

## บทที่ 5

### สรุปและข้อเสนอแนะ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อ เพื่อศึกษารูปแบบความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดอายุของหุ้นกู้ในเชิงประจักษ์ (Empirical Study) ว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางใด และในระบบเศรษฐกิจไทยสามารถอธิบายได้อย่างไร

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

โดยทำการวิจัยเรื่องปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดในการออกหุ้นกู้เอกชน ในตลาดตราหนี้ประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 21 ธันวาคม 1992 จนถึงวันที่ 21 ตุลาคม 1996 จำนวน 97 ตราสาร ตามทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis เป็นการวิเคราะห์ที่อิงจากการศึกษาของ Michael J. Barclay และ Clifford W. Smith, Jr. ในปี ค.ศ. 1995 และปรับเปลี่ยน/เพิ่มเติมตัวแปรบางตัว ให้เหมาะสมกับการวิเคราะห์ในการวิจัยนี้

ทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis จะใช้ตัวแปรมูลค่าตลาดของทรัพย์สินรวมของบริษัทเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของทรัพย์สินรวมของบริษัท (Market-to-book Ratio) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้วัดโอกาสในการได้ผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัท (Investment Opportunity Set) ใช้มูลค่าทรัพย์สินตามบัญชีเป็นตัวกำหนดขนาดของบริษัท (Firm's Size) และใช้ตัวแปรหุ้นของบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ (Regulated Dummy) เป็นตัวบอกความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ซึ่งตัวแปรเหล่านี้จะเป็นตัวแปรที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชนตามทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis ที่ใช้การจับคู่กระแสเงินสด (Cash Flow Matching) ซึ่งกล่าวว่าการได้มาของกระแสเงินสดควรที่จะเกิดขึ้นพร้อมกับการใช้ไปของกระแสเงินสด เพื่อลดต้นทุนของการบริหารเงิน และลดความเสี่ยงในการบริหารสภาพคล่องของบริษัท (Financial Distress) ทำให้บริษัท

ที่มีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเร็วก็จะออกหุ้นกู้ระยะสั้น ส่วนบริษัทที่มีโอกาสในการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนช้าก็จะทำการออกหุ้นกู้ระยะยาว

บริษัทที่มีขนาดเล็กและมีความเสี่ยงสูงจะได้รับผลประโยชน์จากการออกหุ้นกู้ระยะสั้นด้วยวิธีการจำหน่ายโดยตรงต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (Private Placement) จะมีต้นทุนในการออกหุ้นกู้ระยะสั้นสูงกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาว และบริษัทที่มีขนาดใหญ่และมีความเสี่ยงต่ำจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดจากการออกหุ้นกู้ระยะยาว โดยวิธีการจำหน่ายหุ้นกู้สู่สาธารณชน (Public Offering)

และในขณะเดียวกันบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจก็จะออกหุ้นกู้ระยะยาว เนื่องจาก โครงการลงทุนของบริษัทเหล่านี้ เป็นโครงการลงทุนระยะยาว และมีระยะเวลาคืนทุนนานอีกด้วย (Payback Period)

ในทฤษฎี The Signalling Hypothesis ตัวแปรที่ใช้ในการพิสูจน์คือ ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นสามัญในอดีต 3 ปี และอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ ซึ่งตามทฤษฎีได้กล่าวไว้ว่า ในตลาดที่ไม่สามารถแบ่งแยกคุณภาพของบริษัทได้ ทำให้บริษัทคุณภาพดี ถูกประเมินมูลค่าให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท และบริษัทคุณภาพไม่ดีก็จะถูกประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงของบริษัท และเมื่อบริษัทต้องการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นกู้ ก็จะทำให้บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงฉวยโอกาสในการออกหุ้นกู้ระยะยาว เพราะจะได้รับประโยชน์จากการประเมินมูลค่าผิดของตลาดไปนาน ๆ แต่บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็จะออกหุ้นกู้ระยะสั้นเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการสูญเสียประโยชน์จากการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดของตลาดมากเกินไป

สำหรับตัวแปรอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ก็เป็นตัวแปรที่บอกถึง คุณภาพของหุ้นกู้และบริษัทด้วย ซึ่งตามทฤษฎี The Signalling Hypothesis สรุปว่า บริษัทที่มีผลประกอบการดี น่าจะออกหุ้นกู้ระยะสั้น และบริษัทที่มีผลประกอบการไม่ดี ก็น่าจะออกหุ้นกู้ระยะยาว ซึ่งอาจจะแสดงในรูปของอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ โดยหุ้นกู้ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือในระดับที่สูง ๆ จะออกหุ้นกู้ระยะสั้น เพราะทางบริษัทได้รับความเสี่ยงในเรื่องการขาดสภาพคล่องของการกู้ยืมเงินครั้งใหม่ น้อยกว่าบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับรองลงมา ซึ่งจะออกหุ้นกู้ระยะยาวเพื่อลดความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่อง แต่สำหรับบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำมาก ๆ ก็จะถูกกีดกันออกจากตลาดหุ้นกู้ระยะยาว (Advered Selection) จึงทำให้บริษัทต้องกู้เงินระยะสั้นจากธนาคาร หรือออกหุ้นกู้ระยะสั้น หรือออกตราสารการค้าแทน (Comercial Paper)

ส่วนตัวแปรส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Yield Spread of Interest Rate) เป็นตัวแปรที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชน ตามทฤษฎี Tax Hypothesis (ดูรายละเอียดได้จากบทที่ 2) ที่กล่าวว่า เมื่อส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเป็นบวกบริษัทจะสามารถได้ประโยชน์ในการเพิ่มมูลค่าของบริษัท จากการประหยัดจากภาษีของหุ้นกู้ระยะยาว มากกว่าการประหยัดจากภาษีของหุ้นกู้ระยะสั้น เพราะดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะยาวจะสูงกว่าหุ้นกู้ระยะสั้นในช่วงปีแรก ๆ และในทางกลับกัน ดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะสั้นในปีหลัง ๆ จะสูงกว่าหุ้นกู้ระยะยาว แต่อย่างไรก็ดีเนื่องจากการลดลงของมูลค่าของเงินเมื่อระยะเวลาผ่านไป (จากแนวคิดเรื่อง Time Value of Money) และความไม่แน่นอนในตลาดจะมีสูงขึ้นตามระยะเวลาทำให้บริษัทต่าง ๆ เลือกการออกหุ้นกู้ระยะยาว เพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทให้สูงขึ้น และเมื่อส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเป็นลบ บริษัทก็จะสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทด้วยการออกหุ้นกู้ระยะสั้น

## 5.1. สรุปผลการวิจัย

5.1.1. แม้ว่าตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนจะอยู่ในช่วงเริ่มต้น แต่ก็พบว่ามียอดการเจริญเติบโตที่สูงที่สุด (ดูตารางที่ 3.1) ในตลาดตราสารหนี้ จากการวิจัยพบว่า ตั้งแต่วันที่ 21 ธันวาคม 1992 จนถึงวันที่ 21 ตุลาคม 1996 มีจำนวนหุ้นกู้เอกชนทั้งหมดในตลาดตราสารหนี้ 97 ตราสาร ซึ่งส่วนใหญ่เป็นตราสารที่ออกสู่ตลาดตราสารหนี้ในปี ค.ศ. 1994 และส่วนใหญ่เป็นหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายแก่ผู้ลงทุนเฉพาะราย (Private Placement) จำนวน 78 ตราสาร และเป็นหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายสู่สาธารณะชน (Public Offering) 19 ตราสาร เป็นหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวแบบคงที่ 82 ตราสารและเป็นหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวแบบลอยตัว 15 ตราสาร ซึ่งพบว่าประมาณ 75% ของหุ้นกู้เอกชนทั้งหมดในตลาด เป็นหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนด 3 ปี 5 ปี และ 7 ปี โดยจะเห็นได้ว่าหุ้นกู้เอกชนจำนวน 42 ตราสารเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนด 5 ปี

