

บทที่ 2

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์

จากแนวความคิดต่าง ๆ ในการหาอายุครบกำหนดที่เหมาะสมสำหรับหุ้นกู้เอกชน เพื่อประโยชน์ในการทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด สามารถพิจารณาตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องดังนี้

2.1. A Contracting-Cost Hypothesis

ในทฤษฎี A Contracting-Cost Hypothesis เป็นทฤษฎีที่พิจารณาว่า ระยะเวลาของการออกหุ้นกู้ของบริษัทจะเป็นอย่างไรจึงจะเหมาะสม และมีต้นทุนในการทำสัญญาการกู้เงินที่ต่ำที่สุด โดยพิจารณาจาก

- 1). โอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set.)
- 2). บริษัทมีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจหรือไม่ (Regulated Firm)
- 3). ขนาดของกิจการ (Firm Size)

2.1.1 โอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity Set.)

ในโครงการลงทุนแต่ละโครงการนั้นย่อมมีความขัดแย้งในเรื่องของผลประโยชน์เสมอไม่ว่าจะเป็นความขัดแย้งระหว่าง ผู้ถือหุ้นสามัญกับผู้บริหารของบริษัท โดยเฉพาะผู้บริหารที่ไม่ได้เป็นผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัท หรือระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญกับผู้ถือหุ้นกู้

เนื่องจากการลงทุน ผู้ถือหุ้นสามัญต้องการให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุด แต่ผู้บริหารของบริษัทนั้นไม่ได้มีแรงจูงใจในการทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุด เพราะไม่ว่ามูลค่าของบริษัทจะมีค่าสูงขึ้นหรือไม่ เงินเดือนหรือผลตอบแทนของผู้บริหารก็ยังคงเท่าเดิม ดังนั้นผู้ถือหุ้นสามัญจึงต้องหาวิธีในการจูงใจให้ผู้บริหารมีความต้องการในการทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด ยกตัวอย่างเช่นการให้เงินโบนัสเมื่อสามารถทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงที่สุด หรือ การเลื่อนตำแหน่งให้สูงขึ้นหากมีผลการดำเนินงานที่ดี หรือมีการแบ่งหุ้นสามัญให้เมื่อบริษัทมีการเพิ่มทุน แต่วิธีการที่ถือว่ามิตันทุนถูกที่สุด ในกรณีที่บริษัทมีความต้องการที่จะเพิ่มทุน ก็คือ การใช้

หุ้นกู้เพิ่มทุน ซึ่งนอกจากจะมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการออกหุ้นสามัญแล้ว การออกหุ้นกู้ยังสามารถช่วยผู้ถือหุ้นสามัญ ในการเป็นแรงกดดันให้ผู้บริหารของบริษัททำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุดได้อีกด้วย เพราะผู้บริหารต้องใช้ความสามารถในการบริหารเพื่อให้ได้เงินมาชำระหนี้ และดอกเบี้ยเงินกู้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ให้ได้

และจากการเพิ่มทุนโดยใช้หุ้นตัวเอง ทำให้เกิดความขัดแย้งในเรื่องการแบ่งปันผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกู้ และผู้ถือหุ้นสามัญด้วย โดย Myers (1977) ได้ทำการศึกษาในเรื่อง "Determinants of Corporate Borrowing." โดยได้ทำการอธิบายถึงโครงสร้างของทุนของบริษัท เมื่อมีการทำกำไรได้ในบริษัท บริษัทจะต้องนำกำไรที่ได้มาแบ่งสรรกันระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญ (Stockholders) และผู้ถือหุ้นกู้ (Bondholders) ในบางโครงการ โดยเฉพาะโครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำ และให้ผลตอบแทนต่ำ ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับจะมากกว่าผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญได้จะเกิดขึ้นหลังจาก การจ่ายดอกเบี้ยแก่ผู้ถือหุ้นกู้ทำให้โครงการนี้ไม่สามารถทำกำไรให้เพียงพอแก่ความต้องการของผู้ถือหุ้นสามัญที่ได้คาดหวังเอาไว้ จึงเป็นเหตุผลหนึ่งผู้ถือหุ้นสามัญไม่มีแรงจูงใจในการลงทุนในโครงการนี้ แม้ว่า โครงการนี้จะมีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกก็ตาม ($Net\ Present\ Value > 0$) Myers ได้เรียกปัญหานี้ว่า "The Underinvestment Problem." ซึ่งการเกิดปัญหานี้จะทำให้มูลค่าของบริษัทลดต่ำลง โดยอาจจะเป็นผลทำให้บริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ (Default Risk)

บริษัทที่มีการเจริญเติบโตของ The firm's investment opportunity set สูงก็จะทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญและผู้ถือหุ้นกู้ก็จะมากขึ้นด้วย โดยความขัดแย้งนี้เกิดจากผู้ถือหุ้นสามัญมีแรงจูงใจที่จะให้บริษัทลงทุนในกิจกรรมที่มีความเสี่ยงที่สูงกว่าเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ในขณะที่ผู้ถือหุ้นกู้ได้ผลตอบแทนคงที่ ซึ่งเป็นการใช้เงินที่ผิดกับวัตถุประสงค์ที่ได้ทำไว้ในสัญญาการกู้เงินในตอนเริ่มแรก (Moral Hazard)¹ เมื่อผู้ถือหุ้นสามัญต้องการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้เกิดความเสียหายในการสูญเสียผลประโยชน์สูงขึ้นด้วย ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ต้องมีการควบคุมสินเชื่อที่ไปเพื่อให้ผู้ถือหุ้นสามัญทำตามสัญญาที่ได้กำหนดไว้ตอนเริ่มแรก โดย Myers เห็นว่า บริษัทจะสามารถทำการควบคุมปัญหาความขัดแย้งนี้ได้หลายวิธี เช่น

1. การมีสัดส่วนหนี้สินที่น้อย ในโครงสร้างของทุนของบริษัท

บริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่อทุนน้อย จะเกิดปัญหาความขัดแย้งเรื่องผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญและผู้ถือหุ้นกุน้อยกว่า บริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่อทุนมาก เพราะบริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่อทุนน้อยมีโอกาสที่จะทำให้เกิดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ที่น้อยกว่า บริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่อ

¹ Smith, Clifford W., Jr., and Jerold B. Warner, "On financial contracting: An analysis of bond covenants," *Journal of Financial Economics* 7 (1979): 117-161.

ทุนมาก ดังนั้นเจ้าหนี้ หรือผู้ถือหุ้นจึงไม่ค่อยที่จะเข้มงวดกับบริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินต่อทุนน้อย มากนักเพราะถือว่าโอกาสการได้รับชำระหนี้คืนมีสูงกว่า จึงสามารถลดปัญหาความขัดแย้งเรื่องผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญลงได้

2. การมีสัญญาที่เข้มงวดในการตกลงทำสัญญาการกู้เงิน

Stulz และ Johnson (1985) ได้ทำการศึกษาและพบว่าบริษัทสามารถควบคุมปัญหาความขัดแย้งในเรื่องการแบ่งปันผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญได้โดยทำการจำกัดสิทธิต่างๆ ในหุ้นกู้ให้คงที่ไว้ด้วยสิทธิอำนาจในการเรียกร้องให้บริษัทชำระหนี้ (High-priority claim) เช่นการออกหุ้นกู้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured debt)² เพราะจะทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมสูงขึ้นเพื่อเป็นแรงจูงใจในการขอกู้ และบริษัทผู้กู้ก็จะสามารถลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงมากขึ้นได้ ดังนั้นการลงทุนจึงทำให้บริษัทสามารถได้ผลตอบแทนที่สร้างความพอใจได้ทั้งผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญ

และเป็นที่น่าสนใจว่าธนาคารมีข้อได้เปรียบสูงกว่าผู้ให้กู้เอกชน (Private Lenders) ในเรื่องของการติดตามดูแลหนี้สิน (Monitoring) เพราะธนาคารมักจะมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ขอกู้ดีกว่าผู้ให้กู้เอกชน และธนาคารโดยมากมักจะปล่อยเงินกู้ระยะสั้นทำให้ธนาคารมีอำนาจในการต่อรองมากกว่าและทำให้มีผลกระทบต่อนโยบายการลงทุนของบริษัท³

3. การทำให้อายุของหุ้นกู้ของบริษัทสั้นลง

เนื่องจากการออกหุ้นกู้ระยะสั้นนั้นจะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับสิทธิในการรับชำระหนี้ก่อนผู้ถือหุ้นกู้ระยะยาวจึงเปรียบเสมือน การออกหุ้นกู้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน⁴ ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้มีความไว้น้อยต่อใจบริษัทมากขึ้นและทำให้บริษัทสามารถลงทุนในโครงการที่จะได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น แม้ว่าโครงการนั้นจะมีความเสี่ยงสูงขึ้นก็ตาม⁵

² Stulz, Rene' M., and Herb Johnson, "An analysis of secured debt," *Journal of Financial Economics* 14 (1985): 501-521.

³ Fama, Eugene F., "What's different about banks?," *Journal of Monetary Economics* 15 (1985): 29-36.

⁴ Ho, Thomas S.Y., and Ronald F. Singer, "Bond indenture provision and the risk of corporate debt," *Journal of Financial Economics* 10 (1982): 375-406.

⁵ การออกหุ้นกู้ที่สามารถเรียกคืนได้ (Callable Bond) ก็เป็นอีกวิธีหนึ่งในการควบคุมความขัดแย้งในเรื่องการแบ่งปันผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นสามัญและผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญ เพราะเป็นการเพิ่มขีดความสามารถในโครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นขึ้น เหมือนกับการออกหุ้นกู้ระยะสั้น หรือการมีหลักทรัพย์ค้ำประกันในการกู้ แต่อย่างไรก็ตามการออกหุ้นกู้ที่สามารถเรียกคืนได้ ไม่สามารถทดแทนการออกหุ้นกู้ระยะสั้นได้อย่างสมบูรณ์ (Imperfect Substitution) เพราะต้องมีการให้มูลค่าส่วนเกิน (Premium) ในการเพิ่มสิทธิในการเรียกคืนหุ้นกู้

Myers ได้กำหนดว่า ต้นทุนในการออกหุ้นกู้ระยะสั้นมากกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาว ถ้าหากต้นทุนในการออกหุ้นกู้ระยะยาวและการออกหุ้นกู้ระยะสั้นไม่แตกต่างกัน ภายใต้ทฤษฎี Contracting-cost Hypothesis ทุกบริษัทจะชอบออกหุ้นกู้ระยะสั้นมากกว่า และต้นทุนของการออกหุ้นกู้ระยะสั้น ที่สูงกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาวนั้นเนื่องมาจาก

- 1). หุ้นกู้ระยะสั้นมีค่าใช้จ่ายเป็นเงินที่จ่ายจริง (Out-of-pocket Expense) เช่นค่าธรรมเนียมในการออกมากกว่าหุ้นกู้ระยะยาว
- 2). ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการบริหารเวลา ในการออกหุ้นกู้แต่ละครั้ง ยิ่งออกมามากก็จะเสียมาก
- 3). ความเสี่ยงในการลงทุนต่อ (Reinvestment Risk) และต้นทุนจากการขาดสภาพคล่องที่สูงกว่า จะได้อธิบายโดยละเอียดต่อไป

Myers ได้ทำการศึกษาโดยเปรียบเทียบระหว่างอายุครบกำหนด (The effective maturity) ของสินทรัพย์และหนี้สิน ณ วันสิ้นอายุของทรัพย์สิน บริษัทต้องทำการตัดสินใจที่จะลงทุนต่อเมื่อมีการออกหุ้นกู้ที่มุ่งใจให้เกิดการลงทุนอีกครั้ง ตามอายุของโครงการใหม่ และพบว่าอายุของทรัพย์สินที่จับต้องได้เป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการใช้กำหนดอายุของหุ้นกู้

ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้มีต้นทุนในการทำสัญญาที่สูงขึ้น และในขณะเดียวกันผู้ถือหุ้นสามัญก็ถูกจำกัดความสามารถที่จะนำเงินไปลงทุนทำให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสที่สูงขึ้นเช่นกัน ดังนั้น เพื่อเป็นการลดต้นทุนดังกล่าวและแก้ไขปัญหาความขัดแย้งในเรื่องการแบ่งปันผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญ จึงมีการใช้วิธีการจับคู่กระแสเงินสด (Cashflows Matching) คือ การลงทุนในโครงการที่ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเร็ว ก็ควรที่จะเลือกออกหุ้นกู้ระยะสั้นดีกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาว⁶

2.1.2. บริษัทมีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจหรือไม่ (Regulated Firm)

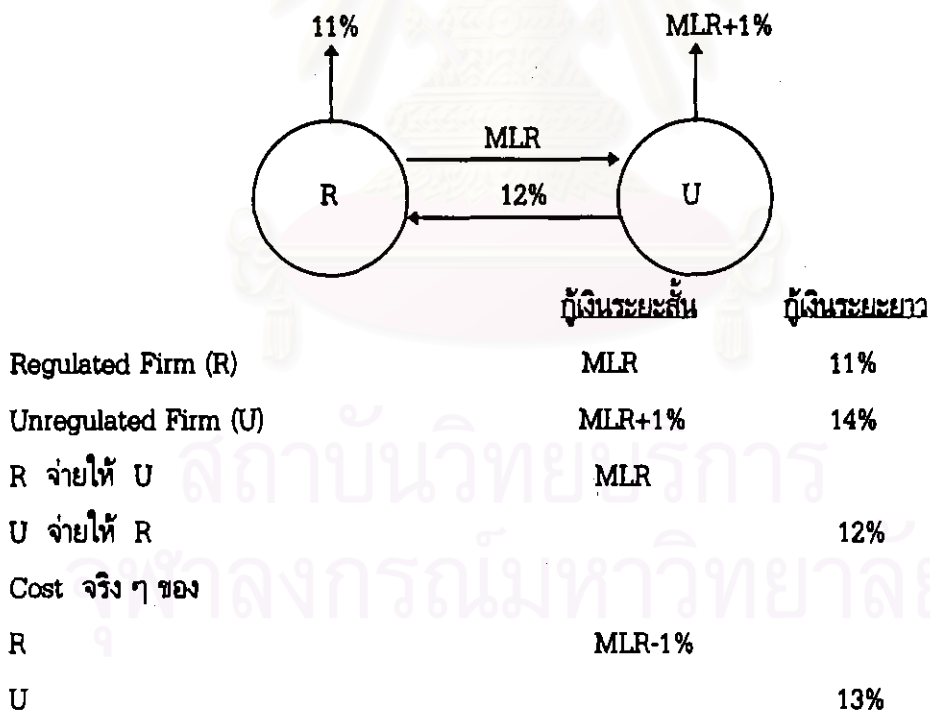
บริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับกิจการของรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ซึ่งมักจะเป็นบริษัทที่มีการลงทุนในโครงการสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ของรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจซึ่งมักจะเป็นโครงการลงทุนระยะยาว จึงมักพบว่าบริษัทเหล่านี้มักจะออกหุ้นกู้ระยะยาว ซึ่งในที่นี้ขอเรียกบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ว่า Regulated Firm และบริษัทเอกชนธรรมดาที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจว่า Unregulated Firm

⁶ Barnea, Amir, Robert A. Gaugen, and Lemma W. Senbet, "A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework," *The Journal of Finance* 35 (1980): 1223-1234.

และจากงานวิจัยของ Smith ในเรื่อง "Investment Banking and The Capital Acquisition Process" พบว่า แรงจูงใจในการทำงานของผู้บริหารของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับกิจการของรัฐ หรือรัฐวิสาหกิจ กับผู้บริหารของบริษัทเอกชนทั่วไปไม่แตกต่างกัน ผู้บริหารของบริษัท Regulated Firm ทำงานหนักอย่างไรก็ได้ผลตอบแทนเท่าเดิม ผิดกับ ผู้บริหารของ Unregulated Firm ต้องทำงานอย่างมีประสิทธิภาพที่สุดเพราะมีการวัดประสิทธิภาพการทำงานของตัวผู้บริหาร จึงทำให้ผู้บริหารของ Regulated Firm มีแรงจูงใจในการออกหุ้นกู้ระยะยาวเพราะ หากออกหุ้นกู้ระยะสั้นก็ต้องคอยหาเงินมาชำระคืนเงินกู้เมื่อถึงกำหนด ชำระหนี้ แต่ถ้าหากเป็นหุ้นกู้ระยะยาวก็ไม่ต้องหาเงินป้อนยก⁷

และเป็นไปได้ที่ บริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับภาครัฐเป็นบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือสูง ดังนั้น จึงมีความได้เปรียบโดยเปรียบเทียบในการกู้เงินระยะยาวได้สูงกว่า บริษัทเอกชนโดยทั่วไป จึงทำให้บริษัทที่เกี่ยวข้องกับภาครัฐมักจะกู้เงินระยะยาว แม้ว่าจริง ๆ แล้วบริษัทต้องการเงินกู้ระยะสั้น เพราะสามารถนำไป ทำการ SWAP กับ บริษัทเอกชนทั่วไปที่ต้องการเงินกู้ระยะยาวทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของทั้ง 2 บริษัทลดลงทั้งคู่⁸

แผนภาพที่ 2.1 แสดงผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการ SWAP อัตราดอกเบี้ยระหว่างบริษัท R และ U



⁷ Smith, Clifford W., Jr., "Investment banking and the capital acquisition process," *Journal of Financial Economic* 15 (1986): 3-29.

⁸ Robert W. Kolb, *Financial Derivatives* (United State of America : Simon & Schuster, A Paramount Communication Company, 1993), p. 138.

จากแผนภูมิภาพที่ 2.1 กำหนดให้บริษัท R เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ที่สามารถกู้เงินได้ด้วย อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น MLR% และอัตราดอกเบี้ยระยะยาว 11%

และให้บริษัท U เป็นบริษัทที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ที่สามารถกู้เงินได้ด้วย อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น $MLR\%+1\%$ และอัตราดอกเบี้ยระยะยาว 14%

จะสังเกตได้ว่าบริษัท R มีความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบมากกว่าบริษัท U ในการกู้เงินระยะยาว ($14\%-11\% = 3\%$) สูงกว่าการกู้เงินระยะสั้น ($[MLR\%+1\%] - [MLR\%] = 1\%$) ดังนั้นหากบริษัท R ต้องการเงินทุนระยะสั้น และบริษัท U ต้องการเงินทุนระยะยาว แต่เนื่องจากความได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบที่ได้กล่าวไว้ข้างต้น จึงทำให้ทั้ง 2 บริษัททำการ SWAP อัตราดอกเบี้ยกัน โดยบริษัท R กู้เงินระยะยาวอัตราดอกเบี้ย 11% จากตลาด โดยจ่ายดอกเบี้ยระยะสั้นให้บริษัท U ด้วยอัตราดอกเบี้ย MLR% และบริษัท U กู้เงินระยะสั้นจากตลาดเท่ากับ $MLR\%+1\%$ โดยจ่ายดอกเบี้ยระยะยาวให้บริษัท R ด้วยอัตราดอกเบี้ย 12%

ดังนั้นจะพบว่าบริษัท R ต้องจ่ายดอกเบี้ยจริง ๆ เท่ากับ $MLR\% - 1\%$ และบริษัท U จ่ายดอกเบี้ยจริง ๆ เท่ากับ 13% ซึ่งเห็นได้ว่าทั้ง 2 บริษัทได้ประโยชน์จากการ SWAP อัตราดอกเบี้ยทั้งคู่

2.1.3. Firm Size (ขนาดของกิจการ)

การที่บริษัทขนาดใหญ่หรือเล็กจะทำการตัดสินใจเลือกออกหุ้นกู้อายุครบกำหนดเท่าใดนั้น ขึ้นอยู่กับต้นทุนของการออกหุ้นกู้ที่ถูกต้องที่สุด เมื่อพิจารณาพร้อมกับขนาดของบริษัท ซึ่งพบว่าในการนำหุ้นกู้ออกขายในตลาดแรกนั้น (Primary Market Distribution) สามารถทำการจำหน่ายต่อผู้ที่ต้องการลงทุนได้ 2 วิธี คือ

1. การจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (Private Placement : PP) คือการจำหน่ายตราสารในวงแคบๆ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะทำการจำหน่ายหุ้นกู้แก่ผู้ซื้อซึ่งมีความใกล้ชิด หรือเข้าใจฐานะของบริษัทดี
2. การออกนำหุ้นกู้ออกขายด้วยวิธีการกระจายสู่สาธารณชน (Public Offering : PO) คือการเสนอขายในวงกว้างต่อประชาชนทั่วไปโดยอาศัยบริการของบริษัทหลักทรัพย์หรือสถาบันการเงินผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Underwriter)⁹

⁹ ฝ่ายพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์ เจ.เอฟ.ธนาคม, ทางเลือกใหม่ในการลงทุน, พิมพ์ครั้งที่ 1,(กรุงเทพมหานคร : ศูนย์การพิมพ์ออคเนย์, 2537), หน้า 5.

การตัดสินใจของบริษัท ในการเลือกนำหุ้นออกขายด้วยวิธีใดนั้น สามารถพิจารณาได้จากต้นทุนธุรกรรม (Transaction Cost) ที่เกิดขึ้น ซึ่งประกอบด้วยต้นทุน 3 ชนิดคือ

1). Flotation Cost.

เป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการนำหุ้นออกขาย โดยประกอบด้วย

1.1). ค่าบริการของวาณิชธนกร (Investment Bankers' Service) ในการนำหุ้นออกจำหน่าย และให้คำปรึกษาในการออกหุ้น ตลอดจนการหาลูกค้าที่มีความสามารถที่จะซื้อหุ้นของบริษัทได้ โดยจะสามารถสังเกตได้ว่า ต้นทุนส่วนนี้จะเกิดกับการจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) น้อยกว่าการกระจายสู่สาธารณชน เพราะจำนวนผู้ลงทุนในหุ้นที่การจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) มีจำนวนน้อย หรือเป็นเพียงผู้ลงทุนกลุ่มเล็ก ๆ ต่างจากจำนวนผู้ลงทุนในหุ้นที่ออกสู่ประชาชนโดยทั่วไป (PO) ซึ่งมีจำนวนมาก

1.2). ค่าธรรมเนียมต่าง ๆ (Out-of-pocket Expenses.) ในการนำหุ้นออกขาย เช่น ค่าธรรมเนียมตามกฎหมาย (Legal Fees), ค่าธรรมเนียมทางบัญชี (Accountant's Fees), ค่าธรรมเนียมการค้ำประกัน (Trustee's Fees), ค่าพิมพ์ (Printing and Engraving Expenses.), ค่าธรรมเนียมสำหรับจดทะเบียนกับคณะกรรมการกำกับและดูแลหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Fees for Registering with The SEC.)

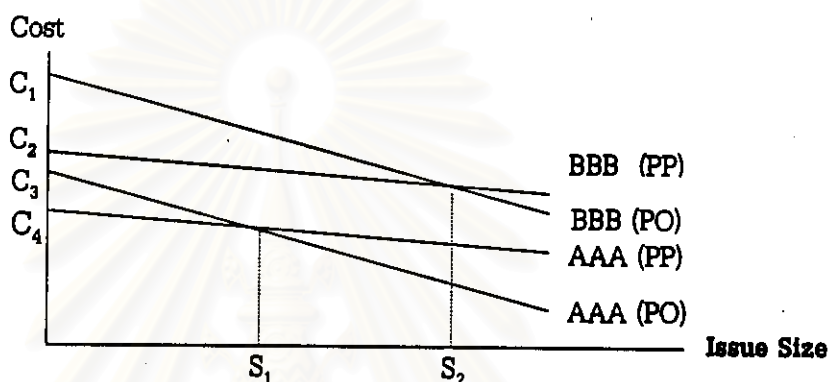
จะสังเกตได้ว่า ค่าธรรมเนียมของการจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) จะถูกกว่า การออกหุ้นแบบกระจายสู่สาธารณชน เพราะ ไม่มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการจดทะเบียนต่อ กสท., การแสดงงบการเงินต่อ สาธารณชน (Certified Financial Statements) และค่าธรรมเนียมในการจัดอันดับตราสารหนี้ ฯลฯ

2). Agency Cost

คือต้นทุนการบริหารของผู้บริหารที่เกิดขึ้นจากการตกลงทำสัญญาการกู้เงินของบริษัท (ที่ได้เคยกล่าวไว้แล้วในตอนต้นในเรื่อง Investment Opportunity Set.)

จากงานวิจัยของ Smith and Warner พบว่า การทำสัญญาการกู้เงินโดยวิธีจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (Private Placement) มีความเข้มงวดมากกว่าการทำสัญญาเงินกู้กับสาธารณชน (Public

Offering)¹⁰ เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้นสามัญ อันจะเป็นผลทำให้ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการบริหารงานเพิ่มขึ้น และจะทำให้ปัญหาในเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์ ของหุ้นที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) จะน้อยกว่าหุ้นที่ออกขายสู่สาธารณชน และนอกจากนั้นการเจรจาต่อรองในการทำสัญญาการกู้เงินใหม่ (Renegotiating) ของหุ้นที่ออกจำหน่ายต่อ ผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) มักเกิดขึ้นได้ง่ายกว่าและบ่อยกว่า การออกขายหุ้นสู่สาธารณชน เพราะมีต้นทุนในการทำสัญญาต่ำกว่า



กราฟรูปที่ 2.1 แสดง ผลกระทบของ Agency Cost กับการออกขายหุ้นระหว่าง PP และ PO¹¹

จากการศึกษาของที่ผ่านมาพบว่า ผลกระทบจากความขัดแย้งในเรื่องการแบ่งปันผลประโยชน์ กับการออกขายหุ้นที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) และ การออกขายหุ้นสู่สาธารณชน พบว่า

- บริษัทที่ขายออกหุ้นกู้มูลค่าต่ำกว่า S_1 จะเลือกออกขายหุ้นที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) เพราะจะมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการออกขายหุ้นสู่สาธารณชน
- บริษัทที่ออกขายหุ้นกู้มูลค่าสูงกว่า S_2 จะเลือกออกขายหุ้นสู่สาธารณชน เพราะจะทำให้ได้ประโยชน์จากการประหยัดของขนาด ทำให้ต้นทุนของการออกหุ้นถูกกว่าการออกหุ้นที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP)

¹⁰ สาเหตุที่การออกหุ้นกู้โดยวิธีการจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่มมีความเข้มงวดมากกว่าการออกหุ้นกู้โดยวิธีการจำหน่ายต่อสาธารณชน ก็เพราะหากผู้ลงทุนมีความสามารถในการลงทุนเท่ากันทุกคน ผู้ลงทุนในหุ้นที่ออกโดยวิธีการจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่มจะมีโอกาสถูกหลอกลวงได้ง่ายกว่าผู้ลงทุนในหุ้นที่ออกสู่สาธารณชน เนื่องจากการออกหุ้นกู้โดยวิธีการจำหน่ายต่อสาธารณชนต้องถูกกำกับ และควบคุมดูแลก่อนออกหุ้นกู้ จาก กลต. เสียก่อน

¹¹ Blackwell, D. W., and D.S. Kidwell, "An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt," *Journal of Financial Economics* 22 (1988) : 253-278.

- บริษัทที่ออกขายหุ้นกู้มูลค่าระหว่าง S_1 และ S_2 การตัดสินใจเลือกออกขายหุ้นกู้ระหว่างการออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) หรือ การออกขายสู่สาธารณชนนั้นขึ้นอยู่กับว่าบริษัทของพวกเขามี Agency Problem มากน้อยเพียงใด

บริษัทที่มี Agency Problem มากเช่นบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ ณ ระดับ BBB จะเลือกหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) เพราะมีปัญหาในเรื่องความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญมากกว่าบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ ณ ระดับ AAA ซึ่งจะเลือกออกขายหุ้นกู้สู่สาธารณชน ซึ่งจะได้ผลประโยชน์จากการประหยัดของขนาด¹²

3). Search Costs.

ต้นทุนของการค้นหาผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนในหุ้นกู้ที่บริษัทได้ทำการออกจำหน่าย พบว่าในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจสูง จะทำให้ต้นทุนของการค้นหาผู้ลงทุนจะยิ่งสูงขึ้น เพราะผู้ลงทุนไม่มีความมั่นใจในการลงทุนมากเท่ากับช่วงที่เศรษฐกิจมีเสถียรภาพ

และพบว่า หุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของความผันผวนทางเศรษฐกิจ น้อยกว่าหุ้นกู้ที่ออกขายสู่สาธารณชน เพราะ การที่หุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) นั้นบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีความสัมพันธ์กับผู้ลงทุน (เจ้าหนี้) เพียงรายเดียว หรือ นักลงทุนกลุ่มเล็ก ๆ เท่านั้น ซึ่งมีผลทำให้ต้นทุนในการค้นหา (Search Costs) ต่ำกว่าการออกขายหุ้นกู้สู่สาธารณชน เพราะ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะมีต้นทุนในการค้นหาสูงกว่าเพราะมีผู้ลงทุนที่หลากหลายกว่า

จากการศึกษาของ Blackwell และ Kidwell พบว่า ลักษณะของบริษัทที่ออกขายหุ้นกู้มีอยู่ 2 ประเภท คือ

1. บริษัทขนาดเล็ก และมีความเสี่ยงสูง มักจะนำหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) เพราะต้นทุนในการทำสัญญา และค่าธรรมเนียมต่าง ๆ ในการออกหุ้นกู้ ถูกกว่าการขายหุ้นกู้สู่สาธารณชน ซึ่งสามารถเรียกพวกนี้ว่า "Nonswitch Hitters"

¹² บริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ ณ ระดับ BBB จะมีต้นทุนทางการบริหารเงินสูงกว่าบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ ณ ระดับ AAA ก็เพราะ ต้นทุนของการกู้เงินของบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือระดับ BBB สูงกว่า อีกทั้งความเสี่ยงจากการนำเงินไปลงทุนต่อ และต้นทุนจากการขาดสภาพคล่องของบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ ณ ระดับ BBB สูงกว่า AAA

2. บริษัทขนาดใหญ่ และมีความเสี่ยงน้อยกว่าพวกแรก เนื่องจากมีปัญหาค่าความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญ (Agency Cost) น้อย ดังนั้นในการกู้ยืมแต่ละครั้งบริษัทเหล่านี้จะมีดอกเบี้ยจ่ายต่ำกว่าบริษัทที่มี Agency Problem สูงกว่าดังนั้นบริษัทเหล่านี้มักจะออกหุ้นกู้ปริมาณมาก ๆ ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการประหยัดของขนาด (Economy of Scales) ซึ่งในกรณีที่ Agency Cost มีค่าคงที่ จะทำให้ต้นทุนของการออกหุ้นกู้สู่สาธารณะชนต่ำกว่า หุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) โดยพิจารณาได้จากกราฟที่ 2.1

เราเรียกบริษัทพวกหลังนี้ว่า "Switch Hitter" บริษัทเหล่านี้จะมีความได้เปรียบบริษัทพวกแรก โดยสามารถออกขายหุ้นกู้ได้ทั้งใน Private Market และ Public Market

Blackwell และ Kidwell ได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์ (Empirical Study) เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนของการออกหุ้นกู้ (Yield on Process) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ โดยวิธี Ordinary Least Square พบว่าอายุครบกำหนดที่เพิ่มขึ้นของหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) จะทำให้ต้นทุนของการออกหุ้นกู้เพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นของอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่ออกสู่สาธารณะชน (PO)

ดังนั้นตามทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis สามารถสรุปได้ว่า บริษัท ขนาดเล็กและมีความเสี่ยงมักจะออกหุ้นกู้แบบจำหน่ายต่อผู้ถือหุ้นโดยตรง (PP) และมักจะออกหุ้นกู้ระยะสั้น แต่บริษัทขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่ามักจะออกหุ้นกู้สู่สาธารณะชน (PO) และออกหุ้นกู้ระยะยาว เพราะจะได้ประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดของต้นทุนรวม

