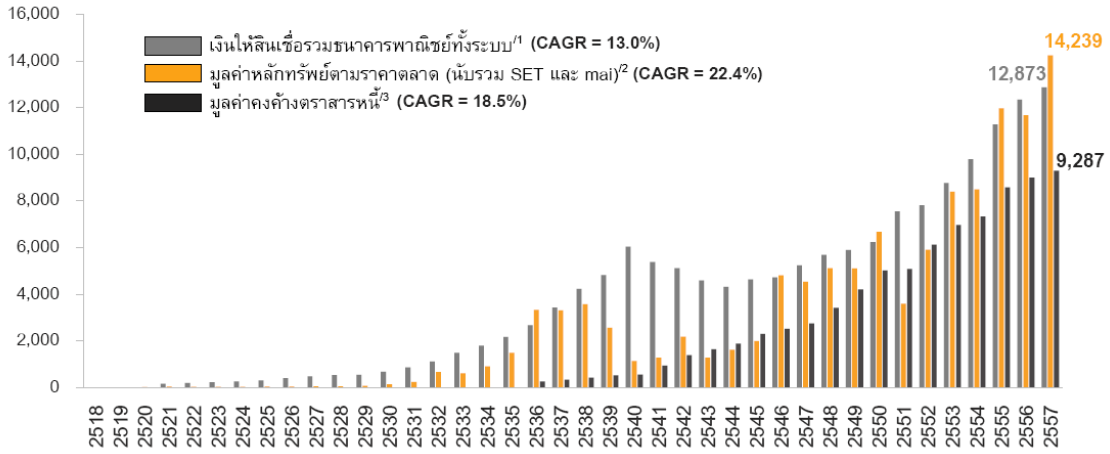
ตารางที่ 1.1 อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ ณ เดือนธันวาคม ปี 2536-2540

| อัตราดอกเบี้ย | 2536 | 2537 | 2538 | 2539 | 2540 |
|---|---|---|---|---|---|
| อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (%) | | | | | |
| 1. ออมทรัพย์ | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 2. ประจำ | | | | | |
| 2.1 3 เดือนแต่น้อยกว่า 6 เดือน | 6.50-7.00 | 8.75-10.00 | 10.50-12.50 | 8.75-9.75 | 10.00-11.50 |
| 2.2 6เดือนแต่น้อยกว่า 12 เดือน | 7.00 | 8.25-10.00 | 10.25-11.00 | 8.50-9.25 | 10.00-11.50 |
| 2.3 12 เดือน | 7.00 | 8.25-10.25 | 10.25-11.00 | 8.50-9.25 | 10.00-13.00 |
| 2.4 12 เดือนแต่น้อยกว่า 2 ปี | 7.00 | 8.25-10.25 | 10.25-11.00 | 8.50-9.25 | 10.00-13.00 |
| อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืม (%) | | | | | |
| 1. ระหว่างธนาคาร | 4.38 | 7.22 | 11.15 | 9.66 | 20.15 |
| 2. ลูกค้ารายย่อยทั่วไป | 14.50 | 14.00-14.75 | 16.00-16.50 | 15.00-15.50 | 19.25 |
| 3. ลูกค้าชั้นดีระยะสั้น (MOR) | 10.50 | 11.75 | 14.00-14.25 | 13.25-13.50 | 15.75-16.00 |
| 4. ลูกค้าชั้นดีระยะยาว (MLR) | 10.50 | 11.75 | 13.75 | 13.00-13.25 | 15.25 |
| 5. ลูกค้ารายย่อยชั้นดี (MRR) | 12.50 | 12.00-12.25 | 14.00-14.50 | 13.00-13.50 | 15.50-16.00 |

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย (เป็นอัตราดอกเบี้ยของ 5 ธนาคารใหญ่)

นอกเหนือจากการที่ผู้ประกอบการจะพึ่งพาตลาดสินเชื่อเพียงอย่างเดียว ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(ซึ่งต่อไปนี้จะใช้คำว่า “ตลท.”) ยังเป็นกลไกสำคัญในการระดมทุนของตลาดทุน ตลอดช่วงเวลาตั้งแต่มีการจัดตั้ง ตลท. เริ่มการซื้อขายปี พ.ศ.2518 ตลาดตราสารทุนและตลาดตราสารหนี้ มีขนาดและบทบาทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนปัจจุบันมีขนาดรวมใหญ่เป็น 1.83 เท่าของยอดสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University




แผนภูมิที่ 1.1 เปรียบเทียบขนาดตลาดเงินและตลาดทุน (หน่วย : พันล้านบาท)[5]

ที่มา : 1/ธนาคารแห่งประเทศไทย ข้อมูลในช่วงปี 2521 – 2557

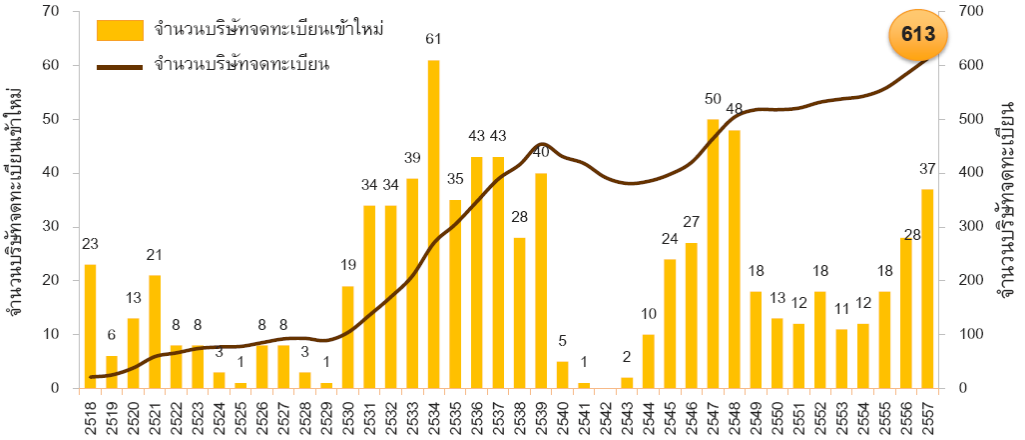
2/SETSMART ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลในช่วงปี 2518 – 2557

3/ThaiBMA ข้อมูลในช่วงปี 2536 - 2557

จากแผนภูมิจะสังเกตเห็นว่าเงินให้สินเชื่อรวมธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบในช่วงปี 2521-2557 มีอัตราการเติบโต 13% และแหล่งเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยนั้นพึ่งพาระบบสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์เป็นส่วนใหญ่มาโดยตลอด โดยเฉพาะอย่างยิ่งช่วงปี 2540 ซึ่งเป็นช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของไทยเป็นช่วงที่ตลาดทุนซบเซา จึงมีมูลค่าตลาดเหลือเพียงแค่ 1.1 ล้านล้านบาท ส่งตลาดตราสารหนี้ มีมูลค่ารวมเหลือเพียง 2 แสนล้านล้านบาท ในขณะที่เงินให้สินเชื่อมีมูลค่าสูงถึงประมาณ 6.0 ล้านล้านบาท

อย่างไรก็ตาม ภายหลังจากปี 2540 ตลาดทุนไทยเริ่มฟื้นตัวและค่อยๆ กลับมามีบทบาทมากขึ้น ณ ปี 2557 มูลค่าตลาดรวมของ ตลท. และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (ซึ่งต่อไปจะใช้คำว่า “MAI”) มีมูลค่าถึง 14.23 ล้านล้านบาท ซึ่งสูงกว่ายอดรวมเงินให้สินเชื่อรวมธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ ที่มียอดอยู่ที่ 12.87 ล้านล้านบาท ทั้งนี้ ในช่วงปี 2518-2557 ตลท. มีอัตราการเติบโตอยู่ที่ 22.40% สำหรับตลาดตราสารหนี้ ก็มีบทบาทน่าสนใจเช่นกัน ณ ปี 2557 มีมูลค่าคงค้างตราสารหนี้ ถึง 9.28 ล้านล้านบาท โดยมีอัตราการเติบโตในช่วงปี 2536-2557 ที่ 18.5%

[5] ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง พัฒนาการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนับตั้งแต่เริ่มการซื้อขาย (ปี 2518-2557)




แผนภูมิที่ 1.2 จำนวนบริษัทจดทะเบียนรวมตลาดของตลท.และ MAI ณ สิ้นปี(หน่วย:บริษัท)[6]

ที่มา : SET SMART; ข้อมูลรวมทั้งตลาด ตลท. และ MAI

ณ สิ้นปี 2557 ใน ตลท. และ MAI มีบริษัทเข้าจดทะเบียนจำนวน 813 บริษัท แต่มีบริษัทจดทะเบียนคงเหลือ จำนวน 613 บริษัท เนื่องจากบางบริษัทปิดกิจการ หรือขอเพิกถอนการจดทะเบียน ทั้งนี้มีข้อสังเกตว่าในช่วงปี พ.ศ. 2540-2545 ซึ่งเป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ มีบริษัทเข้าจดทะเบียนใหม่จำนวนน้อยและจำนวนบริษัทจดทะเบียนลดน้อยลง

ณ กันยายน 2558 ใน ตลท. มีบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 53 บริษัท โดยแบ่งเป็น 1. บริษัทดำเนินธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม 8 บริษัท 2. บริษัทดำเนินธุรกิจศูนย์การค้า 4 บริษัท 3.บริษัทดำเนินธุรกิจให้เช่า 3 บริษัท 4. บริษัทที่ฟื้นฟูกิจการ 1 บริษัท 5. บริษัทดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 37 บริษัท

จากที่กล่าวมาทั้งหมดในข้างต้น ในการพัฒนาตลาดที่อยู่อาศัย แหล่งเงินทุนของผู้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ มีส่วนสำคัญเพราะเป็นทรัพยากรในการก่อสร้างโครงการให้สำเร็จและส่งมอบต่อผู้ซื้อ นอกจากนี้ ยังพบว่าปัจจุบัน แหล่งเงินทุนไม่ได้มีเพียงแค่สินเชื่อจากสถาบันการเงินเท่านั้น ตลาดทุนยังเป็นแหล่งเงินทุนอีกแหล่งหนึ่งที่มีความสำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยของผู้ประกอบการช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ว่ามีลักษณะอย่างไร รวมทั้งต้นทุนของเงินทุนของผู้ประกอบการด้วย

[6]ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่อง พัฒนาการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนับตั้งแต่เริ่มการซื้อขาย (ปี 2518-2557)

## 1.2 คำถามในงานวิจัย

1. บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์อย่างไร
2. แหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. มีประเภทและลักษณะอย่างไร
3. ต้นทุนของเงินทุนของแต่ละแหล่งเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. เป็นอย่างไร

## 1.3 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

1. เพื่อศึกษาแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. รวมทั้งข้อดี ข้อจำกัด ของแต่ละแหล่งเงินทุน
2. เพื่อศึกษาประเภทและลักษณะของแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท.
3. เพื่อวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท.
4. เพื่อเสนอแนะแนวทางการหาแหล่งเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สนใจเข้าจดทะเบียน ตลท.

## 1.4 นิยามคำศัพท์

1. เงินทุน หมายถึง เงินตราที่องค์กรธุรกิจจัดหามา เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินกิจการ โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนอย่างคุ้มค่า
2. แหล่งเงินทุน คือที่มาของเงินทุนนั้นๆ ประกอบด้วยจากเงินทุนจากส่วนของเจ้าของหรือกำไรสะสมภายในบริษัทและแหล่งเงินทุนที่ได้จากความเป็นหนี้สิน ได้แก่การกู้ยืมเงินจากภายนอก
3. ตลาดทุน เป็นตลาดที่มีการซื้อขายตราสารทางการเงินที่มีอายุมากกว่า 1 ปีขึ้นไป เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ พันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น เพื่อนำเงินทุนที่ได้ไปใช้ในการลงทุนโครงการระยะยาวต่าง ๆ
4. ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) หมายถึง อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่กิจการต้องการได้รับจากการลงทุนที่มีความเสี่ยงในระดับปกติ
5. ธุรกิจที่อยู่อาศัย หมายถึง ธุรกิจการพัฒนาที่ดินและก่อสร้างที่อยู่อาศัย ในรูปแบบของบ้านเดี่ยว ทาวน์เฮ้าส์ คอนโดมีเนียม อาคารพาณิชย์[7]

---

[7] สมศักดิ์ เธียรวิวัฒน์นุกูล,การศึกษาเรื่องบทบาทตลาดทุนต่อการลงทุนธุรกิจที่อยู่อาศัย, บัณฑิตวิทยาลัย ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2538 หน้า 7

## 1.5 ขอบเขตในการศึกษา

ศึกษาแนวคิดในการระดมทุนของบริษัท โดยพิจารณาจากนโยบายของบริษัทและนำมาเปรียบเทียบกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง รวมถึงศึกษาลักษณะและประเภทของแหล่งเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการพัฒนาโครงการช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนและหลังจดทะเบียนใน ตลท. ซึ่งประกอบด้วยแหล่งเงินทุน ได้แก่ หนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ ส่วนของเจ้าของ รวมถึงสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เปลี่ยนแปลงไปศึกษาข้อดีและข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนในแต่ละประเภท และวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนของแต่ละบริษัทในแต่ละช่วงเวลา ได้แก่ ครอบคลุมทั้งต้นทุนหนี้สิน ต้นทุนส่วนของเจ้าของ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) เป็นต้น โดยกลุ่มตัวอย่างจะเป็นบริษัทจดทะเบียนใน ตลท. จำนวน 4 บริษัท ซึ่งเข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540

## 1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เป็นแนวทางสำหรับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในการตัดสินใจเข้าจดทะเบียนใน ตลท.
2. เป็นแนวทางสำหรับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในการบริหารต้นทุนของเงินทุน
3. ส่งเสริมการพัฒนาตลาดเงิน ตลาดทุน เนื่องจากบริษัทจะประเมินได้ว่าตลาดทุนมีประโยชน์ในการเป็นแหล่งระดมทุนได้หรือไม่ อย่างไร หากผลการศึกษาพบว่าต้นทุนของเงินทุนของบริษัทภายหลังจากเข้า ตลท. แล้วมีแนวโน้มลดลง ย่อมส่งเสริมให้บริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. มากขึ้น เมื่อบริษัทเป็นบริษัทจดทะเบียน ย่อมมีความโปร่งใสในการดำเนินงาน งบการเงินได้รับการยอมรับมากขึ้น รัฐก็จะสามารถจัดเก็บภาษีได้มากขึ้น

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# บทที่ 2

# แนวคิดและทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การวิจัย เรื่อง “แหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540” มีความจำเป็นต้องอาศัย แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องจากหลากหลายสาขาวิชา เช่น การเงินธุรกิจ เศรษฐศาสตร์ การบัญชี การพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น ในการประกอบการศึกษาเพื่อให้สามารถสร้างกรอบความคิดในการทำวิจัย ทั้งนี้เพื่อให้สามารถครอบคลุมเนื้อหาสาระตามวัตถุประสงค์ที่ตั้งไว้ โดยแบ่งเป็นหัวขอเรื่องดังต่อไปนี้

2.1 แนวคิดวงจรตลาดที่อยู่อาศัย

2.2 เงินทุนและแหล่งเงินทุน

2.3 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน

- 2.3.1 ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน (M&M)
- 2.3.2 ผลของต้นทุนล้มละลาย
- 2.3.3 ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-Off Theory)
- 2.3.4 ทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory)

2.4 ต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital)

2.5 การจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset Liability Management)

2.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

## 2.1 แนวคิดวงจรตลาดที่อยู่อาศัย[8]

จากแผนภาพที่ 2.1 แนวคิดเรื่องการพัฒนาที่อยู่อาศัยจะมีผู้ที่เกี่ยวข้องหลักได้แก่ ผู้ผลิต ผู้ซื้อ เป็นต้น ซึ่งผู้ผลิตเป็นผู้สร้างหน่วยที่อยู่อาศัยแล้วส่งมอบให้ผู้ซื้อ อย่างไรก็ตามยังมีผู้ที่เกี่ยวข้องสนับสนุนได้แก่ สถาบันการเงิน หน่วยงานพัฒนาสาธารนูปโภค หน่วยงานนโยบายและควบคุม เป็นต้น

[8] พัลลภ กฤตยานวัช, การพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ตามปฏิญญาสากลการพัฒนาที่ยั่งยืน Agenda 21,เอกสารในการสัมมนา เสนอที่ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์, 3 กันยายน 2558

ที่มา: พัลลภ กฤตยานวัช, เอกสารในการสัมมนาการพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ตามปฏิญญาสากลการพัฒนาที่ยั่งยืน

แผนภาพที่ 2.1 วงจรตลาดที่อยู่อาศัย

ซึ่งในวงจรตลาดที่อยู่อาศัยจะประกอบด้วย 7 กระบวนการได้แก่

1. กระบวนการปล่อยสินเชื่อเพื่อพัฒนาโครงการ (Pre Finance) : ผู้ผลิตต้องการสร้างหน่วยที่อยู่อาศัยซึ่งต้องหาเงินทุนในการก่อสร้างโครงการ ดังนั้นผู้ผลิตจึงขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน
2. กระบวนการผลิต : ผู้ผลิตจัดหาที่ดินและดำเนินการก่อสร้างโครงการ
3. กระบวนการตลาดและการขาย : ผู้ผลิตทำการตลาดเพื่อเสนอขายหน่วยที่อยู่อาศัย เช่น การโฆษณา ประชาสัมพันธ์ ซึ่งอาจทำเองหรือผ่านนายหน้าอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น
4. กระบวนการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยแก่ผู้ซื้อ (Post Finance) : ผู้ซื้อต้องการซื้อหน่วยที่อยู่อาศัยซึ่งต้องใช้เงินก้อนใหญ่ ดังนั้นผู้ซื้อจึงขอสินเชื่อจากสถาบันการเงิน
5. กระบวนการโอนกรรมสิทธิ์ : เป็นช่วงที่เกิดการซื้อขายหน่วยที่อยู่อาศัย โดยโอนกรรมสิทธิ์ของผู้ขายไปยังผู้ซื้อ
6. กระบวนการบริหารชุมชน : เป็นช่วงที่มีการจัดตั้งนิติบุคคลหรือรวมกลุ่มของคนในชุมชนเพื่อบริหารทรัพย์สินส่วนกลาง หรือจัดการรักษาความปลอดภัยและความสะอาด เป็นต้น
7. กระบวนการตลาดมือสอง : เป็นช่วงที่ผู้อยู่อาศัยต้องการขายหน่วยที่อยู่อาศัยของตัวเอง

## 2.2 เงินทุนและแหล่งเงินทุน

ฐานะการเงินของบริษัทสามารถแสดงในงบดุลของบริษัท ซึ่งประกอบด้วยสินทรัพย์เท่ากับหนี้สินบวกส่วนของเจ้าของ ความหมายคือการได้มาซึ่งสินทรัพย์ใดๆ ของบริษัท จะมีแหล่งที่มาจากเงินทุนภายในบริษัทและแหล่งเงินทุนที่ได้จากการกู้ยืมเงินจากภายนอก

เงินทุน หมายถึง เงินตราที่องค์กรธุรกิจจัดหามา เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินกิจการ โดยมีจุดประสงค์เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจาการลงทุนอย่างคุ้มค่า เงินทุนมีความสำคัญต่อธุรกิจ เพราะเป็นปัจจัยในการดำเนินธุรกิจ ตั้งแต่เริ่มตั้งกิจการ และระหว่างดำเนินกิจการ เงินทุนทำให้การผลิต การซื้อขายเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและทำให้ธุรกิจขยายตัวได้อย่างรวดเร็ว

ประเภทของเงินทุน เงินทุนที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ

1. เงินทุนคงที่

เงินทุนคงที่ หมายถึง เงินทุนที่องค์กรธุรกิจจัดหาเพื่อนำมาใช้ในการจัดหาทรัพย์สินถาวร ทรัพย์สินถาวร หมายถึง สินทรัพย์ที่อายุการใช้งานนานเกินกว่า 1 ปี ดังนั้น เงินทุนคงที่ องค์กรธุรกิจจึงนำมาใช้ในการลงทุนซื้อที่ดิน สร้างอาคาร ซื้อเครื่องจักร ซื้อเครื่องใช้สำนักงาน เป็นต้น

2. เงินทุนหมุนเวียน

เงินทุนหมุนเวียน หมายถึง เงินทุนที่องค์กรธุรกิจจัดหา เพื่อนำมาใช้ในการจัดหาทรัพย์สินหมุนเวียนหรือใช้ในการดำเนินกิจการ ทรัพย์สินหมุนเวียน หมายถึง สินทรัพย์ที่อายุการใช้งานไม่เกินหนึ่งปี ดังนั้นเงินทุนหมุนเวียน องค์กรธุรกิจจึงนำมาใช้ในการซื้อวัตถุดิบ ซื้อสินค้า จ่ายค่าแรงงาน จ่ายค่าเบี้ยประกันภัยจ่ายค่าขนส่ง จ่ายค่าโฆษณา จ่ายค่าสาธารณูปโภค เป็นต้น

หากแบ่งแหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของในแต่ละช่วงเวลาของบริษัท[9] สามารถแบ่งได้ตามตารางที่ 2.1 ที่แบ่งตามช่วงเวลาการดำเนินธุรกิจของบริษัทแบ่งออกเป็นช่วงเวลาดังนี้

- ช่วงที่บริษัทพึ่งจัดตั้ง (Formative - Stage Companies) ความหมายครอบคลุมถึงบริษัทที่ตั้งใหม่ บริษัทที่เริ่มพัฒนาผลิตภัณฑ์ (“Start up”) และบริษัทที่เริ่มขายสินค้าได้
- ช่วงที่บริษัทกำลังขยายตัว
- (Expansion - Stage Companies) ความหมายครอบคลุมถึงบริษัทที่ต้องการแหล่งเงินทุนเพิ่มขยายยอดขาย บริษัทที่เตรียมตัวเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (“Pre IPO”)

บริษัทจะมีแหล่งเงินทุนและวัตถุประสงค์ในการระดมทุนที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา ดังนี้

[9] Jot K. Yau, CFA, Thomas Schneeweis, Thomas R. Robinson, CFA, and Lisa R. Weiss, CFA, Alternative Investment Portfolio Management in CFA Program Curriculum 2013 level III

ตารางที่ 2.1 แหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของในแต่ละช่วงเวลาของบริษัท

| | ช่วงที่บริษัทพึ่งจัดตั้ง (Formative – Stage Companies) | | | ช่วงที่บริษัทกำลังขยายตัว (Expansion - Stage Companies) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ช่วงเริ่มแรก (Early Stage) | | | ช่วงถัดมา (Later Stage) | | ก่อน IPO (Pre-IPO) |
| | ช่วงบ่งเพาะ (Seed) | ช่วงเริ่มต้น (Start up) | ระยะดำเนินการ | ระยะเติบโต | ระยะขยายตัว | ระยะเตรียมเข้าจดทะเบียนใน ตลท. |
| ลักษณะ | ช่วงมีเพียงแนวคิด มักมีการระดมทุนจำนวนน้อยๆ | แนวคิดทางธุรกิจเริ่มได้รับการยอมรับ ช่วงดำเนินธุรกิจเริ่มมีรายได้ | | ช่วงที่รายได้เติบโต | | ช่วงเตรียม IPO |
| แหล่งเงินทุน | ผู้ก่อตั้งบริษัท, ญาติมิตร, ธุรกิจร่วมทุน (Venture Capital), นักลงทุนนางฟ้า (Angels Investor) | ธุรกิจร่วมทุน (Venture Capital), นักลงทุนนางฟ้า (Angels Investor) | | ธุรกิจร่วมทุน (Venture Capital), พันธมิตรทางธุรกิจ (Strategic partners) | | |
| วัตถุประสงค์การระดมทุน | สนับสนุนตั้งบริษัทและการทำวิจัยและพัฒนา (R&D) | สนับสนุนการพัฒนาผลิตภัณฑ์และทำการตลาด | สนับสนุนการผลิตและการขาย | สนับสนุนการขยายธุรกิจทั้งด้านผลิตและขาย | แหล่งเงินทุนเพื่อการขยายธุรกิจครั้งใหญ่ | แหล่งเงินทุนกึ่งหนี้กึ่งทุน (Mezzanine (Bridge) finance) เป็นแหล่งเงินทุนเพื่อเตรียม IPO |

ที่มา: Alternative Investment Portfolio Management in CFA Program Curriculum 2013 level III

ประเภทของแหล่งเงินทุนในแต่ละช่วงเวลา ได้แก่

1. กลุ่มผู้ก่อตั้งบริษัท หรือญาติมิตร เป็นแหล่งเงินทุนส่วนตัว หรือชักชวนเพื่อนฝูงมาร่วมกันทำธุรกิจ มักเป็นช่วงเริ่มต้นตั้งบริษัท ยังใช้เงินทุนไม่มาก
2. นักลงทุนนางฟ้า (Angel investor) เป็นนักลงทุนเริ่มแรกที่ไม่ใช้ญาติมักเป็นกลุ่มบุคคลที่รับความเสี่ยงได้สูง มีเงินทุนและสนใจลงทุนในบริษัทที่อยู่ในช่วง Seed และ Start up โดยคาดหวังผลตอบแทนสูง โดยปกติขนาดการลงทุนยังไม่ใหญ่มากเพราะเป็นช่วงเริ่มต้นบริษัท
3. ธุรกิจเงินร่วมทุน (Venture Capital - VC) มองหาบริษัทที่มีโอกาสเติบโตทางธุรกิจและร่วมลงทุนโดยให้คำปรึกษากับบริษัทด้วย รวมทั้งอาจขอเข้าไปมีส่วนร่วมในบริษัท เช่น คณะกรรมการบริษัท เป็นต้น ซึ่งขนาดการลงทุนมักจากใหญ่กว่า Angels เพราะเป็นช่วงที่บริษัทกำลังขยายกิจการ
4. พันธมิตรทางธุรกิจ (Strategic partners) จะเป็นกลุ่มบุคคลที่ร่วมลงทุนเพื่อส่งเสริมธุรกิจซึ่งกันและกันหรือแลกเปลี่ยนความรู้ต่างๆ

5. แหล่งเงินทุนกึ่งหนี้กึ่งทุน (Mezzanine (Bridge) finance) มักเป็นแหล่งเงินทุนระยะสั้นเพื่อใช้ในการเตรียมตัวก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

โดยปกตินักลงทุนนางฟ้า (Angel investor) กับธุรกิจเงินร่วมทุน (Venture Capital) มักเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มุ่งต้องการผลตอบแทนจากการลงทุน ดังนั้นเมื่อลงทุนในบริษัทใดๆ แล้ว ก็จะหาทางออกจากการลงทุน (Exit) นั้น โดยทำกำไรจากการขายการลงทุนส่วนของตนให้กับบริษัทอื่นๆ หรือพันธมิตรทางธุรกิจ (Strategic partners) หรือการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (IPO)

## 2.3 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน[10]

โครงสร้างเงินทุน (capital structure) ที่เหมาะสมมีส่วนสำคัญในการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม โครงสร้างเงินทุนของแต่ละอุตสาหกรรมอาจมีความแตกต่างกันได้ เช่น โครงสร้างเงินทุนของธนาคารพาณิชย์จะมีความแตกต่างจากโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มอุตสาหกรรมการเกษตรหรือบริษัทในภาคการผลิต เป็นต้น

### 2.3.1 ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน (M&M)

โดยศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller เมื่อ ค.ศ.1958 มีใจความสำคัญว่า มูลค่าของกิจการจะไม่ถูกกระทบโดยโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ผลคือต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) คงที่ตลอด ทำให้มูลค่าของบริษัทคงที่ ไม่ว่าโครงสร้างเงินทุนจะเปลี่ยนแปลงอย่างไร อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานบางประการ อาจไม่ตรงกับความเป็นจริง เช่น ไม่มีภาษีใดๆ ทั้งสิ้น ไม่มีต้นทุนของการล้มละลาย ไม่มีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ นักลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

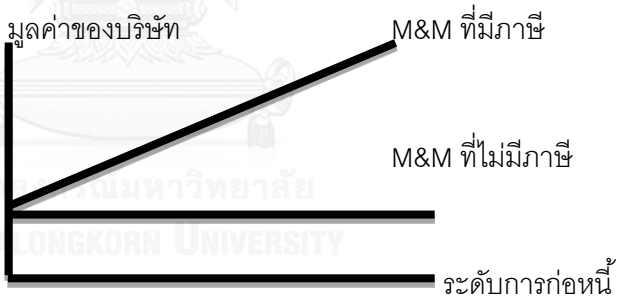
[10] สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หนังสือการเงินธุรกิจ, 2553,หน้า 129-137

แผนภาพที่ 2.2 มูลค่าของบริษัทกับระดับการก่อหนี้
ภายใต้ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างของเงินทุน (M&M)

จากแผนภาพที่ 2.2 มูลค่าของบริษัทคงที่ ไม่ว่าบริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนเป็นอย่างไร ก่อหนี้มาก หรือน้อย ก็ไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท

**2.3.2 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี**

แนวคิดนี้จะต่างจากสมมติฐาน Franco Modigliani และ Merton Miller ตรงที่การดำเนินธุรกิจมีภาษี โดยมีใจความสำคัญว่า ดอกเบี้ยจ่ายของหนี้สินสามารถนำไปหักลดภาษีจ่ายของธุรกิจได้ ดังนั้นการก่อหนี้ของบริษัทจะเพิ่มมูลค่ากิจการได้



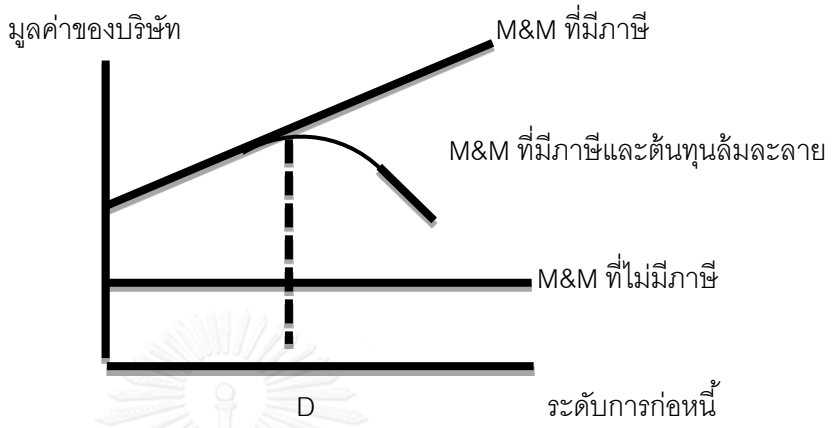

แผนภาพที่ 2.3 มูลค่าของบริษัทกับระดับการก่อหนี้
ภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี

จากแผนภาพที่ 2.3 นี้แสดงให้เห็นว่ายิ่งบริษัทก่อหนี้มาก ยิ่งดีเพราะจะยิ่งทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงขึ้นเรื่อยๆ

**2.3.3 ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลาย หรือทฤษฎีการหักล้าง (Trade-off Theory)**

แนวคิดนี้มีสมมติฐานที่แตกต่างจากสมมติฐานของ Franco Modigliani และ Merton Miller เรื่องต้นทุนของการก่อหนี้คงที่ กล่าวคือในความเป็นจริงแล้ว เมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้นบริษัทมีโอกาสที่จะล้มละลายก็จะเพิ่มสูงขึ้น ย่อมทำให้เจ้าหนี้คาดหวังอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ยิ่งบริษัทกู้เงินมากขึ้นเท่าไร ต้นทุนของการล้มละลายที่คาดหวังก็จะยิ่งสูงขึ้นเท่านั้น และทำให้มูลค่าของส่วนของเจ้าของก็จะยิ่งลด

ต่ำลง ดังนั้น ต้นทุนการล้มละลายนี้จะไปหักล้างกับผลประโยชน์ทางภาษีที่เกิดจากการก่อหนี้ ดังนั้นการก่อหนี้จะต้องก่อหนี้ในระดับที่เหมาะสมจึงจะทำให้เกิดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ซึ่งในที่นี้คือระดับการก่อหนี้ที่จุด D นั่นเองคือจุดที่ทำให้ต้นทุนของเงินทุนอยู่ในระดับที่ต่ำสุด และราคาหุ้นสามัญสูงที่สุด




แผนภาพที่ 2.4 มูลค่าของบริษัทกับระดับการก่อหนี้

ภายใต้ทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลาย

จากแผนภาพที่ 2.4 บริษัทจะต้องจัดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมที่ระดับการก่อหนี้ที่จุด D จึงจะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงสุด เพราะหากก่อหนี้สินไปมากกว่านี้ มูลค่าบริษัทจะเริ่มลดลงเนื่องจากบริษัทมีความเสี่ยงในการล้มละลาย

**2.3.4 ทฤษฎีข้อมูลข่าวสารและการส่งสัญญาณ** (Signaling Theory)

สมมติว่าบริษัทสองบริษัทคือ A และ B ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท A ทราบถึงแนวโน้มอนาคตของบริษัทว่าจะมีผลประกอบการในอนาคตดีมากและผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท B ทราบว่าแนวโน้มของบริษัทนั้นค่อนข้างย่ำแย่

เมื่อบริษัท A มีความต้องการเงินทุนเพิ่มขึ้น เพื่อนำไปลงทุนในโครงการใหม่ ผู้ถือหุ้นบริษัท A ควรระดมทุนจากการกู้ยืมเงินมากกว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ เนื่องจากรูปว่าโครงการใหม่นี้ดี ผู้ถือหุ้นเดิมย่อมไม่ต้องการแบ่งผลประโยชน์ที่ได้รับจากโครงการใหม่กับผู้ถือหุ้นรายใหม่

ในขณะที่บริษัท B ซึ่งผู้ถือหุ้นเดิมทราบว่าแนวโน้มของบริษัทค่อนข้างแย่ ดังนั้นเมื่อเทียบคู่แข่งแล้วบริษัทควรมีการปรับปรุงเพื่อการอยู่รอดของบริษัท และจะต้องใช้เงินทุนค่อนข้างสูง กรณีนี้ตรงกันข้ามกับบริษัท A กล่าวคือผู้ถือหุ้นเดิมต้องการให้บริษัทออกหุ้นสามัญใหม่เพื่อหานักลงทุนใหม่มาช่วยเฉลี่ยการขาดทุนนั่นเอง

ดังนั้นจากมุมมองของนักลงทุน หากบริษัทมีแผนที่จะจำหน่ายหุ้นสามัญออกใหม่ ก็เท่ากับเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดี (bad signaling) ดังนั้น บริษัทต่างๆ จึงหลีกเลี่ยงการประกาศจำหน่ายหุ้นสามัญ

ออกใหม่ เนื่องจากการระดมทุนโดยการจำหน่ายหุ้นสามัญออกใหม่นี้ ทำให้เกิดลำดับของการใช้แหล่งเงินทุนต่างๆ โดยจะเริ่มจากการใช้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทหรือกำไรสะสมก่อน หลังจากนั้นจึงพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืม ออกหุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญออกใหม่ ตามลำดับ เพื่อหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณที่มีผลเป็นลบต่อบริษัท

## 2.4 **ต้นทุนของเงินทุน** (cost of capital)[11]

โครงสร้างทางการเงิน (financial structure) หมายถึง แหล่งเงินทุนทั้งหมดที่ธุรกิจจัดหามาเพื่อใช้ในการดำเนินงานทั้งแหล่งเงินทุนระยะสั้นและแหล่งเงินทุนระยะยาว ซึ่งแหล่งเงินทุนระยะสั้นประกอบด้วยเจ้าหนี้การค้าและตั๋วเงินจ่าย เงินเบิกเกินบัญชีธนาคาร เงินกู้ระยะสั้น ค่าใช้จ่ายค้างจ่ายต่างๆ ส่วนแหล่งเงินทุนระยะยาวประกอบด้วยเงินทุนจากการกู้ยืมระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ และกำไรสะสม ซึ่งทั้งหมดจะปรากฏในงบดุลด้านหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

โครงสร้างเงินทุน (capital structure) หมายถึง เงินทุนระยะยาวของธุรกิจซึ่งอาจจะมาจากภายในและภายนอกบริษัท เพื่อนำมาขยายกิจการ หรือใช้ในการดำเนินงานโดยแหล่งที่ระดมเงินทุนจะเป็นแหล่งที่ได้จากภายนอก โดยการจัดหาเงินทุนในลักษณะนี้ได้จากการก่อหนี้ระยะยาว ได้แก่ เงินทุนจากการกู้เงินระยะยาวหรือหนี้สินระยะยาว หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ และส่วนผู้ถือหุ้น ซึ่งประกอบด้วย หุ้นสามัญที่ได้มาจากการระดมทุนจากภายนอกบริษัท และกำไรสะสมที่ได้มาจากภายในบริษัท โครงสร้างเงินทุน ประกอบด้วย หนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น โดยไม่รวมหนี้สินหมุนเวียน

ต้นทุนของเงินทุน (cost of capital) หมายถึง อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่กิจการต้องการได้รับจากการลงทุน เพื่อที่จะทำให้มูลค่าตามตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง สำหรับการลงทุนที่ผู้ถือหุ้นของกิจการจะยอมรับได้นั้นต้องเป็นการลงทุนที่ก่อให้เกิดกระแสเงินสด ที่เพียงพอสำหรับการชดเชยความเสี่ยงที่เจ้าของแหล่งเงินทุนต่างๆ คาดหวังจากการลงทุนในบริษัท ตามสัดส่วนของจำนวนเงินทุนแต่ละแหล่งที่ใช้ ซึ่งมีต้นทุนของเงินทุนแหล่งนั้นๆ ในอัตราที่แตกต่างกัน เช่น

- ต้นทุนของหนี้สิน หมายถึง ค่าใช้จ่ายที่ผู้กู้จะต้องจ่ายออกไปเพื่อให้ได้เงินทุนตามที่ต้องการ ได้แก่ดอกเบี้ยจ่ายที่จ่ายให้ผู้ให้กู้
- ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์ซึ่งจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่แน่นอนเป็นผลตอบแทน
- ต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้นหมายถึง อัตราผลตอบแทนขั้นต่ำที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น อาจคำนวณได้โดยใช้ Gordon Growth Model หรือ Capital Asset Pricing Model (CAPM) การคำนวณต้นทุนเงินทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นแยกได้ 2 ลักษณะคือ

[11] สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หนังสือการเงินธุรกิจ, 2553 หน้า 11-20

1. ต้นทุนของหุ้นสามัญที่ออกใหม่ คือ ต้นทุนของหุ้นสามัญ + ค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นสามัญใหม่
2. ต้นทุนของกำไรสะสม

ทั้งนี้การคำนวณหาต้นทุนเงินทุนของส่วนผู้ถือหุ้น ภายใต้ Capital Asset Pricing Model (CAPM)[12] มีสูตรดังนี้

$$Ke = Rf + (Beta * (Rm - Rf))$$

โดยที่

| | |
|---|---|
| Ke | - ผลตอบแทนคาดหวังของส่วนของผู้ถือหุ้น |
| Risk free rate (Rf) | - อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง |
| Return on market (Rm) | - อัตราผลตอบแทนตลาด |
| Beta | - ดัชนีวัดความเสี่ยงที่ไม่สามารถขจัดได้จากกระจายความเสี่ยง |

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น จึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งสมการที่ใช้ในการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนคือ

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_s k_s + W_r k_r$$

เมื่อ Wd, Wp, Ws, และ Wr เป็นสัดส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของในหุ้นสามัญและกำไรสะสม ตามลำดับ

kd หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

kp หมายถึง ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์

ks หมายถึง ต้นทุนในส่วนของเจ้าของจากหุ้นสามัญ

kr หมายถึง ต้นทุนในส่วนของเจ้าของจากกำไรสะสม

## 2.5 การจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset Liability Management - ALM)[13]

การจัดการสินทรัพย์และหนี้สินเป็นแนวคิดมีความเกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ (Asset) และหนี้สิน (Liability) ซึ่งวัตถุประสงค์ของการก่อตั้งบริษัทโดยส่วนใหญ่นั้นก็ทำธุรกิจเพื่อที่จะมีสินทรัพย์ (Asset) ให้

[12] นันทพงษ์ มยุรศักดิ์, การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง การประเมินราคาหุ้นและการจัดพอร์ตการลงทุน ในหุ้นกลุ่มพลังงาน โดยวิธี CAPM,สารนิพนธ์,คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, 2555

[13] Oracle Corporation, Asset Liability Management: An Overview,2008

มากกว่าหนี้สิน (Liability) เท่าที่จะมากได้ ซึ่งหมายถึงการทำให้มีส่วนของผู้ถือหุ้นมากที่สุด (Maximize the Equity)

นอกจากนี้ แนวคิด ALM ยังนำมาใช้ในการบริหารความเสี่ยงโดยที่ บริษัทต้องแน่ใจว่าสินทรัพย์ที่บริษัทมีอยู่นั้นจะสามารถนำออกมาจ่ายเป็นเงินเมื่อยามที่บริษัทต้องจ่ายหนี้สิน หมายความว่าสินทรัพย์จะต้องมีเพียงพอเมื่อเทียบกับหนี้สินที่บริษัทมีอยู่ ในทางปฏิบัติแล้วเราจะต้องบริหารกระแสเงินสดที่จะไหลออกมาจากสินทรัพย์ให้เทียบเคียงกับกระแสเงินสดของหนี้สินที่จะไหลออกในแต่ละช่วงระยะเวลาให้ดี (Matching Asset with Liability) ความรู้ในด้านการจัดการสินทรัพย์และหนี้สินทางการเงิน (ALM) จึงเป็นเทคนิคเพื่อใช้สำหรับการจัดการความเสี่ยงในการบริหารงานและการลงทุนทุกธุรกิจไม่ใช้แค่สถาบันการเงิน

ในการดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์จะต้องระมัดระวังและจัดการกับความเสี่ยงต่างๆ [14]ได้แก่

1. ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (liquidity risk) เป็นการจัดสินทรัพย์ให้มีสภาพคล่องเพียงพอในการชำระหนี้สินที่ถึงกำหนดชำระโดยยึดหลักการจับคู่สินทรัพย์กับหนี้สิน (Matching Asset with Liability) กล่าวคือบริษัทลงทุนในโครงการหรือสินทรัพย์ระยะยาว จะต้องระดมแหล่งเงินทุนระยะยาวด้วย หากบริษัทลงทุนในโครงการหรือสินทรัพย์ระยะสั้น จะต้องระดมแหล่งเงินทุนระยะสั้น เพราะหากจับคู่ไม่เหมาะสม เช่น บริษัทลงทุนสินทรัพย์หรือโครงการระยะยาวแต่ใช้เงินกู้ยืมระยะสั้น เมื่อครบกำหนดชำระหนี้ บริษัทไม่สามารถเปลี่ยนสินทรัพย์ระยะยาวนั้นมาชำระหนี้ได้ทัน หรือหากบริษัทลงทุนสินทรัพย์หรือโครงการระยะสั้นแต่ใช้เงินกู้ยืมระยะยาว จะทำให้บริษัทมีเงินเหลือเกินความจำเป็นทำให้ต้นทุนทางการเงินสูง เป็นต้น
   - โครงสร้างสินทรัพย์ : สินทรัพย์เป็นแหล่งสภาพคล่องที่จัดแยกกลุ่มเป็นสินทรัพย์ที่พร้อมจะขายได้ทุกขณะ กับสินทรัพย์ที่ต้องถือครองจนครบวาระ และใช้ระยะเวลาสั้นยาวแตกต่างกันในการประเมินสภาพคล่องและระดับราคาที่คาดว่าจะได้รับเมื่อขายสินทรัพย์นั้นออกไป
   - โครงสร้างหนี้สิน : การบริหารหนี้สินคือการบริหารแหล่งเงินทุนที่จะใช้ในกิจการโครงสร้างของหนี้สินจะต้องพิจารณาจากโครงสร้างของสินทรัพย์และความต้องการใช้เงินลงทุนในสินทรัพย์ในอนาคตเป็นหลัก ประเด็นที่ใช้ในการจัดแบ่งสภาพคล่องด้านโครงสร้างหนี้สิน
     (1) ระยะเวลาของแหล่งเงินเป็นแหล่งเงินระยะสั้นระยะยาว
     (2) ต้นทุนทางการเงินของแต่ละแหล่งเงิน

[14] จิรพร สุเมธีประสิทธิ์, ALM ( Asset Liability Management) การบริหารสินทรัพย์และหนี้สินเพื่อความอยู่รอดของกิจการในระยะยาว, [สืบค้นข้อมูลออนไลน์], เข้าถึงได้จาก https://chirapon.wordpress.com/2011/04/22/alm-asset-liability-management, สืบค้นเมื่อ 19 พฤษภาคม 2559

(3) เงื่อนไขในการชำระคืนหนี้หรือเรียกหนี้คืนก่อนกำหนด

2. ความเสี่ยงด้านการชำระคืนก่อนกำหนด (prepayment risk) บริษัทมีโอกาสที่ต้องยกเลิกโครงการหรือสินทรัพย์ลงทุนก่อนกำหนดเนื่องจากการชำระคืนบางส่วนหรือชำระคืนทั้งหมดเพื่อปิดบัญชี ที่ทำให้บริษัทเสียโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่ควรจะเป็น

## 2.6 **งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง** (Literature review)

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องจำนวน 6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับแหล่งเงินทุนธุรกิจ มีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 2.2 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

| ชื่อผู้แต่ง/ปี | หัวข้อ | วัตถุประสงค์ | กลุ่มตัวอย่าง | วิธีการศึกษา | ผลการศึกษา |
|---|---|---|---|---|---|
| 1. สมศักดิ์ เธียรวิวัฒน์นุกูล /ปี 2538 | การศึกษาเรื่องบทบาทตลาดทุนต่อการลงทุนธุรกิจที่อยู่อาศัย | เพื่อศึกษาถึงแหล่งเงินทุนต่างๆ ในการดำเนินธุรกิจที่อยู่อาศัย ศึกษาบทบาทของตลาดทุน กระบวนการและปัญหาการระดมทุนจากตลาดทุน ศึกษาผลดีและผลเสียของการระดมทุนจากตลาดทุน | 1. บริษัทพัฒนาธุรกิจที่อยู่อาศัยที่จดทะเบียนและที่อยู่อาศัยระหว่างการเตรียมจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์<br>2. บริษัทพัฒนาธุรกิจที่อยู่อาศัยทั่วไป<br>3. นักวิชาการ<br>4. สถาบันการเงิน | การวิจัยเชิงสำรวจโดยใช้แบบสอบถามแล้วนำมาเปรียบเทียบกับการวิเคราะห์ทางสถิติจากข้อมูลทางด้านการเงินของการดำเนินธุรกิจที่อยู่อาศัยว่าเป็นไปในแนวทางเดียวกันหรือ ขัดแย้งกันโดย<br>1. การเก็บรวบรวมข้อมูล<br>2. การสุ่มตัวอย่างประชากรโดยใช้แบบสอบถาม | 1. ลักษณะแหล่งเงินทุนของการดำเนินธุรกิจที่อยู่อาศัยจะมาจากการกู้เงินจากสถาบันการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศ เงินกู้ระยะสั้นใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ส่วนเงินกู้ระยะยาวใช้ซื้อที่ดิน และเป็นค่าก่อสร้าง ส่วนอีกช่องทางหนึ่งคือ การออกตราสารทุนและตราสารหนี้<br>2. กฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์มีความเข้มงวดมากในการพิจารณารับหลักทรัพย์หมวดธุรกิจที่อยู่อาศัย ส่วนผลดีของการเข้าตลาดหลักทรัพย์พบว่าในทางตรงจะได้เงินทุนระยะยาวที่มีต้นทุนต่ำ เพราะมีส่วนล้ำมูลค่าหุ้นเป็นจำนวนมาก<br>3. ส่วนผลเสียพบว่าผู้ประกอบการต้องมีความเหนื่อยยากในการบริหารงาน เพราะต้องเร่งสร้างรายได้มาจ่ายปันผล |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | ทั้งการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนบ่อยๆ จะมีผลทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง และยังมีภาระต้องจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง เป็นผลให้เงินทุนจากการออกหุ้นสามัญมีต้นทุนสูงขึ้น ดังนั้น ผู้ประกอบการจะหันไปออกหุ้นกู้ทดแทน ซึ่งจะให้ผลดีกว่าในระยะยาว |
| 2. สุดเขต ต้นตระกูล /ปี 2540 | การใช้แหล่งเงินทุนของธุรกิจบ้านจัดสรรในจังหวัดเชียงใหม่ | เพื่อศึกษาการใช้แหล่งเงินทุนของธุรกิจบ้านจัดสรรในเขตจังหวัดเชียงใหม่ ปัจจัยการตัดสินใจเลือกใช้แหล่งเงินทุน | โครงการบ้านจัดสรรในเขตจังหวัดเชียงใหม่ ที่มีจำนวนบ้านในโครงการตั้งแต่ 50 หลังขึ้นไป รวม 81 โครงการ | 1. แบบสอบถาม และนำมาวิเคราะห์โดย SPSS/PC<br>2. สถิติที่ใช้เป็นสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ความถี่ จำนวนร้อยละ ฐานนิยม | 1. แหล่งเงินทุนภายในที่โครงการบ้านจัดสรรเลือกใช้มากกกว่าแหล่งอื่น คือ เงินทุนส่วนตัว เงินจากหุ้นส่วน เงินจากผู้ถือหุ้น และกำไรสะสมของโครงการก่อนหน้านี้ ปัจจัยที่เลือกใช้ เพราะไม่ต้องใช้หลักประกัน ระดมทุนได้ง่าย<br>2. แหล่งเงินทุนภายนอกที่เป็นสถาบันการเงิน คือ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน ธนาคารอาคารสงเคราะห์ ปัจจัยที่เลือกใช้อยู่ที่วงเงินที่ได้รับ อัตราดอกเบี้ย<br>3. แหล่งเงินทุนภายนอกที่ไม่เป็นสถาบันการเงิน คือ เงินดาวน์ |
| 3. สุเทพ พานิชกุล /ปี 2539 | แหล่งเงินทุนของธุรกิจก่อสร้างในจังหวัดเชียงใหม่ | เพื่อทราบโครงสร้างแหล่งเงินทุนของธุรกิจก่อสร้าง แนวทางพิจารณาสินเชื่อของธนาคาร | ผู้ประกอบการธุรกิจก่อสร้าง จำนวน 90 ราย ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 5 ลำดับแรก | สถิติพรรณนาและการวิเคราะห์แบบถดถอยพหุคูณในการหาความสัมพันธ์ของแหล่งเงินทุนทั้งในระบบและนอกระบบ | 1. ผู้ประกอบการธุรกิจก่อสร้างส่วนใหญ่จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนในธุรกิจก่อสร้างจากแหล่งเงินทุนทั้งในและนอกระบบ<br>2. ในด้านเงินกู้ยืมจากแหล่งเงินทุนนอกระบบการกู้ยืมจะอาศัยความเชื่อถือในตัวผู้ประกอบการเป็นลำดับ |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | พาณิชย์และปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจเลือกใช้สินเชื่อจากแหล่งเงินทุนต่างๆ | | | แรก ส่วนการกู้ยืมจากธนาคาร ผู้ให้กู้จะพิจารณาความสามารถของผู้ประกอบการ<br>3. ผู้ประกอบการเลือกอัตราดอกเบี้ยถูกเป็นลำดับแรก |
| 4. อำนาจ แดงเรือ /ปี 2539 | การศึกษาแหล่งเงินทุนและตลาดสินเชื่อของอุตสาหกรรมขนาดย่อมในจังหวัดเชียงใหม่ | เพื่อศึกษาลักษณะของตลาดสินเชื่อของอุตสาหกรรมขนาดย่อม ปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดการได้กู้หรือไม่ได้กู้เงินในตลาดสินเชื่อ | ผู้ประกอบการอุตสาหกรรมจำนวน 80 ตัวอย่าง และผู้ให้กู้เงินนอกระบบจำนวน 5 ราย | 1. สัมภาษณ์โดยใช้แบบสอบถาม<br>2. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ<br>3. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงคุณภาพ | 1. แหล่งเงินทุนภายนอกที่ใช้ในการแรกเริ่มกิจการของอุตสาหกรรมขนาดย่อมในจังหวัดเชียงใหม่ ใช้แหล่งเงินทุนในระบบและนอกระบบปริมาณใกล้เคียงกัน<br>2. แหล่งเงินทุนในระบบ ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์<br>3. แหล่เงินทุนนอกระบบ ได้แก่ บุคคลในครอบครัว หรือ ญาติ<br>4. ปัจจัยที่กำหนดการได้รับสินเชื่อ ได้แก่ ตลาด แหล่งวัตถุดิบ ประสบการณ์ทำงานของผู้ประกอบการ และสภาพของกิจการ |
| 5. อัศนัย ธุรวติกุล /ปี 2552 | ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | กลุ่มตัวอย่าง 525 กลุ่มตัวอย่าง ไม่รวมถึงบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน บริษัทที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตาม | วิเคราะห์ผลสถิติโดยใช้การทดสอบถดถอยแบบพหุคูณ | 1. ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05<br>2. ส่วนสัดส่วนของกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร การควบรวมตำแหน่งผู้บริหารสูงสุดกับประธานกรรมการในคนเดียวกัน และค่าตอบแทนของฝ่ายบริหาร ไม่มีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท<br>3. ขนาดกิจการมี |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | กำหนด | | ความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในทิศทางเดียวกัน<br>4. ความสามารถในการทำกำไรและสภาพคล่องของบริษัท มีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนในทิศทางตรงกันข้าม |
| 6. อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์ /ปี 2552 | ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย | เพื่อศึกษาปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกิจการในภาคการเงิน | โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงินของบริษัทจำนวน 232 บริษัท ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2546 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2550 | วิเคราะห์ผลสถิติโดยใช้การทดสอบถดถอยแบบพหุคูณ | 1. ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ โดยเรียงตามระดับความสัมพันธ์สูงสุดไปหาต่ำสุด คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษี อัตราการจ่ายเงินปันผล ขนาดของกิจการ และสภาพคล่อง<br>2. โดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางตรงข้ามกัน คือ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษี อัตราการจ่ายเงินปันผล และสภาพคล่อง และ<br>3. ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน คือ ขนาดของกิจการ |
| 7. โศภิษฐ์ ภักดียิ่งยง /ปี 2553 | ต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของและนโยบายการรับรู้รายได้ : อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ | เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของ รวมถึงความสัมพันธ์ของนโยบายการรับรู้รายได้กับต้นทุนเงิน | โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากบริษัทที่มีรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์จำนวน 61 บริษัท ตั้งแต่ปี 2550-2552 | วิเคราะห์ผลสถิติโดยใช้การทดสอบถดถอยอย่างง่ายและแบบพหุ โดยใช้ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ในการคำนวณหาต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของ | 1. ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของมีอยู่ 3 ปัจจัย อันได้แก่ ขนาดของรายได้ นโยบายการรับรู้รายได้ และอัตราหนี้สินต่อทุน<br>2. วิธีการรับรู้รายได้ทางบัญชีที่ต่างกันมีผลให้ต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของต่างกันด้วย โดยที่นโยบายการรับรู้รายได้จากการขาย |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | ลงทุนในส่วนของเจ้าของ | | | อสังหาริมทรัพย์เมื่อโอนกรรมสิทธิ์และความเสี่ยงจะมีต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่ต่ำกว่าการรับรู้รายได้ด้วยวิธีอัตราส่วนของงานที่ทำเสร็จ |

จากตารางข้างต้น สรุปได้ว่า

1. งานวิจัยที่ 1-4 ผลการศึกษาตรงกันเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ว่าส่วนใหญ่จะเป็นแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงิน แหล่งเงินทุนถัดมาจะเป็นแหล่งเงินทุนภายใน เช่น ส่วนของเจ้าของ เป็นต้น และใน 4 งานวิจัยนี้ มีเพียง 1 งานวิจัย (งานวิจัยที่ 1) ที่พูดถึงตลาดทุนเป็นทางเลือกหนึ่งในการระดมทุน

   งานวิจัยที่ 4 กล่าวถึงปัจจัยที่กำหนดการได้รับสินเชื่อ ว่าตัวแปรต้น ได้แก่ ตลาด แหล่งวัตถุดิบ ประสบการณ์ทำงานของผู้ประกอบการ และสภาพของกิจการ เป็นต้น ตัวแปรตาม ได้แก่ โอกาสที่บริษัทจะได้รับสินเชื่อ เป็นต้น
2. งานวิจัยที่ 5-6 ผลการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน พบว่าขนาดกิจการมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยตัวแปรต้น ได้แก่ ขนาดของกิจการ ประสิทธิภาพในการทำกำไร อัตราภาษี อัตราการจ่ายเงินปันผล และสภาพคล่อง ขนาดของคณะกรรมการบริษัท เป็นต้น ตัวแปรตาม ได้แก่ โครงสร้างเงินทุน อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ เป็นต้น
3. งานวิจัยที่ 7 เป็นแนวทางการหาต้นทุนของส่วนของเจ้าของโดยใช้ ทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) โดยพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ต่อต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของมีอยู่ 3 ปัจจัย อันได้แก่ ขนาดของรายได้ นโยบายการรับรู้รายได้ และอัตราหนี้สินต่อทุน

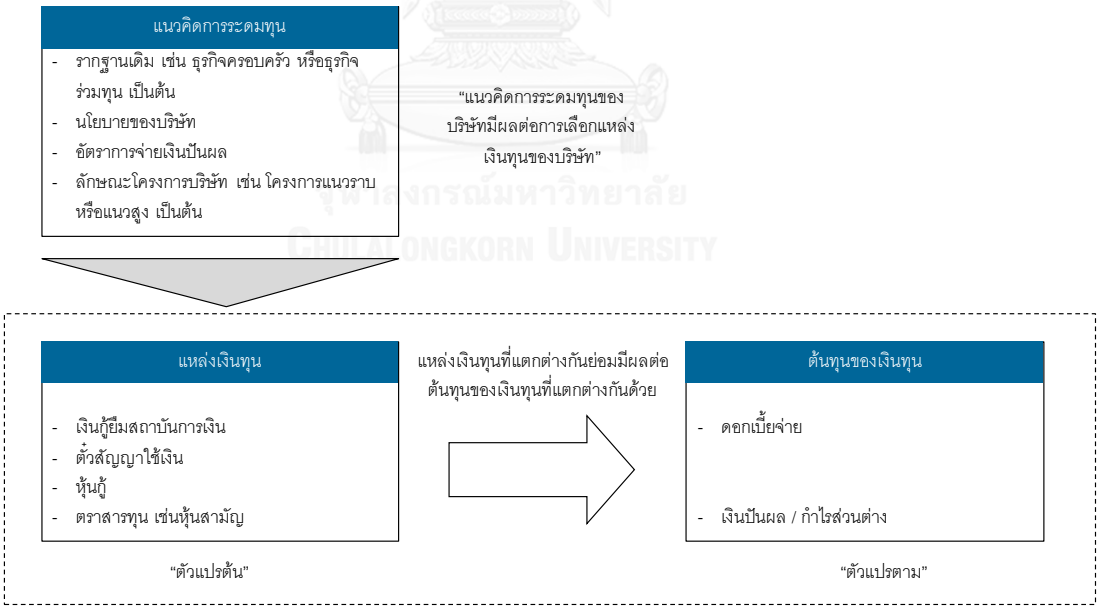
# บทที่ 3

# วิธีดำเนินการวิจัย

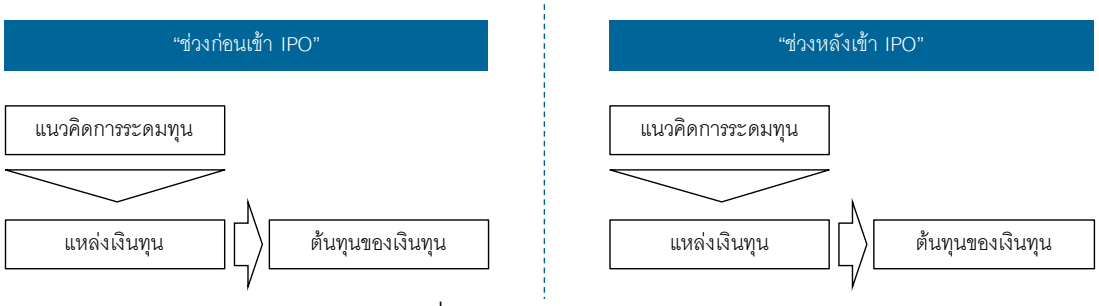
ในบทนี้จะกล่าวถึง ระเบียบวิธีการศึกษา เพื่อทำการศึกษาแหล่งเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยกำหนดขอบเขตการศึกษาประกอบด้วยด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง ขอบเขตด้านเวลา ขอบเขตด้านเนื้อหา และตั้งกรอบแนวคิดในการวิจัย และวางขั้นตอนวิธีดำเนินการวิจัย ตัวแปร และเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

## 3.1 กรอบแนวคิด

แนวคิดการระดมทุนของบริษัทมาจากนโยบายบริษัท มีผลต่อการเลือกแหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงอสังหาริมทรัพย์ของบริษัท ซึ่งแหล่งเงินทุนมีหลายแหล่ง เช่น 1.สถาบันการเงิน ได้แก่ เงินกู้ยืม 2. ตลาดเงิน ได้แก่ ตั๋วสัญญาใช้เงิน 3. ตลาดทุน ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นกู้ เป็นต้น ซึ่งแหล่งเงินทุนที่แตกต่างกัน จะมีผลต่อต้นทุนของเงินทุนที่แตกต่างกัน เนื่องจากแต่ละแหล่งเงินทุน นักลงทุนคาดหวังผลตอบแทนที่ต้องการแตกต่างกัน เช่น ผู้ลงทุนในตราสารทุน ต้องการผลตอบแทนในรูปกำไรส่วนต่าง หรือ เงินปันผล มีความสัมพันธ์กันผลดำเนินงานของบริษัท ในขณะที่ผู้ลงทุนตราสารหนี้ หรือ ผู้ให้กู้ยืมเงิน ต้องการผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ย



ทั้งนี้สนใจศึกษาช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. (ก่อน IPO) และหลังเข้าจดทะเบียนในตลท. (หลัง IPO)




แผนภาพที่ 3.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

## 3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ณ สิ้นปี 2557 ในตลาดหลักทรัพย์แหล่งประเทศไทย (ตลท.) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) มีบริษัทจดทะเบียนคงเหลือ จำนวน 613 บริษัท และ ณ กันยายน 2558 ใน ตลท. มีบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จำนวน 53 บริษัท ผู้วิจัยสนใจศึกษาโดยคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยมีรายละเอียดดังนี้

1. คัดเลือกเฉพาะบริษัทที่ดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยซึ่งมีจำนวนเหลือ 37 บริษัท
2. คัดเลือกบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใน ตลท. หลังปี 2540 เนื่องจากเป็นปีที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจเนื่องจากรัฐบาลประกาศลอยตัวค่าเงินบาท ทำให้เกิดความผันผวนทั้งตลาดเงินและตลาดทุน สถาบันการเงินปิดตัวหลายแห่ง ระบบเศรษฐกิจขาดสภาพคล่อง แต่หลังจากนั้นตลาดทุนซึ่งเป็นทางเลือกหนึ่งจึงมีบทบาทที่สำคัญและได้รับการส่งเสริมมากขึ้น พบว่ามีเหลือ 13 บริษัท โดยจัดเรียงตามขนาดบริษัทโดยดูจากมูลค่าตามราคาตลาด ณ 16 ตุลาคม 2558 ได้รายละเอียดดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 บริษัทที่ดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยที่เข้าจดทะเบียนหลังปี 2540

| บริษัท | มูลค่าตลาด (ล้านบาท) ณ 16 ต.ค.58 | ปีที่เข้า IPO |
|---|---|---|
| บมจ. พฤกษา เรียลเอสเตท ("PS") | 65,253 | 2548 |
| บมจ. อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ ("ANAN") | 13,598 | 2555 |
| บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น ("SC") | 12,036 | 2546 |
| บมจ. เพซ ดีเวลลอปเมนท์ คอร์ปอเรชั่น ("PACE") | 8,806 | 2556 |
| บมจ. อารียา พรอพเพอร์ตี้ ("A") | 5,439 | 2547 |
| บมจ. บ้านร็อคการ์เด้น จำกัด ("BROCK") | 2,972 | 2549 |
| บมจ. ลลิล พร็อพเพอร์ตี้ ("LALIN") | 2,937 | 2545 |
| บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์ ("SENA") | 2,592 | 2552 |
| บมจ. เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิ่ง จำกัด ("NCH") | 2,253 | 2547 |

| | | |
|---|---|---|
| บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ (“MJD”) | 2,185 | 2550 |
| บมจ. ปริญสิริ (“PRIN”) | 2,049 | 2548 |
| บมจ. ชาญอิสสระ ดีเวล็อปเมนท์ (“CI”) | 1,555 | 2545 |
| บมจ. ริชี่ เพลซ 2002 (“RICHY”) | 1,374 | 2557 |

ที่มา: www.set.or.th

หมายเหตุ มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) หรือบางทีเรียกสั้นๆว่า "Market Cap" เป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์จดทะเบียนคูณกับจำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียนปัจจุบัน

3. ผู้วิจัยเห็นว่าควรรวบรวมข้อมูลผลการดำเนินงานและฐานะการทางการเงินของบริษัทอย่างน้อย 7 ปี (ประกอบด้วย 2 ปีก่อน IPO และ 5 ปีหลัง IPO) เพื่อให้เห็นแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ดังนั้นจึงคัดเลือกบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลท. ก่อนปี พ.ศ. 2553 ซึ่งพบว่าจะเหลือบริษัทจำนวน 10 บริษัทดังตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

| บริษัท | มูลค่าตลาด (ล้านบาท) ณ 16 ต.ค.58 | กลุ่มตัวอย่าง |
|---|---|---|
| บมจ. พฤกษา เรียลเอสเตท (“PS”) | 65,253 | PS |
| บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น (“SC”) | 12,036 | SC |
| บมจ. อารียา พรอพเพอร์ตี้ (“A”) | 5,439 | |
| บมจ. บ้านร็อคการ์เด้น จำกัด (“BROCK”) | 2,972 | |
| บมจ. ลลิล พร็อพเพอร์ตี้ (“LALIN”) | 2,937 | |
| บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์ (“SENA”) | 2,592 | SENA |
| บมจ. เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิ่ง จำกัด (“NCH”) | 2,253 | |
| บมจ. เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ (“MJD”) | 2,185 | |
| บมจ. ปริญสิริ (“PRIN”) | 2,049 | PRIN |
| บมจ. ชาญอิสสระ ดีเวล็อปเมนท์ (“CI”) | 1,555 | |

4. คัดเลือกตัวอย่างจากบริษัททั้ง 10 บริษัท โดยเลือกบริษัทที่ประชาสัมพันธ์นักลงทุนอย่างสม่ำเสมอเพื่อการเข้าถึงแหล่งข้อมูล และมีขนาดมูลค่าตลาดกระจายทั้งขนาดใหญ่ ขนาดกลาง ขนาดเล็ก จะได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 4 บริษัทโดยมีรายละเอียดดังตารางที่ 3.2 ได้แก่ บมจ. พฤกษา เรียลเอสเตท บมจ.เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น บมจ.เสนาดีเวลลอปเม้นท์ และ บมจ. ปริญสิริ เป็นต้น

### 3.3 ขอบเขตการศึกษา

ศึกษาแนวคิดในการระดมทุนของบริษัท โดยพิจารณาจากนโยบายของบริษัทและนำมาเปรียบเทียบกับแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง รวมถึงศึกษาลักษณะและประเภทของแหล่งเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการพัฒนาโครงการช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนและหลังจดทะเบียนใน ตลท. ซึ่งประกอบด้วยแหล่งเงินทุน ได้แก่ หนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ ส่วนของเจ้าของ รวมถึงสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เปลี่ยนแปลงไปศึกษาข้อดีและข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนในแต่ละประเภท และวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนของแต่ละบริษัทในแต่ละช่วงเวลา ได้แก่ ครอบคลุมทั้งต้นทุนหนี้สิน ต้นทุนส่วนของเจ้าของ ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) เป็นต้น

ผู้วิจัยจะศึกษาฐานะการเงิน แหล่งเงินทุน ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทตั้งแต่ช่วง 2 ปี ก่อนที่บริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. และภายหลังจากที่บริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. แล้วถึงปี พ.ศ. 2557 เช่น SENA เข้าจดทะเบียนปี พ.ศ. 2552 ผู้วิจัยจะศึกษาข้อมูลของบริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 จนถึง พ.ศ. 2557 เป็นต้น

### 3.4 วิธีดำเนินการ

3.4.1 การรวมรวบข้อมูลโดยแบ่งข้อมูลเป็น 2 ส่วนได้แก่

ข้อมูลปฐมภูมิ

- สัมภาษณ์โดยใช้แบบสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้างกับผู้บริหารบริษัทหรือตัวแทนบริษัทที่เกี่ยวข้องในงานการเงินระดมทุนของบริษัท ซึ่งผู้วิจัยติดต่อฝ่ายนักลงทุนสัมพันธ์เพื่อเข้าถึงการสัมภาษณ์ ในช่วงมีนาคม 2559
- เข้าสังเกตการณ์และจดบันทึกในที่ประชุมของบริษัท เช่น งานพบปะนักลงทุน/นักวิเคราะห์ รวมทั้งงานประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จัดในช่วงเดือนมีนาคม-เมษายน 2559

ข้อมูลทุติยภูมิ

- ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งบทความต่างๆ ได้แก่ ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน การบริหารจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน เป็นต้น
- หนังสือชี้ชวนของบริษัท/รายงานประจำปี/งบการเงินของบริษัท ซึ่งหาข้อมูลจาก ก.ล.ต. และ ตลท.
- กฎระเบียบ ของ ก.ล.ต. และ ตลท.

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

ตารางที่ 3.3 ตัวแปรและเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

| วัตถุประสงค์ | ตัวแปรต้น | ตัวแปรตาม | วิธีการเก็บข้อมูล | แหล่งข้อมูล |
|---|---|---|---|---|
| เพื่อศึกษาแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. รวมทั้งข้อดี ข้อจำกัด ของแต่ละแหล่งเงินทุน เพื่อเสนอแนะแนวทางการหาแหล่งเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สนใจเข้าจดทะเบียน ตลท. | แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. รวมทั้งข้อดี ข้อจำกัด ของแต่ละแหล่งเงินทุน | - แนวคิดและนโยบายเกี่ยวกับระดมทุนของบริษัท<br>- ลักษณะการลงทุน สินค้าของบริษัท | <u>ข้อมูลปฐมภูมิ</u><br>สัมภาษณ์โดยใช้แบบสัมภาษณ์แบบมีโครงสร้าง | 1.ผู้บริหารบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการเงินหรือตัวแทนบริษัทที่ได้รับมอบหมายดูแลเรื่องการระดมทุนหรือติดต่อนักลงทุน อย่างน้อยบริษัทละ 1 คน<br>2. ผู้เชี่ยวชาญ เช่นที่ปรึกษาทางการเงิน หรือ สถาบันการเงิน เป็นต้น |
| เพื่อศึกษาแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. | แหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัท | - ประเภทของแหล่งเงินทุน<br>- โครงสร้างเงินทุน/สัดส่วนหนี้สินต่อทุน<br>- ระยะเวลาการกู้ยืม<br>- แผนการระดมทุนในอนาคต | <u>ข้อมูลปฐมภูมิ</u><br>สังเกตการณ์และจดบันทึกในที่ประชุม (Field Observation)<br><u>ข้อมูลทุติยภูมิ</u><br>การวิเคราะห์ข้อมูลจาก | 1.เข้าร่วมประชุมของบริษัท เช่น Analyst/Invertor Meeting ซึ่งมักมีการรายงานผลการดำเนินงานรายไตรมาสหรือรายปี |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| เพื่อวิเคราะห์ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทพัฒนาหอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลท. | ต้นทุนของเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ | - ต้นทุนของหนี้สิน/ดอกเบี้ยจ่าย<br>- ต้นทุนส่วนของเจ้าของ / อัตราผลตอบแทนนักลงทุน /ปันผล<br>- ต้นทุนถัวเฉลี่ย WACC | แหล่งต่างๆ | 2.หนังสือชี้ชวนของบริษัท<br>3.รายงานประจำปี<br>4.งบการเงินของบริษัท<br>5.บทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์<br>6.กฎระเบียบ ของ กลต. และ ตลท.<br>7.แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

3.4.2 วิเคราะห์ข้อมูล

3.4.2.1 สำหรับโครงสร้างของแหล่งเงินทุน ภายหลังจากที่ได้เก็บรวบรวมข้อมูลโครงสร้างเงินทุนของบริษัทตั้งแต่ 2 ปีก่อนที่บริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. จนกระทั่งถึงปี 2557 ผู้วิจัยได้แปลข้อมูลดังกล่าวเป็นสัดส่วนของแหล่งเงินทุนแต่ละแหล่งเป็นอัตราส่วนร้อยละต่อแหล่งเงินทุนรวมทั้งหมดเพื่อให้ง่ายในการเปรียบเทียบ หลังจากนั้น จึงดำเนินการจัดทำแผนภูมิ โครงสร้างแหล่งเงินทุนและสัดส่วนของแหล่งเงินทุนดังกล่าวเพื่อดูแนวโน้มที่เกิดขึ้น ซึ่งผู้วิจัยแบ่งประเภทของแหล่งเงินทุน ได้แก่ หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง ตั๋วสัญญาใช้เงิน เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วนของเจ้าของ เป็นต้น ซึ่งบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนหลักจาก เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน หุ้นกู้ และส่วนของเจ้าของ เป็นต้นและวิเคราะห์เหตุผลและปัจจัยที่บริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนนั้นๆ

3.4.2.2 ต้นทุนของแหล่งเงินทุน ผู้วิจัยแบ่งต้นทุนของแหล่งเงินทุนออกเป็น

- ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน ซึ่งคำนวณได้จากดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยยอดหนี้สินเฉลี่ยระหว่างต้นงวดกับปลายงวด
- ต้นทุนของส่วนของทุน ผู้วิจัยได้ค้นคว้าแนวทางการประเมินต้นทุนของส่วนของทุนพบว่า[15] สามารถคำนวณได้จากวิธีหลักๆ 3 วิธี ได้แก่ 1) Gordon Growth Model 2) Capital Asset Pricing Model (CAPM) 3) Bond Yield Plus Risk Premium ซึ่งแต่ละวิธีต่างก็มีข้อดี ข้อจำกัด ต่างกัน เช่น วิธี Gordon Growth Model มีสมมติฐานว่าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นทุกปีในอัตราเติบโตที่คงที่ ซึ่งพบว่าในทางปฏิบัติบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลไม่คงที่เนื่องจากบางปีบริษัทต้องการเก็บเงินไว้ลงทุนต่อทำให้ปันผลน้อยลง ส่วนวิธี Bond Yield Plus Risk Premium การประมาณค่า Risk premium ยังไม่สามารถประมาณได้อย่างชัดเจน ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจผู้ประเมิน
  ซึ่งผู้วิจัยได้ค้นคว้าเพิ่มเติมว่าวิธีใดที่เป็นที่นิยมโดยสัมภาษณ์บริษัท SENA ซึ่งแนะนำให้ไปศึกษาเพิ่มเติมจากรายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อรายการที่เกี่ยวโยงกันจากการซื้อที่ดิน ของ SENA จัดทำโดยบริษัท แอดไวเซอรี่ พลัส จำกัด เมื่อวันที่ 3 กันยายน 2557 พบว่าใช้วิธี Capital

[15] สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, หนังสือการเงินธุรกิจชั้นสูง, 2551 หน้า 6-10

Asset Pricing Model (CAPM) ในการหาต้นทุนของส่วนของทุน นอกจากนี้ยังพบและรายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์ ของ PACE จัดทำโดยบริษัท แกรนท์ ธอนตัน เซอร์วิสเซส จำกัด เมื่อ 18 ธันวาคม 2557 ต่างก็เลือกใช้ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ในการหาต้นทุนของส่วนของทุน

ทั้งนี้ [16]การที่บริษัทต้องการเงินทุนเรียกว่าอุปสงค์ในเงินทุนจะต้องระดมทุนผ่านเครื่องมือทางการเงิน เช่น หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ ในขณะเดียวกัน นักลงทุนซึ่งเป็นผู้มีเงินทุนเรียกว่าฝ่ายอุปทานในเงินทุนและต้องการนำเงินนั้นไปสร้างผลตอบแทนในระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ซึ่งเมื่อฝ่ายอุปสงค์พบกับฝ่ายอุปทาน หากตลาดทุนเป็นตลาดที่อยู่ในภาวะดุลยภาพ จะเกิดราคาของเงินทุนนั้น กล่าวคือ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังจากการลงทุนในการซื้อหุ้นสามัญก็เป็นต้นทุนเงินทุนนั้นเอง

ดังนั้นในงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยจึงเลือกวิธี Capital Asset Pricing Model (CAPM) ในการหาต้นทุนของส่วนของทุน ซึ่งต้องคำนวณหาผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในแต่ละช่วงเวลาย้อนหลังและค่าเบต้า

- ภายหลังจากที่ได้ต้นทุนของส่วนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของทุนแล้วจึงนำค่าที่ได้มาคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)
- ทั้งนี้ต้นทุนของแหล่งเงินทุน ผู้วิจัยได้คำนวณหาข้อมูลบริษัทตั้งแต่ 2 ปีก่อนที่บริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. จนกระทั่งถึงปี 2557 โดยนำมาเปรียบเทียบเป็นแผนภูมิ และวิเคราะห์เหตุผลของต้นทุนดังกล่าว

3.4.2.3 หลังจากที่ได้ศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงนัดสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการพัฒนาโครงการและระดมทุน เพื่อศึกษาถึงแนวคิดในการระดมทุนของบริษัท และนำมาเปรียบเทียบกับแนวคิด ทฤษฎีต่างๆ เช่นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน การบริหารจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน เป็นต้น รวมทั้งนำมาเปรียบเทียบกับข้อมูลที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท นอกจากนี้ยังสอบถามถึงข้อดีและข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนแต่ละแหล่ง เหตุผลในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ข้อจำกัด และอุปสรรคที่เกิดขึ้น

---

[16] สันติ กีระนันทน์ ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, หนังสือความรู้พื้นฐานการเงิน: หลักการ เหตุผล แนวคิด และการวิเคราะห์,2546, หน้า 201-204

3.4.2.4 ทั้งนี้นอกจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ผู้วิจัยยังเข้าไปสังเกตการณ์ในงานบริษัทพบปะนักลงทุน (Opportunity Day) หรือบริษัทพบนักวิเคราะห์

# บทที่ 4

# ผลการศึกษา

ในบทนี้กล่าวถึงผลการศึกษาเรื่องแนวคิดในการระดมทุนและลักษณะและประเภทของแหล่งเงินทุนที่บริษัทนำมาใช้ในการพัฒนาโครงการช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนและหลังจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“ตลท.”) ของ 4 บริษัทกรณีศึกษาคือบริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) (“PS”) ซึ่งเป็นบริษัทขนาดใหญ่มีมูลค่าตลาดมากกว่า 15,000 ล้านบาท บริษัทเอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“SC”) ซึ่งเป็นบริษัทขนาดกลางมีมูลค่าตลาดในช่วง 7,500-15,000 ล้านบาท บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (“SENA”) มีมูลค่าตลาดในช่วง 2,500-7,500 ล้านบาท ซึ่งเป็นบริษัทขนาดเล็ก และบริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) (“PRIN”) ซึ่งเป็นบริษัทขนาดเล็กมากซึ่งมีมูลค่าตลาดน้อยกว่า 2,500 ล้านบาท เป็นต้น นอกจากนี้ในบทนี้ยังนำเสนอผลประกอบการบริษัท โครงสร้างของแหล่งเงินทุนบริษัทและต้นทุนของเงินทุน เป็นต้น

## 4.1 บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) (“PS”)

บริษัทได้จดทะเบียนก่อตั้งขึ้นในรูปของบริษัทจำกัดโดย นายทองมา วิจิตรพงศ์พันธุ์ ภายใต้ชื่อบริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด เมื่อวันที่ 20 เมษายน 2536 เพื่อประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยเน้นการพัฒนาโครงการประเภทบ้านทาวน์เฮ้าส์ และบ้านเดี่ยว ในเขตกรุงเทพมหานคร และปริมณฑลในทำเลที่มีศักยภาพ และการเจริญเติบโตสูง ต่อมาบริษัทแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“IPO”) เมื่อ 6 ธันวาคม 2548

### 4.1.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท.

ช่วงก่อนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ปี 2548 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทคือกลุ่มครอบครัววิจิตรพงศ์พันธุ์ ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ก่อตั้งบริษัท มีสัดส่วนจำนวน 99.52% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัท ต่อมาเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัววิจิตรพงศ์พันธุ์มีสัดส่วนจำนวน 79.62% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และ ณ 30 ธันวาคม 2557 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัววิจิตรพงศ์พันธุ์มีสัดส่วนจำนวน 69.50% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว แสดงให้เห็นว่าบริษัทยังคงควบคุมในรูปแบบธุรกิจครอบครัวแม้จะเข้าจดทะเบียนเป็นมหาชนแล้วก็ตาม

ตารางที่ 4.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ PS

| กลุ่มผู้ถือหุ้น | ก่อน IPO (ปี 2548) | | หลัง IPO (ปี 2548) | | ณ 30 ธันวาคม 2557 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน |
| กลุ่มวิจิตรพงศ์พันธุ์ | 1,692,000,700 | 99.52% | 1,692,000,700 | 79.62% | 1,547,499,500 | 69.50% |
| อื่นๆ | 7,999,300 | 0.48% | 432,999,300 | 20.38% | 679,176,200 | 30.50% |
| รวม | 1,700,000,000 | 100.00% | 2,125,000,000 | 100.00% | 2,226,675,700 | 100.00% |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน และ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)

ซึ่งเดิมบริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 1,7000,000,000 บาท ต่อมาเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (“IPO”) จำนวน 425,000,000 หุ้น ในราคา 4.10 บาท มูลค่าต่อหุ้นที่ตราไว้ 1 บาท ทำให้ บริษัทมีทุนที่ออกและชำระแล้วของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 425,000,000 บาท และส่วนเกินมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 1,257,290,234 บาท (สุทธิจากค่าใช้จ่ายในการเข้า ตลท.) สุดท้ายหลัง IPO บริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 2,125,000,000 บาท

ตารางที่ 4.2 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ PS เข้าจดทะเบียนใน ตลท. (หน่วย : บาท)

| รายการ | ก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | หลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | เพิ่มขึ้น | % |
|---|---|---|---|---|
| ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว | 1,700,000,000 | 2,125,000,000 | 425,000,000 | 25.0 |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 0 | 1,257,290,234 | 1,257,290,234 | 100.0 |
| เงินที่บริษัทได้รับจากการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) | | | 1,682,290,234 | 98.9 |

ที่มา : งบการเงินปี 2548 บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)

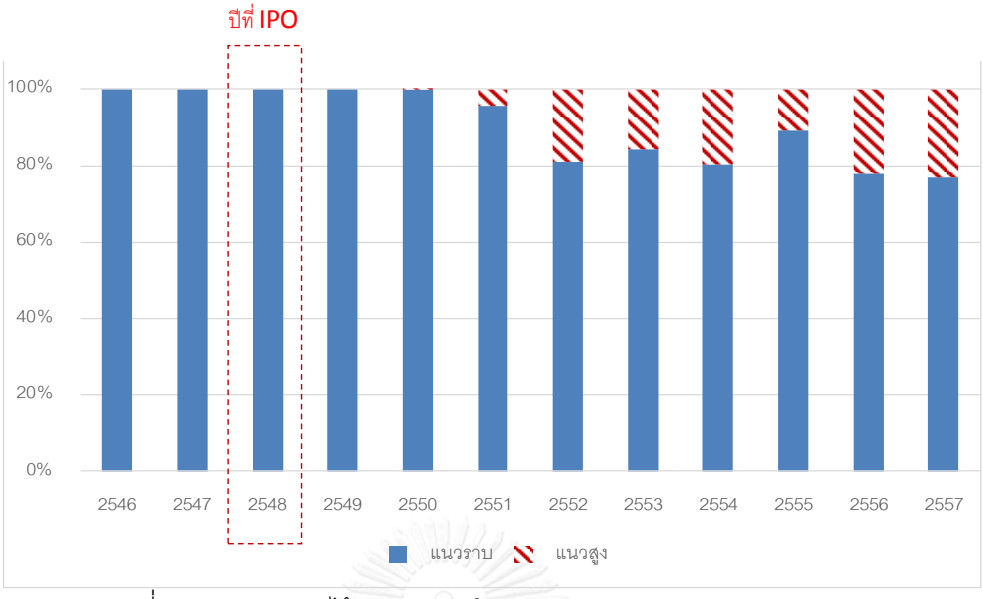
### 4.1.2 ผลประกอบการของบริษัท

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายโครงการ และเมื่อแบ่งรายได้จากการขายโครงการเป็นรายได้จากโครงการแนวราบและโครงการแนวสูงพบว่าบริษัทเน้นพัฒนาโครงการแนวราบมาโดยตลอด

ตารางที่ 4.3 โครงสร้างรายได้ (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| สัดส่วนเทียบรายได้จากการขาย (%) | | | | | | | | | | | | |
| แนวราบ | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 99.8% | 95.6% | 81.0% | 84.5% | 80.4% | 89.3% | 77.9% | 77.1% |
| แนวสูง | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 4.4% | 19.0% | 15.5% | 19.6% | 10.7% | 22.1% | 22.9% |
| รายได้จากการขาย | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| จำนวนยอดขาย | | | | | | | | | | | | |
| แนวราบ | 3,709.0 | 4,843.2 | 7,595.0 | 8,149.9 | 9,038.0 | 12,399.0 | 15,348.0 | 19,671.0 | 18,648.0 | 23,683.0 | 29,864.0 | 32,567.0 |
| แนวสูง | - | - | - | - | 17.0 | 564.0 | 3,595.0 | 3,608.0 | 4,553.0 | 2,837.0 | 8,450.0 | 9,694.0 |
| รายได้จากการขาย | 3,709.0 | 4,843.2 | 7,595.0 | 8,149.9 | 9,055.0 | 12,963.0 | 18,943.0 | 23,279.0 | 23,201.0 | 26,520.0 | 38,314.0 | 42,261.0 |
| รายได้อื่นๆ | 33.7 | 43.9 | 39.9 | 53.9 | 37.8 | 70.6 | 90.4 | 128.0 | 221.3 | 620.7 | 727.1 | 766.0 |
| **รายได้รวม** | **3,741.3** | **4,871.5** | **7,634.9** | **8,203.8** | **9,092.8** | **13,033.6** | **19,033.4** | **23,407.0** | **23,422.3** | **27,140.7** | **39,041.1** | **43,027.0** |

ที่มา : แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน




แผนภูมิที่ 4.1 สัดส่วนรายได้จากการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ PS

ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. ปี 2546-2547 บริษัทพัฒนาโครงการแนวราบอย่างเดียว และเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว ปี 2548-2549 บริษัทยังมุ่งเน้นพัฒนาโครงการแนวราบ จนกระทั่งเมื่อปี 2550 บริษัทจึงเริ่มพัฒนาโครงการแนวสูง ดังจะเป็นได้จากสัดส่วนรายได้จากการขายโครงการแนวสูงสัดส่วนที่ 0.2% ของรายได้จากการขายและที่สูงขึ้นเป็น 22.9% ในปี 2557 อย่างไรก็ตามบริษัทมุ่งเน้นพัฒนาโครงการแนวราบเป็นสัดส่วนใหญ่ในสัดส่วน 70%-80% ของรายได้จากการขาย

ตั้งแต่ปี 2546-2557 ผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่าบริษัทมีรายได้เติบโตอย่างต่อเนื่องที่อัตราเฉลี่ย 11.9% ต่อปีและมีกำไรสุทธิเป็นบวกมาตลอดโดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10.5% ต่อปี สอดคล้องกับผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในช่วง 16.4%-39.6%

ตารางที่ 4.4 ผลการดำเนินงานของ PS (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| รายได้ | 3,741.3 | 4,871.5 | 7,634.9 | 8,203.8 | 9,092.8 | 13,033.6 | 19,033.4 | 23,407.0 | 23,422 | 27,140.7 | 39,041.1 | 43,027 |
| กำไรสุทธิ | 953.6 | 930.2 | 1,272.4 | 1,303.3 | 1,269.9 | 2,373.4 | 3,621.8 | 3,488.1 | 2,834.8 | 3,898.0 | 5,800.8 | 6,653.8 |
| เงินปันผล | 518.9 | 319.2 | 465.0 | 388.8 | 434.8 | 480.9 | 724.9 | 1,213.7 | 1,103.7 | 883.8 | 1,110.4 | 1,890.2 |
| อัตราปันผลต่อกำไรสุทธิ | 54.4% | 34.3% | 36.5% | 29.8% | 34.2% | 20.3% | 20.0% | 34.8% | 38.9% | 22.7% | 19.1% | 28.4% |
| ROE | 39.6% | 28.0% | 25.3% | 19.2% | 16.4% | 26.0% | 31.3% | 24.7% | 17.6% | 21.0% | 25.8% | 24.4% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)

### 4.1.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน

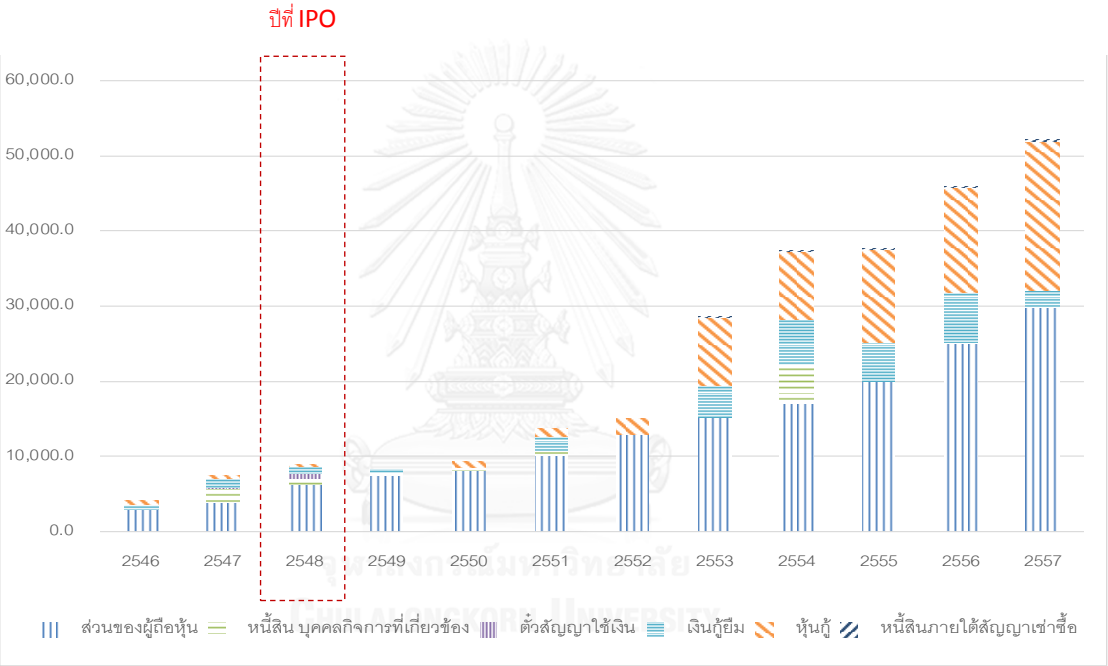
จากตารางที่ 4.5 ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งต่างๆ เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อนำมาพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยมีแหล่งเงินทุน 6 แหล่ง ได้แก่ หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ หนี้สิน บุคคล กิจการที่เกี่ยวข้อง ตั๋วสัญญาใช้เงิน เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วน

ของเจ้าของ เป็นต้น ซึ่งบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนหลักจาก เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน หุ้นกู้ และส่วนของเจ้าของ เป็นต้น

ตารางที่ 4.5 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ PS (หน่วย :ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 9.9 | 18.6 | 18.2 | 14.8 | 6.2 |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | 0.0 | 1,928.3 | 849.9 | 491.4 | 219.3 | 606.7 | 0.0 | 0.0 | 5,300.0 | 0.0 | 250.0 | 247.0 |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 0.0 | 200.0 | 570.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| เงินกู้ยืม | 800.1 | 1,142.5 | 900.4 | 538.1 | 0.0 | 1,993.1 | 0.0 | 4,100.9 | 5,988.1 | 5,008.3 | 6,697.6 | 2,047.6 |
| หุ้นกู้ | 500.0 | 400.0 | 300.0 | 0.0 | 1,000.0 | 1,000.0 | 2,100.0 | 9,000.0 | 9,000.0 | 12,500.0 | 14,000.0 | 20,000.0 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 2,857.2 | 3,780.1 | 6,269.9 | 7,337.6 | 8,179.0 | 10,110.0 | 13,022.9 | 15,263.2 | 16,996.3 | 20,081.8 | 24,932.6 | 29,707.1 |
| อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE Ratio) | 0.46 | 0.97 | 0.42 | 0.14 | 0.15 | 0.36 | 0.16 | 0.86 | 1.19 | 0.87 | 0.84 | 0.75 |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) และ www.setsmart.com




แผนภูมิที่ 4.2 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ PS (หน่วย : ล้านบาท)

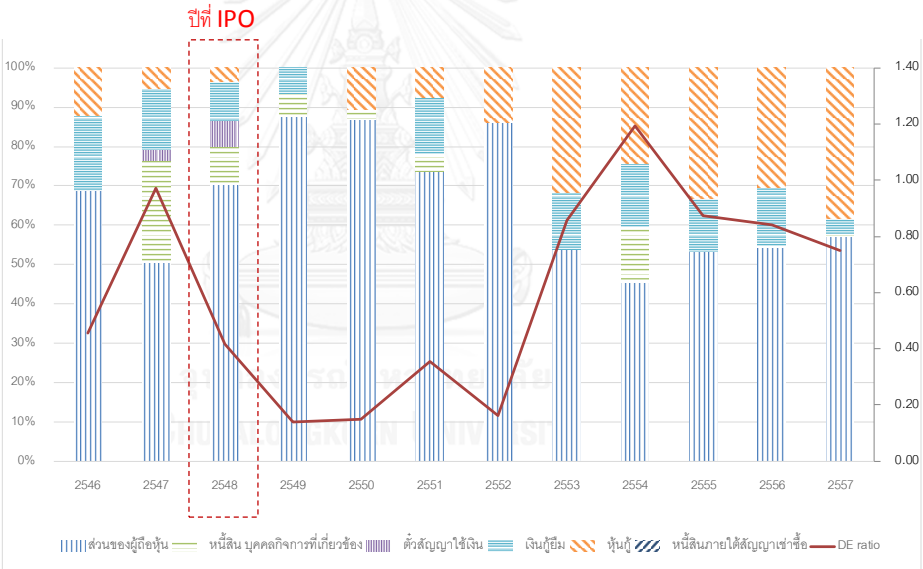
จากแผนภูมิที่ 4.2 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทแหล่งเงินทุนเพียงเพียง 4,000- 7,000 ล้านบาทในปี 2546-2547 และเมื่อหลังเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้วบริษัทยังใช้แหล่งเงินทุนระดับไม่เกิน 20,000 ล้านบาท โดยมาจากส่วนของเจ้าของเป็นหลัก อย่างไรก็ตามตั้งแต่ ปี 2553 บริษัทใช้แหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เพิ่มขึ้นจาก 27,000 ล้านบาทมาเป็น 52,000 ล้านบาทในปี 2557 โดยมีการเพิ่มสัดส่วนของการออกหุ้นกู้อย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุที่มีการระดมทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากในช่วงปี 2553-2557 เป็นช่วงที่บริษัทพัฒนาโครงการแนวสูง ตามแผนภูมิที่ 4.1 ซึ่งโครงการแนวสูงต้องใช้เงินลงทุนสูง แตกต่างจากโครงการแนวราบที่ค่อยๆ ทยอยใช้เงินทุนที่ละเฟสได้

ตารางที่ 4.6 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ PS

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | 0.0% | 25.9% | 9.6% | 5.9% | 2.3% | 4.4% | 0.0% | 0.0% | 14.2% | 0.0% | 0.5% | 0.5% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 0.0% | 2.7% | 6.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| เงินกู้ยืม | 19.2% | 15.3% | 10.1% | 6.4% | 0.0% | 14.5% | 0.0% | 14.5% | 16.1% | 13.3% | 14.6% | 3.9% |
| หุ้นกู้ | 12.0% | 5.4% | 3.4% | 0.0% | 10.6% | 7.3% | 13.9% | 31.7% | 24.1% | 33.2% | 30.5% | 38.5% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 68.7% | 50.7% | 70.5% | 87.7% | 87.0% | 73.7% | 86.1% | 53.8% | 45.6% | 53.4% | 54.3% | 57.1% |

ที่มา : คำนวณจากข้อมูลในตารางที่ 4.7

จากแผนภูมิที่ 4.3 ในปี 2547 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับสูงถึง 0.97 เท่า โดยมีเหตุผลเพื่อต้องการเพิ่มผลตอนแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) จะได้เสนอขายหุ้นแก่ประชาชนในราคาที่ดี ต่อมาเมื่อเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ในปี 2548 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงเหลือ 0.42 เท่า หลังจากนั้นก็รักษาอัตราหนี้สินต่อทุนในระดับต่ำ จนกระทั่งปี 2553 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงขึ้นอีกครั้ง เนื่องจากเพิ่มสัดส่วนหนี้สินจากการออกหุ้นกู้มากขึ้น เนื่องจากมีการพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งโครงการแนวสูงซึ่งมีมูลค่าสูง




แผนภูมิที่ 4.3 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ PS

จากตารางที่ 4.6 และ 4.7 และแผนภูมิที่ 4.3 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. (พ.ศ.2546-2547) บริษัทมีแหล่งเงินทุนที่หลากหลาย ได้แก่ ส่วนของเจ้าของที่ 70% ของแหล่งเงินทุนรวม เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินที่ 19% ของแหล่งเงินทุนรวม หุ้นกู้ที่ 12% ของแหล่งเงินทุนรวม เป็นต้น ต่อมาหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. 2 ปี (พ.ศ.2549-2550) บริษัทมีเงินทุนจากส่วนของเจ้าของมากขึ้นที่ 87% ของแหล่งเงินทุนรวมและสัดส่วนของหนี้สินลดลง มีหุ้นกู้ 10.6% ของแหล่งเงินทุนรวมและเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินที่ 0% อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2553 บริษัทเพิ่มสัดส่วนหนี้สินมากขึ้น โดยเพิ่มหุ้นกู้สูงมาอยู่ที่ 30% โดยมีเหตุผลเนื่องจากบริษัทต้องการแหล่งเงินทุนมา

พัฒนาโครงการแนวสูงที่มีมูลค่าการก่อสร้างสูงและใช้เวลานาน การออกหุ้นกู้เป็นการจัดเงินทุนที่เหมาะสมเนื่องจากจะคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนตอนปลายงวด

ณ ปี 2557 บริษัทมีแหล่งเงินทุนที่หลากหลาย ได้แก่ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน 4% หุ้นกู้ 39% ส่วนของเจ้าของ 57% ของแหล่งเงินทุนรวม เป็นต้น

ตารางที่ 4.7 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน PS ในแต่ละช่วงเวลา

| การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน | ช่วงก่อน IPO 2 ปี | | | ช่วงหลัง IPO 2 ปี | | | จนถึงปัจจุบัน | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2546 | 2548 | % | 2548 | 2550 | % | 2550 | 2557 | % |
| หนี้สินสัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0% | 0.0% | 0.0% | 0% | 0.0% | 0.0% | 0% |
| หนี้สิน บุคคลที่เกี่ยวข้อง | 0.0% | 9.6% | - | 9.6% | 2.3% | -76% | 2.3% | 0.5% | -80% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 0.0% | 6.4% | - | 6.4% | 0.0% | -100% | 0.0% | 0.0% | - |
| เงินกู้ยืม | 19.2% | 10.1% | -47% | 10.1% | 0.0% | -100% | 0.0% | 3.9% | - |
| หุ้นกู้ | 12.0% | 3.4% | -72% | 3.4% | 10.6% | 215% | 10.6% | 38.5% | 261% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 68.7% | 70.5% | 3% | 70.5% | 87.0% | 23% | 87.0% | 57.1% | -34% |

ที่มา : ตารางที่ 4.6

### 4.1.4 ต้นทุนของเงินทุน

การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนนั้นจะแบ่งเงินทุนออกเป็นเงินทุนจากส่วนของหนี้สินและเงินทุนจากส่วนของทุน ดังนั้นจะได้ต้นทุนของส่วนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของทุน หลังจากนั้นจึงคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ตามสัดส่วนของแหล่งเงินทุนต่างๆ

4.1.4.1 ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน

ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนจากหนี้สินที่มีดอกเบี้ยตามตารางที่ 4.8 ดังนี้

ตารางที่ 4.8 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ PS (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ดอกเบี้ยจ่าย | 30.6 | 113.3 | 160.4 | 93.0 | 46.4 | 104.1 | 186.9 | 268.5 | 864.8 | 942.5 | 1,089.9 | 1,104.8 |
| หนี้สินที่มีดอกเบี้ย | 1,300.1 | 3,670.8 | 2,620 | 1,029.5 | 1,219 | 3,599.8 | 2,100.0 | 13,110.8 | 20,306.8 | 17,526.5 | 20,962.3 | 22,300.8 |
| Cost of Debt (%) | 3.7% | 4.6% | 8.7% | 5.1% | 4.1% | 4.3% | 6.6% | 3.5% | 5.2% | 5.0% | 5.7% | 5.1% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)

ต้นทุนของส่วนของหนี้สินคำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยยอดหนี้สินที่มีดอกเบี้ยคงเหลือเฉลี่ย (ระหว่างต้นงวดและปลายงวด) จะพบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินของบริษัทตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2546-2557 อยู่ในช่วง 3.5% - 8.7% อย่างไรก็ตาม สาเหตุที่ปี พ.ศ. 2548 บริษัทมีต้นทุนหนี้สินสูงถึง 8.7% เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนในตลท. เดือนธันวาคม 2548 ซึ่งเป็นเดือนสุดท้ายของปี และนำเงินที่ได้ชำระหนี้คืน

บางส่วน ทำให้ยอดหนี้สินปลายงวดปี พ.ศ. 2548 ลดลงมาก ดังนั้นเมื่อนำมาหารดอกเบี้ยจ่ายที่คิดทั้งปี ทำให้ได้ต้นทุนหนี้สินดูสูงกว่าความเป็นจริงที่ 8.7%

บริษัทได้รับการประเมินอันดับเครดิตโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้ดังตารางที่ 4.9 ดังนี้

ตารางที่ 4.9 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ PS โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| อันดับเครดิตองค์กร | BBB | BBB/Stable | BBB/Stable | BBB+/Positive | BBB+/Positive | A-/Stable |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้ | BBB | BBB | BBB | BBB+ | BBB+ | A- |

| | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| อันดับเครดิตองค์กร | A-/Positive | A/Stable | A/Negative | A/Stable | A/Stable | A/Stable |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้ | A- | A | A | A | A | A |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน)

4.1.4.2 ต้นทุนของส่วนของทุน

ภายใต้แนวคิด Capital Asset Pricing Model (CAPM) – ค่าของทุนของเจ้าของจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง + ค่าชดเชยความเสี่ยงที่คำนวณขึ้นมาจากค่าเบต้าของหุ้นสามัญและค่าชดเชยความเสี่ยงของตลาด ดังนั้น ต้นทุนของส่วนของทุนจะเท่ากับ

$$k_s = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

โดยที่ Ks หมายถึง ผลตอบแทนคาดหวังส่วนของผู้ถือหุ้น หรือต้นทุนของส่วนของทุน

Rf หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงอ้างอิงพันธบัตรรัฐบาล

Rm หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด อ้างอิงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

β หมายถึง ดัชนีวัดความเสี่ยงของกิจการ ค่าเบต้าเป็นการวัดการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเทียบกับการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนจากส่วนของทุน โดยคำนวณจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังตารางที่ 4.10 ดังนี้

ตารางที่ 4.10 ต้นทุนของส่วนของทุนของ PS

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Beta | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 |
| Rm ผลตอบแทนตลาด | 12.7% | 11.9% | 11.8% | 11.4% | 11.9% | 9.8% | 11.1% | 11.9% | 11.7% | 12.3% | 11.9% | 12.0% |
| Rf | 5.6% | 5.2% | 5.8% | 5.8% | 5.3% | 3.3% | 4.7% | 4.1% | 3.7% | 4.0% | 4.3% | 3.4% |
| Rm – Rf | 7.1% | 6.6% | 6.0% | 5.6% | 6.6% | 6.5% | 6.4% | 7.8% | 8.0% | 8.4% | 7.6% | 8.6% |
| Cost of Equity (%) | 15.2% | 14.1% | 13.9% | 13.3% | 14.2% | 12.1% | 13.4% | 14.6% | 14.4% | 15.2% | 14.5% | 15.0% |

ที่มา : Beta ใช้ค่าเบต้าเฉลี่ย 5 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 สืบค้นจากโปรแกรม Aspen

Rm ใช้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ.2518 สืบค้นจาก www.set.or.th

Rf เป็นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 16 ปี สืบค้นจาก www.bot.or.th

4.1.4.3 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น จึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งสมการที่ใช้ในการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนคือ

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_s k_s$$

เมื่อ Wd, Wp, Ws เป็นสัดส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของตามลำดับ

kd หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

kp หมายถึง ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์

ks หมายถึง ต้นทุนในส่วนของเจ้าของ

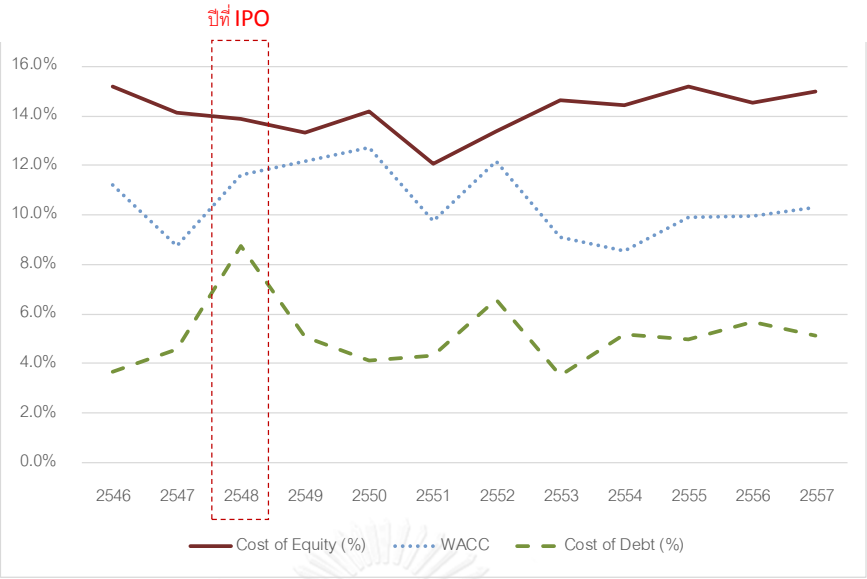
ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งเป็นการถัวเฉลี่ยต้นทุนจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ตามสัดส่วนดังตารางที่ 4.11

ตารางที่ 4.11 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ PS

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Cost of Debt (%)[1)] | 3.7% | 4.6% | 8.7% | 5.1% | 4.1% | 4.3% | 6.6% | 3.5% | 5.2% | 5.0% | 5.7% | 5.1% |
| 2. สัดส่วนของหนี้สิน (Wd) | 31.3% | 49.3% | 29.5% | 12.3% | 13.0% | 26.3% | 13.9% | 46.2% | 54.4% | 46.6% | 45.7% | 42.9% |
| 3. อัตราภาษี (%) | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 30.0% | 23.0% | 20.0% | 20.0% |
| 4.ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน (1)*(2)*(1-(3)) | 0.8% | 1.6% | 1.8% | 0.5% | 0.4% | 0.9% | 0.7% | 1.2% | 2.0% | 1.8% | 2.1% | 1.8% |
| | | | | | | | | | | | | |
| 5. Cost of Equity (%)[2)] | 15.2% | 14.1% | 13.9% | 13.3% | 14.2% | 12.1% | 13.4% | 14.6% | 14.4% | 15.2% | 14.5% | 15.0% |
| 6. สัดส่วนของทุน (Wd) | 68.7% | 50.7% | 70.5% | 87.7% | 87.0% | 73.7% | 86.1% | 53.8% | 45.6% | 53.4% | 54.3% | 57.1% |
| 7. ต้นทุนของส่วนของทุน (5)*(6) | 10.4% | 7.2% | 9.8% | 11.7% | 12.3% | 8.9% | 11.5% | 7.9% | 6.6% | 8.1% | 7.9% | 8.6% |
| | | | | | | | | | | | | |
| WACC (4)+ (7) | 11.23% | 8.75% | 11.5% | 12.1% | 12.7% | 9.75% | 12.1% | 9.09% | 8.55% | 9.91% | 9.95% | 10.32% |

หมายเหตุ 1) Cost of Debt มาจากตารางที่ 4.10

2) Cost of Equity มาจากตารางที่ 4.11




แผนภูมิที่ 4.4 ต้นทุนของแหล่งเงินทุนของ PS

จากการศึกษาพบว่าช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. (ปี 2546-2547) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 3.7%-4.6% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 14.1%-15.2% และมี WACC อยู่ที่ 8.8%-11.2% ต่อมาภายหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว (ปี 2549-2550) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 4.1%-5.1% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 13.3%-14.2% และมี WACC อยู่ที่ 12.2%-12.7% สังเกตว่าภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทจะมี WACC สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนของทุนเพิ่มขึ้นในขณะที่ต้นทุนของส่วนของทุนสูงกว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินด้วย จึงทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงขึ้น

ต่อมาในช่วงปี 2551-2557 พบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ 3.5%-6.6% ต้นทุนของส่วนของทุนมีแนวโน้มสูงขึ้นจาก 12.1% เป็น 15.2% และมี WACC อยู่ที่ 9.8%-10.3% ซึ่งลดลงจากช่วงหลัง IPO (ปี 2549-2550) เนื่องจากบริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินให้สูงขึ้นจึงถ่วงเฉลี่ยให้ WACC ลดลง

### 4.1.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์

บริษัทมีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วง ดังตารางที่ 4.12 พบว่าในช่วงก่อนเข้าตลท. บริษัทมีแนวคิดที่จะหาแหล่งเงินทุนที่หลากหลาย เช่น การออกหุ้นกู้ ต่อมาเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว บริษัทยังคงมีแนวคิดนี้ต่อเนื่อง แล้วด้วยเหตุที่บริษัทออกหุ้นกู้ทำให้บริษัทมีแนวคิดการะดมทุนที่มองเป็นภาพรวมทั้งองค์กรซึ่งจะแตกต่างจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินที่มองเป็นระดับโครงการเท่านั้น เนื่องจากเงินทุนจากการออกหุ้นกู้ บริษัทสามารถนำไปพัฒนาโครงการอะไรก็ได้ หลายโครงการก็ได้ และมีกำหนดชำระคืนเงินต้นเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้ปลายงวด ดังนั้นบริษัทจะต้องวางแผนพัฒนาโครงการที่แม่นยำและต่อเนื่องเพื่อใช้เงินทุนดังกล่าวให้มีประสิทธิภาพและไม่ให้เงินเหลือใช้ ดังจะเห็นได้ว่าแผนในอนาคต หากบริษัทชะลอการขึ้นโครงการ

ใหม่ๆ บริษัทก็จะชะลอการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ด้วย เป็นไปตามหลักการจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset Liability Management - ALM)

ตารางที่ 4.12 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ PS

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | อนาคต |
|---|---|---|
| บริษัทมีแนวคิดที่จะหาแหล่งเงินทุนจากหลากหลายแหล่งเพื่อความยืดหยุ่นในการบริหารโครงการและลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนใดแหล่งหนึ่งมากเกินไป เช่น ออกหุ้นกู้ และใช้แหล่งเงินกู้จากสถาบันการเงินด้วย เพื่อเพิ่มอำนาจในการต่อรอง<br>บริษัทมีการเพิ่มสัดส่วนหนี้สินต่อทุน เพื่อเพิ่มผลตอแทนต่อผู้ถือหุ้น จะได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปในราคาที่ดี | บริษัทมองการระดมแหล่งเงินทุนในรูปแบบของระดับทั้งองค์กรมากกว่ามองในระดับโครงการ โดยมุ่งให้ได้ต้นทุนที่ต่ำเพื่อสร้างผลตอบแทนสู่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้บริษัทมองว่าการที่ลูกค้าวางเงินดาวน์ ก็เป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของบริษัทเช่นกัน | ช่วงปี 2554-2557 บริษัทออกหุ้นกู้มาอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ในอนาคต บริษัทมีนโยบายที่ชะลอการขึ้นโครงการใหม่ ดังนั้นบริษัทอาจจะชะลอการออกหุ้นกู้ชุดใหม่ และรอไถ่ถอนหุ้นกู้ชุดเก่า |

ที่มา : บทสัมภาษณ์คุณ ศุภลักษณ์ ยงเจริญ ผู้บริหารสายงานนักลงทุนสัมพันธ์ เมื่อวันที่ 22 มีนาคม 2559

จากแนวคิดหลักการจัดการสินทรัพย์และหนี้สิน (Asset Liability Management - ALM) ทำให้ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทที่คำนึงถึงลำดับแรกคือความต้องการใช้เงินทุน ลำดับรองมาคือต้นทุนของแหล่งเงินทุน ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ดังตารางที่ 4.13 ทั้งนี้ช่วงก่อนเข้าตลท. กับช่วงหลังเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว บริษัทมีปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเหมือนกัน

ตารางที่ 4.13 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ PS

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ปัจจัยที่ทำให้ต้องเปลี่ยนแปลงแหล่งเงินทุนในอนาคต |
|---|---|---|
| 1.ความต้องการใช้เงินทุน เช่น กำลังจะขึ้นโครงการใหม่ในเวลาอีก 3 เดือน เป็นต้น<br>2.ต้นทุนของแหล่งเงินทุน<br>3.ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น | 1.ความต้องการใช้เงินทุน เช่น กำลังจะขึ้นโครงการใหม่ในเวลาอีก 3 เดือน เป็นต้น<br>2.ต้นทุนของแหล่งเงินทุน บริษัทต้องการต้นทุนที่ต่ำ<br>3.ความยากง่ายในการเข้าถึง | ต้นทุนของแหล่งเงินทุนมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เช่นอัตราดอกเบี้ยขึ้นอย่างรวดเร็ว เป็นต้น |

| | | |
|---|---|---|
| 4.เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน เช่น สินเชื่อธนาคารต้องการหลักทรัพย์ค้ำประกัน และให้รักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน<br>5.ลักษณะโครงการที่พัฒนา | แหล่งเงินทุนนั้น<br>4.เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน เช่น สินเชื่อธนาคารต้องการหลักทรัพย์ค้ำประกัน และให้รักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน เช่น ไม่เกิน 2 ต่อ 1 เป็นต้น<br>5.ลักษณะโครงการที่พัฒนา ซึ่งโครงการแนวสูงจะใช้เงินลงทุนที่สูงกว่าแนวราบ และใช้เวลาในการก่อสร้างนานกว่า | |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณ ศุภลักษณ์ ยงเจริญ ผู้บริหารสายงานนักลงทุนสัมพันธ์ เมื่อวันที่ 22 มีนาคม 2559

### 4.2 บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“SC”)

บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นในปี 2532 เดิมชื่อบริษัท เอฟ เอฟ พี จำกัด ซึ่งต่อมาเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท โอเอไอ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด เนื่องจากมีการเปลี่ยนแปลงผู้ถือหุ้น การดำเนินธุรกิจของบริษัทเริ่มธุรกิจอาคารสำนักงานให้เช่าโดยในปี 2538 บริษัท ได้ลงทุนสร้างอาคารชินวัตรทาวเวอร์ 3 ซึ่งเป็นอาคาร Smart Building ที่มีจุดเด่นด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและเทคโนโลยีประหยัดพลังงานได้เปิดดำเนินการในกลางปี 2543 และเป็นอาคารได้รับรางวัลอาคารดีเด่นทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ ต่อมาในปี 2545 บริษัทได้ปรับเปลี่ยนบทบาทและทิศทางการดำเนินธุรกิจ โดยขยายธุรกิจเข้าสู่การเป็นผู้พัฒนาที่อยู่อาศัย ทั้งนี้ยังคงรักษาภาพลักษณ์ในการเป็นผู้นำเรื่องเทคโนโลยีและสิ่งแวดล้อม

ปีพ.ศ.2546 บริษัทเข้าลงทุนในกองทุนรวมแอสเสทเน็ตเวิร์ค (ANET) ซึ่งเป็นกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิเรียกร้อง โดยมีสัดส่วนการถือหน่วยลงทุนร้อยละ 30 คิดเป็นมูลค่า 360 ล้านบาท ซึ่ง ANET ได้ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ คืออาคารชินวัตร ทาวเวอร์ 1 และ 2 ซึ่งเป็นอาคารสำนักงานให้เช่า และในปีเดียวกันบริษัทฯได้มีการปรับโครงสร้างกลุ่มบริษัทฯ เพื่อให้บริษัทฯมีการประกอบธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อย่างครบวงจร โดยบริษัทฯได้เพิ่มทุนจดทะเบียนอีก 710 ล้านบาท เป็น 2,564 ล้านบาท เพื่อเข้าไปซื้อหุ้นของบริษัท โอเอไอ แอสเสท จำกัด บริษัท อัพคันทรี่ แลนด์ จำกัด และบริษัท วี.แลนด์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด จากครอบครัวชินวัตร ต่อมาบริษัทแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“IPO”) เมื่อ 13 พฤศจิกายน 2546

### 4.2.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท.

ช่วงก่อนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ปี 2546 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทคือกลุ่มครอบครัวชินวัตร มีสัดส่วนจำนวน 76.15% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัท ต่อมาเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัวชินวัตรมีสัดส่วนจำนวน 60.82% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และ ณ 31 ธันวาคม 2557 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัวชินวัตรมีสัดส่วนจำนวน 60.06% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว แสดงให้เห็นว่าบริษัทยังคงควบคุมในรูปแบบธุรกิจครอบครัวแม้จะเข้าจดทะเบียนเป็นมหาชนแล้วก็ตาม

ตารางที่ 4.14 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ SC

| กลุ่มผู้ถือหุ้น | ก่อน IPO (ปี 2546) | | หลัง IPO (ปี 2546) | | ณ 31 ธันวาคม 2557 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน |
| กลุ่มชินวัตร | 195,234,835 | 76.15% | 195,234,835 | 60.82% | 2,231,266,892 | 60.06% |
| อื่นๆ | 61,165,165 | 23.85% | 125,765,165 | 39.18% | 1,483,699,724 | 39.94% |
| รวม | 256,400,000 | 100.00% | 321,000,000 | 100.00% | 3,714,966,616 | 100.00% |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน และ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

เดิมบริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 2,564,000,000 บาท และเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) จำนวน 64,600,000 หุ้น ในราคา 15.00 บาท มูลค่าต่อหุ้นที่ตราไว้ 10 บาท ทำให้บริษัทมีทุนที่ออกและชำระแล้วของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 646,000,000 บาทและส่วนเกินมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 292,973,191 บาท(สุทธิจากค่าใช้จ่ายในการเข้าจดทะเบียนในตลท.) สุดท้ายหลัง IPO บริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 3,210,000,000 บาท

ตารางที่ 4.15 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ SC เข้าจดทะเบียนใน ตลท.

| รายการ | ก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | หลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | เพิ่มขึ้น | % |
|---|---|---|---|---|
| ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว | 2,564,000,000 | 3,210,000,000 | 646,000,000 | 25.2 |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | | 292,973,191 | 292,973,191 | 100.0 |
| เงินที่บริษัทได้รับจากการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) | | | 938,973,191 | 36.6 |

ที่มา : งบการเงินปี 2546 บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

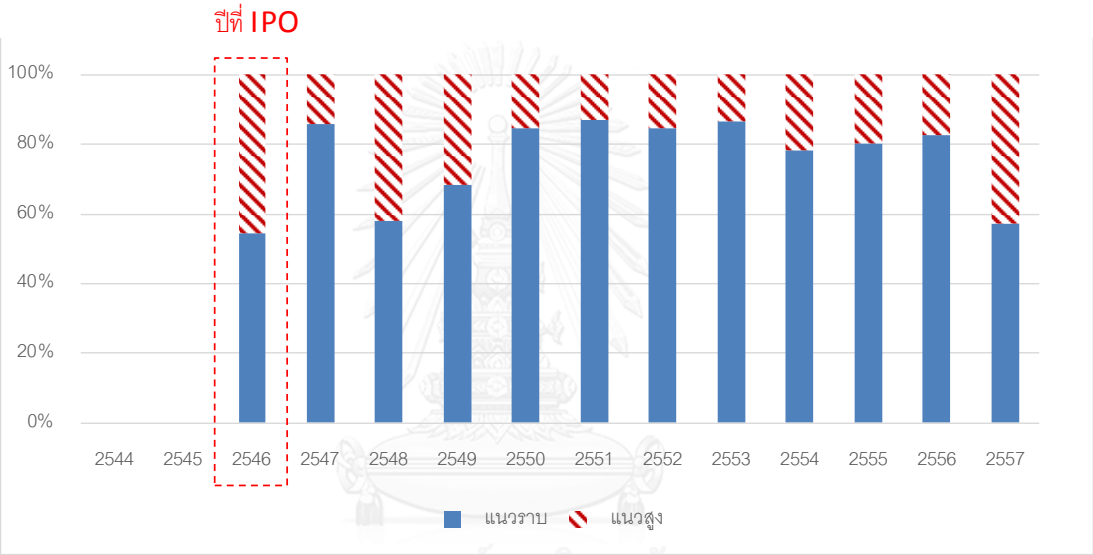
### 4.2.2 ผลประกอบการของบริษัท

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายโครงการ ส่วนรายได้อื่นๆ เป็นรายได้จากการให้เช่าอาคารสำนักงาน ทั้งนี้รายได้จากการขายโครงการจะมาจากรายได้จากโครงการแนวราบเป็นหลัก โดยมีรายได้จากโครงการแนวสูงเป็นบางส่วน

ตารางที่ 4.16 โครงสร้างรายได้ของ SC (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| สัดส่วนเทียบรายได้จากการขาย (%) | | | | | | | | | | | | | | |
| แนวราบ | - | - | 54.5% | 85.7% | 58.1% | 68.2% | 84.8% | 86.9% | 84.8% | 86.7% | 78.2% | 80.3% | 82.6% | 57.3% |
| แนวสูง | - | - | 45.5% | 14.3% | 41.9% | 31.8% | 15.2% | 13.1% | 15.2% | 13.3% | 21.8% | 19.7% | 17.4% | 42.7% |
| รายได้จากการขาย | - | - | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| จำนวนยอดขาย | | | | | | | | | | | | | | |
| แนวราบ | - | - | 166.7 | 837.1 | 446.7 | 1,176.0 | 2,174.4 | 2,788.1 | 3,224.6 | 5,051.0 | 5,102.1 | 6,065.3 | 7,597.7 | 6,727.8 |
| แนวสูง | - | - | 139.0 | 140.0 | 322.8 | 548.3 | 389.0 | 420.5 | 579.0 | 772.0 | 1,424.0 | 1,489.7 | 1,603.5 | 5,021.9 |
| รายได้จากการขาย | - | - | 305.7 | 977.1 | 769.4 | 1,724.2 | 2,563.4 | 3,208.6 | 3,803.6 | 5,823.0 | 6,526.1 | 7,555.0 | 9,201.2 | 11,749.7 |
| รายได้อื่นๆ | 160.6 | 209.2 | 375.2 | 661.5 | 715.2 | 762.7 | 775.0 | 812.4 | 829.3 | 828.7 | 827.7 | 802.9 | 828.9 | 849.8 |
| รายได้รวม | 160.9 | 262.8 | 1,020.0 | 1,706.2 | 1,635.2 | 1,986.5 | 3,503.9 | 4,032.1 | 4,748.8 | 6,630.0 | 7,374.7 | 8,426.9 | 10,087.3 | 12,692.1 |

ที่มา : แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)




แผนภูมิที่ 4.5 สัดส่วนรายได้จากการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ SC

ช่วง 2 ปี (ปี 2544-2545) ก่อนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่จะการให้เช่าอาคารสำนักงาน ต่อมาในบริษัทเริ่มพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ เมื่อปี 2546 ซึ่งเป็นปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. หลังงานนั้น รายได้ส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายโครงการ โดยบริษัทมีรายได้จากการพัฒนาโครงการแนวราบเป็นหลัก คละกับรายได้จากโครงการแนวสูง

ตั้งแต่ปี 2546-2555 บริษัทมุ่งพัฒนาโครงการแนวราบมาตลอด จนกระทั่งเมื่อปี 2556 บริษัทจึงเริ่มพัฒนาโครงการแนวสูงมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ดังจะเห็นได้จากสัดส่วนรายได้จากการขายโครงการแนวสูงสัดส่วนสูงถึง 42.7% ในปี 2557

ตั้งแต่ปี 2544-2557 ผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่าบริษัทมีรายได้เติบโตอย่างต่อเนื่องที่อัตราเฉลี่ย 50.5% ต่อปี ในช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. กำไรสุทธิติดลบ โดยมีผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในช่วง -1.9% ถึง -6.9% เนื่องจากยังไม่มีรายได้จากการขายโครงการ แต่มีต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายจากการลงทุนอาคารสำนักงานแต่เมื่อเข้าจดทะเบียนใน ตลท. แล้วกำไรสุทธิเป็นบวกมาตลอด

เนื่องจากบริษัทเริ่มมีรายได้จากการขายโครงการ โดยผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นก็เป็นบวกมาโดยตลอด

ตารางที่ 4.17 ผลการดำเนินงานของ SC (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| รายได้ | 160.9 | 262.8 | 1,020.0 | 1,706.2 | 1,635.2 | 1,986.5 | 3,503.9 | 4,032.1 | 4,748 | 6,630.0 | 7,374 | 8,426.9 | 10,087 | 12,692.1 |
| กำไรสุทธิ | -132.4 | -35.0 | 283.6 | 422.5 | 432.0 | 333.6 | 632.5 | 650.3 | 764.0 | 1,152.3 | 1,079 | 1,108.0 | 1,081 | 1,558.1 |
| เงินปันผลจ่าย | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 160.5 | 128.4 | 144.3 | 139.5 | 156.0 | 420.8 | 454.3 | 434.0 | 106.9 | 445.5 |
| อัตราปันผลต่อกำไรสุทธิ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 37.1% | 38.5% | 22.8% | 21.5% | 20.4% | 36.5% | 42.1% | 39.2% | 9.9% | 28.6% |
| ROE | -6.9% | -1.9% | 10.2% | 10.7% | 10.0% | 7.3% | 12.9% | 12.1% | 12.9% | 15.5% | 11.9% | 11.4% | 10.5% | 14.1% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

### 4.2.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน

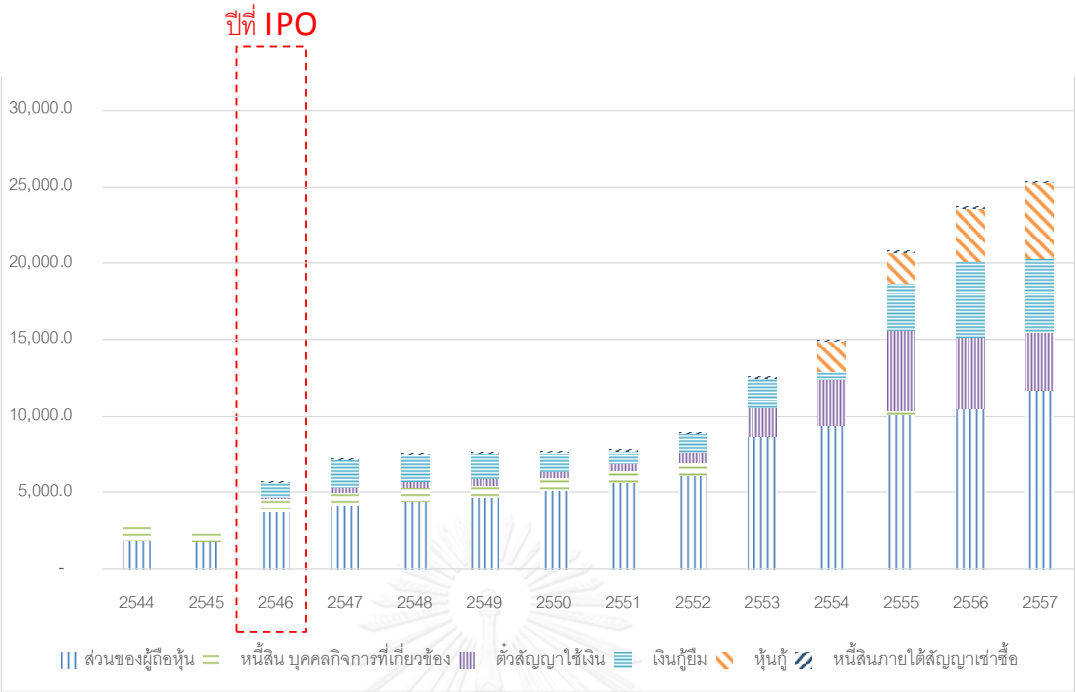
จากตารางที่ 4.18 ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งต่างๆ เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อนำมาพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยมีแหล่งเงินทุน 6 แหล่ง ได้แก่ หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง ตั๋วสัญญาใช้เงิน เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วนของเจ้าของ เป็นต้น ซึ่งบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนหลักจาก เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน หุ้นกู้ และส่วนของเจ้าของ เป็นต้น

ตารางที่ 4.18 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ SC (หน่วย :ล้านบาท)

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | - | - | 2.5 | 3.2 | 1.8 | 3.6 | 3.2 | 4.0 | 4.2 | 3.3 | 3.8 | 3.4 | 2.2 | 3.4 |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | 800.0 | 800.0 | 840.0 | 840.0 | 840.0 | 840.0 | 840.0 | 840.0 | 840.0 | - | - | 247.4 | - | - |
| ตัวสัญญาใช้เงิน | - | - | 70.0 | 340.0 | 485.0 | 435.0 | 399.8 | 425.3 | 630.6 | 1,850.1 | 2,995.2 | 5,284.5 | 4,620.4 | 3,782.1 |
| เงินกู้ยืม | - | - | 1,000.0 | 1,800.0 | 1,710.9 | 1,655.5 | 1,256.3 | 852.3 | 1,192.8 | 1,866.0 | 510.0 | 3,103.5 | 5,040.5 | 4,880.8 |
| หุ้นกู้ | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 2,000.0 | 2,000.0 | 3,400.0 | 4,930.0 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 1,856.6 | 1,821.6 | 3,754.2 | 4,176.6 | 4,448.2 | 4,653.4 | 5,141.5 | 5,634.2 | 6,173.5 | 8,737.2 | 9,387.2 | 10,070.7 | 10,527.4 | 11,636.4 |
| อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE ratio) | 0.43 | 0.44 | 0.51 | 0.71 | 0.68 | 0.63 | 0.49 | 0.38 | 0.43 | 0.43 | 0.59 | 1.06 | 1.24 | 1.17 |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University




แผนภูมิที่ 4.6 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ SC (หน่วย : ล้านบาท)

จากแผนภูมิที่ 4.6 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทแหล่งเงินทุนเพียงเพียง 3,000 ล้านบาทในปี 2544-2545 และเมื่อหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วบริษัทยังใช้แหล่งเงินทุนระดับไม่เกิน 10,000 ล้านบาท โดยมาจากส่วนของเจ้าของเป็นหลัก อย่างไรก็ตามตั้งแต่ ปี 2553 บริษัทใช้แหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เพิ่มขึ้นจาก 13,000 ล้านบาทมาเป็น 25,000 ล้านบาทในปี 2557 โดยมีการเพิ่มสัดส่วนของการออกหุ้นกู้อย่างมีนัยสำคัญ คละกับการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน สาเหตุที่มีการระดมทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากในช่วงปี 2553-2557 มีการเติบโตจากยอดขายโครงการ

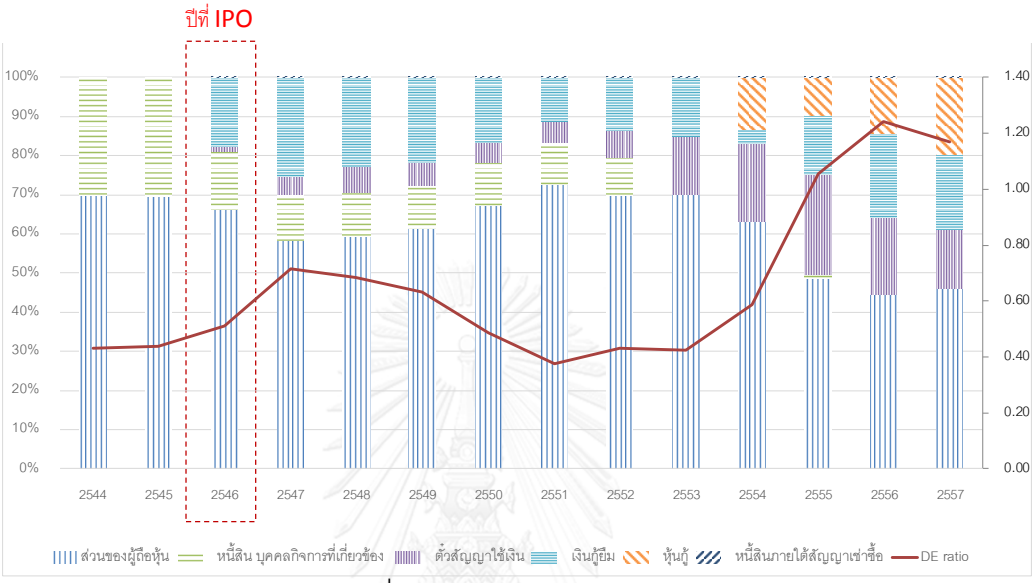
ตารางที่ 4.19 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ SC

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | 30.1% | 30.5% | 14.8% | 11.7% | 11.2% | 11.1% | 11.0% | 10.8% | 9.5% | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 0.0% | 0.0% |
| ตัวสัญญาใช้เงิน | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 4.7% | 6.5% | 5.7% | 5.2% | 5.5% | 7.1% | 14.9% | 20.1% | 25.5% | 19.6% | 15.0% |
| เงินกู้ยืม | 0.0% | 0.0% | 17.6% | 25.1% | 22.9% | 21.8% | 16.4% | 11.0% | 13.5% | 15.0% | 3.4% | 15.0% | 21.4% | 19.3% |
| หุ้นกู้ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 13.4% | 9.7% | 14.4% | 19.5% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 69.9% | 69.5% | 66.2% | 58.3% | 59.4% | 61.3% | 67.3% | 72.6% | 69.8% | 70.1% | 63.0% | 48.6% | 44.6% | 46.1% |

ที่มา : ตารางที่ 4.18

จากแผนภูมิที่ 4.7 ในปี 2545 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับต่ำถึง 0.44 เท่า เนื่องจากบริษัทยังไม่มีการพัฒนาโครงการเพื่อขาย มีแต่อาคารสำนักงานให้เช่า ดังนั้นจึงระดมทุนจากส่วนของเจ้าของเป็นหลัก แต่เมื่อเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ในปี 2546 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นเป็น 0.51 เท่าเนื่องจากบริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินควบคู่กับการเพิ่มส่วนของทุน

เพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย อย่างไรก็ตามบริษัทยังคงรักษาอัตราหนี้สินต่อทุนในระดับต่ำกว่า 1.00 เท่าจนกระทั่งปี 2555 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงขึ้นเป็น 1.06 เท่า เนื่องจากเพิ่มสัดส่วนหนี้สินจากการออกหุ้นกู้มากขึ้นควบคู่กับการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เนื่องจากมีการพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น




แผนภูมิที่ 4.7 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ SC

จากตารางที่ 4.19 และ 4.20 และแผนภูมิที่ 4.7 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. (พ.ศ.2544-2545) ช่วงแรกบริษัทมีการปรับโครงสร้างทางธุรกิจ โดยทำธุรกิจสำนักงานให้เช่า โดยพึ่งพาเงินทุนส่วนของเจ้าของเป็นหลัก รวมทั้งในรูปเงินกู้ยืมจากกรรมการเป็นสัดส่วนเงินจากเจ้าของ 100% เพราะง่ายในการเข้าถึง ต่อมาหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. 2 ปี (พ.ศ.2547-2548) บริษัทเริ่มดำเนินธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และเริ่มกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินทำให้สัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้นเป็น 30% ของแหล่งเงินทุนรวมเทียบกับส่วนของเจ้าของที่สัดส่วน 59% ของแหล่งเงินทุนรวม อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2554 บริษัทเริ่มออกหุ้นกู้อยู่ที่ 13.4% เนื่องจากต้องการแหล่งเงินทุนที่หลากหลายนอกเหนือจากเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน

ณ ปี 2557 บริษัทมีแหล่งเงินทุนหลากหลายมากขึ้นประกอบด้วย ส่วนของเจ้าของมีสัดส่วน 46% ของแหล่งเงินทุนรวม เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นสัดส่วน 35% ของแหล่งเงินทุนรวม หุ้นกู้เป็นสัดส่วน 19.5% ของแหล่งเงินทุนรวม เป็นต้น

ตารางที่ 4.20 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน SC ในแต่ละช่วงเวลา

| การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน | ช่วงก่อน IPO 2 ปี | | | ช่วงหลัง IPO 2 ปี | | | จนถึงปัจจุบัน | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2544 | 2546 | % | 2546 | 2548 | % | 2548 | 2557 | % |
| หนี้สินสัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | -46.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| หนี้สิน บุคคลที่เกี่ยวข้อง | 30.1% | 14.8% | -50% | 14.8% | 11.2% | -24.3% | 11.2% | 0.0% | -100% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 0.0% | 1.2% | - | 1.2% | 6.5% | 424.5% | 6.5% | 15.0% | 131% |
| เงินกู้ยืม | 0.0% | 17.6% | - | 17.6% | 22.9% | 29.5% | 22.9% | 19.3% | -15% |
| หุ้นกู้ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 19.5% | - |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 69.9% | 66.2% | -5.2% | 66.2% | 59.4% | -10.3% | 59.4% | 46.1% | -22% |

ที่มา : ตารางที่ 4.19

### 4.2.4 ต้นทุนของเงินทุน

การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนนั้นจะแบ่งเงินทุนออกเป็นเงินทุนจากส่วนของหนี้สินและเงินทุนจากส่วนของทุน ดังนั้นจะได้ต้นทุนของส่วนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของทุน หลังจากนั้นจึงคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ตามสัดส่วนของแหล่งเงินทุนต่างๆ

4.2.4.1 ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน

ในช่วงปี 2544-2557 บริษัทมีต้นทุนจากหนี้สินที่มีดอกเบี้ยตามตารางที่ 4.21 ดังนี้

ตารางที่ 4.21 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ SC (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ดอกเบี้ยจ่าย | 70.2 | 50.0 | 46.7 | 76.3 | 104.4 | 134.0 | 135.8 | 122.0 | 122.0 | 156.1 | 274.1 | 491.8 | 627.0 | 679.9 |
| หนี้สินที่มีดอกเบี้ย | 800.0 | 800.0 | 800.0 | 1,912.5 | 2,983 | 3,037 | 2,934.1 | 2,499.3 | 2,121.6 | 2,667.6 | 3,719.4 | 5,509 | 10,638 | 13,063 |
| Cost of Debt (%) | 8.8% | 6.3% | 3.4% | 3.1% | 3.5% | 4.5% | 5.0% | 5.3% | 5.1% | 4.9% | 5.9% | 6.1% | 5.3% | 5.1% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

ต้นทุนของส่วนของหนี้สินคำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยยอดหนี้สินที่มีดอกเบี้ยคงเหลือเฉลี่ยระหว่างต้นงวดและปลายงวด จะพบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินของบริษัทตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2544-2557 อยู่ในช่วง 3.1% - 8.8% บริษัทได้รับการประเมินอันดับเครดิตโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้ผลดังตารางที่ 4.22

ตารางที่ 4.22 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ SC โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

| | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|
| อันดับเครดิตองค์กร | BBB+/Stable | BBB+/Stable | BBB+/Stable | BBB+/Stable |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้ | BBB | BBB | BBB | BBB |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

4.2.4.2 ต้นทุนของส่วนของทุน

ภายใต้แนวคิด Capital Asset Pricing Model (CAPM) – ค่าของทุนของเจ้าของจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง + ค่าชดเชยความเสี่ยงที่คำนวณขึ้นมาจากค่าเบต้าของหุ้นสามัญและค่าชดเชยความเสี่ยงของตลาด ดังนั้น ต้นทุนของส่วนของทุนจะเท่ากับ

$$k_s = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

โดยที่ Ks หมายถึง ผลตอบแทนคาดหวังส่วนของผู้ถือหุ้น หรือต้นทุนของส่วนของทุน

Rf หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงอ้างอิงพันธบัตรรัฐบาล

Rm หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด อ้างอิงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

β หมายถึง ดัชนีวัดความเสี่ยงของกิจการ ค่าเบต้าเป็นการวัดการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเทียบกับการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

ในช่วงปี 2544-2557 บริษัทมีต้นทุนจากส่วนของทุน โดยคำนวณจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังตารางที่ 4.23 ดังนี้

ตารางที่ 4.23 ต้นทุนของส่วนของทุนของ SC

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Beta | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 | 1.13 |
| Rm ผลตอบแทนตลาด | 9.8% | 10.1% | 12.7% | 11.9% | 11.8% | 11.4% | 11.9% | 9.8% | 11.1% | 11.9% | 11.7% | 12.3% | 11.9% | 12.0% |
| Rf | 5.6% | 4.2% | 5.6% | 5.2% | 5.8% | 5.8% | 5.3% | 3.3% | 4.7% | 4.1% | 3.7% | 4.0% | 4.3% | 3.4% |
| Rm – Rf | 4.1% | 5.9% | 7.1% | 6.6% | 6.0% | 5.6% | 6.6% | 6.5% | 6.4% | 7.8% | 8.0% | 8.4% | 7.6% | 8.6% |
| Cost of Equity (%) | 10.3% | 10.9% | 13.6% | 12.7% | 12.6% | 12.1% | 12.7% | 10.6% | 12.0% | 12.9% | 12.7% | 13.4% | 12.9% | 13.1% |

ที่มา : Beta ใช้ค่าเบต้าเฉลี่ย 5 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 สืบค้นจากโปรแกรม Aspen

Rm ใช้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ. 2518 สืบค้นจาก www.set.or.th

Rf เป็นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 16 ปี สืบค้นจาก www.bot.or.th

4.2.4.3 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น จึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งสมการที่ใช้ในการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนคือ

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_s k_s$$

เมื่อ Wd, Wp, Ws เป็นสัดส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของตามลำดับ

kd หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

kp หมายถึง ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์

ks หมายถึง ต้นทุนในส่วนของเจ้าของ

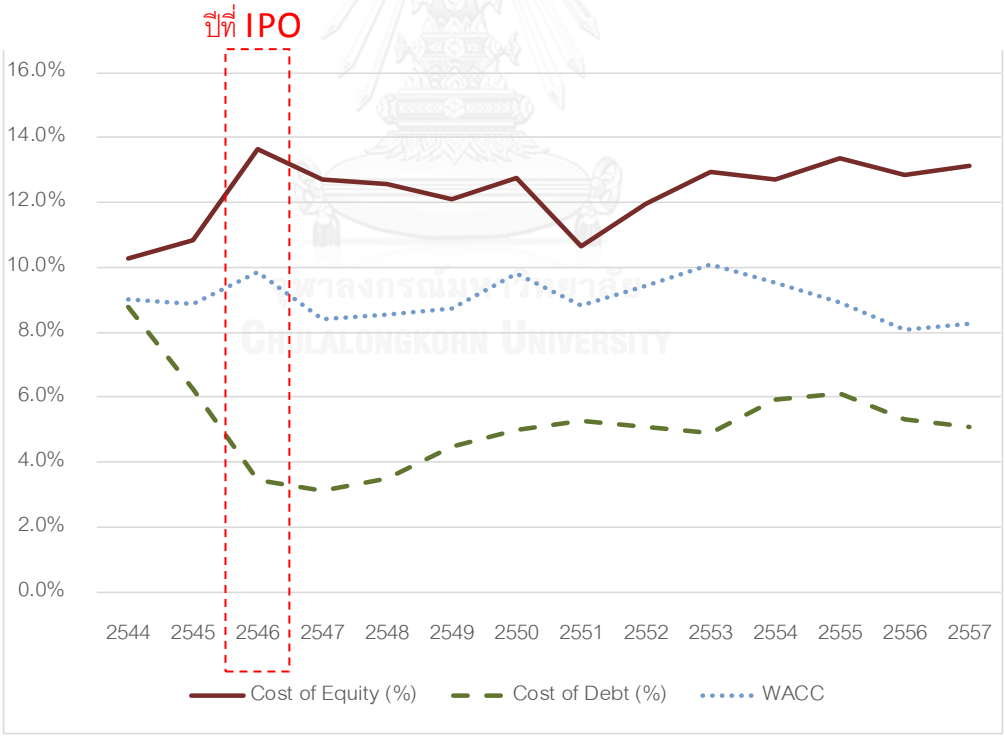
ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งเป็นการถัวเฉลี่ยต้นทุนจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ตามสัดส่วนดังตารางที่ 4.24

ตารางที่ 4.24 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ SC

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Cost of Debt (%)[1] | 8.8% | 6.3% | 3.4% | 3.1% | 3.5% | 4.5% | 5.0% | 5.3% | 5.1% | 4.9% | 5.9% | 6.1% | 5.3% | 5.1% |
| 2. สัดส่วนของหนี้สิน (Wd) | 30.1% | 30.5% | 33.8% | 41.7% | 40.6% | 38.7% | 32.7% | 27.4% | 30.2% | 29.9% | 37.0% | 51.4% | 55.4% | 53.9% |
| 3. อัตราภาษี (%) | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 23.0% | 20.0% | 20.0% |
| 4.ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน (1)*(2)*(1-(3)) | 1.8% | 1.3% | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 1.3% | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.0% | 1.5% | 2.4% | 2.3% | 2.2% |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 5. Cost of Equity (%)[2] | 10.3% | 10.9% | 13.6% | 12.7% | 12.6% | 12.1% | 12.7% | 10.6% | 12.0% | 12.9% | 12.7% | 13.4% | 12.9% | 13.1% |
| 6. สัดส่วนของทุน (Wd) | 69.9% | 69.5% | 66.2% | 58.3% | 59.4% | 61.3% | 67.3% | 72.6% | 69.8% | 70.1% | 63.0% | 48.6% | 44.6% | 46.1% |
| 7. ต้นทุนของส่วนของทุน (5)*(6) | 7.2% | 7.5% | 9.0% | 7.4% | 7.5% | 7.4% | 8.6% | 7.7% | 8.3% | 9.1% | 8.0% | 6.5% | 5.7% | 6.1% |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| WACC (4)+ (7) | 9.0% | 8.9% | 9.8% | 8.4% | 8.5% | 8.7% | 9.8% | 8.8% | 9.4% | 10.1% | 9.5% | 8.9% | 8.1% | 8.3% |

หมายเหตุ 1) Cost of Debt มาจากตารางที่ 4.21

2) Cost of Equity มาจากตารางที่ 4.23




แผนภูมิที่ 4.8 ต้นทุนของแหล่งเงินทุนของ SC

จากการศึกษาพบว่าช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. (ปี 2544-2545) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 6.3%-8.8% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 10.3%-10.9% และมี WACC อยู่ที่ 8.9%-9.0% ต่อมาภายหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว (ปี 2547-2548) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 3.1%-3.5%

ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 12.6%-12.7% และมี WACC อยู่ที่ 8.4%-8.5% สังเกตว่าภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทจะมี WACC ลดลง เนื่องจากบริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินเพิ่มขึ้นในขณะที่ต้นทุนของส่วนของหนี้สินต่ำกว่าต้นทุนของส่วนของทุนด้วย จึงทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง

ต่อมาในช่วงปี 2549-2557 พบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ 4.5%-5.9% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ในช่วง 10.6% เป็น 13.4% และมี WACC อยู่ที่ 8.1%-10.1%

**4.2.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์**

บริษัทมีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วง ดังตารางที่ 4.25 พบว่าในช่วงก่อนเข้าตลท. บริษัทมีแนวคิดใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (รวมทั้งหนี้สินจากเงินกู้ยืมผู้ถือหุ้น) โดยมีเหตุผลเพราะง่ายในการเข้าถึงและบริษัทอยู่ในช่วงปรับโครงสร้างธุรกิจ ซึ่งในขณะนั้นบริษัทยังไม่มีการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ มีแต่ดำเนินธุรกิจสำนักงานให้เช่า จนเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้วบริษัทเริ่มพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ดังนั้นแนวคิดการระดมทุนของบริษัทจึงเปลี่ยนไป โดยเริ่มหาแหล่งเงินทุนที่มีความหลากหลาย เช่น การกู้ยืมจากสถาบันการเงิน หรือหุ้นกู้ และผลกำไรจากการดำเนินงานหรือส่วนของเจ้าของนั้นเอง เป็นต้น

ตารางที่ 4.25 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ SC

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | อนาคต |
|---|---|---|
| บริษัทมีแนวคิดที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (รวมทั้งหนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง) เป็นหลักก่อน เพื่อส่งเสริมความแข็งแกร่ง เนื่องจากบริษัทอยู่ในช่วงปรับโครงสร้างธุรกิจ ยังไม่มีการพัฒนาโครงการเพื่อขาย มีแต่สำนักงานให้เช่า | บริษัทมีแนวคิดที่จะหาแหล่งเงินทุนจากหลากหลายแหล่งเพื่อความยืดหยุ่นในการบริหารโครงการ โดยมีแนวคิดลำดับการหาแหล่งเงินทุนดังนี้<br>1. แหล่งเงินทุนจากกำไรสะสมก่อน<br>2. เงินกู้ยืมสถาบันการเงินหรือหุ้นกู้<br>3. การเพิ่มทุน | ช่วงที่ผ่านมาบริษัท มีแหล่งเงินทุนที่หลากหลายแล้ว ทั้งเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วนของเจ้าของ ในต้นทุนที่เหมาะสมและ ซึ่งถือว่าเป็นไปตามนโยบายบริษัทแล้ว |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณ ปรารถนา วัฒนวงศ์ ผู้อำนวยการอาวุโส สายงานพัฒนาโครงการ เมื่อวันที่ 21 มีนาคม 2559

ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทในช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทคำนึงถึงความต้องการใช้เงินทุน เนื่องจากในช่วงนั้น บริษัทมีธุรกิจเพียงสำนักงานให้เช่า ซึ่งได้แหล่งเงินทุนจากผู้ถือหุ้นเพียงพอแล้ว ยังไม่มีแผนใช้เงินทุนเพิ่ม จนกระทั่งเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทเริ่มพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ดังนั้นบริษัทจึงมีความต้องการใช้เงินทุน ทำให้ต้องเริ่มขอสินเชื่อจากธนาคาร โดยมองว่าปัจจัยที่สำคัญรองมาจากความ

ต้องการใช้เงินทุนคือ ต้นทุนของแหล่งเงินทุน โดยบริษัทต้องการแหล่งเงินทุนที่ถูก ซึ่งในขณะนั้น เงินกู้ยืมกับหุ้นกู้มีต้นทุนที่ต่ำ นอกจากนี้บริษัทยังมองโอกาสในการนำอาคารสำนักงานเข้ากองทุนอสังหาริมทรัพย์ / REIT ซึ่งจะช่วยให้บริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มเติม

ตารางที่ 4.26 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ SC

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ปัจจัยที่ทำให้ต้องเปลี่ยนแปลงแหล่งเงินทุนในอนาคต |
|---|---|---|
| 1. ความต้องการใช้เงินทุน<br>2. ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น | 1. ความต้องการใช้เงินทุน<br>2. ต้นทุนของแหล่งเงินทุน<br>3. เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน<br>4. วงเงิน ระยะเวลาของสินเชื่อ | ช่องทางการทำกองทุนอสังหาริมทรัพย์ หรือ REIT |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณ ปรารถนา วัฒนวงศ์ ผู้อำนวยการอาวุโส สายงานพัฒนาโครงการ เมื่อวันที่ 21 มีนาคม 2559

### 4.3 บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (“SENA”)

บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เดิมชื่อบริษัท กรุงเทพเคหะกรุ๊ป จำกัด จดทะเบียนก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 11 พฤษภาคม 2536 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 50.0 ล้านบาท โดยนายธีรวัฒน์ ธัญลักษณ์ภาคย์ ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหารและกรรมการผู้จัดการ บริษัทเริ่มต้นดำเนินธุรกิจด้วยการจำหน่ายและติดตั้งวัสดุก่อสร้างประเภทไม้ ก่อนที่จะเข้าสู่การทำธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัย โดยเริ่มต้นจากที่อยู่อาศัยประเภททาวน์เฮ้าส์ ซึ่งโครงการแรก คือ “โครงการเสนา 84” ในปี 2527 เป็นโครงการทาวน์เฮ้าส์ขนาดเล็ก ราคาขายเฉลี่ยประมาณ 6 แสนบาท และเปิดโครงการที่เน้นที่อยู่อาศัยประเภททาวน์เฮ้าส์เป็นผลิตภัณฑ์หลักเพิ่มขึ้นอีกในช่วงต้น หลังจากนั้นจึงมีการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยประเภทอื่นเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ได้แก่ บ้านเดี่ยว บ้านแฝด และอาคารพาณิชย์ ต่อมาบริษัทได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“IPO”) เมื่อ 29 กรกฎาคม 2552

#### 4.3.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท.

ช่วงก่อนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ใน ปี 2552 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทคือกลุ่มครอบครัวธัญลักษณ์ภาคย์ มีสัดส่วนจำนวน 100.00% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัท ต่อมาเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัวธัญลักษณ์ภาคย์ มีสัดส่วนจำนวน 74.07% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และ ณ 31 ธันวาคม 2557 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของ

บริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัวธัญลักษณ์ภาคย์มีสัดส่วนจำนวน 53.04% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว แสดงให้เห็นว่าบริษัทยังคงควบคุมในรูปแบบธุรกิจครอบครัวแม้จะเข้าจดทะเบียนเป็นมหาชนแล้วก็ตาม

ตารางที่ 4.27 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ SENA

| กลุ่มผู้ถือหุ้น | ก่อน IPO (ปี 2552) | | หลัง IPO (ปี 2552) | | ณ 31 ธันวาคม 2557 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน |
| กลุ่มธัญลักษณ์ภาคย์ | 499,999,999 | 100.00% | 195,234,835 | 74.07% | 379,102,927 | 53.04% |
| อื่นๆ | 1 | 0.00% | 175,000,001 | 25.93% | 335,601,898 | 46.96% |
| รวม | 500,000,000 | 100.00% | 675,000,000 | 100.00% | 714,704,825 | 100.00% |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน และ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

ซึ่งเดิมบริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 500,000,000 บาท และเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (“IPO”) จำนวน 175,000,000 หุ้น ในราคา 1.98 บาท มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ 1 บาท ทำให้บริษัทมีทุนที่ออกและชำระแล้วของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 175,000,000 บาทและส่วนเกินมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 160,163,350 บาท (สุทธิจากค่าใช้จ่ายในการเข้าตลาดหลักทรัพย์ฯและที่เกี่ยวข้อง) สุดท้ายหลัง IPO บริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 675,000,000 บาท

ตารางที่ 4.28 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ SENA เข้าจดทะเบียนในตลท. (หน่วย : บาท)

| รายการ | ก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | หลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | เพิ่มขึ้น | % |
|---|---|---|---|---|
| ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว | 500,000,000 | 675,000,000 | 175,000,000 | 35.0 |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | | 160,163,350 | 160,163,350 | 100.0 |
| เงินที่บริษัทได้รับจากการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) | | | 335,163,350 | 67.0 |

ที่มา : งบการเงินปี 2552 บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

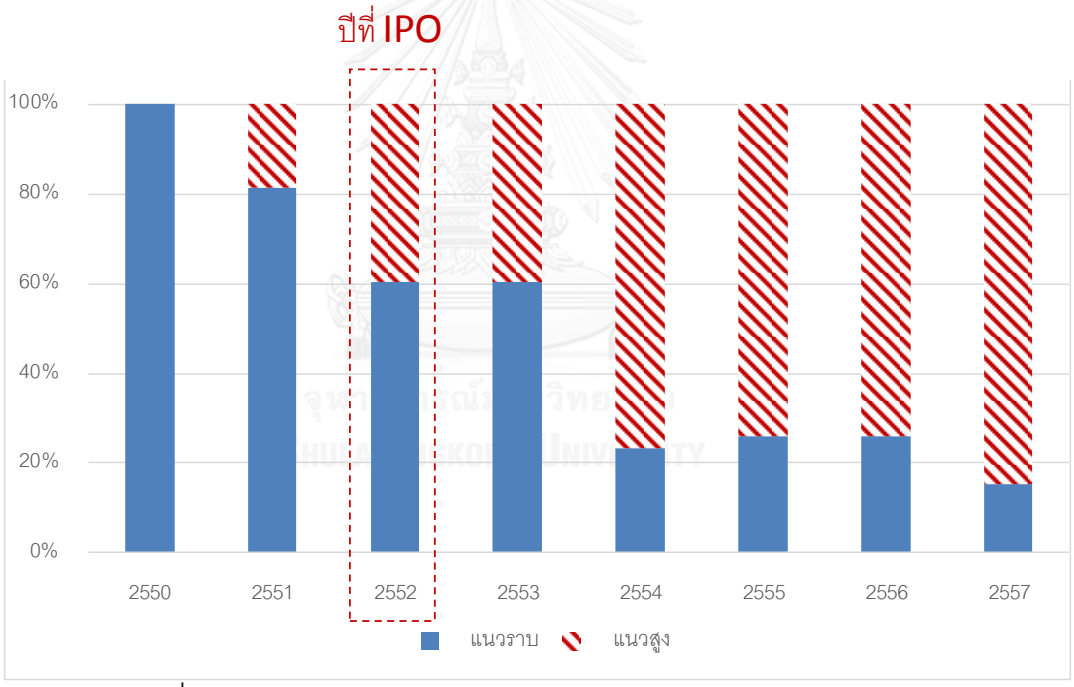
### 4.3.2 ผลประกอบการของบริษัท

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายโครงการ และเมื่อแบ่งรายได้จากการขายโครงการเป็นรายได้จากโครงการแนวราบและโครงการแนวสูงพบว่าช่วงก่อนที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. (ปี 2550-2552) บริษัทเน้นพัฒนาโครงการแนวราบ จนกระทั่งเมื่อเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทเริ่มเน้นพัฒนาโครงการแนวสูงมากขึ้น ซึ่งตั้งแต่ปี 2554 บริษัทมีสัดส่วนรายได้จากโครงการแนวสูงเป็นส่วนใหญ่

ตารางที่ 4.29 โครงสร้างรายได้ของ SENA (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| สัดส่วนเทียบรายได้จากการขาย (%) | | | | | | | | |
| แนวราบ | 100.0% | 81.3% | 60.3% | 60.5% | 23.4% | 25.9% | 26.0% | 15.5% |
| แนวสูง | 0.0% | 18.7% | 39.7% | 39.5% | 76.6% | 74.1% | 74.0% | 84.5% |
| รายได้จากการขาย | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| จำนวนยอดขาย | | | | | | | | |
| แนวราบ | 683.5 | 969.0 | 806.5 | 743.4 | 491.2 | 419.6 | 487.3 | 391.5 |
| แนวสูง | - | 222.7 | 530.3 | 485.2 | 1,610.6 | 1,197.8 | 1,390.0 | 2,139.1 |
| รายได้จากการขาย | 683.5 | 1,191.7 | 1,336.8 | 1,228.6 | 2,101.8 | 1,617.4 | 1,877.3 | 2,530.7 |
| รายได้อื่นๆ | 13.9 | 58.0 | 50.5 | 131.8 | 85.4 | 121.4 | 197.6 | 243.9 |
| รายได้รวม | 697.4 | 1,249.7 | 1,387.3 | 1,360.4 | 2,187.2 | 1,738.8 | 2,075.0 | 2,774.5 |

ที่มา : แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)




แผนภูมิที่ 4.9 สัดส่วนรายได้จากการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ SENA

ตั้งแต่ปี 2550 บริษัทมุ่งพัฒนาโครงการแนวราบมาตลอด ส่วนโครงการแนวสูงมีสัดส่วนน้อย จนกระทั่งเมื่อปี 2554 บริษัทกลับเน้นพัฒนาโครงการแนวสูง วิเคราะห์ได้จากโครงสร้างรายได้ปี 2554 ที่บริษัทมีสัดส่วนของรายได้จากโครงการแนวสูงถึง 76.6% มากกว่าโครงการแนวราบที่มีเพียง 23.4% และเน้นโครงการแนวสูงต่อเนื่องมาจนถึงปี 2557

ตั้งแต่ปี 2550-2557 ผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่าบริษัทมีรายได้เติบโตอย่างต่อเนื่องที่อัตราเฉลี่ย 25.9% ต่อปีและมีกำไรสุทธิเป็นบวกมาตลอดโดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 36.7% ต่อปี และมีผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในช่วง 11.8%-29.2%

ตารางที่ 4.30 ผลการดำเนินงานของ SENA (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| รายได้ | 697.4 | 1,249.7 | 1,387.3 | 1,360.4 | 2,187.2 | 1,738.8 | 2,075.0 | 2,774.5 |
| กำไรสุทธิ | 96.7 | 279.2 | 286.5 | 323.6 | 419.6 | 295.2 | 272.0 | 436.0 |
| เงินปันผลจ่าย | 0.0 | 100.0 | 121.3 | 138.2 | 156.0 | 99.1 | 93.6 | 79.0 |
| อัตราปันผลต่อกำไรสุทธิ | 0.0% | 35.8% | 42.3% | 42.7% | 37.2% | 33.6% | 34.4% | 18.1% |
| ROE | 11.8% | 29.2% | 22.1% | 19.8% | 22.7% | 14.0% | 11.7% | 16.8% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

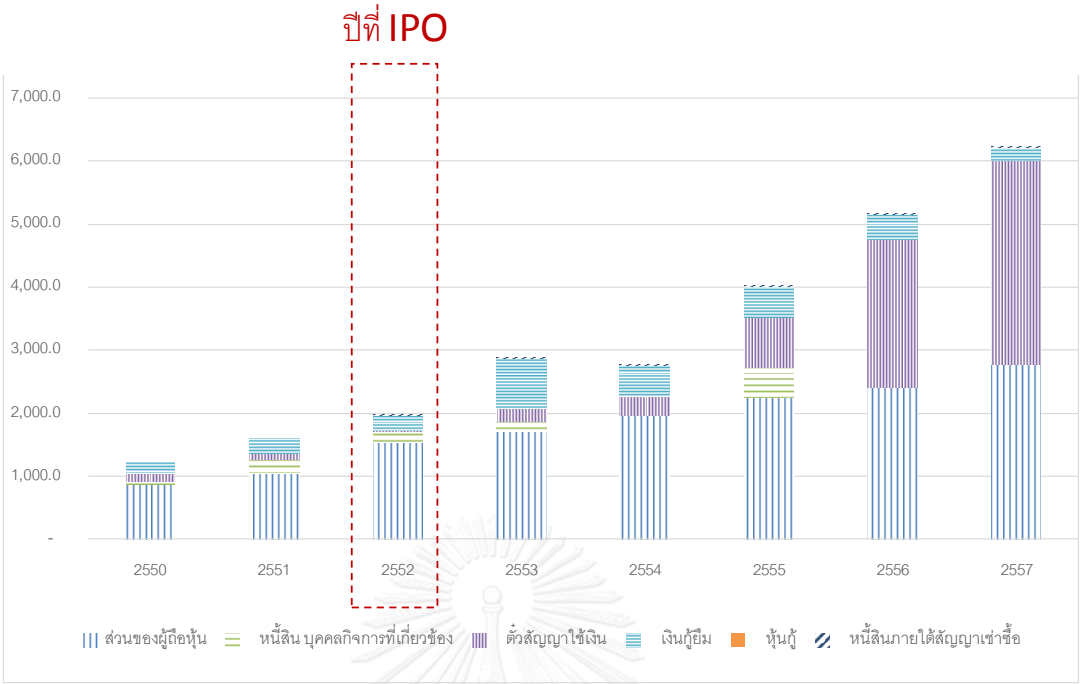
### 4.3.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน

จากตารางที่ 4.31 ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งต่างๆ เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อนำมาพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยมีแหล่งเงินทุน 6 แหล่ง ได้แก่ หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ หนี้สิน บุคคล กิจการที่เกี่ยวข้อง ตั๋วสัญญาใช้เงิน เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วนของเจ้าของ เป็นต้น ซึ่งบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนหลักจาก เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน และส่วนของเจ้าของ เป็นต้น บริษัทยังไม่ได้ออกหุ้นกู้

ตารางที่ 4.31 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ SENA (หน่วย :ล้านบาท)

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | - | - | 3.5 | 4.9 | 2.2 | 2.6 | 1.5 | 0.8 |
| หนี้สินบุคคลกิจการเกี่ยวข้อง | 56.5 | 214.9 | 167.8 | 158.6 | - | 490.0 | - | - |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 115.8 | 97.3 | 21.1 | 199.1 | 289.4 | 783.0 | 2,337.8 | 3,236.8 |
| เงินกู้ยืม | 188.8 | 249.1 | 232.8 | 790.0 | 489.6 | 493.0 | 399.9 | 199.3 |
| หุ้นกู้ | - | - | - | - | - | - | - | - |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 866.4 | 1,045.4 | 1,546.6 | 1,715.2 | 1,974.2 | 2,238.7 | 2,414.8 | 2,776.0 |
| อัตราหนี้ที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (DE Ratio) | 0.42 | 0.54 | 0.27 | 0.67 | 0.40 | 0.79 | 1.13 | 1.24 |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) และ www.setsmart.com




แผนภูมิที่ 4.10 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ SENA (หน่วย : ล้านบาท)

จากแผนภูมิที่ 4.10 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทมีแหล่งเงินทุนเพียงเพียง 1,200-1,600 ล้านบาทในปี 2550-2551 และเมื่อหลังเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้วบริษัทยังใช้แหล่งเงินทุนระดับไม่เกิน 3,000 ล้านบาท โดยมาจากส่วนของเจ้าของและเงินกู้ยืมสถาบันการเงินเป็นหลัก อย่างไรก็ตามตั้งแต่ ปี 2554 บริษัทใช้แหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เพิ่มขึ้นจาก 2,700 ล้านบาทมาเป็น 6,000 ล้านบาทในปี 2557 โดยมีการเพิ่มสัดส่วนของตั๋วสัญญาใช้เงิน สาเหตุที่มีการระดมทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเนื่องจากในช่วงปี 2553-2557 เป็นช่วงที่บริษัทพัฒนาโครงการแนวสูง ตามแผนภูมิที่ 4.9 ซึ่งโครงการแนวสูงต้องใช้เงินลงทุนสูง แตกต่างจากโครงการแนวราบที่ค่อยๆ ทยอยใช้เงินทุนที่ละเฟสได้

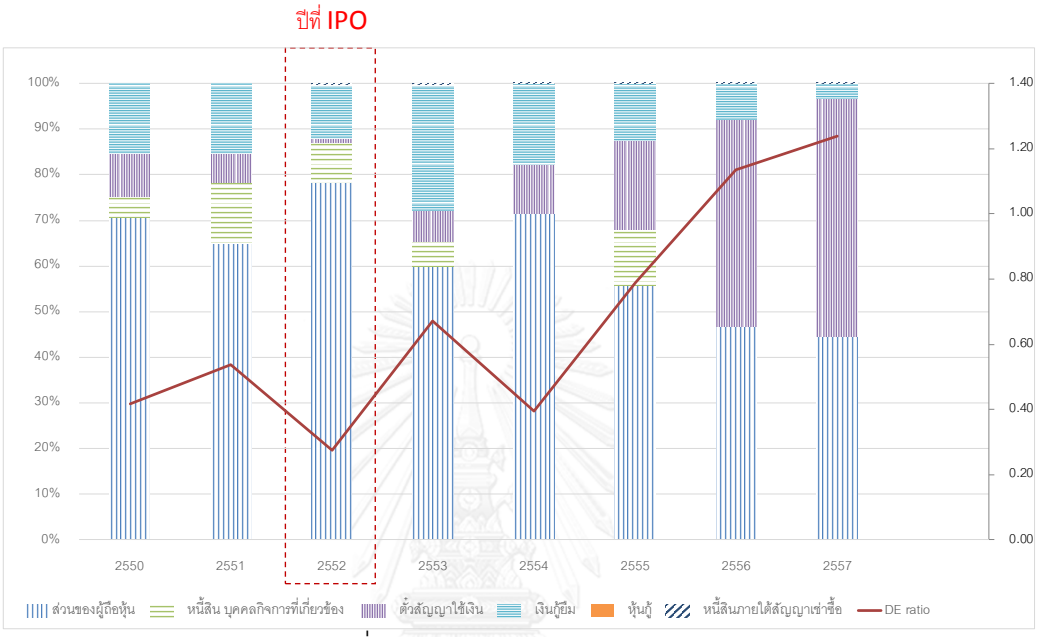
ตารางที่ 4.32 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ SENA

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| หนี้สินบุคคลกิจการเกี่ยวข้อง | 4.6% | 13.4% | 8.5% | 5.5% | 0.0% | 12.2% | 0.0% | 0.0% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 9.4% | 6.1% | 1.1% | 6.9% | 10.5% | 19.5% | 45.4% | 52.1% |
| เงินกู้ยืม | 15.4% | 15.5% | 11.8% | 27.5% | 17.8% | 12.3% | 7.8% | 3.2% |
| หุ้นกู้ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 70.6% | 65.1% | 78.4% | 59.8% | 71.6% | 55.9% | 46.9% | 44.7% |

ที่มา : ตารางที่ 4.31

จากแผนภูมิที่ 4.11 ในปี 2551 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทเพิ่มอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมาอยู่ที่ 0.54 เท่าเพื่อเพิ่มผลตอนแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) โดยมีเหตุผลที่จะได้เสนอขายหุ้นต่อ

ประชาชนในราคาที่ดี เมื่อเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ในปี 2552 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงเหลือเพียง 0.27 เท่าเนื่องจากการเพิ่มส่วนของทุน บริษัทยังคงรักษาอัตราหนี้สินต่อทุนในระดับต่ำกว่า 1.00 เท่า จนกระทั่งปี 2556 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงขึ้นเป็น 1.13 เท่า เนื่องจากเพิ่มสัดส่วนหนี้สินจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เนื่องจากมีการพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น




แผนภูมิที่ 4.11 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ SENA

จากตารางที่ 4.32 และ 4.33 และแผนภูมิที่ 4.11 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. (พ.ศ.2550-2552) มีแหล่งเงินทุนเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือแหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเป็นสัดส่วน 70% ของแหล่งเงินทุนรวม เป็นหลัก และใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นสัดส่วน 25% ของแหล่งเงินทุนรวม ต่อมาหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. 2 ปี (พ.ศ.2552-2554) บริษัทมีเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 71% ของแหล่งเงินทุนรวมและ และเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินเพิ่มขึ้นเป็น 28% ตั้งแต่ปี 2554 บริษัทเพิ่มสัดส่วนหนี้สินมากขึ้นจนกระทั้ง ปี 2557 บริษัทมีเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินที่สัดส่วน 55% ขณะที่ส่วนของเจ้าของเหลือ 44% ของแหล่งเงินทุนรวม เป็นต้น เหตุผลที่บริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินเนื่องจากปัจจุบันดอกเบี้ยต่ำ และบริษัทมองว่าสินเชื่อโครงการจากสถาบันการเงินสามารถจัดให้ตรงตามความต้องการใช้เงินได้ดี (Fund Matching) นอกจากนี้ ยังสร้างความสัมพันธ์กับธนาคารในการปล่อยกู้ให้ลูกค้าโครงการด้วย

ตารางที่ 4.33 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน SENA ในแต่ละช่วงเวลา

| การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน | ช่วงก่อน IPO 2 ปี | | | ช่วงหลัง IPO 2 ปี | | | จนถึงปัจจุบัน | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2550 | 2552 | % | 2552 | 2554 | % | 2554 | 2557 | % |
| หนี้สินสัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.2% | - | 0.2% | 0.1% | -56.3% | 0.1% | 0.0% | -84.5% |
| หนี้สิน บุคคลที่เกี่ยวข้อง | 4.6% | 8.5% | 85% | 8.5% | 0.0% | -100% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 9.4% | 1.1% | -88% | 1.1% | 10.5% | 880.1% | 10.5% | 52.1% | 396.0% |
| เงินกู้ยืม | 15.4% | 11.8% | -23% | 11.8% | 17.8% | 50.5% | 17.8% | 3.2% | -81.9% |
| หุ้นกู้ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 70.6% | 78.4% | 11.1% | 78.4% | 71.6% | -8.7% | 71.6% | 44.7% | -37.6% |

ที่มา : คำนวณจากข้อมูลในตารางที่ 4.31

### 4.3.4 ต้นทุนของเงินทุน

การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนนั้นจากแบ่งเงินทุนออกเป็นเงินทุนจากส่วนของหนี้สินและเงินทุนจากส่วนของทุน ดังนั้นจะได้ต้นทุนของส่วนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของทุน หลังจากนั้นจึงคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ตามสัดส่วนของแหล่งเงินทุนต่างๆ

4.3.4.1 ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน

ในช่วงปี 2550-2557 บริษัทมีต้นทุนจากหนี้สินที่มีดอกเบี้ยตามตารางที่ 4.34 ดังนี้

ตารางที่ 4.34 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ SENA (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ดอกเบี้ยจ่าย | 8.67 | 24.67 | 24.77 | 24.49 | 45.25 | 54.72 | 146.57 | 159.64 |
| หนี้สินที่มีดอกเบี้ย | 361.15 | 561.28 | 425.23 | 1,152.57 | 781.15 | 1,768.59 | 2,739.20 | 3,436.92 |
| Cost of Debt (%) | 3.4% | 5.3% | 5.0% | 3.1% | 4.7% | 4.3% | 6.5% | 5.2% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

ต้นทุนของส่วนของหนี้สินคำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยยอดหนี้สินที่มีดอกเบี้ยคงเหลือเฉลี่ย (ระหว่างต้นงวดและปลายงวด) จะพบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินของบริษัทตั้งแต่ปีพ.ศ.2550-2557 อยู่ในช่วง 3.1%- 6.5%

บริษัทได้รับการประเมินอันดับเครดิตโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้ผลตามตารางที่ 4.35 ดังนี้

ตารางที่ 4.35 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ SENA โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

| | 2557 |
|---|---|
| อันดับเครดิตองค์กร | BBB-/Stable |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้ | - |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

4.3.4.2 ต้นทุนของส่วนของทุน

ภายใต้แนวคิด Capital Asset Pricing Model (CAPM) – ค่าของทุนของเจ้าของจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง + ค่าชดเชยความเสี่ยงที่คำนวณขึ้นมาจากค่าเบต้าของหุ้นสามัญและค่าชดเชยความเสี่ยงของตลาด ดังนั้น ต้นทุนของส่วนของทุนจะเท่ากับ

$$k_s = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

โดยที่ Ks หมายถึง ผลตอบแทนคาดหวังส่วนของผู้ถือหุ้น หรือต้นทุนของส่วนของทุน

Rf หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงอ้างอิงพันธบัตรรัฐบาล

Rm หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด อ้างอิงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

β หมายถึง ดัชนีวัดความเสี่ยงของกิจการ ค่าเบต้าเป็นการวัดการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเทียบกับการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนจากส่วนของทุน โดยคำนวณจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังตารางที่ 4.36 ดังนี้

ตารางที่ 4.36 ต้นทุนของส่วนของทุนของ SENA

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Beta | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 |
| Rm ผลตอบแทนตลาด | 11.9% | 9.8% | 11.1% | 11.9% | 11.7% | 12.3% | 11.9% | 12.0% |
| Rf | 5.3% | 3.3% | 4.7% | 4.1% | 3.7% | 4.0% | 4.3% | 3.4% |
| Rm – Rf | 6.6% | 6.5% | 6.4% | 7.8% | 8.0% | 8.4% | 7.6% | 8.6% |
| Cost of Equity (%) | 10.4% | 8.4% | 9.7% | 10.2% | 9.9% | 10.5% | 10.2% | 10.1% |

ที่มา : Beta ใช้ค่าเบต้าเฉลี่ย 5 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 สืบค้นจากโปรแกรม Aspen

Rm ใช้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ. 2518 สืบค้นจาก www.set.or.th

Rf เป็นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 16 ปี สืบค้นจาก www.bot.or.th

4.3.4.3 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น จึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งสมการที่ใช้ในการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนคือ

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_s k_s$$

เมื่อ Wd, Wp, Ws เป็นสัดส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของตามลำดับ

kd หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

kp หมายถึง ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์

ks หมายถึง ต้นทุนในส่วนของเจ้าของ

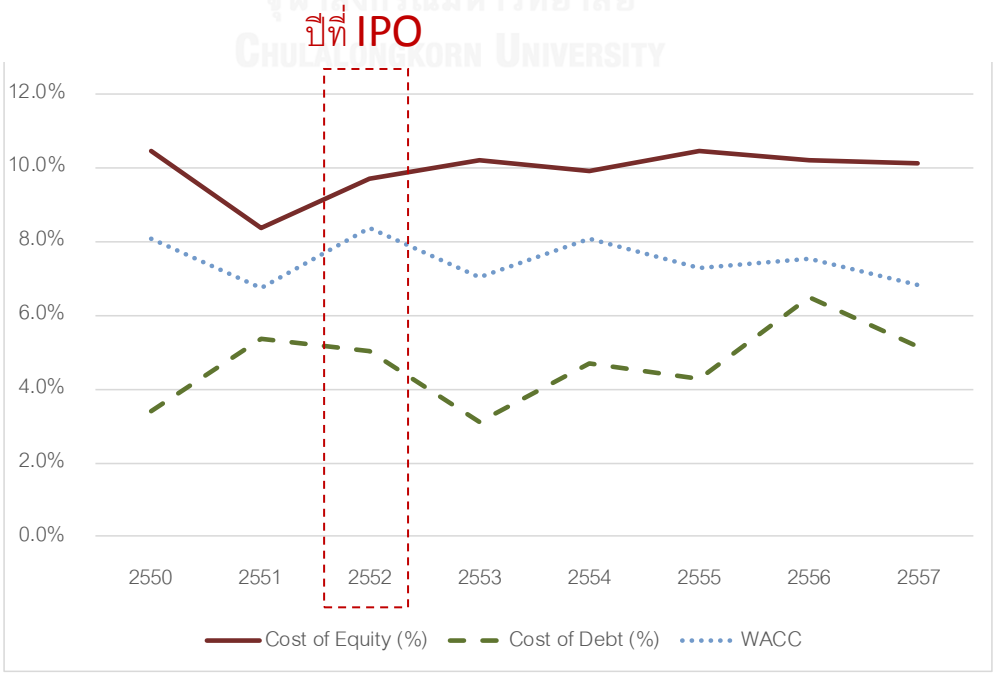
ในช่วงปี 2550-2557 บริษัทมีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งเป็นการถัวเฉลี่ยต้นทุนจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ตามสัดส่วนดังนี้

ตารางที่ 4.37 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ SENA

| | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Cost of Debt (%)[1)] | 3.4% | 5.3% | 5.0% | 3.1% | 4.7% | 4.3% | 6.5% | 5.2% |
| 2. สัดส่วนของหนี้สิน (Wd) | 29.4% | 34.9% | 21.6% | 40.2% | 28.4% | 44.1% | 53.1% | 55.3% |
| 3. อัตราภาษี (%) | 30% | 30% | 30% | 25% | 25% | 23% | 20% | 20% |
| 4.ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน (1)*(2)*(1-(3)) | 0.7% | 1.3% | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.5% | 2.8% | 2.3% |
| 5. Cost of Equity (%)[2)] | 10.4% | 8.4% | 9.7% | 10.2% | 9.9% | 10.5% | 10.2% | 10.1% |
| 6. สัดส่วนของทุน (Wd) | 70.6% | 65.1% | 78.4% | 59.8% | 71.6% | 55.9% | 46.9% | 44.7% |
| 7. ต้นทุนของส่วนของทุน (5)*(6) | 7.4% | 5.4% | 7.6% | 6.1% | 7.1% | 5.8% | 4.8% | 4.5% |
| WACC (4)+ (7) | 8.1% | 6.8% | 8.4% | 7.0% | 8.1% | 7.3% | 7.5% | 6.8% |

หมายเหตุ 1) Cost of Debt มาจากตารางที่ 4.34

2) Cost of Equity มาจากตารางที่ 4.36



แผนภูมิที่ 4.12 ต้นทุนของแหล่งเงินทุนของ SENA

จากการศึกษาพบว่าช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. (ปี 2550-2551) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 3.4%-5.3% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 8.4%-10.4% และมี WACC อยู่ที่ 6.8%-8.1% ต่อมาภายหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว (ปี 2553-2554) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 3.1%-4.7% ซึ่งลดลงเพราะอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงทำให้สถาบันการเงินคิดดอกเบี้ยลดลง ส่วนต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 9.9%-10.2% และมี WACC อยู่ที่ 7.0%-8.1%

ต่อมาในช่วงปี 2555-2557 พบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น 4.3%-6.5% เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูงขึ้น ในขณะที่ต้นทุนของส่วนของทุนทรงตัวที่ 10.1%-10.5% และมี WACC มีแนวโน้มลดลงอยู่ที่ 6.8%-7.5% เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินที่สูงขึ้นและต้นทุนของหนี้สินยังคงถูกว่าต้นทุนของส่วนของทุน

### 4.3.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์

บริษัทมีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วง ดังตารางที่ 4.38 พบว่าในช่วงก่อนเข้าตลท. มีมุมมองการหาแหล่งเงินทุนในระดับโครงการ (Project Finance) เนื่องจากที่ผ่านมาบริษัทใช้แหล่งเงินทุนโดยการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเป็นหลัก ดังนั้นสถาบันการเงินก็มีส่วนในการกำหนดลักษณะของแหล่งเงินทุนบริษัท เช่นกัน ได้แก่ การควบคุมอัตราหนี้สินต่อทุน ไม่เกิน 1.00 เท่า เป็นต้น ต่อมาเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. แล้วยังคงแนวคิดเดิมคือใช้แหล่งเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินเป็นหลัก ด้วยเหตุผลเพราะการใช้เงินกู้ยืมสถาบันการเงินจะจัดสินเชื่อตรงตามความต้องการของบริษัทได้ดี อย่างไรก็ตามในอนาคตบริษัทเริ่มที่แนวคิดที่จะหาแหล่งเงินทุนอื่น เพื่อลดการพึ่งพิงสถาบันการเงิน โดยวางแผนว่าจะออกหุ้นกู้

ตารางที่ 4.38 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ SENA

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | อนาคต |
|---|---|---|
| มีมุมมองการหาแหล่งเงินทุนในระดับโครงการ (Project Finance) และเชื่อว่าควรระดมแหล่งเงินทุนโดยการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม สถาบันการเงินก็มีส่วนในการกำหนดลักษณะของแหล่งเงินทุนบริษัท เช่นกัน ได้แก่ การควบคุมอัตราหนี้สิน | มีมุมมองการหาแหล่งเงินทุนในระดับโครงการ โดยเงินทุนส่วนหนึ่งมาจากการกู้ยืมสถาบันการเงิน นอกจากนี้ยังมีนโยบายออกหุ้นปันผลเพื่อรักษาเงินสดไว้กับบริษัทแทนการจ่ายปันผลเป็นเงินสดทั้งก้อน ดังนั้น สถาบันการเงินก็มีส่วนในการกำหนดลักษณะของ | บริษัทมีนโยบายหลีกเลี่ยงหนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้องเนื่องจากมองว่าอาจเป็นรายการระหว่างกันหรือรายการเกี่ยวโยง นอกจากนี้ในช่วงเวลาที่ผ่านมาบริษัทยังไม่เคยออกหุ้นกู้เลย จนกระทั่งปี 2558 บริษัทจะเริ่มออกหุ้นกู้ เพราะบริษัทมองว่า |

| | | |
|---|---|---|
| ต่อทุน ไม่เกิน 1.00 เท่า เป็นต้น | แหล่งเงินทุนบริษัท เช่นกัน เช่น การรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน เป็นต้น ซึ่งมีผลต่อการเพิ่มทุนของบริษัท หากมีพัฒนาโครงการใหม่ๆ เช่น โครงการผลิตไฟฟ้าแสงอาทิตย์ เป็นต้น | ควรมีแหล่งเงินทุนที่หลากหลายมากขึ้น |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณปัญญา ศรีรทัต ผู้อำนวยการฝ่ายพัฒนาธุรกิจ เมื่อวันที่ 23 มีนาคม 2559

ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทจะเกี่ยวพันกับการใช้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน โดยเป็นการเลือกธนาคารที่ให้เงื่อนไขที่ผ่อนคลายให้กับบริษัทมากที่สุด หรือคิดดอกเบี้ยต่ำสุด หรือบริการหลังการขายเช่นการสนับสนุนสินเชื่อที่อยู่อาศัยแก่ลูกค้าของบริษัท ในอนาคตบริษัทมีนโยบายพัฒนาโครงการอื่นนอกเหนือจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย เช่น โครงการศูนย์การค้า โครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ ซึ่งอาจมีผลในการเลือกแหล่งเงินทุนระยะยาวมากขึ้น

ตารางที่ 4.39 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ SENA

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ปัจจัยที่ทำให้ต้องเปลี่ยนแปลงแหล่งเงินทุนในอนาคต |
|---|---|---|
| 1. ต้นทุนของแหล่งเงินทุน<br>2. ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น เช่น ความรวดเร็วในการได้รับอนุมัติจากธนาคาร เป็นต้น<br>3. เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน<br>4. ผลกระทบกับบริษัท เช่น อัตราหนี้สินต่อทุน ไม่สูงเกินไป เป็นต้น<br>5. บริการหลังการขายเสริม เช่น ขอสินเชื่อธนาคารในการพัฒนาโครงการพร้อมสินเชื่อสำหรับลูกค้าโครงการด้วย | 1. ต้นทุนของแหล่งเงินทุน<br>2. ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น เช่น ความรวดเร็วในการได้รับอนุมัติจากธนาคาร เป็นต้น<br>3. เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน<br>4. วงเงิน ระยะเวลาของสินเชื่อ<br>5. ผลกระทบกับบริษัท เช่น อัตราหนี้สินต่อทุน ไม่สูงเกินไป เป็นต้น<br>6. บริการหลังการขายเสริม เช่น ขอสินเชื่อธนาคารในการพัฒนาโครงการพร้อมสินเชื่อสำหรับลูกค้าโครงการด้วย | 1. ต้นทุนของแหล่งเงินทุนมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เช่นอัตราดอกเบี้ยขึ้นอย่างรวดเร็ว<br>2. นโยบายของบริษัทที่ต้องการพัฒนาโครงการอื่นๆ นอกเหนือจากการขายโครงการ เช่น โครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (ทำให้บริษัทต้องเพิ่มทุน) โครงการศูนย์การค้า |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณปัญญา ศรีรทัต ผู้อำนวยการฝ่ายพัฒนาธุรกิจ เมื่อวันที่ 23 มีนาคม 2559

### 4.4 บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) (“PRIN”)

บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) จดทะเบียนจัดตั้งบริษัทเมื่อวันที่ 23 กุมภาพันธ์ 2543 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 5 ล้านบาท เพื่อประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประเภทหมู่บ้านจัดสรร และประเภทอาคารชุดพักอาศัย บริษัทได้รับรางวัลแบบบ้านดีเด่น “Award of Merit” ในปี 2544 และปี 2547 จากงาน PCBC (Pacific Coast Builders Conference) ประเทศสหรัฐอเมริกา อีกทั้งยังได้รับรางวัลชมเชย และรางวัลระดับดี“โครงการบ้านจัดสรรอนุรักษ์พลังงาน ปี 2550 และปี 2551” ตามลำดับ จากกรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน กระทรวงพลังงาน ต่อมาบริษัทแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัดและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (“IPO”) เมื่อ 7 พฤศจิกายน 2548

#### 4.4.1 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท.

ช่วงก่อนบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. ปี 2548 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทคือกลุ่มครอบครัวโกวิทจินดาชัย มีสัดส่วนจำนวน 98.88% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วของบริษัท ต่อมาเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัวโกวิทจินดาชัยมีสัดส่วนจำนวน 76.01% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว และ ณ 30 ธันวาคม 2557 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทยังคงเป็นกลุ่มครอบครัวโกวิทจินดาชัยมีสัดส่วนจำนวน 41.12% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว แสดงให้เห็นว่าบริษัทยังคงควบคุมในรูปแบบธุรกิจครอบครัวแม้จะเข้าจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนแล้วก็ตาม

ตารางที่ 4.40 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ PRIN

| กลุ่มผู้ถือหุ้น | ก่อน IPO (ปี 2548) | | หลัง IPO (ปี 2548) | | ณ 30 ธันวาคม 2557 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน | จำนวนหุ้น | สัดส่วน |
| กลุ่มโกวิทจินดาชัย | 509,245,000 | 98.88% | 509,245,000 | 76.01% | 501,953,462 | 41.12% |
| อื่นๆ | 5,755,000 | 1.12% | 160,755,000 | 23.99% | 718,058,293 | 58.88% |
| รวม | 515,000,000 | 100.00% | 670,000,000 | 100.00% | 1,220,011,755 | 100.00% |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน และ แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)

เดิมบริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 515,000,000 บาท และเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (“IPO”) จำนวน 155,000,000 หุ้น ในราคา 2.80 บาท มูลค่าต่อหุ้นที่ตราไว้ 1 บาท ทำให้บริษัทมีทุนที่ออกและชำระแล้วของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 155,000,000 บาทและส่วนเกินมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นเป็นจำนวน 269,712,400 บาท (สุทธิจากค่าใช้จ่ายในการเข้าตลท.) สุดท้ายหลัง IPO บริษัทมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 670,000,000 บาท

ตารางที่ 4.41 โครงสร้างส่วนของทุนช่วงที่ PRIN เข้าจดทะเบียนในตลท. (หน่วย : บาท)

| รายการ | ก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | หลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | เพิ่มขึ้น | % |
|---|---|---|---|---|
| ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว | 515,000,000 | 670,000,000 | 155,000,000 | 30.1 |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น | 3,000,000 | 272,712,400 | 269,712,400 | 8990.4 |
| เงินที่บริษัทได้รับจากการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) | | | 424,712,400 | 82.0 |

ที่มา : งบการเงินปี 2548 บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)

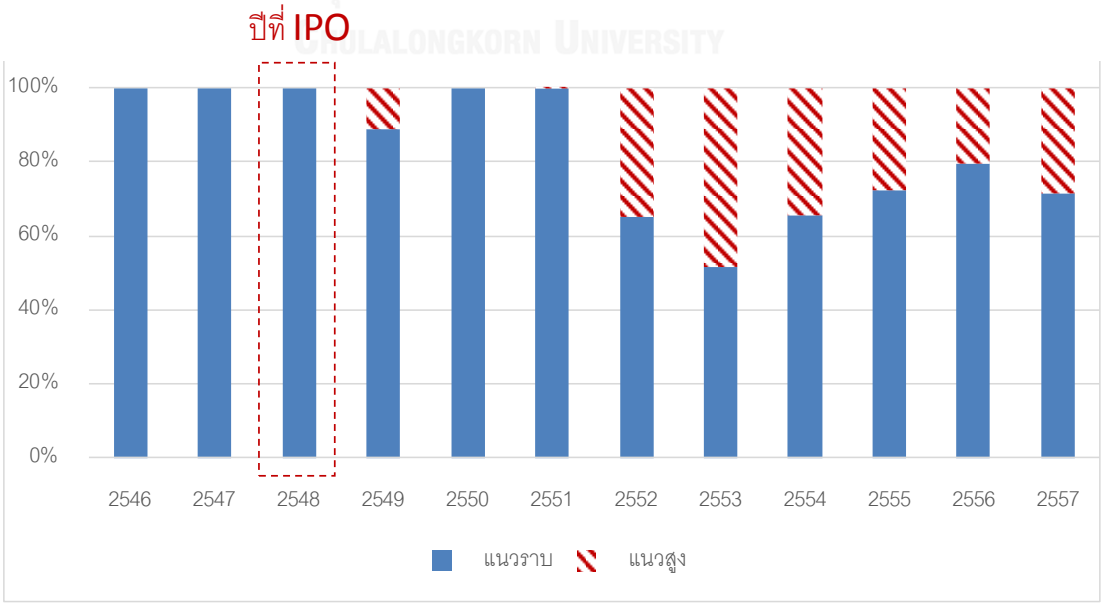
### 4.4.2 ผลประกอบการของบริษัท

บริษัทมีรายได้ส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการขายโครงการ และเมื่อแบ่งรายรายได้จากการขายโครงการเป็นรายได้จากโครงการแนวราบและโครงการแนวสูงพบว่าบริษัทเน้นพัฒนาโครงการแนวราบมาโดยตลอด

ตารางที่ 4.42 โครงสร้างรายได้ของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| สัดส่วนเทียบรายได้จากการขาย (%) | | | | | | | | | | | | |
| แนวราบ | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 88.9% | 100.0% | 99.9% | 65.0% | 51.5% | 65.5% | 72.3% | 79.4% | 71.3% |
| แนวสูง | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 11.1% | 0.0% | 0.1% | 35.0% | 48.5% | 34.5% | 27.7% | 20.6% | 28.7% |
| รายได้จากการขาย | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| จำนวนยอดขาย | | | | | | | | | | | | |
| แนวราบ | 1,168.8 | 1,469.2 | 2,160.6 | 2,544.1 | 2,523.8 | 3,469.3 | 3,168.3 | 2,262.3 | 1,442.1 | 2,004.3 | 1,905.5 | 1,692.5 |
| แนวสูง | - | - | - | 318.6 | - | 2.3 | 1,708.9 | 2,133.6 | 760.1 | 766.4 | 493.6 | 680.3 |
| รายได้จากการขาย | 1,168.8 | 1,469.2 | 2,160.6 | 2,862.6 | 2,523.8 | 3,471.6 | 4,877.2 | 4,395.8 | 2,202.2 | 2,770.7 | 2,399.1 | 2,372.8 |
| รายได้อื่นๆ | 1.6 | 17.4 | 164.7 | 97.9 | 87.4 | 905.0 | 40.2 | 72.3 | 53.7 | 49.3 | 76.2 | 126.2 |
| รายได้รวม | 1,170.4 | 1,486.7 | 2,325.3 | 2,960.5 | 2,611.2 | 4,376.6 | 4,917.5 | 4,468.1 | 2,256.0 | 2,820.0 | 2,475.2 | 2,499.0 |

ที่มา : แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)




แผนภูมิที่ 4.13 สัดส่วนรายได้จากการขายโครงการระหว่างแนวราบกับแนวสูงของ PRIN

ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. ปี 2546-2547 บริษัทพัฒนาโครงการแนวราบอย่างเดียว และเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว ปี 2548-2551 บริษัทยังมุ่งเน้นพัฒนาโครงการแนวราบ จนกระทั่งเมื่อปี 2552 บริษัทจึงเริ่มพัฒนาโครงการแนวสูง ดังจะเป็นได้จากสัดส่วนรายได้จากการขายโครงการแนวสูง สัดส่วนที่ 35.0% ของรายได้จากการขายและมาเป็น 28.7% ในปี 2557 อย่างไรก็ตามบริษัทมุ่งเน้นพัฒนาโครงการแนวราบเป็นสัดส่วนใหญ่

ตั้งแต่ปี 2546-2557 ผลการดำเนินงานของบริษัทพบว่าบริษัทมีรายได้เติบโตอย่างต่อเนื่องที่อัตราเฉลี่ย 11.9% ต่อปีและมีกำไรสุทธิเป็นบวกมาตลอดโดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 30.4% ต่อปี สอดคล้องกับผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่อยู่ในช่วง 1.9%-36.2%

ตารางที่ 4.43 ผลการดำเนินงานของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| รายได้ | 1,170.4 | 1,486.7 | 2,325.3 | 2,960.5 | 2,611.2 | 4,376.6 | 4,917.5 | 4,468.1 | 2,256.0 | 2,820.0 | 2,475.2 | 2,499.0 |
| กำไรสุทธิ | 114.1 | 184.2 | 304.1 | 442.9 | 87.9 | 331.0 | 479.3 | 564.0 | 203.0 | 354.2 | 191.8 | 74.5 |
| เงินปันผลจ่าย | 24.0 | 0.0 | 72.1 | 120.6 | 180.9 | 30.2 | 0.0 | 150.7 | 132.7 | 60.8 | 121.9 | 24.4 |
| อัตราปันผลต่อกำไรสุทธิ | 21.0% | 0.0% | 23.7% | 27.2% | 205.8% | 9.1% | 0.0% | 26.7% | 65.3% | 17.2% | 63.6% | 32.8% |
| ROE | 32.9% | 36.2% | 30.9% | 27.2% | 4.4% | 13.9% | 17.3% | 17.7% | 5.9% | 9.8% | 5.1% | 1.9% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)

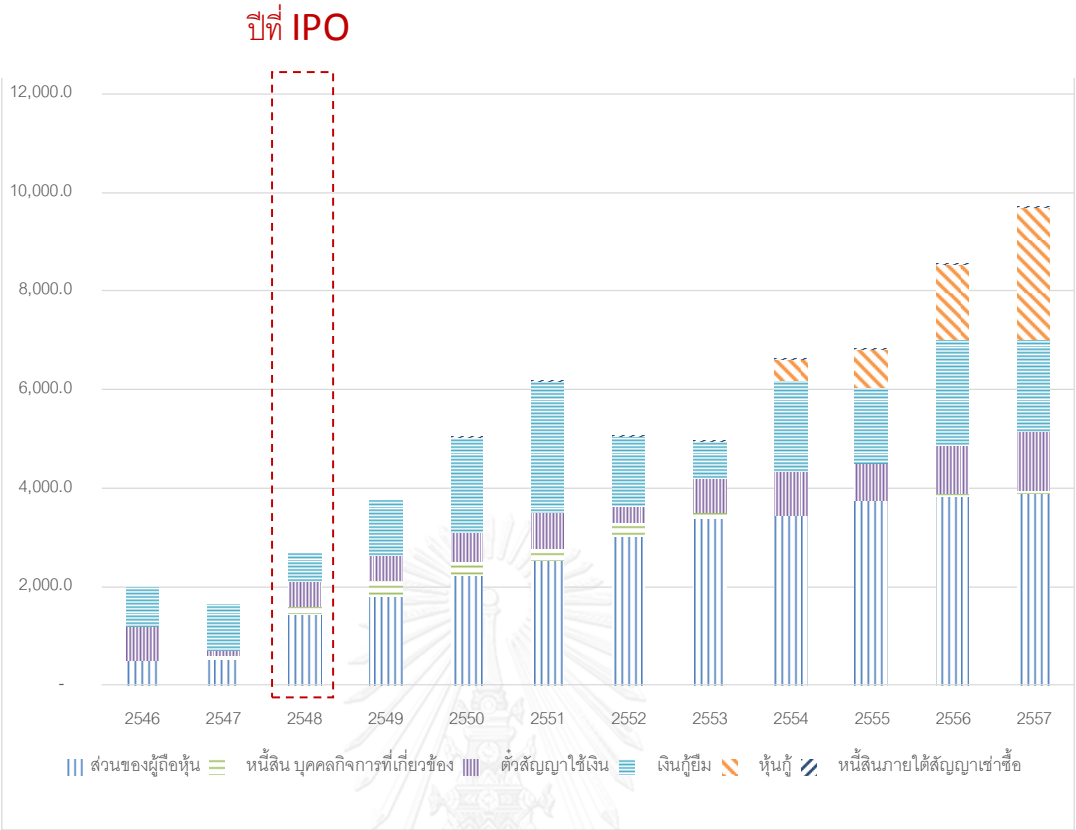
### 4.4.3 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน

จากตารางที่ 4.44 ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีการใช้แหล่งเงินทุนจากแหล่งต่างๆ เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อนำมาพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยมีแหล่งเงินทุน 6 แหล่ง ได้แก่ หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง ตั๋วสัญญาใช้เงิน เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วนของเจ้าของ เป็นต้น ซึ่งบริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนหลักจาก เงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ และส่วนของเจ้าของ เป็นต้น

ตารางที่ 4.44 โครงสร้างของแหล่งเงินทุนของ PRIN (หน่วย :ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | - | - | - | - | 3.6 | 8.8 | 4.7 | 1.9 | 1.8 | 2.6 | 6.8 | 8.7 |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | - | 92.0 | 136.1 | 330.5 | 295.0 | 249.2 | 291.9 | 110.0 | - | - | 45.0 | 65.0 |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 703.4 | 102.0 | 515.6 | 490.9 | 570.1 | 730.4 | 318.0 | 702.8 | 888.8 | 729.0 | 986.0 | 1,203.0 |
| เงินกู้ยืม | 777.1 | 941.6 | 561.0 | 1,124.8 | 1,938.9 | 2,657.1 | 1,436.0 | 752.7 | 1,857.6 | 1,566.0 | 2,133.7 | 1,847.5 |
| หุ้นกู้ | - | - | - | - | - | - | - | - | 400.0 | 760.0 | 1,534.4 | 2,700.0 |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 500.0 | 518.0 | 1,448.9 | 1,806.1 | 2,227.6 | 2,528.2 | 3,007.6 | 3,381.5 | 3,451.9 | 3,755.4 | 3,838.8 | 3,889.5 |
| อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE Ratio) | 2.96 | 2.19 | 0.84 | 1.08 | 1.26 | 1.44 | 0.68 | 0.46 | 0.91 | 0.81 | 1.23 | 1.50 |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) และ www.setsmart.com




แผนภูมิที่ 4.14 โครงสร้างแหล่งเงินทุนของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท)

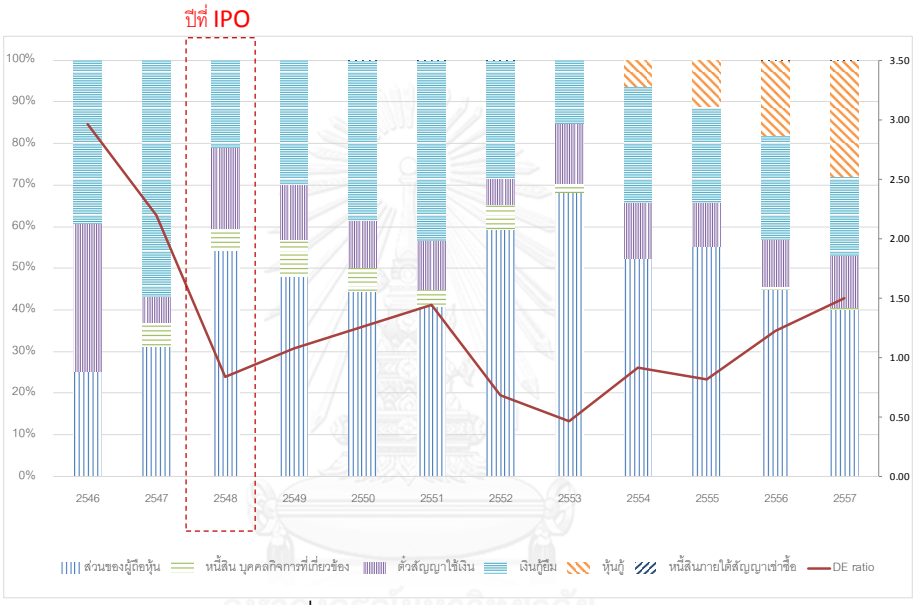
จากแผนภูมิที่ 4.14 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. ช่วงปี 2546-2547 บริษัทแหล่งเงินทุนเพียงเพียง 1,700- 2,000 ล้านบาทโดยแหล่งเงินทุนหลักมาจากเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน และเมื่อหลังเข้าจดทะเบียนในตลท.แล้วบริษัทยังคงใช้แหล่งเงินทุนระดับไม่เกิน 6,200 ล้านบาท โดยมาจากส่วนของเจ้าของและเงินกู้ยืมสถาบันการเงินเป็นหลัก อย่างไรก็ตามตั้งแต่ ปี 2556 บริษัทใช้แหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เพิ่มขึ้นจาก 8,300 ล้านบาทเป็น 9,500 ล้านบาทในปี 2557 โดยมีการเพิ่มสัดส่วนของการออกหุ้นกู้อย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 4.45 สัดส่วนของแหล่งเงินทุนของ PRIN

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | 0.0% | 5.6% | 5.1% | 8.8% | 5.9% | 4.0% | 5.8% | 2.2% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.7% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 35.5% | 6.2% | 19.4% | 13.1% | 11.3% | 11.8% | 6.3% | 14.2% | 13.5% | 10.7% | 11.5% | 12.4% |
| เงินกู้ยืม | 39.2% | 56.9% | 21.1% | 30.0% | 38.5% | 43.0% | 28.4% | 15.2% | 28.1% | 23.0% | 25.0% | 19.0% |
| หุ้นกู้ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 6.1% | 11.2% | 18.0% | 27.8% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 25.2% | 31.3% | 54.4% | 48.1% | 44.2% | 41.0% | 59.5% | 68.3% | 52.3% | 55.1% | 44.9% | 40.0% |

ที่มา : ตารางที่ 4.44

จากแผนภูมิที่ 4.15 ในปี 2547 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับ สูงถึง 2.19 เท่า บริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินเพื่อเพิ่มผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ทำให้เสนอขายหุ้นในราคาที่ดี ต่อมาเมื่อเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ในปี 2548 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงเหลือ 0.84 เท่า เนื่องจากการเพิ่มส่วนของทุน หลังจากนั้นบริษัทเพิ่มอัตราหนี้สินต่อทุนเกินกว่า 1.00 เท่า และลดลงต่ำกว่า 1.00 เท่า ในปี 2552 จนกระทั่งปี 2556 บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงขึ้นเป็น 1.23 เท่า เนื่องจากเพิ่มสัดส่วนหนี้สินจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินควบคู่กับการออกหุ้นกู้ เนื่องจากมีการพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น




แผนภูมิที่ 4.15 สัดส่วนแหล่งเงินทุนของ PRIN

จากตารางที่ 4.43 และ 4.44 และแผนภูมิที่ 4.15 ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. (พ.ศ.2546-2548) บริษัทมีแหล่งเงินทุนหลัก ได้แก่ เงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินที่ 75% ของแหล่งเงินทุนรวม ต่อมาหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. 2 ปี (พ.ศ.2548-2550) บริษัทมีเงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินลดลงเหลือ 50% ของแหล่งเงินทุนรวม ด้วยเหตุผลเพราะสถาบันการเงินควบคุมอัตราหนี้สินต่อทุนไม่ให้สูงเกินไป อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2554 บริษัทเพิ่มสัดส่วนหนี้สินมากขึ้นอีกครั้ง โดยเพิ่มหุ้นกู้สูงมาอยู่ที่ 28% ในปี 2557 เนื่องจากบริษัทต้องการแหล่งเงินทุนที่หลากหลายลดการพึ่งพิงเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน และดอกเบี้ยของหุ้นกู้ไม่สูงมาก

ณ พ.ศ. 2557 บริษัทมีแหล่งเงินทุนที่หลากหลาย ได้แก่ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน 31% หุ้นกู้ 28% ส่วนของเจ้าของ 40% ของแหล่งเงินทุนรวม เป็นต้น

ตารางที่ 4.46 การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน PRIN ในแต่ละช่วงเวลา

| การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของแหล่งเงินทุน | ช่วงก่อน IPO 2 ปี | | | ช่วงหลัง IPO 2 ปี | | | จนถึงปัจจุบัน | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2546 | 2548 | % | 2548 | 2550 | % | 2550 | 2557 | % |
| หนี้สินสัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | - | 0.1% | 0.1% | 24.6% |
| หนี้สิน บุคคลที่เกี่ยวข้อง | 0.0% | 5.1% | - | 5.1% | 5.9% | 14.6% | 5.9% | 0.7% | -88% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 35.5% | 19.4% | -45% | 19.4% | 11.3% | -41.5% | 11.3% | 12.4% | 9.4% |
| เงินกู้ยืม | 39.2% | 21.1% | -46% | 21.1% | 38.5% | 82.7% | 38.5% | 19.0% | -50% |
| หุ้นกู้ | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 27.8% | - |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 25.2% | 54.4% | 115% | 54.4% | 44.2% | -18.7% | 44.2% | 40.0% | -9.5% |

ที่มา : ตารางที่ 4.45

### 4.4.4 ต้นทุนของเงินทุน

การคำนวณหาต้นทุนของเงินทุนนั้นจะแบ่งเงินทุนออกเป็นเงินทุนจากส่วนของหนี้สินและเงินทุนจากส่วนของทุน ดังนั้นจะได้ต้นทุนของส่วนของหนี้สินและต้นทุนของส่วนของทุน หลังจากนั้นจึงคำนวณหาต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ตามสัดส่วนของแหล่งเงินทุนต่างๆ

4.4.4.1 ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน

ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนจากหนี้สินที่มีดอกเบี้ยตามตารางที่ 4.47 ดังนี้

ตารางที่ 4.47 ต้นทุนของส่วนของหนี้สินของ PRIN (หน่วย : ล้านบาท)

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ดอกเบี้ยจ่าย | 32.0 | 61.6 | 62.0 | 82.4 | 123.6 | 288.0 | 154.7 | 93.0 | 129.0 | 174.4 | 206.3 | 291.0 |
| หนี้สินที่มีดอกเบี้ย | 1,480.5 | 1,135.6 | 1,212.6 | 1,946.2 | 2,807.7 | 3,645.5 | 2,050.5 | 1,567.4 | 3,148.2 | 3,057.6 | 4,705.9 | 5,824.2 |
| Cost of Debt (%) | 3.2% | 4.7% | 5.3% | 5.2% | 5.2% | 8.9% | 5.4% | 5.1% | 5.5% | 5.6% | 5.3% | 5.5% |

ที่มา : งบการเงิน บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)

ต้นทุนของส่วนของหนี้สินคำนวณจากดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยยอดหนี้สินที่มีดอกเบี้ยคงเหลือเฉลี่ยระหว่างต้นงวดและปลายงวด จะพบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินของบริษัทตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2546-2557 อยู่ในช่วง 3.2% - 8.9%

บริษัทได้รับการประเมินอันดับเครดิตโดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด ได้ผลตามตารางที่ 4.48 ดังนี้

ตารางที่ 4.48 ประวัติผลการประเมินเครดิตของ PRIN โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

| | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|
| อันดับเครดิตองค์กร | BBB-/Nagative | BBB-/Stable | BBB-/Stable | BBB-/Nagative |
| อันดับเครดิตตราสารหนี้ | - | - | - | - |

ที่มา : หนังสือชี้ชวน บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน)

4.4.4.2 ต้นทุนของส่วนของทุน

ภายใต้แนวคิด Capital Asset Pricing Model (CAPM) – ค่าของทุนของเจ้าของจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนแบบไม่มีความเสี่ยง + ค่าชดเชยความเสี่ยงที่คำนวณขึ้นมาจากค่าเบต้าของหุ้นสามัญและค่าชดเชยความเสี่ยงของตลาด ดังนั้น ต้นทุนของส่วนของทุนจะเท่ากับ

$$k_s = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

โดยที่ Ks หมายถึง ผลตอบแทนคาดหวังส่วนของผู้ถือหุ้น หรือต้นทุนของส่วนของทุน

Rf หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงอ้างอิงพันธบัตรรัฐบาล

Rm หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด อ้างอิงตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

β หมายถึง ดัชนีวัดความเสี่ยงของกิจการ ค่าเบต้าเป็นการวัดการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทใดบริษัทหนึ่งเทียบกับการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนจากส่วนของทุน โดยคำนวณจากแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model (CAPM) ดังตารางที่ 4.49 ดังนี้

ตารางที่ 4.49 ต้นทุนของส่วนของทุนของ PRIN

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Beta | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 |
| Rm ผลตอบแทนตลาด | 12.7% | 11.9% | 11.8% | 11.4% | 11.9% | 9.8% | 11.1% | 11.9% | 11.7% | 12.3% | 11.9% | 12.0% |
| Rf | 5.6% | 5.2% | 5.8% | 5.8% | 5.3% | 3.3% | 4.7% | 4.1% | 3.7% | 4.0% | 4.3% | 3.4% |
| Rm – Rf | 7.1% | 6.6% | 6.0% | 5.6% | 6.6% | 6.5% | 6.4% | 7.8% | 8.0% | 8.4% | 7.6% | 8.6% |
| Cost of Equity (%) | 12.4% | 11.5% | 11.5% | 11.1% | 11.6% | 9.5% | 10.8% | 11.5% | 11.3% | 11.9% | 11.5% | 11.6% |

ที่มา : Beta ใช้ค่าเบต้าเฉลี่ย 5 ปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553-2557 สืบค้นจากโปรแกรม Aspen

Rm ใช้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลังตั้งแต่ปี พ.ศ.2518 สืบค้นจาก www.set.or.th

Rf เป็นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 16 ปี สืบค้นจาก www.bot.or.th

4.4.4.3 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

กิจการโดยส่วนใหญ่จะจัดหาเงินทุนจากหลายแหล่ง เช่น หุ้นกู้ และหุ้นสามัญ เป็นต้น และต้นทุนของเงินทุนแต่ละแหล่งนั้นจะมีต้นทุนที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น จึงต้องมีการเฉลี่ยต้นทุนของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งสมการที่ใช้ในการคำนวณหาต้นทุนเฉลี่ยของเงินทุนคือ

$$WACC = W_d k_d (1-T) + W_p k_p + W_s k_s$$

เมื่อ Wd, Wp, Ws เป็นสัดส่วนของหนี้สิน หุ้นบุริมสิทธิ์ และส่วนของเจ้าของตามลำดับ

kd หมายถึง ต้นทุนของหนี้สิน

kp หมายถึง ต้นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ์

ks หมายถึง ต้นทุนในส่วนของเจ้าของ

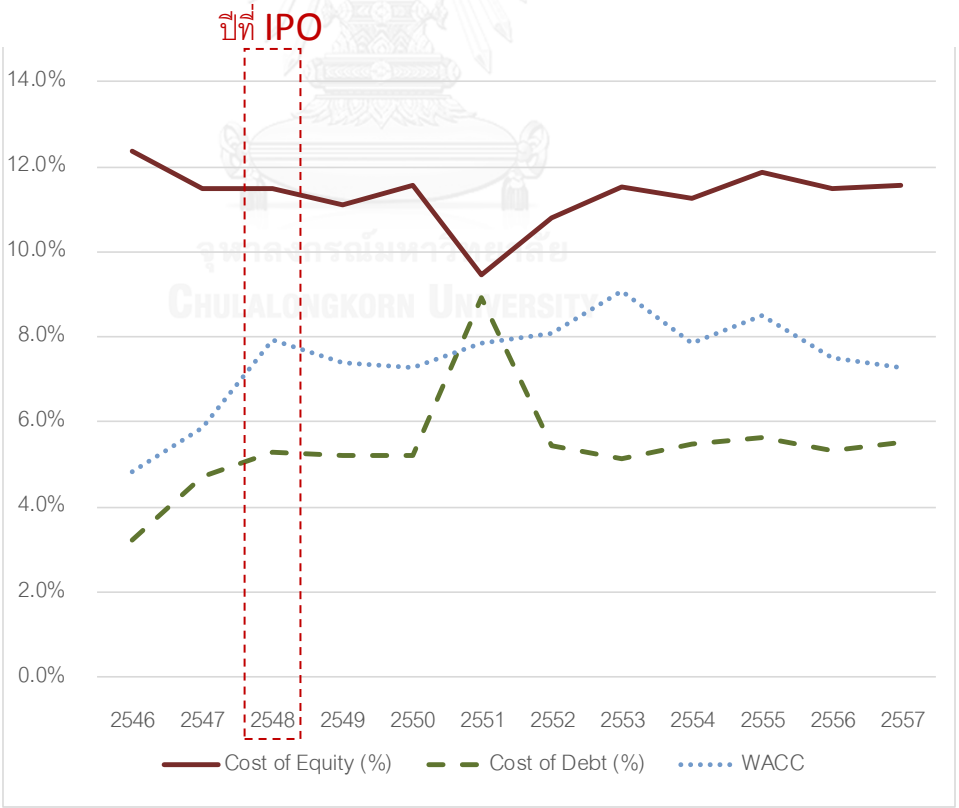
ในช่วงปี 2546-2557 บริษัทมีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ซึ่งเป็นการถัวเฉลี่ยต้นทุนจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ตามสัดส่วนดังนี้

ตารางที่ 4.50 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ PRIN

| | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1. Cost of Debt (%)[1)] | 3.2% | 4.7% | 5.3% | 5.2% | 5.2% | 8.9% | 5.4% | 5.1% | 5.5% | 5.6% | 5.3% | 5.5% |
| 2. สัดส่วนของหนี้สิน (Wd) | 74.8% | 68.7% | 45.6% | 51.9% | 55.8% | 59.0% | 40.5% | 31.7% | 47.7% | 44.9% | 55.1% | 60.0% |
| 3. อัตราภาษี (%) | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 23.0% | 20.0% | 20.0% |
| 4.ต้นทุนของส่วนของหนี้สิน (1)*(2)*(1-(3)) | 1.7% | 2.3% | 1.7% | 2.0% | 2.2% | 4.0% | 1.7% | 1.2% | 2.0% | 1.9% | 2.3% | 2.7% |
| | | | | | | | | | | | | |
| 5. Cost of Equity (%)[2)] | 12.4% | 11.5% | 11.5% | 11.1% | 11.6% | 9.5% | 10.8% | 11.5% | 11.3% | 11.9% | 11.5% | 11.6% |
| 6. สัดส่วนของทุน (Wd) | 25.2% | 31.3% | 54.4% | 48.1% | 44.2% | 41.0% | 59.5% | 68.3% | 52.3% | 55.1% | 44.9% | 40.0% |
| 7. ต้นทุนของส่วนของทุน (5)*(6) | 3.1% | 3.6% | 6.3% | 5.3% | 5.1% | 3.9% | 6.4% | 7.9% | 5.9% | 6.5% | 5.2% | 4.6% |
| | | | | | | | | | | | | |
| WACC (4)+ (7) | 4.8% | 5.9% | 7.9% | 7.4% | 7.3% | 7.8% | 8.1% | 9.1% | 7.8% | 8.5% | 7.5% | 7.3% |

หมายเหตุ 1) Cost of Debt มาจากตารางที่ 4.47

2) Cost of Equity มาจากตารางที่ 4.49




แผนภูมิที่ 4.16 ต้นทุนของแหล่งเงินทุน PRIN

จากการศึกษาพบว่าช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. (ปี 2546-2547) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 3.2%-4.7% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 11.5%-12.4% และมี WACC อยู่ที่ 4.8%-5.9% ต่อมาภายหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้ว (ปี 2549-2550) ต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ที่ 5.2% ต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 11.1%-11.6% และมี WACC อยู่ที่ 7.3%-7.4% สังเกตว่าภายหลังจากการเข้าจดทะเบียนในตลท. บริษัทจะมี WACC สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนของทุนเพิ่มขึ้นในขณะที่ต้นทุนของส่วนของทุนสูงกว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินด้วย จึงทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงขึ้น

ต่อมาในช่วงปี 2551-2557 พบว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สินอยู่ในช่วง 5.1%-8.9% ต้นทุนของส่วนของทุนมีแนวโน้มสูงขึ้นจาก 9.5% เป็น 11.9% และมี WACC อยู่ที่ 7.3%-9.1% ซึ่งเพิ่มขึ้นจากช่วงหลัง IPO (ปี 2549-2550) เนื่องจากบริษัทเพิ่มสัดส่วนของทุนสูงขึ้นจึงถ่วงเฉลี่ยให้ WACC เพิ่มขึ้นเล็กน้อย

### 4.4.5 แนวคิดและปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์

บริษัทมีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วง ดังตารางที่ 4.51 พบว่าในช่วงก่อนเข้าตลท. บริษัทมีแนวคิดที่จะหาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินเป็นหลัก เนื่องจากมองว่าอัตราดอกเบี้ยต่ำและต้องการใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของให้น้อย และเพื่อเพิ่มผลตอนแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) จะได้เสนอราคาขายหุ้นต่อประชาชนในราคาที่ดี ต่อมาเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลท.แล้ว บริษัทยังคงมีแนวคิดนี้ต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การใช้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ทำให้สถาบันการเงินมีส่วนเกี่ยวข้องในการเลือกใช้แหล่งเงินทุนของบริษัทด้วย เช่น สถาบันการเงินจะกำหนดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 2.0 เท่า ถ้าเกิน 2.0 เท่า สถาบันการเงินจะให้บริษัทเพิ่มทุนเพื่อรักษาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ในระดับที่ต้องการ ดังนั้น บริษัทจึงมีนโยบายที่จะให้แหล่งเงินทุนจากแหล่งอื่นเพื่อความหลากหลายและลดการพึ่งพาสถาบันการเงิน เช่น การออกหุ้นกู้ เป็นต้น ซึ่งแนวทางในอนาคตบริษัทยังคงต้องการแหล่งเงินทุนที่หลากหลายเช่นเดิม

ตารางที่ 4.51 แนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนของ PRIN

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | อนาคต |
|---|---|---|
| ในทางทฤษฎี บริษัทต้องการแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำสุด และใช้เงินกู้ยืมมากๆ และใช้ทุนส่วนของเจ้าของน้อยที่สุด เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงๆ อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติธนาคารจะควบคุมไม่ให้บริษัท | บริษัทมีแนวคิดที่จะหาแหล่งเงินทุนจากหลากหลายแหล่งเพื่อความยืดหยุ่นในการบริหารโครงการและลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนใดแหล่งหนึ่งมากเกินไป นอกจากนี้พบว่าสถาบันการเงินมีส่วนใน | ผ่านมาบริษัท มีแหล่งเงินทุนที่หลากหลายแล้ว ทั้งเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน หุ้นกู้ ส่วนของเจ้าของ ซึ่งถือว่าเป็นไปตามนโยบายบริษัทแล้ว |

| | | |
|---|---|---|
| กู้ยืมเงินมากเกินไป | การกำหนดแหล่งเงินทุนของบริษัทด้วย เช่นหากบริษัทกู้ยืมเงินมามากจนอัตราหนี้สินต่อทุนสูง สถาบันการเงินจะแจ้งเตือนให้บริษัทเพิ่มทุนตามหรือไม่ก็ลดวงเงินสินเชื่อลง | |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณสมาณ วงศ์จินดา ผู้บริหารสายงานบริหารการก่อสร้าง เมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2559

ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจะดูที่ความต้องการใช้เงินทุนก่อนเป็นลำดับแรก โดยดูว่าบริษัทมีโครงการที่กำลังดำเนินงานอยู่กี่โครงการและโครงการในอนาคตกี่โครงการเพื่อวางแผนการใช้เงิน หลังจากนั้นจึงกำหนดแผนการระดมเงินทุน โดยยึดหลักว่าโครงการระยะสั้น จะระดมทุนโดยแหล่งเงินทุนระยะสั้น ทางโครงการระยะยาวก็จะระดมทุนโดยแหล่งเงินทุนระยะยาว ส่วนต้นทุนของแหล่งเงินทุนเป็นปัจจัยรองลงมา เนื่องจากบริษัทเห็นว่าต้นทุนจากเงินกู้ยืมสถาบันการเงินแต่ละแห่งกับการออกหุ้นกู้มีต้นทุนไม่แตกต่างกันมาก

ตารางที่ 4.52 ปัจจัยในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของ PRIN

| ช่วงก่อนเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ช่วงหลังเข้าตลาดหลักทรัพย์ | ปัจจัยที่ทำให้ต้องเปลี่ยนแปลงแหล่งเงินทุนในอนาคต |
|---|---|---|
| 1. ความต้องการใช้เงินทุน<br>2. ต้นทุนของแหล่งเงินทุน<br>3. ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น<br>4. เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน<br>5. ผลกระทบกับบริษัท เช่น การเพิ่มทุนจะทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect) เป็นต้น | 1. ความต้องการใช้เงินทุน<br>2. ต้นทุนของแหล่งเงินทุน<br>3. ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น<br>4. เงื่อนไขและข้อกำหนดในการใช้แหล่งเงินทุน<br>5. ผลกระทบกับบริษัท เช่น การเพิ่มทุนจะทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect) เป็นต้น | กรณีบริษัทต้องการเพิ่มทุน บริษัทจะติดตามราคาหุ้นว่าอยู่ในราคาตลาดที่ระดับเหมาะสมหรือไม่ |

ที่มา : บทสัมภาษณ์ คุณสมาณ วงศ์จินดา ผู้บริหารสายงานบริหารการก่อสร้าง เมื่อวันที่ 28 มีนาคม 2559

### 4.5 การเปรียบเทียบต้นทุนของแหล่งเงินทุนของบริษัท 4 บริษัท

ในส่วนนี้ได้ดำเนินการนำต้นทุนของหนี้สิน ต้นทุนของส่วนของทุนและต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของทั้ง 4 บริษัทนำมาเปรียบเทียบเพื่อดูแนวโน้ม

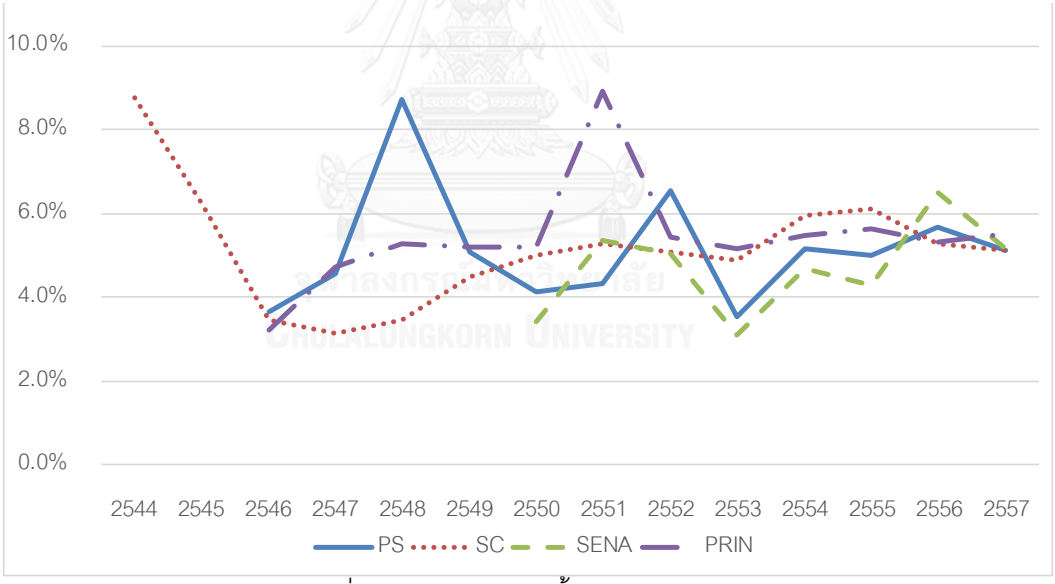
### 4.5.1 ต้นทุนของหนี้สิน

ในช่วงตั้งแต่ 2 ปีก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. จนกระทั่งถึงปี 2557 พบว่า PS มีต้นทุนของหนี้สินอยู่ที่ 3.5-8.7% SC มีต้นทุนอยู่ที่ 3.1-8.8% SENA มีต้นทุนอยู่ที่ 3.4-6.5% PRIN มีต้นทุนอยู่ที่ 3.2-8.9% และสำหรับค่าเฉลี่ยต้นทุนของหนี้สินในแต่ละบริษัทพบว่าแต่ละบริษัทมีต้นทุนของหนี้สินเฉลี่ยที่ใกล้เคียงกัน โดยอยู่ในช่วง 4.7%-5.4% ซึ่ง PS มีต้นทุนอยู่ที่ 5.1% SC มีต้นทุนอยู่ที่ 5.2% SENA มีต้นทุนอยู่ที่ 4.7% มีต้นทุนอยู่ที่ 5.4%

ตารางที่ 4.53 ต้นทุนของหนี้สินของ 4 บริษัท

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 | ค่าเฉลี่ย |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PS | | | 3.7% | 4.6% | 8.7% | 5.1% | 4.1% | 4.3% | 6.6% | 3.5% | 5.2% | 5.0% | 5.7% | 5.1% | 5.1% |
| SC | 8.8% | 6.3% | 3.4% | 3.1% | 3.5% | 4.5% | 5.0% | 5.3% | 5.1% | 4.9% | 5.9% | 6.1% | 5.3% | 5.1% | 5.2% |
| SENA | | | | | | | 3.4% | 5.3% | 5.0% | 3.1% | 4.7% | 4.3% | 6.5% | 5.2% | 4.7% |
| PRIN | | | 3.2% | 4.7% | 5.3% | 5.2% | 5.2% | 8.9% | 5.4% | 5.1% | 5.5% | 5.6% | 5.3% | 5.5% | 5.4% |

ที่มา : ตารางที่ 4.11, 4.24, 4.37, 4.50




แผนภูมิที่ 4.17 ต้นทุนของหนี้สินของบริษัท 4 บริษัท

ในช่วงปี 2544-2551 บริษัทบางบริษัทมีต้นทุนของหนี้สินที่ผันผวนอย่าง PS และ SC และ PRIN เนื่องจากเหตุผลเฉพาะของแต่ละบริษัท อย่างไรก็ตามในช่วงปี 2552-2557 พบว่าบริษัทต่างๆ มีแนวโน้มที่ต้นทุนของหนี้สินจากผันผวนน้อยลงและมีความใกล้เคียงกันระหว่างบริษัท

### 4.5.2 ต้นทุนของส่วนของทุน

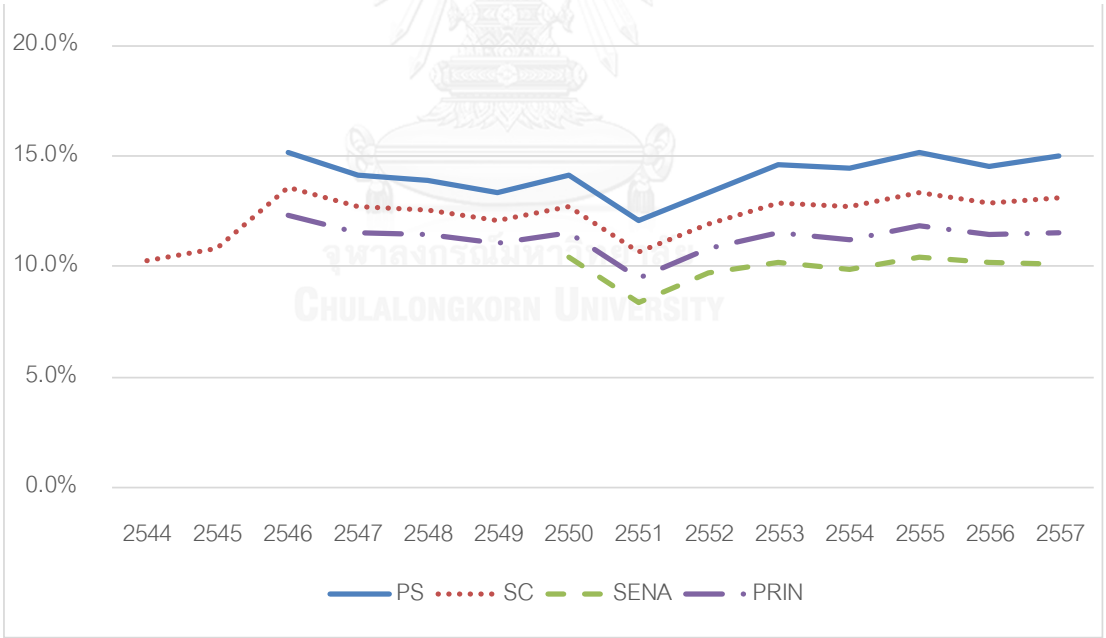
ในช่วงตั้งแต่ 2 ปีก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. จนกระทั่งถึงปี 2557 พบว่า PS มีต้นทุนของส่วนของทุนอยู่ที่ 12.1-15.2% SC มีต้นทุนอยู่ที่ 10.3-13.6% SENA มีต้นทุนอยู่ที่ 8.4-10.5% PRIN มีต้นทุนอยู่ที่ 9.5-12.4%

สำหรับค่าเฉลี่ยต้นทุนของส่วนทุนในแต่ละบริษัทพบว่าแต่ละบริษัทมีต้นทุนของส่วนของทุนเฉลี่ยที่แตกต่างกัน โดยอยู่ในช่วง 9.9%-14.2% ซึ่ง PS มีต้นทุนอยู่ที่ 12.1% SC มีต้นทุนอยู่ที่ 12.3% SENA มีต้นทุนอยู่ที่ 9.9% มีต้นทุนอยู่ที่ 11.3%

ตารางที่ 4.54 ต้นทุนของส่วนของทุนของ 4 บริษัท

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 | ค่าเฉลี่ย |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PS | | | 15.2% | 14.1% | **13.9%** | 13.3% | 14.2% | 12.1% | 13.4% | 14.6% | 14.4% | 15.2% | 14.5% | 15.0% | 14.2% |
| SC | 10.3% | 10.9% | **13.6%** | 12.7% | 12.6% | 12.1% | 12.7% | 10.6% | 12.0% | 12.9% | 12.7% | 13.4% | 12.9% | 13.1% | 12.3% |
| SENA | | | | | | | 10.4% | 8.4% | **9.7%** | 10.2% | 9.9% | 10.5% | 10.2% | 10.1% | 9.9% |
| PRIN | | | 12.4% | 11.5% | **11.5%** | 11.1% | 11.6% | 9.5% | 10.8% | 11.5% | 11.3% | 11.9% | 11.5% | 11.6% | 11.3% |

ที่มา : ตารางที่ 4.11, 4.24, 4.37, 4.50




แผนภูมิที่ 4.18 ต้นทุนของส่วนของทุนของบริษัท 4 บริษัท

จากแผนภูมิที่ 4.18 บริษัทแต่ละบริษัทมีต้นทุนของส่วนของทุนที่แตกต่างกัน โดยที่ PS มีต้นทุนสูงสุด ในขณะที่ SENA มีต้นทุนของส่วนทุนต่ำสุด

### 4.5.3 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC)

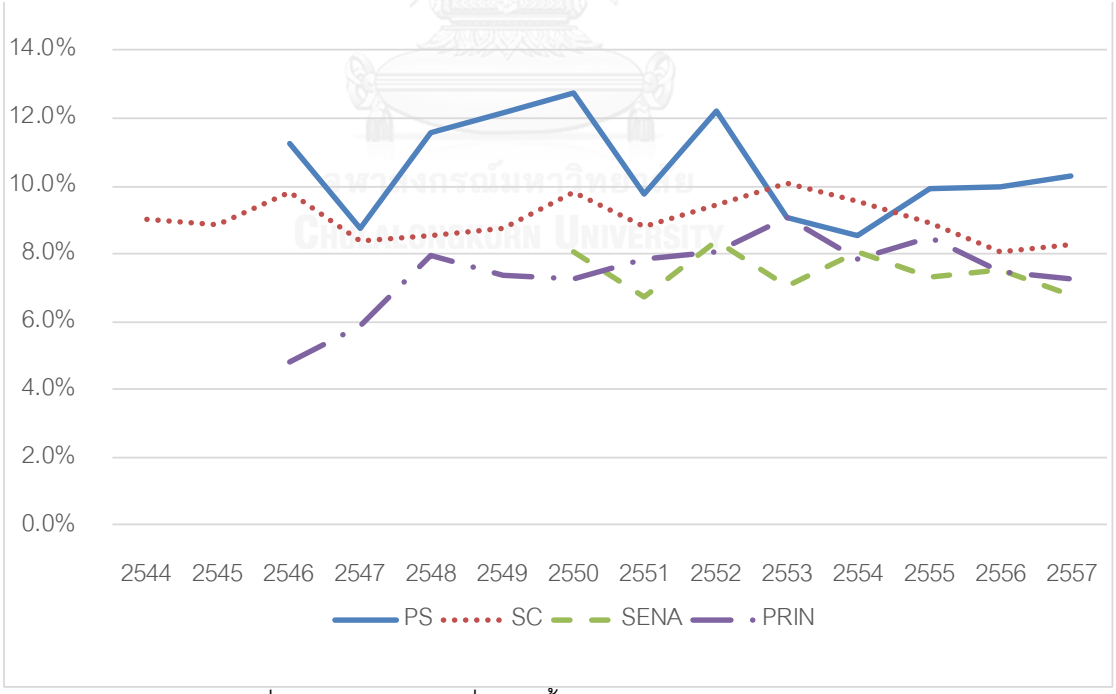
ในช่วงตั้งแต่ 2 ปีก่อนเข้าจดทะเบียนในตลท. จนกระทั่งถึงปี 2557 พบว่า PS มีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) อยู่ที่ 8.6.1-12.7% SC มีต้นทุนอยู่ที่ 8.1-10.1% SENA มีต้นทุนอยู่ที่ 6.8-8.4% PRIN มีต้นทุนอยู่ที่ 4.8-9.1%