และพบว่าหุ้นกู้เอกชนที่ออกสู่ตลาดตราสารหนี้ เป็นหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทต่าง ๆ โดยสามารถจำแนกออกได้ตามอุตสาหกรรมต่าง ๆ 18 อุตสาหกรรม (ดูตารางที่ 3.5) ซึ่งพบว่าหุ้นกู้ของกลุ่มธนาคารเป็นกลุ่มที่มีการออกหุ้นกู้สู่ตลาดตราสารหนี้มากที่สุด หุ้นกู้ของกลุ่มพลังงานเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดเฉลี่ยสูงที่สุด (ดูตารางที่ 3.6) เนื่องจาก การระดมทุนของหุ้นกู้ในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน นำไปลงทุนในโครงการระยะยาวที่มีระยะเวลาคืนทุนนาน จึงทำให้เขาออกหุ้นกู้ระยะยาว

และพบว่ามีหุ้นกู้ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจำนวน 39 ตราสาร นอกนั้นเป็นหุ้นกู้ที่ไม่ได้มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือจำนวน 58 ตราสาร (ดูตารางที่ 3.7) ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ ตั้งแต่ระดับ AA+ จนถึงระดับ BB+ (9 ระดับ) และพบว่าหุ้นกู้ที่ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือระดับ AA+ และ BBB มีจำนวนมากที่สุด (10 ตราสาร) โดยจะสังเกตได้ว่า มีหุ้นกู้ที่

ประกาศอันดับความน่าเชื่อถือสูง ๆ จะออกหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดยาวกว่า หุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า

5.1.2. ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Study) ที่ได้ ในการพิสูจน์ข้อสงสัยในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยว่า การกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ ภายใต้ทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis โดยใช้ตัวแปร สัดส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market-to-book Ratio), ขนาดของบริษัท (Firm's Size), ความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ (Regulated), คุณภาพของบริษัท (Firm's Quality) และ ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Yield Spread)

เมื่อสมมติว่า หุ้นกู้ที่ไม่ได้มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ เป็นหุ้นกู้ของบริษัทที่มีคุณภาพต่ำกว่าบริษัทที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ (สมการถดถอยที่ 1 และ 3) พบว่า ปัจจัยที่สามารถกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติก็คือ ขนาดของบริษัท (Firm's Size) โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีที่เราได้ทำการคาดการณ์ไว้ในตอนต้น คือ บริษัทขนาดใหญ่มักจะออกหุ้นกู้ระยะยาว

และเมื่อทำการวิจัยเฉพาะหุ้นกู้ที่มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือ กลับพบว่า ไม่มีตัวแปรอิสระตัวใดที่สามารถอธิบายอายุครบกำหนดในการออกหุ้นกู้เอกชนได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

## 5.2. ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป

การทำวิทยานิพนธ์เรื่องนี้นอกจากจะบอกถึงลักษณะของอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ประเทศไทยแล้ว ก็ยังทำการพิสูจน์ว่าปัจจัยบางตัวที่ใช้ในการกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis เป็นปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ได้มากน้อยเพียงใดในประเทศไทย ซึ่งจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ บริษัทผู้ที่ต้องการจะออกหุ้นกู้ และบริษัทพาณิชย์ชนิดต่าง ๆ ที่ทำหน้าที่ในการให้คำปรึกษาบริษัทที่ต้องการออกหุ้นกู้ เพื่อให้ได้อายุครบกำหนดที่เหมาะสมในการทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุด ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักของหลาย ๆ กิจการ และเป็นการพัฒนาการบริหารการเงินของบริษัทต่าง ๆ ที่ใช้ทางเลือกใหม่ ๆ ในการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ นอกเหนือจากการระดมทุนด้วยการเพิ่มทุน และการกู้ยืมเงินธนาคาร อีกทั้งยังเป็นการพัฒนาให้การออกตราสารหนี้โดยเฉพาะหุ้นกู้เอกชนมีประสิทธิภาพ ในเรื่องการกำหนดอายุ

ครบกำหนดที่เหมาะสมกับมูลค่าของบริษัท เพื่อเป็นการพัฒนาให้ตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยมีหุ้นกู้ที่มีคุณภาพเป็นตราสารทางการเงินที่นำลงทุนของนักลงทุนนอกเหนือจากการลงทุนในรูปแบบอื่น ๆ

ในการวิเคราะห์เรื่องปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชนนั้น พบว่า ปัจจัยที่ควรพิจารณาในการกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ประเทศไทย ในครั้งต่อไปนั้นน่าจะพิจารณาได้จาก ขนาดของบริษัทที่ออกหุ้นกู้ ซึ่งจะพบว่า ขนาดของบริษัทที่ออกหุ้นกู้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอายุครบกำหนด หรือบริษัทขนาดใหญ่จะออกหุ้นกู้ระยะยาว

ส่วนปัจจัยที่ไม่น่าจะนำมาพิจารณาภายหลังอีก ก็คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ณ อายุครบกำหนด 7 ปี และ 6 เดือน ซึ่งพบว่า ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงดังกล่าวเป็นข้อมูลที่ไม่เหมาะสมในการกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ เพราะข้อมูลที่เกิดขึ้นพบแต่ข้อมูลส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่เป็นบวกเท่านั้น และยังมีความสัมพันธ์กันเองกับตัวแปรอื่น ๆ สูงอีกด้วย

ส่วนปัจจัยอื่น ๆ เป็นต้นว่า มูลค่าตลาดของสินทรัพย์เทียบกับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Market-to-book Ratio), ความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ, (Regulated Firm), ผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอดีต (Past's stock return), และอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ (Credit Rating) จริง ๆ แล้วเป็นปัจจัยที่น่าจะมีผลต่อการกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ แต่เนื่องจากหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยนั้นยังมีจำนวนน้อยอยู่ และประกอบกับอายุครบกำหนดก็มักจะกระจุกตัวอยู่ ณ 3 ปี 5 ปี และ 7 ปี (ซึ่งที่เป็นเช่นนี้ก็เพราะ อายุครบกำหนดเหล่านี้ เป็นอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่มีมากที่สุด และเป็นหุ้นกู้ที่มีการซื้อขายกันบ่อยในตลาดรอง เหมือนในกรณีตลาดตราสารหนี้ของอเมริกา ทำให้ผู้ออกหุ้นกู้นิยมที่จะออกหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดดังกล่าว ประกอบกับ หุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดเหล่านี้เป็นหุ้นกู้ที่นิยมนำมาใช้ SWAP อัตราดอกเบี้ยในตลาดตราสารหนี้ต่างประเทศ และเพื่อเป็นการช่วยให้ผู้ลงทุนเห็นว่าหุ้นกู้ของบริษัทผู้ออกเป็นหุ้นกู้ที่มีสภาพคล่องจึงมักเลียนแบบอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่นิยมออกในตลาด) ดังนั้นหากตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทยมีหุ้นกู้จำนวนมากกว่านี้ มีอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่หลากหลายมากกว่านี้ มีบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลมากขึ้น มีการประกาศอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้มากขึ้น ตลอดจนมีการพัฒนาหาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงของประเทศไทยเพื่อที่จะคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในอนาคตได้อย่างมีประสิทธิภาพ ผู้ที่ต้องการออกหุ้นกู้ และบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินก็ย่อมที่จะเห็นว่า ปัจจัยเหล่านี้เป็นปัจจัยที่สำคัญในการการกำหนดอายุครบกำหนดของการออกหุ้นกู้เอกชนเพื่อที่จะทำให้มูลค่าของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีมูลค่าสูงที่สุด