2.2. Signalling Hypothesis.

เป็นทฤษฎีที่บอกว่า บริษัทผู้ที่ต้องการออกหุ้นกู้อาจจะใช้อายุครบกำหนดของหุ้นกู้เป็นตัวสัญญาณในการบอกถึงสถานะภายในบริษัท หรือเป็นสัญญาณที่ผู้ลงทุนต้องการค้นหา เพื่อที่จะทราบถึงสถานะภายในบริษัท เช่น มูลค่าที่แท้จริงของบริษัท โดยสามารถแบ่งออกได้เป็น

2.2.1. Asymmetric Information

ในตลาดเงินทุนการรับรู้ข่าวสารข้อมูลต่าง ๆ ของนักลงทุนภายนอกบริษัทมักเป็นไปได้ช้ากว่าผู้บริหารภายในบริษัท (Insider Manager) จึงทำให้ผู้ลงทุนไม่สามารถบอกถึงคุณภาพของบริษัทได้ดีกว่าผู้บริหารภายในบริษัท และจากการรับรู้ข่าวสารข้อมูลไม่เท่ากันที่เกิดขึ้นนี้ ทำให้ผู้ออกหุ้นกู้พยายามที่จะออก

หุ้นที่มีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริงมากที่สุด หรือออกตราสารที่มีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริงน้อยที่สุด และเป็นผลทำให้ นักลงทุนผู้มีเหตุมีผลสามารถที่จะใช้ข้อมูลจากข่าวสารที่ได้รับเพื่อพิจารณาถึงโครงสร้างทางการเงินหรือคุณภาพของบริษัทได้

การที่บริษัทเลือกอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ก็ถือเป็นข่าวสารที่เป็นสัญญาณจากผู้บริหารภายในบริษัท ที่สามารถบอกเกี่ยวกับคุณภาพของบริษัทได้ (A Separating Equilibrium)

นักลงทุนโดยทั่วไปมักจะไม่ว่านบริษัทที่ตนจะทำการลงทุนในหุ้นกู้นั้นเป็นบริษัทที่มีคุณภาพดีหรือไม่ ก็จะทำการประเมินมูลค่าของตราสารหรือหุ้นกู้ ณ มูลค่าเฉลี่ย ทำให้บริษัทที่มีคุณภาพดีถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued Firm) ดังนั้นเพื่อที่จะทำการปกป้องมูลค่าของหุ้นกู้ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) บริษัทเหล่านี้จึงมักออกหุ้นกู้ระยะสั้น

แต่ในขณะเดียวกัน สำหรับบริษัทที่มีคุณภาพไม่ดีก็จะถูกประเมินมูลค่าของหุ้นกู้สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued Firm) ดังนั้นจึงถือเป็นประโยชน์ของบริษัทเหล่านี้ บริษัทจึงต้องการออกหุ้นกู้ระยะยาวมากกว่าการออกหุ้นกู้ระยะสั้น เพื่อเป็นการรักษาผลประโยชน์นี้ให้มีมูลค่ามาก ๆ

ด้วยเหตุผลต่าง ๆ เหล่านี้เอง ทำให้นักลงทุนผู้มีเหตุผล (Rational Investor) สามารถพิจารณาได้ว่าอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ก็สามารถบอกถึงคุณภาพที่แท้จริงของบริษัทได้ ทำให้นักลงทุนผู้มีเหตุผล จึงไม่นิยมลงทุนในตลาดหุ้นกู้ระยะยาวเพราะจะพบแต่บริษัทที่มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ก็เลยเป็นเหตุผลทำให้บริษัทที่คุณภาพไม่ดีที่เคยได้รับประโยชน์จากการออกหุ้นกู้ระยะยาวมาก ๆ มีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมมาเลียนแบบบริษัทที่มีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง โดยทำการออกหุ้นกู้ระยะสั้น (A Pooling Equilibrium) แม้บริษัทจะได้ประโยชน์จากการออกหุ้นกู้ระยะสั้นไม่มากเท่าที่เคยได้ในการออกหุ้นกู้ระยะยาว แต่ก็ทำให้มีคนเข้ามาลงทุนซื้อหุ้นกู้ของบริษัทและยังคงรักษามูลค่าส่วนเกินที่ถูกประเมินเกินมูลค่าที่แท้จริงได้อีกด้วย

Flannery ได้ทำการศึกษาโดยใช้แบบจำลอง 2 ช่วงเวลา (2-period Model) เพื่อศึกษาพฤติกรรมการตัดสินใจของบริษัทในการเลือกอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ที่เหมาะสม โดยกำหนดให้ บริษัทต้องลงทุนในโครงการที่มีอายุ 2 ช่วงเวลา และพบว่ามูลค่าของหุ้นกู้ในตลาด (V_L) จะถูกประเมินมูลค่าไว้ โดยวัดได้จากมูลค่าที่แท้จริง (V) และมูลค่าที่ผิดพลาดจากการได้รับข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน (V_L^{mis})

$$V_L = V' + V_L^{\text{mis}}$$

V' เป็นมูลค่าที่แท้จริงที่ผู้บริหารภายในบริษัทได้ทำการคาดหวังเอาไว้ (The Firm's Liability Intrinsic Value)

V_L^{mis} เป็นมูลค่าที่เกิดขึ้นจากการได้รับข่าวสารข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันในตลาดระหว่างผู้บริหารภายในบริษัทและนักลงทุน และพบว่า

$V_L^{\text{mis}}(B) > 0$ มูลค่าจากข่าวสารข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันของบริษัทที่ถูกประเมินสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (ซึ่งมักจะเป็นบริษัทคุณภาพไม่ดีโดยเปรียบเทียบ) จะมีมูลค่ามากกว่า 0 เพราะในตลาดบริษัทจะได้รับผลกระทบข่าวสารทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

$V_L^{\text{mis}}(G) < 0$ มูลค่าจากข่าวสารข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันของบริษัทที่ถูกประเมินต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (ซึ่งมักจะเป็นบริษัทคุณภาพดี) จะมีมูลค่าน้อยกว่า 0 เพราะในตลาดบริษัทจะได้รับผลกระทบข่าวสารทำให้มูลค่าของบริษัทลดลงต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง

บริษัทคุณภาพดีจะรู้ว่าพวกเขาถูกประเมินมูลค่าโดยตลาด ทำให้มูลค่าของบริษัทน้อยกว่ามูลค่าที่แท้จริงซึ่งจะทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมสูงขึ้นมากกว่าความเป็นจริง และจะยิ่งมากขึ้นหากบริษัทออกหุ้นกู้ระยะยาว $V_S^{\text{mis}}(G) - V_L^{\text{mis}}(G) > 0$ หรือ $V_L^{\text{mis}}(G) < V_S^{\text{mis}}(G) < 0$

บริษัทคุณภาพไม่ดี พวกเขาจะถูกประเมินมูลค่าโดยตลาดแล้วทำให้มูลค่าของบริษัทสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนในการกู้ยืมของบริษัทลดลงกว่าค่าที่ควรจะเป็นจริง และจะยิ่งเพิ่มมากขึ้นหากบริษัทออกหุ้นกู้ระยะยาว $V_S^{\text{mis}}(G) - V_L^{\text{mis}}(G) < 0$ หรือ $V_L^{\text{mis}}(B) > V_S^{\text{mis}}(B) > 0$

นักลงทุนผู้มีเหตุผลจะรู้ว่า บริษัทคุณภาพดีจะทำการออกหุ้นกู้ระยะสั้น และบริษัทคุณภาพไม่ดีจะทำการออกหุ้นกู้ระยะยาว ดังนั้นนักลงทุนเหล่านี้จึงลงทุนในหุ้นกู้ระยะสั้น สำหรับในกรณีที่ไม่มีต้นทุนในการออกหุ้นกู้ จะทำให้บริษัทคุณภาพไม่ดีก็จะมีพฤติกรรมเลียนแบบบริษัทคุณภาพดี โดยการออกหุ้นกู้ระยะสั้น เพื่อให้ได้ประโยชน์จากการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดจากการรับรู้ข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน ระหว่าง ผู้ลงทุนและผู้บริหารภายในบริษัท แม้ว่าพวกเขาจะต้องการนำเงินไปลงทุนในโครงการระยะยาวก็ตาม จึงแยกไม่ได้ว่าบริษัทที่ออกหุ้นกู้ระยะสั้นเป็นบริษัทคุณภาพดีหรือไม่ (A Pooling Equilibrium)

ถ้าหากในตลาดมีต้นทุนธุรกรรม (Transaction Cost : C) ในการออกหุ้นกู้แต่ละครั้ง

โดยบริษัทที่ออกหุ้นกู้ระยะยาวจะออกหุ้นกู้ 1 ครั้ง ดังนั้นต้นทุนการออกหุ้นกู้จะเท่ากับ C ตลอดอายุ

โครงการ

โดยบริษัทที่ออกหุ้นกู้ระยะสั้นจะต้องออกหุ้นกู้ 2 ครั้ง ดังนั้นต้นทุนการออกหุ้นกู้จะเท่ากับ 2C

ตลอดอายุโครงการ

ถ้าหากว่าการออกหุ้นกู้ในตลาดที่ ผู้ลงทุนสามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้เท่าเทียมกับผู้บริหารภายในบริษัท ทุกบริษัทจะเลือกออกหุ้นกู้ระยะยาวเพราะจะทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด

เมื่อพบว่าบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (บริษัทคุณภาพดี) จะเลือกออกหุ้นกู้ระยะสั้น การตอบสนองในตลาดของบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง (บริษัทคุณภาพไม่ดี) จะขึ้นอยู่กับว่า มูลค่าที่ได้รับเพิ่มขึ้นจากการประเมินมูลค่าผิดพลาดจากตลาดระยะสั้น ($V_S^{mis(B)}$) และค่าใช้จ่ายของการออกหุ้นกู้ (C) มีค่าเป็นอย่างไร

ถ้า $V_S^{mis(B)} \leq C$ แสดงว่า บริษัทคุณภาพไม่ดีจะไม่ได้รับประโยชน์จากมูลค่าที่เพิ่มสูงขึ้นจากการออกหุ้นกู้ระยะสั้น และกลับจะทำให้มูลค่าของหุ้นกู่ลดลงด้วย ดังนั้น บริษัทจะทำการออกหุ้นกู้ระยะยาว เพราะ มูลค่าของ $V_L^{mis(B)} > V_S^{mis(B)}$ ทำให้นักลงทุนผู้มีเหตุผลสามารถแบ่งแยกได้ว่า เมื่อการออกหุ้นกู้แต่ละครั้งมีต้นทุนเกิดขึ้น (Transaction Cost) บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะออกหุ้นกู้ระยะสั้น ส่วนบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะออกหุ้นกู้ระยะยาว เกิด A Separating Equilibrium

แต่ถ้าหาก $V_S^{mis(B)} > C$ จะทำให้ บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (บริษัทคุณภาพไม่ดี) จะได้รับประโยชน์จากการเลียนแบบพฤติกรรมของบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (บริษัทคุณภาพดี) ในการออกหุ้นกู้ระยะสั้น ทำให้เกิด A Pooling Equilibrium

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า หากในตลาดมีต้นทุนของการออกหุ้นกู้สูงขึ้น จะทำให้บริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ไม่เต็มใจที่จะเลียนแบบ พฤติกรรมของบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง โดยการออกหุ้นกู้ระยะสั้น หากต้นทุนของการออกหุ้นกู้ที่เกิดขึ้นนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่เพิ่มขึ้นจากการประเมินผิดพลาดของตลาด ($V_S^{mis(B)} \leq C$) ซึ่งจะช่วยให้ตลาดสามารถแยกแยะได้ว่าบริษัทที่ถูก

ประเมิน มูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะออกหุ้นกู้ระยะสั้น ส่วนบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะออกหุ้นกู้ระยะยาว¹³

2.2.2. Credit Risk

ในการบริหารการเงินนั้น เนื่องจากความต้องการในการลดปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัท และการออกหุ้นกู้ระยะสั้นก็จะทำให้บริษัทสามารถลดปัญหาความขัดแย้งเหล่านี้ได้ (ดังที่ได้กล่าวไว้แล้วในตอนต้น) เพราะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ระยะสั้นมีสิทธิในการได้รับชำระหนี้เร็วขึ้น ทำให้ความเสี่ยงที่บริษัทจะไม่สามารถชำระหนี้ได้ลดลง ซึ่งเสมือนเป็นหลักประกันอย่างหนึ่งให้ผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ไม่ทำการเรียกร้องผลตอบแทนที่สูงขึ้น เมื่อผู้บริหารของบริษัทต้องการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงขึ้นเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น

แต่อย่างไรก็ดี แม้ว่าการออกหุ้นกู้ระยะสั้นจะสามารถลดปัญหาความขัดแย้งผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือหุ้นสามัญได้ส่วนหนึ่ง แต่ปัญหาการขาดสภาพคล่อง (Liquidity Risk) ก็เป็นอีกปัญหาหนึ่งในการกำหนดอายุครบกำหนดที่เหมาะสมในการออกหุ้นกู้

