



บทที่ 1

บทนำ

1.1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการบริหารการเงินนั้น การพิจารณาถึงโครงสร้างของทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) ระหว่างหุ้นกู้และหุ้นสามัญ (Bond and Equity) จึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่ถูกบริษัทให้ความสำคัญ เพราะการมีโครงสร้างของทุนที่เหมาะสม จะทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด (Maximum Value) ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักของบริษัท

และนอกจากนั้นการได้มาของเงินทุน (Source of Fund) ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด โดยทั่วไปแหล่งที่มาของทุนนั้นพบได้กว้าง ๆ ดังนี้

1). จากแหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ได้แก่ เงินที่ได้จากกำไรสุทธิ และกำไรสะสมของบริษัทเอง

2). จากแหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) ซึ่งพบว่าการได้มาของเงินมีอยู่ 2 วิธี คือ

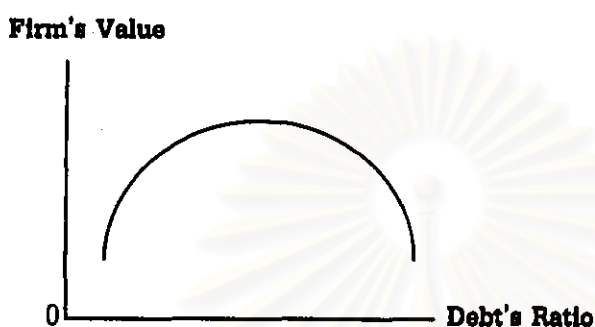
2.1). จากการออกขายหุ้นกู้ (Bond)

2.2). จากการออกขายหุ้นสามัญ (Equity)

ซึ่งพบว่า การได้มาของเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกนั้นจะมีต้นทุนของเงินทุน (Cost of Fund) สูงกว่าเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน เพราะวานิชธนาคารจะมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น และพบว่า การออกขายหุ้นกู้จะมีต้นทุนของเงินทุนน้อยกว่า การออกขายหุ้นสามัญ เพราะการออกหุ้นกู้จะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้นมากกว่าการออกหุ้นสามัญ โดยพิจารณาจาก ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE : Return on Equity) อีกทั้งดอกเบี้ยจ่ายยังสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายได้เต็มจำนวนเพื่อช่วยลดหย่อนภาษี ซึ่งต่างจากการออกหุ้นซึ่งต้องให้ผลตอบแทนต่อผู้ลงทุนในรูปของเงินปันผลซึ่งไม่สามารถนำไปหักลดหย่อนภาษีของบริษัทได้ และการออกขายหุ้นก็ยังทำให้ผู้ถือหุ้นไม่สูญเสียอำนาจในความเป็นเจ้าของกิจการให้กับคนอื่น หรือต้องแบ่งผลตอบแทนต่อหุ้นให้กับผู้ถือหุ้นทำให้กำไรต่อหุ้นของผู้ถือหุ้นสามัญลดลง (Dilution Effect) และนอกจากนั้นการออกขายหุ้นก็ยังช่วยผู้ถือหุ้นสามัญ ในการกดดันผู้บริหารของบริษัทพยายามทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้นอีกด้วย

แต่อย่างไรก็ดี หากบริษัทมีการออกจำหน่ายหุ้นกู้ปริมาณมากเกินไป ก็จะทำให้บริษัทต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยที่สูงเกินไป เป็นผลให้เกิดความเสี่ยงในการไม่สามารถชำระหนี้ได้ทั้งดอกเบี้ยและเงินต้น (Default Risk) และอาจจะเป็นผลให้บริษัทถึงกับต้องล้มละลายได้ในที่สุด

กราฟรูปที่ 1.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง มูลค่าของบริษัท และสัดส่วนของหนี้สิน



นอกจากโครงสร้างของทุนที่เหมาะสมแล้ว อายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่เหมาะสม (Optimal Debt Maturity) ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด เพราะบริษัทต้องพิจารณาว่าบริษัทควรที่จะออกหุ้นกู้ระยะยาวหรือหุ้นกู้ระยะสั้นจึงจะมีผลทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด โดยสามารถพิจารณาได้จากทฤษฎีต่อไปนี้

- 1). The Contracting-Cost Hypotheses
- 2). The Signaling Hypotheses
- 3). The Tax Hypotheses

และตลาดหุ้นกู้ของประเทศไทยเป็นตลาดที่เพิ่งจะเกิดใหม่ (Emerging Bond Market) ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจว่า โครงสร้างของอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ของประเทศไทยมีลักษณะอย่างไร ปัจจัยกำหนดเหล่านี้เป็นปัจจัยกำหนดที่มีความสำคัญมากน้อยเพียงใด และมีผลกระทบต่ออายุครบกำหนดของหุ้นกู้ในทิศทางใด เพื่อให้บริษัทสามารถบรรลุวัตถุประสงค์หลักในการทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด

1.2. วัตถุประสงค์ของการทำวิทยานิพนธ์

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดอายุของหุ้นกู้ในเชิงประจักษ์ (Empirical Study) ว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใด และในระบบเศรษฐกิจไทยสามารถอธิบายได้อย่างไร