สำหรับค่าเฉลี่ยต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักในแต่ละบริษัทพบว่าแต่ละบริษัทมีต้นทุนเฉลี่ยที่แตกต่างกัน โดยอยู่ในช่วง 7.4%-10.5% ซึ่ง PS มีต้นทุนอยู่ที่ 10.5% SC มีต้นทุนอยู่ที่ 9.0% SENA มีต้นทุนอยู่ที่ 7.5% มีต้นทุนอยู่ที่ 7.4%

ตารางที่ 4.55 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของ 4 บริษัท

| | 2544 | 2545 | 2546 | 2547 | 2548 | 2549 | 2550 | 2551 | 2552 | 2553 | 2554 | 2555 | 2556 | 2557 | ค่าเฉลี่ย |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PS | | | 11.2% | 8.7% | **11.6%** | 12.2% | 12.7% | 9.7% | 12.2% | 9.1% | 8.6% | 9.9% | 10.0% | 10.3% | 10.5% |
| SC | 9.0% | 8.9% | **9.8%** | 8.4% | 8.5% | 8.7% | 9.8% | 8.8% | 9.4% | 10.1% | 9.5% | 8.9% | 8.1% | 8.3% | 9.0% |
| SENA | | | | | | | 8.1% | 6.8% | **8.4%** | 7.0% | 8.1% | 7.3% | 7.5% | 6.8% | 7.5% |
| PRIN | | | 4.8% | 5.9% | **7.9%** | 7.4% | 7.3% | 7.8% | 8.1% | 9.1% | 7.8% | 8.5% | 7.5% | 7.3% | 7.4% |

ที่มา : ตารางที่ 4.11, 4.24, 4.37,4.50




แผนภูมิที่ 4.19 ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก ( WACC) ของบริษัท 4 บริษัท

ในช่วงปี 2544-2551 บริษัทมีต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักที่ผันผวนโดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับ PS เนื่องจาก PS มีสัดส่วนของทุนมาก ทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักสูงกว่าบริษัทอื่น อย่างไรก็ตาม PS

เริ่มระดมทุนส่วนของหนี้สินมากขึ้นทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักปรับตัวลดลง ในช่วงปี 2552-2557 พบว่าบริษัทต่างๆ มีแนวโน้มที่ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักใกล้เคียงกันระหว่างบริษัท

### 4.6 ข้อดี ข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนต่างๆ

จากการศึกษาความเห็นเกี่ยวกับข้อดีของแหล่งเงินทุนประเภทต่างๆ ที่ใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ จากบริษัทต่างๆ มีรายละเอียดข้อดีดังตารางที่ 4.56 ดังนี้

ตารางที่ 4.56 ข้อดีของแหล่งเงินทุนแต่ละประเภทในมุมมองของ 4 บริษัท

| แหล่งเงินทุน | ข้อดี | | | |
|---|---|---|---|---|
| | PS | SC | SENA | PRIN |
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – ตั๋วสัญญาใช้เงิน | อัตราดอกเบี้ยต่ำ ทำให้ต้นทุนของแหล่งเงินทุนไม่สูงสามารถจัดแหล่งเงินทุนมาตรงตามความต้องการของบริษัท | ดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาลดภาษีนิติบุคคลได้ | อัตราดอกเบี้ยต่ำและเป็นวงเงินที่มักใช้เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงานได้ | อัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นวงเงินที่มักใช้เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน |
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – เงินกู้ยืม | อัตราดอกเบี้ยต่ำ ทำให้ต้นทุนทางการเงินไม่สูงสามารถจัดแหล่งเงินทุนมาตรงตามความต้องการของบริษัท | ดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาลดภาษีนิติบุคคลได้ สามารถจัดแหล่งเงินทุนมาตรงตามความต้องการของบริษัท | อัตราดอกเบี้ยต่ำทำให้ต้นทุนทางการเงินไม่สูง สามารถจัดเงินมาตรงตามความต้องการนอกจากนี้บริษัทเจรจากับธนาคารเพื่อสนับสนุนสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ลูกค้ามีธนาคารช่วยในการประเมินความเสี่ยงของโครงการ | สามารถจัดเงินมาตรงตามความต้องการนอกจากนี้บริษัทเจรจากับธนาคารเพื่อสนับสนุนสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ลูกค้า |
| หุ้นกู้ | อัตราดอกเบี้ยมักคงที่ ทำให้ง่ายในการควบคุมต้นทุนดอกเบี้ยต่ำ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้เป็น | อัตราดอกเบี้ยคงที่ และปัจจุบันดอกเบี้ยต่ำและดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาลด | ไม่ได้ใช้จนถึงปี 2557 | อัตราดอกเบี้ยคงที่ไม่มีการทยอยชำระคืนเงินต้น เหมาะกับการระดมทุนสำหรับบริษัทมี |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | ผู้กำหนด เงื่อนไข และข้อกำหนดเอง (ต่างกับการกู้ยืมเงินธนาคาร ซึ่งธนาคารเป็นผู้กำหนด | ภาษีนิติบุคคลได้ บริษัทเป็นผู้กำหนดเงื่อนไข และข้อกำหนดเอง | | โครงการหลายโครงการต่อเนื่อง หรือโครงการระยะยาว เช่น ศูนย์การค้า เป็นต้น |
| ส่วนของเจ้าของ | เข้าถึงง่าย และเป็นแหล่งเงินพื้นฐานที่ใช้ในการพัฒนาโครงการ เพราะธนาคารมักกำหนดให้ใช้เงินทุนของบริษัทก่อน เช่น ใช้เงินทุนส่วนของเจ้าของซื้อที่ดิน 70% และกู้เงินธนาคาร 30% | เป็นแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัย เนื่องจากไม่มีระยะเวลาในการชำระคืน | เป็นแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัย เนื่องจากไม่มีระยะเวลาในการชำระคืน | หากมองในส่วนของกำไรสะสม บริษัทมีแหล่งเงินทุนจากผลกำไรในการทำธุรกิจแล้วนำกำไรนั้นมาลงทุนต่อยอด จึงมองว่าเข้าถึงง่าย |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | เข้าถึงง่าย | ใช้เงินกู้ยืมกรรมการ ซึ่งข้อดีคือเข้าถึงง่าย | เข้าถึงง่าย | เข้าถึงง่าย มักใช้ชั่วคราวเมื่อมีเหตุจำเป็น |

ที่มา: บทสัมภาษณ์ คุณ ศุภลักษณ์ ยงเจริญ บมจ.พฤกษา เรียลเอสเตท, คุณ ปรารถนา วัฒนวงศ์ บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น, คุณปัญญา ศรีรทัต, บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์, คุณสมาณ วงศ์จินดา บมจ. ปริญสิริ

จากการศึกษาความเห็นเกี่ยวกับข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนประเภทต่างๆ ที่ใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ จากบริษัทต่างๆ มีรายละเอียดข้อจำกัดดังตารางที่ 4.57 ดังนี้

ตารางที่ 4.57 ข้อจำกัดของแหล่งเงินทุนแต่ละประเภทในมุมมองของ 4 บริษัท

| แหล่งเงินทุน | ข้อจำกัด | | | |
|---|---|---|---|---|
| | PS | SC | SENA | PRIN |
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – ตั๋วสัญญาใช้เงิน | เป็นวงเงินระยะสั้น ธนาคารจะเป็นผู้กำหนดเงื่อนไข และวงเงิน ซึ่งทำให้บริษัทยุ่งยากในการจัดการ | ธนาคารจะเป็นผู้กำหนดเงื่อนไขและวงเงิน | เป็นวงเงินระยะสั้น ธนาคารจะเป็นผู้กำหนดเงื่อนไขและวงเงิน | เป็นวงเงินระยะสั้น |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – เงินกู้ยืม | ธนาคารจะเป็นผู้กำหนดเงื่อนไขและข้อกำหนดสร้างความยุ่งยากให้บริษัทเพราะไม่บริหารงานไม่คล่องตัว | อัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว ทำให้มีผลการประมาณต้นทุนทางการเงิน อย่างไรก็ตาม ที่ผ่านมาอัตราดอกเบี้ยยังไม่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วจนรับไม่ได้ | อัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว ธนาคารจะมีจำกัดวงเงินกู้ยืม รวมทั้งเงื่อนไขและข้อกำหนดต่างๆ | ธนาคารจะมีจำกัดวงเงินกู้ยืม รวมทั้งเงื่อนไขและข้อกำหนดต่างๆ |
| หุ้นกู้ | ต้องจัดทำ Credit Rating บริษัทต้องประมาณการใช้เงินในการพัฒนาโครงการให้แม่นยำ เพื่อไม่ให้เงินเหลือเกินความจำเป็น | บริษัทต้องประมาณการใช้เงินในการพัฒนาโครงการให้แม่นยำ เพื่อไม่ให้เงินเหลือเกินความจำเป็น | ช่วงก่อน IPO ไม่ได้ใช้ | ต้องจัดทำ Credit Rating ต้องประชาสัมพันธ์ข้อมูลให้นักลงทุนและมีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับที่ปรึกษาทางการเงิน |
| ส่วนของเจ้าของ | หากใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียวจะทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นต่ำ การเพิ่มทุนจะเป็นแนวทางหลังสุดเพราะจะเป็นการรบกวนผู้ถือหุ้น | ส่วนของเจ้าของมีความต้องการผลตอบแทนสูง ดังนั้นต้นทุนจึงสูงตามไปด้วย | แหล่งเงินทุนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีจำกัด ผู้ถือหุ้นมีความคาดหวังผลตอบแทนสูง | ผู้ถือหุ้นใหญ่มีเงินทุนจำกัด หากมองเรื่องการเพิ่มทุนจะเป็นเรื่องยุ่งยากเพราะต้องขออนุมัติผู้ถือหุ้นและทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution effect) |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| หนี้สิน บุคคล กิจการที่เกี่ยวข้อง | แหล่งเงินทุนมีจำกัด | อาจเป็นรายการระหว่างกันหรือรายการเกี่ยวโยงที่ต้องเปิดเผยข้อมูล | แหล่งเงินทุนมีจำกัด อาจเป็นรายการระหว่างกันหรือรายการเกี่ยวโยงที่ต้องเปิดเผยข้อมูล | เงินทุนมีจำกัด |

ที่มา: บทสัมภาษณ์ คุณ ศุภลักษณ์ ยงเจริญ บมจ.พฤกษา เรียลเอสเตท, คุณ ปรารถนา วัฒนวงศ์ บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น, คุณปัญญา ศรีรทัต, บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์, คุณสมาณ วงศ์จินดา บมจ. ปริญสิริ

จากข้อมูลในตารางที่ 4.56 และตารางที่ 4.57 สามารถนำมาสรุปข้อดี และข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนต่างๆ ดังนี้

1. เงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน

   ข้อดี

   - ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยต่ำ
   - สามารถจัดเงินมาตรงตามความต้องการ
   - เจรจากับธนาคารเพื่อสนับสนุนสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ลูกค้าบริษัท
   - ธนาคารช่วยในการประเมินความเสี่ยงของโครงการ
   - ดอกเบี้ยจ่ายนำมาลดภาษีนิติบุคคล

   ข้อจำกัด

   - ธนาคารเป็นผู้กำหนดวงเงินกู้ยืมรวมทั้งเงื่อนไขและข้อกำหนดต่างๆ สร้างความยุ่งยากให้บริษัทเพราะไม่บริหารงานไม่คล่องตัว
   - อัตราดอกเบี้ยมักเป็นแบบลอยตัว ทำให้มีผลการประมาณต้นทุนทางการเงิน
   - กรณีบริษัทผิดนัดชำระหนี้อาจถูกยึดทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน รวมทั้งระงับวงเงินอื่นๆ และฟ้องร้องคดี

2. หุ้นกู้

   ข้อดี

   - ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยต่ำ
   - อัตราดอกเบี้ยคงที่ ทำให้ง่ายในการควบคุมต้นทุน
   - ผู้ออกหุ้นกู้เป็นผู้กำหนดเงื่อนไขและข้อกำหนดเอง (ต่างกับการกู้ยืมเงินธนาคาร ธนาคารเป็นผู้ออกเงื่อนไข)
   - ไม่มีการทยอยชำระคืนเงินต้น เหมาะกับการระดมทุนสำหรับบริษัทมีโครงการหลายโครงการต่อเนื่อง
   - ดอกเบี้ยจ่ายนำมาลดภาษีนิติบุคคล

ข้อจำกัด

- ต้องจัดทำ Credit Rating หากเสนอขายกับประชาชนทั่วไป
- บริษัทต้องประมาณการใช้เงินในการพัฒนาโครงการให้แม่นยำ เพื่อไม่ให้เงินเหลือเกินความจำเป็น
- กรณีบริษัทผิดนัดชำระหนี้ อาจถูกผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ฟ้องร้อง

3. ส่วนของเจ้าของ

ข้อดี

- เป็นแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัย เนื่องจากไม่มีระยะเวลาในกาชำระคืน
- หากมองในส่วนของกำไรสะสม บริษัทมีแหล่งเงินทุนจากผลกำไรในการทำธุรกิจแล้วนำกำไรนั้นมาลงทุนต่อยอด จึงมองว่าเข้าถึงง่าย
- เป็นแหล่งเงินพื้นฐานที่ใช้ในการพัฒนาโครงการ เพราะธนาคารมักกำหนดให้ใช้เงินทุนของบริษัทก่อน เช่น ใช้เงินทุนส่วนของเจ้าของซื้อที่ดิน 70% และกู้เงินธนาคาร 30%

ข้อจำกัด

- ส่วนของเจ้าของมีความคาดหวังสูงจึงต้องการผลตอนแทนสูง ดังนั้นต้นทุนจึงสูงต่างไปด้วย
- หากใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียวจะทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นต่ำ
- การเพิ่มทุนจะเกิดผลกระทบจากกำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution effect) และผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูญเสียอำนาจการควบคุมบริษัท

4. หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง

ข้อดี

- เข้าถึงง่ายเนื่องจากเป็นแหล่งเงินภายในระหว่างบุคคลหรือกิจการในเครือ

ข้อจำกัด

- แหล่งเงินทุนมีจำกัด
- อาจเป็นรายการระหว่างกันหรือรายการเกี่ยวโยงที่ต้องเปิดเผยข้อมูล

### 4.7 เหตุผลในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค

จากการศึกษาถึงเหตุผลในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรคในแต่ละบริษัทมีรายละเอียดดังข้อมูลในตารางที่ 4.58

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

ตารางที่ 4.58 เหตุผลของแต่ละบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใน ตลท. ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค

| หัวข้อ | PS | SC | SENA | PRIN |
|---|---|---|---|---|
| เหตุผลในการนำบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างไร ข้อดี ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค และมีผลกระทบต่อการหาแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์อย่างไร | บริษัทต้องการขยายแหล่งเงินทุนจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อนำไปขยายงานและลดหนี้สินลงบางส่วน<br><u>ข้อดี</u> ได้ขยายแหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือ ทำให้หาผู้ร่วมทุนได้ง่ายขึ้น<br><br><u>ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค</u> คือ บริษัทจะต้องจัดองค์กรให้โปร่งใสและตรวจสอบได้ เปิดเผยข้อมูลกับนักลงทุน และจัดทำรายงานทางการเงินความ | บริษัทต้องการสร้างภาพลักษณ์องค์กร ทำให้ดูน่าเชื่อถือ<br><br><u>ข้อดี</u> บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือ ทำให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างๆ ได้ง่ายขึ้น เช่น ออกหุ้นกู้ หรือ กู้ยืมเงินจากธนาคาร เป็นต้น นอกจากนี้เป็นการประเมินมูลค่าความมั่งคั่งส่วนของผู้ถือหุ้น (Shareholder Wealth)<br><u>ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค</u> นักลงทุนมีความคาดหวังต่อบริษัทสูงทำให้มีความกดดันในการมุ่งทำผลการดำเนินงานให้ออกมาดี นอกจากนี้ยังต้อง | บริษัทมีเงินทุนเพิ่มเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม<br><br><u>ข้อดี</u> บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือ ทำให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างๆ ได้ง่ายขึ้น เช่น ออกหุ้นกู้ หรือ กู้ยืมเงินจากธนาคาร นอกจากนี้เป็นการเปลี่ยนผ่านจากธุรกิจครอบครัวไปสู่ธุรกิจที่ต้องเป็นมืออาชีพ<br><u>ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค</u> เกิดการเพิ่มทุนทำให้จำนวนหุ้นมากขึ้นส่งผลให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect) | บริษัทต้องการสร้างภาพลักษณ์องค์กร ทำให้ดูน่าเชื่อถือ<br><br><u>ข้อดี</u> บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือ ทำให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างๆ ได้ง่ายขึ้น เช่น ออกหุ้นกู้ หรือ กู้ยืมเงินจากธนาคาร เจ้าของบริษัทไม่ต้องค้ำประกันส่วนตัว<br><br><u>ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค</u> บริษัทต้องคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมากขึ้น จากเดิมที่ผู้ถือหุ้นใหญ่มีอำนาจใน |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | น่าเชื่อถือ | ปฏิบัติตาม กฎระเบียบของ ก.ล.ต. อย่าง เข้มงวด ในฐานะ บริษัทจดทะเบียน | | การตัดสินใจ เบ็ดเสร็จเด็ดขาด |

ที่มา: บทสัมภาษณ์ คุณ ศุภลักษณ์ ยงเจริญ บมจ.พฤกษา เรียลเอสเตท, คุณ ปรารถนา วัฒนวงศ์ บมจ. เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น, คุณปัญญา ศรีรทัต, บมจ. เสนาดีเวลลอปเม้นท์, คุณสมาณ วงศ์จินดา บมจ. ปริญสิริ

จากข้อมูลในตารางที่ 4.58 สามารถนำมาสรุปดังนี้

เหตุผลในการนำบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

- สร้างภาพลักษณ์องค์กร ทำให้ดูน่าเชื่อถือ
- ต้องการระดมเงินทุนเพิ่มเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม

<u>ข้อดี</u>

- บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือ ทำให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างๆ ได้ง่ายขึ้น เช่น ออกหุ้นกู้ กู้ยืมเงินธนาคาร
- บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือทำให้ง่ายในการหาผู้ร่วมทุน
- ขยายแหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง
- การประเมินมูลค่าความมั่งคั่งส่วนของผู้ถือหุ้น (Shareholder Wealth)
- เกิดการเปลี่ยนผ่านจากธุรกิจครอบครัวไปสู่ธุรกิจที่ต้องเป็นมืออาชีพ
- เจ้าของบริษัทเดิม ไม่ต้องค้ำประกันส่วนตัว

<u>ข้อจำกัด ปัญหา และอุปสรรค</u>

- บริษัทจะต้องจัดองค์กรให้โปร่งใส และตรวจสอบได้ เปิดเผยข้อมูลกับนักลงทุน และจัดทำรายงานทางการเงินความน่าเชื่อถือ
- นักลงทุนมีความคาดหวังต่อบริษัทสูงทำให้มีความกดดันในการมุ่งทำผลการดำเนินงานให้ออกมาดี นอกจากนี้ยังต้องปฏิบัติตามกฎระเบียบของก.ล.ต. อย่างเข้มงวด ในฐานะบริษัทจดทะเบียน
- การเพิ่มทุนทำให้จำนวนหุ้นมากขึ้นส่งผลให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect)
- บริษัทต้องคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมากขึ้น จากเดิมที่ผู้ถือหุ้นใหญ่มีอำนาจในการตัดสินใจเบ็ดเสร็จเด็ดขาด

# บทที่ 5

# สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ผลการศึกษาเรื่องแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท. ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540 สามารถสรุป ดังนี้

## 5.1 สรุปผลการศึกษา

### 5.1.1 แนวคิดการระดมทุน

แนวคิดการระดมทุนของบริษัท ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทต่างๆ มักจะใช้เงินกู้ยืมสถาบันการเงินเป็นหลักทำให้บริษัทมีมุมมองการระดมทุนในลักษณะสินเชื่อโครงการ (Project Finance) และเนื่องด้วยพึ่งพาสถาบันการเงินทำให้ สถาบันการเงินมีส่วนในการกำหนดแหล่งเงินทุนของบริษัทด้วย เนื่องจากสถาบันการเงินมักกำหนดเงื่อนไขที่เข้มงวดเพื่อลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระ เช่น การควบคุมอัตราหนี้สินต่อทุน การให้กู้ยืมที่ดินเพียง 30.0% ของมูลค่าซื้อขายดังนั้นบริษัทออกทุนเอง 70.0% เป็นต้น ต่อมาหลังจากบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. และบริษัทเริ่มมีความน่าเชื่อถือกับนักลงทุนมากขึ้น ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนที่หลากหลายแหล่งเพื่อความยืดหยุ่นในการจัดการ เช่น การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้ เป็นต้น ดังนั้นบริษัทเริ่มมองการระดมเงินทุนเป็นลักษณะภาพรวมระดับองค์กรมากขึ้น จากเดิมที่มองเป็นลักษณะระดับโครงการ

ข้อมูลตารางข้างล่างนี้เป็นตัวอย่างเงื่อนไขในการปล่อยกู้ของธนาคาร ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเวลาที่ธนาคารปล่อยสินเชื่อโครงการ ธนาคารมีส่วนกำหนดแหล่งเงินทุนของบริษัทตั้งแต่แรก ดังตารางที่ 5.1 เงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อโครงการ ซึ่งปกติธนาคารจะไม่ให้เงินกู้ยืมทั้งโครงการ 100% ดังนั้นบริษัทต้องหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งอื่นมาเสริม

ตารางที่ 5.1 เงื่อนไขการปล่อยสินเชื่อโครงการ

| เงื่อนไข | ธนาคารทั่วไป | ธนาคารเกียรตินาคิน |
|---|---|---|
| วงเงินค่าที่ดิน | ตั้งแต่ 0-70% ของราคาประเมิน | ตั้งแต่ 0-100% ของราคาซื้อขาย |
| วงเงินค่าพัฒนาสาธารณูปโภค | ตั้งแต่ 0-70% ของราคาประเมิน | ตั้งแต่ 0-70% ของราคาประเมิน |
| วงเงินค่าก่อสร้างอาคาร / บ้าน | 50-70% ของราคาประเมินค่าก่อสร้าง | 100% ของราคาประเมินค่าก่อสร้าง |

ที่มา:วิศรุต ปัญญาภิญโญผล, การพิจารณา Project Finance มุมมองสถาบันการเงิน, เอกสารในการบรรยายเสนอที่ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 17 กุมภาพันธ์ 2558

หากพิจารณาจากแนวคิดแต่ละบริษัทตามขนาดของบริษัท พบว่า

1. บริษัทขนาดใหญ่ได้แก่ PS เป็นต้นมีมุมมองการระดมทุนโดยมองเป็นภาพรวมขององค์กรมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังจะเป็นได้จากการะดมทุนโดยออกหุ้นกู้เป็นส่วนใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาด

ใหญ่จะมีจำนวนโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นจำนวนมากและต่อเนื่อง ทำให้บริษัทนำเงินหมุนเวียนในโครงการต่างๆ ได้ยืดหยุ่นกว่า เนื่องจากการระดมทุนของหุ้นกู้จะไม่ได้ระบุว่าเพื่อใช้โครงการใดโดยเฉพาะและจะชำระเงินต้นเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้ ดังนั้นในระหว่างเวลาที่หุ้นกู้ยังไม่ครบกำหนด บริษัทสามารถในเงินจากการออกหุ้นกู้ไปหมุนเวียนโครงการได้หลายโครงการ

2. บริษัทขนาดกลาง ได้แก่ SC เป็นต้น มีมุมมองการระดมทุนที่ผสมผสานระหว่างมองเป็นภาพรวมองค์กร กับระดับโครงการ ดังจะเป็นได้จากการระดมทุนจากสถาบันการเงินควบคู่กับการออกหุ้นกู้
3. บริษัทขนาดเล็กและเล็กมาก ได้แก่ SENA PRIN เป็นต้น เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กจะมีจำนวนโครงการในการพัฒนาน้อยกว่าบริษัทขนาดใหญ่หรือบริษัทขนาดกลาง การระดมเงินทุนจึงยังมองในลักษณะระดับโครงการเป็นหลักและใช้เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน เพราะการจัดสินเชื่อโครงการ (Project Finance) จะจัดเงินให้ตรงตามความต้องการของบริษัทในแต่ละโครงการได้ดีกว่า กล่าวคือสถาบันการเงินมักให้เงินกู้ยืมบนโครงการใดโครงการหนึ่ง หากจะขึ้นโครงการใหม่จะต้องขออนุมัติวงเงินกู้ยืมใหม่ นอกจากนี้ หากโครงการใดปิดการขายได้เร็ว เงินได้จากโครงการจะต้องนำมาชำระเงินกู้ยืมของโครงการนั้นๆ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากพึ่งพาสถาบันการเงิน ทำให้สถาบันการเงินจึงมีส่วนในการกำหนดแหล่งเงินทุนของบริษัท เช่นการรักษาอัตราหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 1.0-2.0 เท่า ถ้าเกินเกณฑ์ สถาบันการเงินอาจขอให้บริษัทเพิ่มทุน

สำหรับปัจจัยในการพิจารณาในการหาแหล่งเงินทุนของบริษัทของแต่ละบริษัทพบว่ามีลักษณะคล้ายคลึงกัน ไม่มีความแตกต่างมากนักระหว่างบริษัทขนาดใหญ่ กลาง เล็ก เล็กมาก โดยปัจจัยที่บริษัทคำนึงถึง ได้แก่ ความต้องการใช้เงินทุน (Fund Matching, Asset Lability Management) กล่าวคือโครงการลงทุนระยะยาวก็ควรใช้แหล่งเงินทุนระยะยาว โครงการลงทุนระยะสั้นก็ควรใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้น, ต้นทุนของแหล่งเงินทุน บริษัทต้องการต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ, ความยากง่ายในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนนั้น, ข้อกำหนดและเงื่อนไข เช่น เงื่อนไขการใช้วงเงินสินเชื่อโครงการ (Project Finance) เป็นต้น

**5.1.2 ลักษณะโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์**

จากการศึกษาบริษัทตัวอย่าง 4 บริษัท พบว่าบริษัทต้องการมีผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย เช่น การพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ทั้งแนวราบและแนวสูง ซึ่งในช่วงปี 2553-2557 พบว่าบริษัทมีการพัฒนาโครงการแนวสูงเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน ทั้งนี้พบว่าบริษัทขนาดใหญ่ ขนาดกลาง เล็กมาก ประกอบด้วย PS, SC, PRIN เป็นต้น มีสัดส่วนโครงการแนวราบมากกว่าโครงการแนวสูง ในขณะที่บริษัทขนาดเล็ก อย่าง SENA มีสัดส่วนโครงการแนวสูงมากกว่าโครงการแนวราบ โดยเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากสินเชื่อโครงการ (Project Finance) จากสถาบันการเงินเป็นหลัก

**5.1.3 ผลการดำเนินงาน**

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งจากข้อมูลตารางที่ 5.2 พบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) ของบริษัทต่างๆ อยู่

ในอัตราที่สูง สอดคล้องต้นทุนของส่วนของเจ้าของที่อยู่ในอัตราที่สูง ย่อมต้องการผลตอนแทนที่สูงเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม บริษัทขนาดเล็กมากอย่าง PRIN มีผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) ที่ผันผวนกว่าบริษัทขนาด ใหญ่กว่าอย่าง PS SENA ที่มีผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ

ตารางที่ 5.2 อัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) ของบริษัทต่างๆ

| อัตราผลตอบแทนต่อเจ้าของ (ROE) | IPO-2 | IPO-1 | ปีที่ IPO | IPO+1 | IPO+2 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| PS | 39.6% | 28.0% | 25.3% | 19.2% | 16.4% | 24.4% |
| SC | -6.9% | -1.9% | 10.2% | 10.7% | 10.0% | 14.1% |
| SENA | 11.8% | 29.2% | 22.1% | 19.8% | 22.7% | 16.8% |
| PRIN | 32.9% | 36.2% | 30.9% | 27.2% | 4.4% | 1.9% |
| ค่าเฉลี่ย | 19.4% | 22.9% | 22.1% | 19.2% | 13.4% | 14.3% |

จากตารางที่ 5.2 พบว่าช่วงก่อน IPO บริษัทมีผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) ที่สูง ได้แก่ PS 28.0%, SENA 29.2%, PRIN 36.2% ในขณะที่ SC -1.9% เนื่องจากยังไม่มีโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย อย่างไรก็ตาม ROE เฉลี่ยอยู่ที่ 22.9% ทั้งนี้สาเหตุที่ ROE ช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนใน ตลท. สูง เนื่องจากบริษัทต่างๆ ต้องการที่จะเสนอขายหุ้นในราคาที่ดี จึงเร่งผลการดำเนินงานและพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับโครงสร้างแหล่งเงินทุนที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้นในช่วงก่อน IPO เนื่องจากบริษัทมีการกู้ยืมเงินสถาบันการเงินเพิ่มขึ้น

ภายหลัง IPO ผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) ยังคงสูงในช่วงแรกเนื่องจากผลงานที่สร้างไว้ตั้งแต่ช่วงก่อน IPO อย่างไรก็ตาม ROE ของบริษัทค่อยๆ ปรับตัวลดลงในภายหลัง ณ ปี 2557 ROE เฉลี่ยอยู่ที่ 14.3%

### 5.1.4 โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ในประเทศไทย บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนส่วนใหญ่จะเป็นลักษณะธุรกิจครอบครัว ซึ่งแม้ว่าจะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชนแล้วก็ตามแต่กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจะยังคงถือหุ้นส่วนใหญ่และมีอำนาจในการบริหารงาน ดังจะเป็นได้จากตารางที่ 5.3

ตารางที่ 5.3 สัดส่วนถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในแต่ละบริษัท

| บริษัท / ปี IPO | ผู้ถือหุ้นใหญ่ | สัดส่วนถือครองหุ้นเทียบหุ้นจดทะเบียนชำระแล้วทั้งหมด | | |
|---|---|---|---|---|
| | | ก่อน IPO | หลัง IPO | ณ 30 ธันวาคม 2557 |
| PS / 2548 | กลุ่มวิจิตรพงศ์พันธุ์ | 99.5% | 79.6% | 69.5% |
| SC / 2546 | กลุ่มชินวัตร | 76.2% | 60.8% | 60.1% |
| SENA / 2552 | กลุ่มธัญลักษณ์ภาคย์ | 100.0% | 74.0% | 53.0% |
| PRIN / 2548 | กลุ่มโกวิทจินดาชัย | 98.9% | 76.0% | 41.1% |
| ค่าเฉลี่ย | | 93.7% | 72.6% | 55.9% |

ในช่วงก่อน IPO กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ถือหุ้นในสัดส่วนเฉลี่ย 93.7% ซึ่งสูงเกิน 75.0% ของหุ้นจดทะเบียนชำระแล้วทั้งหมด แสดงถืออำนาจการควบคุมเบ็ดเสร็จเด็ดขาด แม้ต่อมาบริษัทเข้า IPO แล้ว กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ถือหุ้นเฉลี่ย 72.6% ซึ่งสูงเกิน 50.0% แสดงถึงอำนาจในการบริหารงาน อย่างไรก็ตาม ณ ปี 2557 กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ลดลงสัดส่วนลงมาเหลือเฉลี่ยที่ 55.9% แต่ก็ยังสูงเกิน 50.0% กล่าวคือกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ยังคงอำนาจการบริหารงานของบริษัท มีเพียงผู้ถือหุ้นใหญ่ของ PRIN ที่สัดส่วนลดลงต่ำกว่า 50.0% แต่ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท

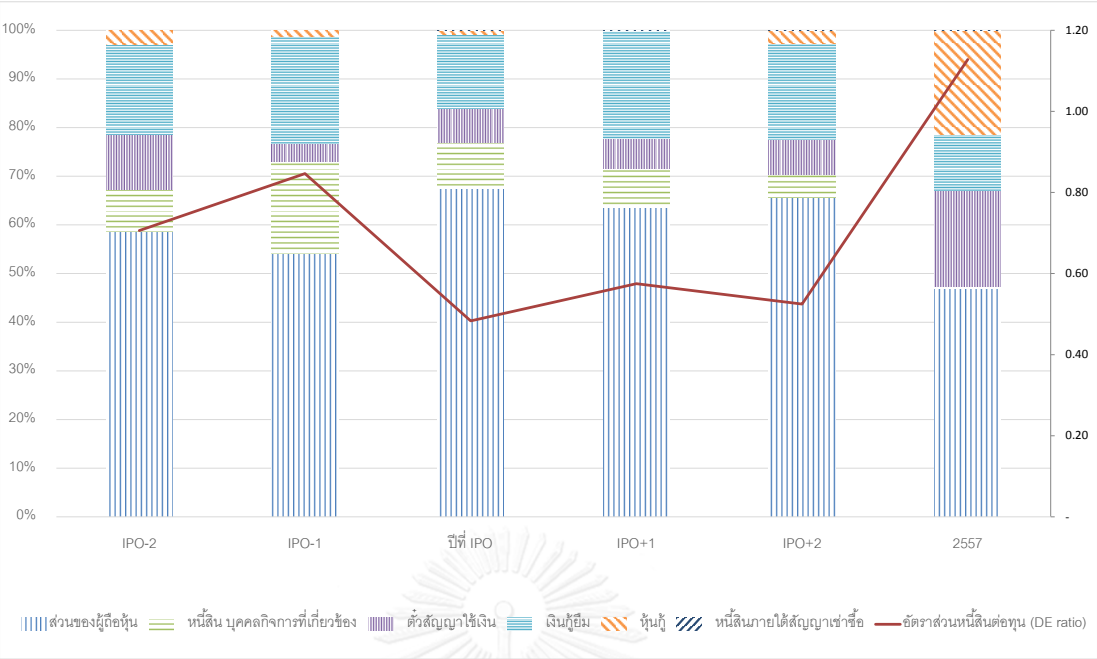
**5.1.5 โครงสร้างแหล่งเงินเงินทุน**

โครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทช่วงก่อน IPO บริษัทมีแหล่งเงินทุนมาจากส่วนของเจ้าของและเงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินเป็นส่วนใหญ่ โดยพบว่าบริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินเพื่อเพิ่มผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) สอดคล้องกับข้อมูล 5.1.4 และนำมาพัฒนาโครงการมากขึ้นจะได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปในราคาที่ดี และต่อมาช่วงหลัง IPO บริษัทเพิ่มทุนทำให้มีส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้นทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง อย่างไรก็ตามภายหลังบริษัทจะเพิ่มสัดส่วนหนี้สินต่อทุนให้สูงขึ้นอีกครั้ง โดยการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงินมากขึ้น แสดงให้เห็นว่าแหล่งเงินทุนจากสถาบันการเงินเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ แม้บริษัทจะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วก็ตาม นอกจากนี้ในช่วงปี 2554-2557 บริษัทหลายแห่ง เช่น PS, SC, PRIN ออกหุ้นกู้มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้บริษัทมีแหล่งเงินทุนที่มีความหลากหลาย ซึ่งสามารถสรุปข้อมูลโครงสร้างแหล่งเงินทุนของบริษัทต่างๆ

ตารางที่ 5.4 ค่าเฉลี่ยสัดส่วนโครงสร้างแหล่งเงินทุนช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท.และปี 2557

| ค่าเฉลี่ย | IPO-2 | IPO-1 | ปีที่ IPO | IPO+1 | IPO+2 | 2557 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| หนี้สินภายใต้สัญญาเช่าซื้อ | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| หนี้สิน บุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | 8.7% | 18.8% | 9.5% | 8.0% | 4.9% | 0.3% |
| ตั๋วสัญญาใช้เงิน | 11.2% | 3.7% | 7.0% | 6.2% | 7.1% | 19.9% |
| เงินกู้ยืม | 18.5% | 21.9% | 15.2% | 22.3% | 19.8% | 11.4% |
| หุ้นกู้ | 3.0% | 1.3% | 0.8% | 0.0% | 2.7% | 21.4% |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น | 58.6% | 54.2% | 67.4% | 63.5% | 65.6% | 47.0% |
| อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน | 0.71 | 0.85 | 0.48 | 0.57 | 0.52 | 1.13 |

จากตารางที่ 5.4 โครงสร้างของแหล่งเงินทุน ช่วงก่อน IPO บริษัทมีแหล่งเงินทุนสัดส่วนเฉลี่ยของส่วนของเจ้าของ:เงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน:หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง:หุ้นกู้ คือ 54.2%:25.6%:18.8%:1.3% (อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 0.85 เท่า) ขณะที่หลัง IPO สัดส่วนดังกล่าวเปลี่ยนเป็น 63.5%:28.5%:8.0%:0.0% (อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 0.57 เท่า) เนื่องจากช่วงก่อน IPO บริษัทต้องการสร้างผลการดำเนินงานให้ออกมาดีและเพิ่มผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) โดยพัฒนาโครงการเพิ่มขึ้นจึงก่อหนี้สินเพิ่มโดยเพิ่มหนี้สินเงินกู้ยืมและหนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องเพราะเข้าถึงได้ง่าย ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น ต่อมาหลังจาก IPO แล้ว บริษัทเพิ่มทุนทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง ปัจจุบัน ปี 2557 สัดส่วนเปลี่ยนเป็น 47.0%:32.8%:0.3%:21.4%(อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 1.13 เท่า) สังเกตว่าเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. บริษัทมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นกับสถาบันการเงินและนักลงทุนทำให้ความสามารถกู้ยืมเงินได้มากขึ้นและออกหุ้นกู้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้เมื่อเป็นบริษัทจดทะเบียนแล้ว หากบริษัทกู้ยืมเงินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้องต้องเปิดเผยตามกฎระเบียบของ ก.ล.ต. ทำให้บริษัทเลือกใช้แหล่งเงินทุนนี้ลดลง




แผนภูมิที่ 5.1ค่าเฉลี่ยสัดส่วนโครงสร้างแหล่งเงินทุนช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลท.และปี 2557

สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE ratio) พบว่าช่วงก่อนเข้า IPO บริษัทจะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง อยู่ที่ระดับค่าเฉลี่ยที่ 0.71-0.85 เท่าเนื่องจากเพิ่มสัดส่วนหนี้สินโดยกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพื่อพัฒนาโครงการมากขึ้นและเป็นการเพิ่มผลตอบแทนต่อส่วนของเจ้าของ (ROE) เพื่อที่จะได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชนในราคาที่ดี แต่ภายหลังเข้า IPO แล้วอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงมาเหลือเพียงค่าเฉลี่ยที่ 0.48 เท่า เนื่องจากบริษัทพึ่งทำการเพิ่มทุนจดทะเบียนชำระ อย่างไรก็ตามต่อมาภายหลังบริษัทจะเพิ่มสัดส่วนหนี้สินขึ้นอีกครั้ง เนื่องจากต้นทุนของหนี้สินถูกว่าต้นทุนของส่วนของเจ้าของ ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น ดังจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.52-0.57 เท่า และ ณ ปี 2557 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงถึง 1.13 เท่า

สำหรับทางเลือกสำหรับการระดมทุนของบริษัท ทั้ง 4 บริษัทเหมือนที่จะจัดลำดับของการใช้แหล่งเงินทุนต่างๆ ดังนี้ โดยจะเริ่มจากการใช้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทหรือกำไรสะสมเนื่องจากเป็นเงินจากผลกำไรนำมาต่อยอด (โดยอาจจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นบางส่วน) หลังจากนั้นจึงพิจารณาจัดหาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมและออกหุ้นกู้ ส่วนการออกหุ้นสามัญใหม่มักจะเป็นลำดับสุดท้าย ตามลำดับ

ทั้งนี้สามารถสรุปผลการศึกษาในรายบริษัทได้แก่

บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน) (“PS”) มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในแต่ละช่วงเวลาพร้อมแนวทางเหตุผลดังตารางดังนี้

ตารางที่ 5.5 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท PS ในแต่ละช่วงเวลา

| ช่วงก่อน IPO (พ.ศ.2546-2547) | หลัง IPO 2 ปี (พ.ศ.2549-2550) | ณ ปัจจุบัน (พ.ศ. 2557) |
|---|---|---|
| บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2546 ดังนี้ 69%:19%:12%:0% ต่อมาปี 2547 เป็น 50%:18%:5%:26% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นจาก 0.46 ในปี 2546 เป็น 0.97 ในปี 2547 ซึ่งหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจาก หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2549 ดังนี้ 87%:6%:0%:6% ต่อมาปี 2550 เป็น 87%:0%:10%:2% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงเหลือเพียงจาก 0.14 ในปี 2549 เป็น 0.15 ในปี 2550 | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2557 ดังนี้ 57%:4%:39%:0.5% โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 0.75 |
| แนวทาง/เหตุผล | | |
| สาเหตุที่บริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินก่อนเข้า IPO เพราะต้องการขยายจำนวนโครงการที่พัฒนา (Backlog) เพื่อสร้างผลการดำเนินงาน จะได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชนในราคาที่ดี ทั้งนี้บริษัทเลือกที่เพิ่มหนี้สินจากบุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้องเพราะเป็นแหล่งเงินที่กู้ยืมได้ง่ายและใช้ชั่วคราวช่วงก่อน IPO | บริษัทเพิ่งเพิ่มทุนทำให้แหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทปรับปรุงรูปแบบการดำเนินธุรกิจ (Business Model) โดยเร่งระยะเวลาการก่อสร้างให้เร็วขึ้นทำให้ส่งมอบโครงการให้ลูกค้าเร็วขึ้น ทำให้ลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกจากการกู้ยืมเงินลดลง และหันมาใช้แหล่งงทุนภายในบริษัทแทน ทำให้อัตราหนี้สินต่อทุนลดลง | บริษัทเลือกระดมทุนหุ้นกู้ แทนการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน เพราะบริษัทมีแนวคิดระดมทุนมองเป็นภาพรวมองค์กรมากกว่ามองเป็นระดับโครงการ เนื่องจากบริษัทมีโครงการพัฒนาเป็นจำนวนมาก เงินที่ได้จากหุ้นกู้จะคืนเมื่อครบกำหนดชำระปลายงวด ดังนั้นในระหว่างที่ยังไม่ครบกำหนดขำระ บริษัทนำเงินที่ได้ไปหมุนเวียนโครงการต่างๆ หลายโครงการ ซึ่งต่างกับสินเชื่อโครงการธนาคาร (project |

| | | |
|---|---|---|
| | | finance) ที่ใช้เงินกู้ยืมเฉพาะโครงการนั้น |

บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (“SC”) มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในแต่ละช่วงเวลาพร้อมแนวทางเหตุผลดังตารางดังนี้

ตารางที่ 5.6 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท SC ในแต่ละช่วงเวลา

| ช่วงก่อน IPO (พ.ศ.2544-2545) | หลัง IPO 2 ปี (พ.ศ.2547-2548) | ณ ปัจจุบัน (พ.ศ. 2557) |
|---|---|---|
| บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2544 ดังนี้ 70%:0%:0%:30% ต่อมาปี 2545 เป็น 69%:0%:0%:31% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนแทบไม่เปลี่ยนแปลง คืออยู่ที่ 0.43 ในปี 2544 เป็น 0.44 ในปี 2545 | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2547 ดังนี้ 58%:30%:0%:12% ต่อมาปี 2548 เป็น 59%:30%:0%:11% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นเป็น 0.71 ในปี 2547 และ 0.68 ในปี 2548 | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2557 ดังนี้ 46%:34%:19%:0% โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 1.17 |
| แนวทาง/เหตุผล | | |
| บริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากเจ้าของเป็นหลัก รวมทั้งเงินกู้ยืมจากกรรมการ สาเหตุที่บริษัทยังไม่มีการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเพราะ ขณะนั้นบริษัทยังไม่มีการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย มีเพียงอาคารสำนักงานให้เช่า ดังนั้นจึงใช้แหล่งเงินทุนจากเจ้าของเป็นหลัก | บริษัทเริ่มพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ดังนั้นจึงเริ่มใช้แหล่งเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ดังจะเป็นได้จากอัตราส่วนหนี้สินที่สูงขึ้นมากกว่าช่วงก่อนเข้า IPO | บริษัทมีนโยบายที่จะใช้แหล่งเงินทุนที่หลากหลาย ดังจะเป็นได้จากการใช้แหล่งเงินทุนภายใน คละกับเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน และหุ้นกู้ สาเหตุเพราะบริษัทไม่ต้องการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนใดมากเกินไป และมองว่าการออกหุ้นกู้ในขณะนี้ดอกเบี้ยต่ำ บริษัทเป็นผู้กำหนดเงื่อนไขต่างกับสินเชื่อโครงการธนาคารเป็นผู้กำหนดเงื่อนไข |

| | | |
|---|---|---|
| | | บริษัทมีโครงการมากขึ้นจึงเพิ่มสัดส่วนหนี้สินในการพัฒนาโครงการทำให้อัตราหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น |

บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (“SENA”) มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในแต่ละช่วงเวลาพร้อมแนวทางเหตุผลดังตารางดังนี้

ตารางที่ 5.7 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท SENA ในแต่ละช่วงเวลา

| ช่วงก่อน IPO (พ.ศ.2550-2551) | หลัง IPO 2 ปี (พ.ศ.2553-2554) | ณ ปัจจุบัน (พ.ศ. 2557) |
|---|---|---|
| บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2550 ดังนี้ 70%:25%:0%:5% ต่อมาปี 2551 เป็น 65%:22%:0%:13% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นจาก 0.42 ในปี 2550 เป็น 0.54 ในปี 2551 ซึ่งหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจากหนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2553 ดังนี้ 60%:34%:0%:6% ต่อมาปี 2554 เป็น 72%:28%:0%:0% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงจาก 0.67 ในปี 2553 และ 0.40 ในปี 2554 | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2557 ดังนี้ 45%:55%:0%:0% โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 1.24 |
| แนวทาง/เหตุผล | | |
| สาเหตุที่บริษัทเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินก่อนเข้า IPO เพราะต้องการขยายจำนวนโครงการที่พัฒนา (Backlog) เพื่อสร้างผลการดำเนินงาน จะได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชนในราคาที่ดี ทั้งนี้บริษัทเลือกใช้หนี้สิน | บริษัทเพิ่งเพิ่มทุนทำให้แหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น บริษัทมีนโยบายที่จะใช้แหล่งเงินทุนภายในควบคู่กับการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เพราะบริษัทใช้แหล่งเงินกู้จากธนาคาร ทำให้ธนาคารมีส่วน | บริษัทพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินสถาบันการเงินเป็นหลัก เนื่องจากบริษัทมองว่าการใช้สินเชื่อโครงการสามารถจัดเงินทุนได้ตรงตามความต้องการของบริษัทได้ดี และดอกเบี้ยไม่สูงมาก จึงเป็นการเพิ่ม |

| | | |
|---|---|---|
| จากบุคคลหรือกิจการที่เกี่ยวข้องเพราะเป็นแหล่งเงินที่กู้ยืมได้ง่ายและใช้ชั่วคราวช่วงก่อน IPO | ในการควบคุมการหาแหล่งเงินทุนของบริษัท เช่นกำหนดอัตราหนี้สินต่อทุน เป็นต้น | ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นและลดการใช้หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง เพราะอาจเป็นรายการระหว่างกันที่ต้องเปิดเผยข้อมูล |

บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) (“PRIN”) มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในแต่ละช่วงเวลา พร้อมแนวทางเหตุผลดังตารางดังนี้

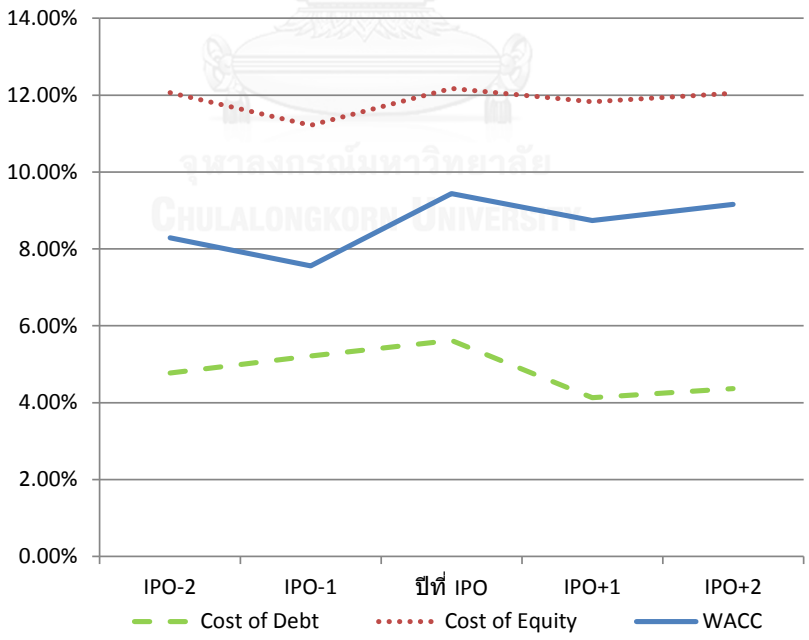
ตารางที่ 5.8 การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างแหล่งเงินทุนบริษัท PRIN ในแต่ละช่วงเวลา

| ช่วงก่อน IPO (พ.ศ.2546-2547) | หลัง IPO 2 ปี (พ.ศ.2549-2550) | ณ ปัจจุบัน (พ.ศ. 2557) |
|---|---|---|
| บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2546 ดังนี้ 25%:75%:0%:0% ต่อมาปี 2547 เป็น 31%:63%:0%:6% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงที่ระดับ 2.96 ในปี 2546 และ 2.19 ในปี 2547 | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2549 ดังนี้ 48%:43%:0%:9% ต่อมาปี 2550 เป็น 44%:50%:0%:6% ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นจาก 1.08 ในปี 2549 และ 1.26 ในปี 2550 | บริษัทมีแหล่งเงินทุน ส่วนของเจ้าของ เงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน หุ้นกู้ หนี้สินจากบุคคลกิจการที่เกี่ยวข้อง มีสัดส่วนในปี 2557 ดังนี้ 40%:31%:28%:0% โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 1.50 |
| แนวทาง/เหตุผล | | |
| สาเหตุที่บริษัทเลือกที่กู้ยืมเงินในสัดส่วนที่สูงก่อนเข้า IPO เพราะต้องการขยายจำนวนโครงการที่พัฒนา (Backlog) เพื่อสร้างผลการดำเนินงานและผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) จะได้เสนอขายหุ้นต่อประชาชนในราคาที่ดี | บริษัทเพิ่งเพิ่มทุนทำให้แหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง แต่บริษัทยังคงชอบแหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน เนื่องจากดอกเบี้ยไม่สูง ธนาคารสามารถจัดสินเชื่อโครงการได้ | บริษัทมีนโยบายที่จะใช้แหล่งเงินทุนที่หลากหลาย ดังจะเป็นได้จากการใช้แหล่งเงินทุนภายใน คละกับเงินกู้ยืมสถาบันการเงิน และหุ้นกู้ เพราะบริษัทไม่ต้องการพึ่งพิงแหล่งเงินทุนใดมากเกินไป และมองว่าการออกหุ้นกู้ในขณะนี้ดอกเบี้ยต่ำ |

| | | |
|---|---|---|
| | ตรงตามความต้องการได้ดี ทำให้ต่อมาอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงขึ้น | นอกจากนี้บริษัทยังคงชอบแหล่งเงินทุนจากหนี้สินเพราะต้นทุนต่ำทำให้อัตราหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับสูง |

### 5.1.6 ต้นทุนของแหล่งเงินทุน

สำหรับต้นทุนเฉลี่ยของแหล่งเงินทุนพบว่าต้นทุนของส่วนของเจ้าของ (ช่วงก่อน IPO อยู่ที่ 11.2%-12.0% ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 11.8%-12.0% ไม่เปลี่ยนแปลงมาก) ซึ่งมีต้นทุนสูงเนื่องจากผู้ถือหุ้นจะคาดหวังผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนส่วนของหนี้สิน (ช่วงก่อน IPO อยู่ที่ 4.7%-5.2% ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 4.1%-4.3% ดอกเบี้ยลดลงเนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระลดลง ทำให้เจ้าหนี้คิดดอกเบี้ยลดลง) นอกจากต้นทุนของหนี้สินจะถูกกว่าต้นทุนส่วนของเจ้าของแล้ว ดอกเบี้ยจ่ายยังนำมาลดหย่อนภาษีนิติบุคคลได้อีกด้วย สำหรับต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) (ช่วงก่อน IPO อยู่ที่ 7.5.2%-8.3% ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 8.7%-9.1% ซึ่ง WACC สูงขึ้นเนื่องจากเมื่อ IPO แล้วบริษัทจะมีสัดส่วนแหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้นทำให้ถ่วงน้ำหนักให้ WACC รวมสูงขึ้น)




แผนภูมิที่ 5.2 ต้นทุนเฉลี่ยของแหล่งเงินทุนบริษัทตั้งแต่ช่วงก่อน IPO 2 ปีและหลัง IPO 2 ปี

ตารางที่ 5.9 ต้นทุนเฉลี่ยของแหล่งเงินทุนบริษัทต่างๆ ในช่วงก่อนเข้าและหลังเข้าจดทะเบียนใน ตลท.

| | IPO-2 | IPO-1 | ปีที่ IPO | IPO+1 | IPO+2 |
|---|---|---|---|---|---|
| ต้นทุนส่วนของหนี้สิน (Cost of Debt) | | | | | |
| PS | 3.7% | 4.6% | 8.7% | 5.1% | 4.1% |
| SC | 8.8% | 6.3% | 3.4% | 3.1% | 3.5% |
| SENA | 3.4% | 5.3% | 5.0% | 3.1% | 4.7% |
| PRIN | 3.2% | 4.7% | 5.3% | 5.2% | 5.2% |
| ค่าเฉลี่ย | 4.8% | 5.2% | 5.6% | 4.1% | 4.4% |
| ต้นทุนส่วนของเจ้าของ(Cost of Equity) | | | | | |
| PS | 15.2% | 14.1% | 13.9% | 13.3% | 14.2% |
| SC | 10.3% | 10.9% | 13.6% | 12.7% | 12.6% |
| SENA | 10.4% | 8.4% | 9.7% | 10.2% | 9.9% |
| PRIN | 12.4% | 11.5% | 11.5% | 11.1% | 11.6% |
| ค่าเฉลี่ย | 12.1% | 11.2% | 12.2% | 11.8% | 12.0% |
| ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) | | | | | |
| PS | 11.2% | 8.7% | 11.6% | 12.2% | 12.7% |
| SC | 9.0% | 8.9% | 9.8% | 8.4% | 8.5% |
| SENA | 8.1% | 6.8% | 8.4% | 7.0% | 8.1% |
| PRIN | 4.8% | 5.9% | 7.9% | 7.4% | 7.3% |
| ค่าเฉลี่ย | 8.3% | 7.6% | 9.4% | 8.7% | 9.2% |

### 5.1.7 ข้อดี ข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนแต่ละประเภท

จากผลการศึกษาความเห็นของ 4 บริษัท เกี่ยวกับข้อดี ข้อจำกัด ของแหล่งเงินทุนแต่ประเภท พบว่า

1. เงินกู้ยืมสถาบันการเงินรวมตั๋วสัญญาใช้เงิน

ข้อดี 1) ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยต่ำ 2) สามารถจัดเงินมาตรงตามความต้องการ 3) เจรจากับธนาคารเพื่อสนับสนุนสินเชื่อที่อยู่อาศัยให้ลูกค้าบริษัท 4) ธนาคารช่วยในการประเมินความเสี่ยงของโครงการ 5) ดอกเบี้ยจ่ายนำมาลดภาษีนิติบุคคล

ข้อจำกัด 1) ธนาคารเป็นผู้กำหนดวงเงินกู้ยืมรวมทั้งเงื่อนไขและข้อกำหนดต่างๆ สร้างความยุ่งยากให้บริษัทเพราะบริหารงานไม่คล่องตัว 2) อัตราดอกเบี้ยมักเป็นแบบลอยตัว ทำให้

ประมาณต้นทุนทางการเงินได้ยาก 3) กรณีบริษัทผิดนัดชำระหนี้อาจถูกยึดทรัพย์ที่เป็นหลักประกัน รวมทั้งระงับวงเงินอื่นๆ และถูกฟ้องร้องคดี

2. หุ้นกู้

ข้อดี 1) ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยต่ำ 2) อัตราดอกเบี้ยคงที่ ทำให้ง่ายในการควบคุมต้นทุน 3) ผู้ออกหุ้นกู้เป็นผู้กำหนดเงื่อนไขและข้อกำหนดเอง (ต่างกับการกู้ยืมเงินธนาคาร ธนาคารเป็นผู้กำหนดเงื่อนไข) 4) ไม่มีการทยอยชำระคืนเงินต้น เหมาะกับการระดมทุนสำหรับบริษัทมีโครงการหลายโครงการต่อเนื่อง 5) ดอกเบี้ยจ่ายนำมาลดภาษีนิติบุคคล

ข้อจำกัด 1) ต้องจัดทำ Credit Rating หากเสนอขายกับประชาชนทั่วไป 2) บริษัทต้องประมาณการใช้เงินในการพัฒนาโครงการให้แม่นยำ เพื่อไม่ให้เงินเหลือเกินความจำเป็น 3) กรณีบริษัทผิดนัดชำระหนี้ อาจถูกผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ฟ้องร้อง

3. ส่วนของเจ้าของ

ข้อดี 1) เป็นแหล่งเงินทุนที่ปลอดภัย เนื่องจากไม่มีระยะเวลาในกาชำระคืน 2) หากมองในส่วนของกำไรสะสม บริษัทมีแหล่งเงินทุนจากผลกำไรในการทำธุรกิจแล้วนำกำไรนั้นมาลงทุนต่อยอด จึงมองว่าเข้าถึงง่าย 3) เป็นแหล่งเงินพื้นฐานที่ใช้ในการพัฒนาโครงการ เพราะธนาคารมักกำหนดให้ใช้เงินทุนของบริษัทก่อน เช่น ใช้เงินทุนส่วนของเจ้าของซื้อที่ดิน 70% และกู้เงินธนาคาร 30%

ข้อจำกัด 1) ส่วนของเจ้าของมีความคาดหวังสูงจึงต้องการผลตอนแทนสูง ดังนั้นต้นทุนจึงสูงตามไปด้วย 2) หากใช้แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียวจะทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นต่ำ 3) การเพิ่มทุนจะเกิดผลกระทบให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution effect) และผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูญเสียอำนาจการควบคุมบริษัท

4. หนี้สินจากบุคคลและกิจการที่เกี่ยวข้อง

ข้อดี 1) เข้าถึงง่ายเนื่องจากเป็นแหล่งเงินภายในระหว่างบุคคลหรือกิจการในเครือ

ข้อจำกัด 1) แหล่งเงินทุนมีจำกัด 2) อาจเป็นรายการระหว่างกันหรือรายการเกี่ยวโยงที่ต้องเปิดเผยข้อมูล

### 5.1.8 ข้อดี ข้อคำนึง ในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บริษัทต่างๆ ได้สรุปข้อดี ข้อคำนึงในการเข้าจดทะเบียนในตลท. ดังตารางที่ 5.10

ตารางที่ 5.10 ข้อดี ข้อคำนึง ในการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

| ข้อดี | ข้อคำนึง |
|---|---|
| - ได้ขยายแหล่งเงินทุนส่วนของเจ้าของเพิ่มขึ้น ทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง | - บริษัทจะต้องจัดองค์กรให้โปร่งใส และตรวจสอบได้ เปิดเผยข้อมูลกับนักลงทุน และ |

| | |
|---|---|
| - บริษัทดูมีความน่าเชื่อถือ ทำให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนต่างๆ ได้ง่ายขึ้น เช่น ออกหุ้นกู้ หรือ กู้ยืมเงินจากธนาคาร เป็นต้น<br>- ราคาหุ้นสะท้อนมูลค่าความมั่งคั่งส่วนของผู้ถือหุ้น (Shareholder Wealth)<br>- สร้างความน่าสนใจในการหาผู้ร่วมทุน<br>- เป็นการเปลี่ยนผ่านจากธุรกิจครอบครัวไปสู่ธุรกิจที่ต้องเป็นมืออาชีพ<br>- ลดภาระเจ้าของบริษัทในการค้ำประกันส่วนตัวเวลากู้ยืมเงินจากธนาคาร เนื่องจากบริษัทมีความน่าเชื่อถือในงบการเงินและฐานะการเงิน | จัดทำรายงานทางการเงินความน่าเชื่อถือ<br>- นักลงทุนมีความคาดหวังต่อบริษัทสูงทำให้มีความกดดันในการมุ่งทำผลการดำเนินงานให้ออกมาดี<br>- ต้องปฏิบัติตามกฎระเบียบของก.ล.ต. อย่างเข้มงวด ในฐานะบริษัทจดทะเบียน<br>- เกิดกำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect) เนื่องจากจำนวนหุ้นมากขึ้น<br>- บริษัทต้องคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยมากขึ้น จากเดิมที่ผู้ถือหุ้นใหญ่มีอำนาจในการตัดสินใจเบ็ดเสร็จเด็ดขาด |

ดังนั้นการที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นก้าวแรกที่บริษัทจะขยายทุนส่วนของเจ้าของและเป็นการสร้างภาพลักษณ์องค์กรให้ดูน่าเชื่อถือต่อนักลงทุนและสถาบันการเงินซึ่งจะช่วยให้บริษัทเข้าถึงแหล่งเงินทุนอื่นได้ง่ายขึ้น เช่น การกู้ยืมเงินสถาบันการเงิน การออกหุ้นกู้ เป็นต้น โดยขั้นต่อไปเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. มีส่วนของทุนสูงขึ้น บริษัทก็จะสามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น โดยเพิ่มสัดส่วนหนี้สินต่อทุนมากขึ้นเพื่อใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งการเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินนี้จะทำให้ต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

## 5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากสรุปผลการศึกษาข้อที่ 5.1.6 เรื่องต้นทุนของแหล่งเงินทุนพบว่าต้นทุนส่วนของเจ้าของสูงกว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สิน ต้นทุนของส่วนของเจ้าของ ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 11.8%-12.0% ขณะที่ต้นทุนส่วนของหนี้สิน ช่วงหลัง IPO อยู่ที่ 4.1%-4.3% เนื่องจากผู้ถือหุ้นจะคาดหวังผลตอบแทนที่สูงกว่าต้นทุนส่วนของหนี้สิน นอกจากนี้ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำไปลดหย่อนภาษีนิติบุคคลได้อีกด้วย ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้สินมากขึ้น ดังข้อมูลจากสรุปผลการศึกษาข้อที่ 5.1.5 เรื่องโครงสร้างของแหล่งเงินทุนที่พบว่า แม้ภายหลังเข้า IPO แล้วอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงมาเหลือเพียงค่าเฉลี่ยที่ 0.48 เท่า เนื่องจากบริษัทพึ่งทำการเพิ่มทุนจดทะเบียนชำระ อย่างไรก็ตามต่อมาภายหลังบริษัทจะเพิ่มสัดส่วนหนี้สินขึ้นอีกครั้ง เนื่องจากต้นทุนของหนี้สินถูกว่าต้นทุนของส่วนของเจ้าของ ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น ดังจะเห็นได้จากค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.52-0.57 เท่า และ ณ ปี 2557 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มสูงถึง 1.13 เท่า

สอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบทางภาษี โดยมีใจความสำคัญว่า ดอกเบี้ยจ่ายของหนี้สินสามารถนำไปหักลดภาษีจ่ายของธุรกิจได้ ดังนั้นการก่อหนี้ของบริษัทจะเพิ่มมูลค่ากิจการได้ กล่าวคือยิ่งก่อหนี้ มูลค่ากิจการยิ่งสูงขึ้น ดังนั้นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ต้องการจะใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเป็นหลัก แม้จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วก็ตาม สังเกตได้จากพฤติกรรมของบริษัทที่หลังจากเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แม้มีสัดส่วนของทุนสูงขึ้นในช่วงแรก แต่หลังจากนั้นบริษัทจะก่อหนี้เพิ่มทำให้อัตราหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น

แต่ในทางปฏิบัติ บริษัทไม่สามารถก่อหนี้เพิ่มได้เรื่อยๆ จนไม่มีขอบเขตเนื่องจากผลการศึกษาข้อที่ 5.1.1 เรื่องแนวคิดในการระดมทุน พบว่าบริษัทต่างๆ มักจะใช้เงินกู้ยืมสถาบันการเงินเป็นหลักทำให้บริษัทมีมุมมองการระดมทุนในลักษณะสินเชื่อโครงการ (Project Finance) และเนื่องด้วยพึ่งพาสถาบันการเงินทำให้ สถาบันการเงินมีส่วนในการกำหนดแหล่งเงินทุนของบริษัทด้วย เนื่องจากสถาบันการเงินมักกำหนดเงื่อนไขที่เข้มงวดเพื่อลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระ เช่น การควบคุมอัตราหนี้สินต่อทุน การให้กู้ยืมที่ดินเพียง 30.0% ของมูลค่าซื้อขายดังนั้นบริษัทออกทุนเอง 70.0% เป็นต้น กล่าวคือแม้บริษัทมองว่ายิ่งก่อหนี้ยิ่งดีเพราะต้นทุนถูก แต่ในทางปฏิบัติบริษัทไม่ได้เป็นผู้กำหนดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนเพียงฝ่ายเดียว สถาบันการเงินหรือผู้ให้กู้ยืมเงินจะควบคุมบริษัทไม่ให้มีอัตราหนี้สินต่อทุนมากเกินไปเนื่องจากป้องกันบริษัทจากความเสี่ยงในการล้มละลาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างของเงินทุนโดยคำนึงถึงผลกระทบของต้นทุนการล้มละลาย หรือ ทฤษฎีการหักล้าง (Trade-off Theory) ที่กล่าวว่าเมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้น ความน่าจะเป็นของการล้มละลายก็จะเพิ่มสูงขึ้น ย่อมทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นหรือต้องการควบคุมระดับการก่อหนี้ที่จุดเหมาะสมนั่นเอง

ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนที่หลากหลายแหล่งโดยรักษาสัดส่วนหนี้สินกับส่วนของเจ้าของให้เหมาะสม ไม่ให้สัดส่วนของหนี้สินหรือส่วนของเจ้าของมากเกินไป

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

## 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์

จากสรุปผลการศึกษาข้อที่ 5.1.6 เรื่องต้นทุนของแหล่งเงินทุนพบว่าต้นทุนส่วนของเจ้าของสูงกว่าต้นทุนของส่วนของหนี้สิน ดังนั้นเมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนใน ตลท. สัดส่วนของส่วนของเจ้าของจะเพิ่มสูงขึ้นทำให้ WACC สูงขึ้นด้วย บริษัทควรลด WACC ลงโดยการเพิ่มสัดส่วนของหนี้สินเพิ่มขึ้น เช่น การกู้ยืมเงินสถาบันการเงิน ออกหุ้นกู้ เป็นต้น นอกจากนี้เมื่อบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลท. แล้วบริษัทมีความน่าเชื่อถือ ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนดังกล่าวได้ง่ายขึ้น

## 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยถัดไป

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาแหล่งเงินทุนเพื่อใช้พัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลท. เหตุที่ศึกษาบริษัทที่เข้าจดทะเบียนในตลท. เนื่องจากสามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลได้ง่าย

อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยพบว่านอกเหนือจากบริษัทมหาชนจดทะเบียนยังมีบริษัทจำกัดหลายบริษัทที่พัฒนาโครงการขนาดใหญ่ ซึ่งน่าสนใจในการศึกษาแนวทางการระดมทุนของบริษัทจำกัดเหล่านั้น แต่เนื่องด้วยข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลจึงไม่ได้ศึกษาบริษัทจำกัด ดังนั้นหากมีโอกาสผู้สนใจศึกษาเพิ่มเติมและสามารถเข้าถึงข้อมูลได้ ผู้วิจัยมองว่าน่าจะเป็นเรื่องที่น่าสนใจในการศึกษาเรื่องแหล่งเงินทุนของบริษัทจำกัด

นอกจากนี้ ปัจจุบัน ตลาดเงินและตลาดทุนมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ทำให้ผู้ประกอบการมีทางเลือกอื่นๆ อีก นอกเหนือจากแหล่งเงินทุนข้างต้น เช่น การออกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ หรือทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust) ซึ่งผู้วิจัยมองว่าเป็นเรื่องที่น่าสนใจในการศึกษา

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# รายการอ้างอิง


CFA Jot K. Yau, Thomas Schneeweis, CFA Thomas R. Robinson, และ CFA, Lisa R. Weiss. (2013). Alternative Investment Portfolio Management. USA: CFA institute.

Oracle Corporation. (2008). Asset Liability Management: An Overview. USA : Oracle.

บริษัท แกรนท์ ธอนตัน เซอร์วิสเซส จำกัด. (2557). รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ รายการได้มาซึ่งสินทรัพย์. กรุงเทพฯ: บริษัท เพซ ดีเวลลอปเมนท์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ("PACE").

บริษัท ที่ปรึกษา เอเซีย พลัส จำกัด. (2557). รายงานความเห็นของที่ปรึกษาทางการเงินอิสระเกี่ยวกับการได้มาซึ่งสินทรัพย์จากการลงทุนในโครงการซุปเปอร์ทาวเวอร์. กรุงเทพฯ: บริษัท แกรนด์ คาแนล แลนด์ จำกัด (มหาชน) (“GLAND”).

บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน). แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1).

บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน). แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1).

บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน). แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1).

บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน).แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1).

บริษัท แอดไวเซอรี่ พลัส จำกัด. (2557). รายงานความเห็นที่ปรึกษาทางการเงินอิสระต่อรายการที่เกี่ยวโยงกันจากการซื้อที่ดิน. กรุงเทพฯ: บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน).

ปรารถนา วัฒนวงศ์. (21 มีนาคม 2559). บทสัมภาษณ์. กรุงเทพฯ: บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน).

ปัญญา ศรีรทัต. (23 มีนาคม 2559). บทสัมภาษณ์. กรุงเทพฯ: บริษัท เสนาดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน).

ฝ่ายวิจัยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). เรื่อง พัฒนาการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นับตั้งแต่เริ่มการซื้อขาย (ปี 2518-2557). กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

พัลลภ กฤตยานวัช. (2558). การพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ตามปฏิญญาสากลการพัฒนาที่ยั่งยืน Agenda 21. งานสัมมนา. กรุงเทพฯ: ภาควิชาเคหการ คณะสภาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์. (2558). เอกสารประกอบวิชาเศรษฐศาสตร์และการเงินด้านการพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์. จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

มยุรศักดิ์ นันทพงษ์. (2555). การวิเคราะห์อัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง การประเมินราคาหุ้นและการจัดพอร์ตการลงทุน ในหุ้นกลุ่มพลังงาน โดยวิธี CAPM. กรุงเทพฯ, ประเทศไทย: มหาวิทยาลัยหอการค้า.

วิศรุต ปัญญาภิญโญผล. (2558). การพิจารณา Project Finance มุมมองสถาบันการเงิน. กรุงเทพฯ: ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน).

ศักดา หงส์ทอง และ อรทัย วานิชดี สุดาทิพย์ ตันตินิกุลชัย. (2545-2547). ธุรกิจทั่วไป. ประสารมิตร. กรุงเทพฯ: บริษัท สำนักพิมพ์เอมพันธ์ จำกัด.

ศุภลักษณ์ ยงเจริญ. (22 มีนาคม 2559). บทสัมภาษณ์ . กรุงเทพฯ: บริษัท พฤกษา เรียลเอสเตท จำกัด (มหาชน).

โศภิษฐ์ ภักดียิ่งยง. (2553). ต้นทุนเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของและนโยบายการรับรู้รายได้:อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์. กรุงเทพมหานคร, กรุงเทพฯ, ไทย: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สถาบันกองทุนเพื่อพัฒนาตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2553). หนังสือการเงินธุรกิจ. กรุงเทพฯ: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).

สมศักดิ์ เธียรวิวัฒน์นุกูล. (2538). การศึกษาเรื่องบทบาทตลาดทุนต่อการลงทุนธุรกิจที่อยู่อาศัย. กรุงเทพฯ: บัณฑิตวิทยาลัย ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

สมาณ วงศ์จินดา. (28 มีนาคม 2559). บทสัมภาษณ์ . กรุงเทพฯ: บริษัท ปริญสิริ จำกัด (มหาชน) .

สันติ กีระนันทน์. (2546). ความรู้พื้นฐานการเงิน: หลักการ เหตุผล แนวคิด และการวิเคราะห์. กรุงเทพฯ, ไทย: บริษัท เฟื่องฟ้า พริ้นติ้ง จำกัด.

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. (15 กันยายน 2558). ภาพรวมเศรษฐกิจไทยปี 2540. http://www.nesdb.go.th/Default.aspx?tabid=218: [สืบค้นข้อมูลออนไลน์].

สุเทพ พานิชกุล. (2539). แหล่งเงินทุนของธุรกิจก่อสร้างในจังหวัดเชียงใหม่. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

อัศนัย ธุรวติกุล. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างคณะกรรมการบริหารบริษัทกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

อำนาจ แดงเรือ. (2539). การศึกษาแหล่งเงินทุนและตลาดสินเชื่อของอุตสาหกรรมขนาดย่อมในจังหวัดเชียงใหม่. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
CHULALONGKORN UNIVERSITY

# รายการอ้างอิง



จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

# ภาคผนวก

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

**แบบสัมภาษณ์ บริษัทพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์**

**วิทยานิพนธ์เรื่องแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ช่วงก่อนและหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนหลังปี พ.ศ. 2540**

แบบสัมภาษณ์ฉบับนี้ใช้สำหรับการวิจัย มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการศึกษาวิทยานิพนธ์ของ นาย วรเดช สุฤชุกุล นิสิตระดับปริญญาโท สาขาการพัฒนาที่อยู่อาศัยและอสังหาริมทรัพย์ ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ชื่อบริษัท_____

ผู้ให้สัมภาษณ์_____

ตำแหน่ง_____

สัมภาษณ์วันที่ _____ เริ่มเวลา _____ น. .

**คำถามในการสัมภาษณ์**

<u>แหล่งทุนช่วงก่อนเข้า</u>จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

1. ท่านมีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์อย่างไร

   _____

   _____

   _____

2. ท่านคิดว่ามีปัจจัยใดบ้างที่นำมาใช้ในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ เช่น ลักษณะโครงการ ต้นทุนทางการเงิน เป็นต้น

   _____

   _____

   _____

3. ท่านมีแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กี่ประเภทมีลักษณะอย่างไร เหตุผลที่เลือกใช้แหล่งเงินทุนดังกล่าว

   _____

   _____

   _____

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

4. ท่านมีเหตุผลในการนำบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อย่างไร ข้อดี ข้อจำกัด ปัญหาและอุปสรรค และมีผลกระทบต่อการหาแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์อย่างไร

_____

_____

_____

5. ท่านมีความเห็นเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนประเภทต่างๆ ที่ใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ (ดังตารางข้างล่าง) มี ข้อดี ข้อจำกัด ต่อการเป็นแหล่งทุนของโครงการอย่างไร

| แหล่งเงินทุน | ข้อดี | ข้อจำกัด |
|---|---|---|
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – ตั๋วสัญญาใช้เงิน | | |
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – เงินกู้ยืม | | |
| หุ้นกู้ | | |
| ส่วนของเจ้าของ | | |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | | |
|---|---|---|
| หนี้สิน บุคคล กิจการที่เกี่ยวข้อง | | |

<u>แหล่งทุนช่วงหลังเข้า</u>จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

1. ท่านมีแนวคิดในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์อย่างไร

   _____

   _____

   _____

2. ท่านคิดว่ามีปัจจัยใดบ้างที่นำมาใช้ในการเลือกแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ เช่น ลักษณะโครงการ ต้นทุนทางการเงิน เป็นต้น

   _____

   _____

   _____

3. ท่านมีแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ของบริษัทช่วงหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กี่ประเภทและลักษณะอย่างไร เหตุผลที่เลือกใช้แหล่งเงินทุนดังกล่าว

   _____

   _____

   _____

4. ท่านมีความเห็นเกี่ยวกับแหล่งเงินทุนประเภทต่างๆ ที่ใช้ในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ (ดังตารางข้างล่าง) มี ข้อดี ข้อจำกัด ต่อการเป็นแหล่งทุนของโครงการอย่างไร

| | ข้อดี | ข้อจำกัด |
|---|---|---|
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – ตั๋วสัญญาใช้เงิน | | |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

| | | |
|---|---|---|
| เงินกู้ยืมสถาบันการเงิน – เงินกู้ยืม | | |
| หุ้นกู้ | | |
| ส่วนของเจ้าของ | | |
| หนี้สิน บุคคล กิจการที่เกี่ยวข้อง | | |

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

<u>แหล่งทุนในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ในอนาคต</u>

1. จากแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ในปัจจุบัน ท่านมีความคิดที่จะเปลี่ยนแปลงการใช้แหล่งเงินทุนในการพัฒนาโครงการหรือไม่ อย่างไร และจะส่งผลต่อบริษัทอย่างไร

   _____

   _____

   _____

2. ท่านคิดว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ทำให้ต้องเปลี่ยนแปลงแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ในอนาคต

_____

_____

_____

จบการสัมภาษณ์เวลา _____ น.

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่งในความอนุเคราะห์ของท่าน ที่สละเวลาให้ความร่วมมือครั้งนี้

# ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นาย วรเดช สุฤชุกุล เกิดเมื่อวันที่ 2 กันยายน 2521 ที่จังหวัดกรุงเทพฯ สำเร็จการศึกษาปริญญาตรี บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ ในปีการศึกษา 2545 และปริญญาตรี นิติศาสตร์บัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปีการศึกษา 2551 นอกจากนี้ยังศึกษาเพิ่มเติมระดับปริญญาโท บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (นิด้า) ในปีการศึกษา 2547 ประสบการณ์ในการทำงานอยู่ในแวดวงตลาดเงินตลาดทุนมาโดยตลอด ในปี 2551-2554 ทำงานในฝ่ายที่ปรึกษาทางการเงิน สายงานวาณิชธนกิจ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา ต่อมา ในปี 2554-2557 ย้ายมาทำงานด้านบริหารกองทุนในตำแหน่ง ผู้จัดการกองทุน บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) ปัจจุบันทำงานในตำแหน่งผู้จัดการกองทุน บริษัทหลักทรัพย์ คันทรี่ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
Chulalongkorn University