เนื่องจากในแต่ละบริษัทจะมีสภาพคล่องที่แตกต่างกัน ซึ่งสภาพคล่องเหล่านี้สามารถมองได้จากอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท (Credit Rating) ซึ่งพบว่า บริษัทที่มี อันดับความน่าเชื่อถือสูง ๆ มักจะมีปัญหาการขาดสภาพคล่องน้อย เมื่อออกหุ้นกู้ระยะสั้น เพราะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดี โอกาสของการลดอันดับความน่าเชื่อถือน้อยกว่า บริษัทที่มีคุณภาพต่ำกว่า

ส่วนบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า มักจะได้รับผลกระทบของปัญหาการขาดสภาพคล่องในการออกหุ้นกู้ระยะสั้น โดยเฉพาะเมื่อบริษัทมีเหตุการณ์ร้ายเกิดขึ้น เช่นอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทลดลง ทำให้ต้นทุนของการกู้ยืมระยะสั้นเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นบริษัทเหล่านี้จึงออกหุ้นกู้ระยะยาว เพื่อลดความเสี่ยงจากการที่ต้องเข้าไประดมทุนในตลาดบ่อย ๆ และต้องถูกตลาดประเมินเสมอ ๆ

และบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำมาก ๆ กลับจะได้รับผลกระทบของปัญหาการขาดสภาพคล่องในการออกหุ้นกู้ระยะสั้นสูง แม้ว่าบริษัทต้องการที่จะลดปัญหาการขาดสภาพคล่องโดยการออกหุ้นกู้ระยะยาวในจังหวะที่เหมาะสม แต่เนื่องจากบริษัทเป็นบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำมาก ๆ ทำให้ต้นทุน

¹³ Flannery, Mark J., "Asymmetric information and risky debt maturity choice," *Journal of Finance* 41 (1986) : 19-37.

ของการกู้ยืมมีสูงมาก หากบริษัทไม่สามารถรับต้นทุนจำนวนนี้ได้ ก็จะต้องออกจากตลาดหุ้นกู้ระยะยาว ทำให้บริษัทเหล่านี้ต้องขอกู้เงินระยะสั้นจากธนาคาร

เป็นที่น่าสังเกตว่า มีบริษัท 2 ประเภทที่ออกหุ้นกู้ระยะสั้น คือบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูง ๆ และบริษัทที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำมาก ๆ แสดงให้เราเห็นว่า อันดับความน่าเชื่อถือกับอายุครบกำหนดของหุ้น กู้ไม่ได้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันตลอดแบบฟังก์ชันเพิ่ม (Monotonic Increasing Function)¹⁴

2.3. Tax Hypothesis

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลกระทบของภาษีต่อมูลค่าของบริษัทและการเลือกอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ นั้น ถ้าโครงสร้างของอัตราดอกเบี้ยแปรตามระยะเวลาของการกู้ยืม (The term structure of interest rate isn't flat) ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่คาดหวังไว้ในอนาคตและอัตราดอกเบี้ยปัจจุบันไม่เท่ากัน และการกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ของบริษัทมีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท

เมื่ออัตราดอกเบี้ยที่คาดหวังในอนาคตสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน (Yield Curve มีความชันเป็นบวก (Upward sloping)) ตามทฤษฎี การคาดการณ (The expectations hypothesis) อธิบายได้ว่าในปีต้น ๆ ดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะยาวจะสูงกว่าดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะสั้น แต่ในปีท้ายๆ ดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะสั้นจะสูงกว่าดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ระยะยาว และถ้าความไม่แน่นอนของการเกิดเหตุการณ์ในอนาคตมีค่าสูงกว่าโอกาสการเกิดเหตุการณ์ปัจจุบัน ในกรณีนี้การออกหุ้นกู้ระยะยาวจะช่วยเพิ่มมูลค่าตลาดปัจจุบันด้วย เพราะบริษัทจะได้ผลประโยชน์จากการประหยัดจากภาษีจากการออกหุ้นกู้ระยะยาวในปีแรก ๆ ดอกเบี้ยจ่ายสูง สามารถประหยัดภาษีได้มาก และทำให้มูลค่าปัจจุบันของบริษัทมีมูลค่าสูงขึ้นอีกด้วย

แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยในอนาคตต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน (Yield Curve มีความชันเป็นลบ (Downward sloping)) การออกหุ้นกู้ระยะสั้นจะทำให้ผลประโยชน์จากการประหยัดภาษีในปีแรก ๆ มากกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาว และเนื่องจากความไม่แน่นอนในการเกิดเหตุการณ์ในอนาคตมีสูง ก็จะทำให้การ

¹⁴ Dianond, Douglas W., "Debt maturity structure and liquidity risk," *Quarterly Journal of Economics* 106 (1991): 709 - 737.

ออกหุ้นกู้ระยะสั้นช่วยเพิ่มมูลค่าของบริษัทเพราะในปีแรก ๆ บริษัทจะได้ประโยชน์จากการประหยัดภาษีจากการออกหุ้นกู้ระยะสั้นมากกว่าการออกหุ้นกู้ระยะยาว ตามทฤษฎีภาษี¹⁵

แต่อย่างไรก็ดี Lewis (1990) ได้ทำการศึกษาพบว่า การเลือกอายุที่เหมาะสมของหุ้นกู้จะไม่ได้รับผลกระทบจากประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษี โดยเขาให้ข้อสังเกตว่า Brick และ Ravid ได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่า บริษัทจะคำนึงถึงระดับความเสี่ยงที่เกิดจากหนี้สิน (Leverage) ของบริษัทก่อนที่จะทำการเลือกอายุครบกำหนดที่เหมาะสมของหุ้นกู้ที่เหมาะสม แต่ถ้าบริษัทคำนึงถึงระดับความเสี่ยงที่เกิดจากหนี้สิน (Leverage) และการกำหนดอายุครบกำหนดที่เหมาะสมของหุ้นกู้พร้อมกัน จะทำให้การกำหนดอายุหุ้นกู้ที่เหมาะสมของบริษัทไม่มีผลต่อการเพิ่มมูลค่าของบริษัท¹⁶

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

¹⁵ Brick, Ivan E., and S. Abraham Ravid, "On the relevance of debt maturity structure," *Journal of Finance* 40 (1985) : 1423 - 1437.

¹⁶ Lewis, Craig M., "A multiperiod theory of corporate financial policy under taxation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 (1990): 25-43.