- 1). เพื่อศึกษาอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยว่า ปัจจุบันมีลักษณะอย่างไร
- 2). เพื่อพิสูจน์ข้อสงสัยในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย ที่ว่าตัวแปรอิสระ สัดส่วนของมูลค่าทรัพย์สินตามราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของทรัพย์สิน (Market-to-book Ratio), ขนาดของบริษัท (Firm Size), ความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ (Regulation), คุณภาพของบริษัท (Firm Quality), อันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ (Credit Rating), และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Yield Spread) เป็นปัจจัยที่กำหนด อายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชนหรือไม่ มากน้อยเพียงใด

1.3. ขอบเขตของการทำวิทยานิพนธ์

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออายุในการออกหุ้นกู้ของบริษัทเอกชน (Corporate Debenture) โดยจะทำการศึกษาหุ้นกู้ ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน (Debenture) ของบริษัทมหาชนที่ทำการขายผ่านชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealer Club) ซึ่งได้มีการซื้อขายกันอยู่ 97 หุ้นกู้ (ซึ่งต้องเป็นบริษัทมหาชนก่อนที่จะออกขายหุ้นกู้) ตั้งแต่วันที่ 21 ธันวาคม 1992 ซึ่งเป็นวันแรกที่หุ้นกู้ของบริษัทเงินทุนแห่งประเทศไทยออกขายหุ้นกู้ผ่านชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ ถึงวันที่ 21 ตุลาคม 1996

1.4. วิธีการวิจัย

1.4.1. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาเรื่องปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ เป็นแบบ พรรณนาโวหาร และใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ (Econometric Model) เข้ามาทำการวิเคราะห์ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-section Data) แบบจำลองที่นำมาใช้ในการศึกษาปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่ขายผ่าน ชมรมผู้ค้าหุ้นกู้ (Bond Dealer Club) ตั้งแต่วันที่ 21 ธันวาคม 1992 ถึงวันที่ 21 ตุลาคม 1996 โดยใช้การทดสอบวิธีกำลังสองน้อยที่สุด OLS (Ordinary Least Square) เป็นการวิเคราะห์ที่อิงจากการศึกษาของ Michael J. Barclay และ Clifford W. Smith, Jr. ในปี ค.ศ. 1995 และปรับเปลี่ยน/เพิ่มเติมตัวแปรบางตัวให้เหมาะสมกับการวิเคราะห์ในการวิจัยนี้

จากการสัมภาษณ์ ฝ่ายวาณิชธนกิจของบริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์พบว่า โดยทั่วไปแล้ว ระยะเวลาที่บริษัทมาขอให้ ฝ่ายวาณิชธนกิจของบริษัทเป็นที่ปรึกษาในการออกหุ้นกู้ในตลาด จนกระทั่งสามารถออกขายในตลาดแรกได้นั้น (ทั้งนี้เนื่องจากว่า ในบริษัทผู้ออกหุ้นกู้แต่ละ

บริษัทมีความพร้อมในการเสนอข้อมูลไม่เท่ากัน ดังนั้นเราจึงไม่รวมระยะเวลาในการเตรียมข้อมูลต่าง ๆ และขอเสนอเพียงระยะเวลาของกระบวนการออกหุ้นกู้ โดยฝ่ายวาณิชธนกิจเท่านั้น) ซึ่งโดยเฉลี่ยแล้วหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อประชาชนทั่วไป (PO) นั้น จะใช้ระยะเวลาประมาณ 4 เดือน และหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะราย (PP) จะใช้ระยะเวลาประมาณ 2 เดือน

ตามทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis จะใช้ตัวแปรมูลค่าตลาดของทรัพย์สินรวมของบริษัทเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของทรัพย์สินรวมของบริษัท (Market-to-book Ratio) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการได้ผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท (Investment Opportunity Set) ใช้มูลค่าทรัพย์สินตามบัญชีเป็นตัวกำหนดขนาดของบริษัท (Firm's Size) และใช้ตัวแปรหุ้นของบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ (Regulation Dummy) เป็นตัวบอกความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ซึ่งตัวแปรเหล่านี้จะเป็นตัวแปรที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชนตามทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis ที่ใช้การจับคู่กระแสเงินสด (Cash Flow Matching) ซึ่งกล่าวว่าการได้มาของกระแสเงินสดควรที่จะเกิดขึ้นพร้อมกับการใช้ไปของกระแสเงินสดเพื่อลดต้นทุนของการบริหารเงิน และลดอุปสรรคในการบริหารเงินของบริษัท (Financial Distress) ทำให้บริษัทที่มีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเร็วก็จะออกหุ้นกู้ระยะสั้น ส่วนบริษัทที่มีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนช้าก็จะทำการออกหุ้นกู้ระยะยาว

บริษัทที่มีขนาดเล็กและมีความเสี่ยงสูงจะได้รับผลประโยชน์จากการออกหุ้นกู้ระยะสั้นด้วยวิธีการจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะราย (Private Placement) จะมีต้นทุนในการออกหุ้นกู้ระยะสั้นถูกกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาว และบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีความเสี่ยงต่ำจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดจากการออกหุ้นกู้ระยะยาว โดยวิธีการจำหน่ายหุ้นสู่สาธารณชน (Public Offering)

และในขณะเดียวกันบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจก็จะออกหุ้นกู้ระยะยาวเนื่องจาก โครงการลงทุนของบริษัทเหล่านี้ เป็นโครงการระยะยาวและการได้รับผลตอบแทนคืนจากการลงทุนก็นานด้วย (Payback Period)

ในทฤษฎี The Signalling Hypothesis ตัวแปรที่ใช้ในการพิสูจน์คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญในอดีต 3 ปี และอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ ซึ่งตามทฤษฎีได้กล่าวไว้ว่า ในตลาดที่ไม่สามารถแบ่งแยกคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้บริษัทคุณภาพดี ถูกประเมินมูลค่าให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท และบริษัทคุณภาพไม่ดีก็就会被ประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท และเมื่อบริษัทต้องการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นกู้ ก็จะทำให้บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงฉวยโอกาสในการ

ออกหุ้นกู้ระยะยาว เพราะจะได้รับประโยชน์จากการประเมินมูลค่าผิดของตลาดไปนาน ๆ แต่บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็จะออกหุ้นกู้ระยะสั้นเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการสูญเสียประโยชน์จากการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดของตลาดมากเกินไป

สำหรับตัวแปรอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ก็เป็นตัวแปรที่บอกถึง คุณภาพของหุ้นกู้และบริษัทด้วย ซึ่งตามทฤษฎี The Signalling Hypothesis ซึ่งพบว่า หุ้นกู้ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือในระดับที่สูง ๆ จะออกหุ้นกู้ระยะสั้น เพราะทางบริษัทไม่ต้องรับความเสี่ยงในเรื่องการขาดสภาพคล่องของการกู้ยืมเงินครั้งใหม่ และบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับรองลงมาจะออกหุ้นกู้ระยะยาวเพื่อลดความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง แต่สำหรับบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำมาก ๆ ก็จะถูกกีดกันออกสู่ตลาดหุ้นกู้ระยะยาว (Adverse Selection) จึงทำให้บริษัทต้องออกหุ้นกู้ระยะสั้น หรือกู้เงินระยะสั้นจากธนาคาร

ส่วนตัวแปรส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Yield Spread of Interest Rate) เป็นตัวแปรที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชน ตามทฤษฎี Tax Hypothesis ที่กล่าวว่า เมื่อส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเป็นบวกบริษัทจะสามารถได้ประโยชน์จาก การประหยัดจากภาษีของหุ้นกู้ระยะยาว มากกว่าการประหยัดจากภาษีของหุ้นกู้ระยะสั้น เพราะดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะยาวจะสูงกว่าหุ้นกู้ระยะสั้นในช่วงปีแรก ๆ และในทางกลับกัน ดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะสั้นในบิตหลัง ๆ จะสูงกว่าหุ้นกู้ระยะยาว แต่อย่างไรก็ดีเนื่องจากความไม่แน่นอนในตลาดจะมีสูงขึ้นตามระยะเวลาทำให้บริษัทต่าง ๆ เลือกรับออกหุ้นกู้ระยะยาว เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้น และเมื่อส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเป็นลบ บริษัทก็จะสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทด้วยการออกหุ้นกู้ระยะสั้น

1.4.2. วิธีการศึกษา

1.4.2.1. วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นข้อมูลที่ค้นคว้าและเก็บรวบรวมจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชน ซึ่งได้รวบรวมไว้ในรูปสถิติตัวเลขเนื้อหาเชิงพรรณนาที่ได้พิมพ์ออกเผยแพร่แล้ว เช่น หอสมุดจุฬาลงกรณ์ มหาวิทยาลัย, หอสมุดมหาวิทยาลัย ธรรมศาสตร์, ห้องสมุดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, บริษัทวาณิชธนกิจต่าง ๆ ฯลฯ โดยตัวอย่างที่ทำการศึกษาได้มาจาก หุ้นกู้เอกชนที่ทำการซื้อขายผ่าน ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealer Club) มีทั้งหมด 97 ตราสาร

1.4.2.2 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

- 1). การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis) เป็นการวิเคราะห์โดยศึกษาจากลักษณะข้อมูลของตัวแปรที่ได้ทำการเก็บรวบรวมไว้
- 2). การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Qualitative Analysis) เป็นการวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ โดยพิจารณาตามแบบจำลองที่กล่าวข้างต้น

1.5. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อศึกษา รูปแบบความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดอายุของหุ้นกู้ในเชิงประจักษ์ ว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใด และในระบบเศรษฐกิจไทยสามารถอธิบายได้อย่างไร ซึ่งจะเป็นประโยชน์แก่เหล่าวณิชชานการ (Investment Banker) ผู้เป็นที่ปรึกษาของบริษัทที่ต้องการออกหุ้นกู้ และให้คำแนะนำที่ดีที่สุดเพื่อให้บริษัทสามารถออกหุ้นกู้ที่มีความเหมาะสมกับบริษัทมากที่สุด รวมทั้งยังสามารถทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุดด้วย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย