

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การดำเนินกิจกรรมทางด้านธุรกิจนั้น เปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วจาก เดิมธุรกิจกู้เงิน ผ่านทางธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก หรือธุรกิจจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนน้อยเพื่อให้ มีกำไรสะสมที่ มากจะได้มี เงินทุนไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ แต่เนื่องจากในภาวะปัจจุบันมี แหล่งเงินทุนของ ธุรกิจ หลากหลายมากขึ้น เช่น ธุรกิจสามารถ ยืมเงินจากธุรกิจเงินทุน ซึ่งปล่อยสินเชื่อได้ง่ายกว่า ธนาคารพาณิชย์ แต่ต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ขึ้นอยู่กับขนาดของธุรกิจ และจำนวนเงินต้น ที่กู้ยืม หรือ ธุรกิจที่มี การจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) จะออกหุ้นกู้ โดยสัญญาว่าจะ ได้ถอนคืนตามเวลาที่กำหนด และมีการจ่ายอัตราดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ในหุ้นกู้ โดยที่อัตรา ดอกเบี้ยจะมากหรือน้อยนั้นมีปัจจัยที่กำหนด คือลำดับความน่าเชื่อถือ ธุรกิจที่มีลำดับดี อัตรา ดอกเบี้ยก็จะน้อยลง เพราะถือว่ามีความเสี่ยงที่จะเบี้ยวหนี้้น้อยกว่าบริษัทที่มีลำดับต่ำลงไป และ ระยะเวลาการได้ถอนหุ้นกู้ ยิ่งยาว อัตราดอกเบี้ย ยิ่งสูง และในทางกลับกันเหตุผลสำคัญเพราะว่า ความไม่แน่นอน (Uncertainty) ที่อัตราดอกเบี้ยตามท้องตลาดจะสูงกว่าดอกเบี้ยที่ระบุ หน้าตัวในหุ้นกู้ที่ธุรกิจออก ซึ่งจะส่งผลให้ราคาของหุ้นกู้ที่ขายในตลาดรอง (Secondary Market) จะถูกลงซึ่งทำให้ผู้ซื้อหุ้นกู้เมื่อต้องการจะขาย จะขายได้ราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

ธุรกิจจัดหาเงินทุนมีเหตุผลดังต่อไปนี้ อันดับแรกเมื่อธุรกิจต้องการนำเงินไปลงทุนใน โครงการใหม่ ๆ ที่ให้อัตราผลตอบแทนเป็นที่พอใจของผู้บริหาร หรือลงทุนในเครื่องจักรใหม่ทดแทน เครื่องจักรเก่าที่ชำรุด หรือเสื่อมสภาพลง สิ่งต่อมาธุรกิจต้องการได้ถอนหุ้นกู้ที่ครบกำหนดชำระคืน หรือ ได้ถอนหุ้นกู้ที่ยังไม่ครบกำหนดถ้าในสัญญาระบุว่าจะสามารถทำได้หรือ Refinancing เพื่อหวัง ผลว่าจ่ายดอกเบี้ยที่ถูกลง ประการสุดท้ายเพื่อใช้ในการดำเนินงานธุรกิจ ไม่ว่าจะเป็น จ่ายค่า สินค้าเช่นพวกวัตถุดิบ จ่ายเงินเดือนพนักงาน หรือจ่ายชำระดอกเบี้ย เพราะเป็นที่ทราบดีว่าเงิน เปรียบเสมือนหัวใจที่หล่อเลี้ยงร่างกายซึ่งเป็นส่วนสำคัญ ดังนั้น ไม่มีเงิน เหมือนขาดเลือด ธุรกิจก็ จะขาดสภาพคล่อง ไม่มีเงินจ่ายหนี้ จ่ายค่าสินค้า ในที่สุดธุรกิจก็ล้มละลาย

โดยที่ก่อนและหลังการเปลี่ยนแปลงค่าเงินบาทเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ที่ประเทศไทย ถูกโจมตีจากนักเก็งกำไรค่าเงินบาทเนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทกับเงินดอลลาร์สหรัฐมีค่าที่ น้อยกว่าความเป็นจริงซึ่งเป็นผลมาจาก มียอดขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูง อัตราการเจริญเติบโต ด้านส่งออกลดลง และมีหนี้สินต่างประเทศเป็นจำนวนมาก แล้วในที่สุดธนาคารแห่งประเทศไทย

จำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากตะกร้าเงิน (Basket System) เป็นแบบการลอยตัวเงินบาทภายใต้การควบคุม (Managing Float) ส่งผลให้ค่าเงินบาทจากเดิม 25 บาท เป็น 57 บาท และลดลงมาอยู่ในช่วง 43-44 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ ใน พ.ศ. 2545 ส่งผลให้ภาคเอกชนจัดหาเงินทุนโดยการกู้จากต่างประเทศเต็มไปด้วยความยากลำบากทั้งจาก ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นมาก ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน อัตราดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายสูงชันกว่าเดิม เนื่องจากลำดับความน่าเชื่อถือที่ลดลง

ทั้งหมดข้างต้นทางฝ่ายรัฐบาลจึงหันมาให้ความสนใจ ตลาดเงินและตลาดทุนในประเทศเพื่อเปิดโอกาสให้ธุรกิจในประเทศไทยจัดหาแหล่งเงินทุนได้อย่างสะดวก โดยที่ฝ่ายรัฐบาลเริ่มดำเนินมาตรการหลาย ๆ อย่าง เช่น การเปิดให้มีตลาดตราสารหนี้ หรือ Thai Bond Dealing Center สำหรับทั้งภาคเอกชนและรัฐบาลที่สนใจระดมทุนผ่านทางช่องทางนี้ และธนาคารแห่งประเทศไทยที่เข้ามาจัดการดูแลธนาคารพาณิชย์ในประเทศอย่างเข้มงวดในช่วงต้นของปัญหาด้านการเงิน เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญของกิจการขนาดกลางและรายย่อย ประสบกับปัญหา หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loans) เป็นสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับยอดการปล่อยสินเชื่อ ทำให้ธนาคารพาณิชย์ไม่ปล่อยกู้ในช่วงเวลาที่ผ่านมา และการใช้แรงจูงใจด้านภาษีในตลาดทุนที่ลดลงจากอัตราภาษี 30 เป็น 25 เปอร์เซ็นต์ ตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นไป และลดกฎเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ให้ง่ายขึ้น และการเข้ามาซื้อ-ขายหุ้นผ่านทาง Internet ซึ่งทำให้ประชาชนมีความสนใจเข้ามาเป็นนักลงทุนในตลาดหุ้นมากขึ้น เพราะง่ายและสะดวกต่อการซื้อ-ขายหลักทรัพย์ ซึ่งนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 จนถึง พ.ศ. 2544 จำนวนหลักทรัพย์ออกใหม่ภาคเอกชนเห็นได้จากตารางที่ 1.1 ว่าจำนวนหุ้นที่ออกใหม่เพิ่มขึ้นมากในปี พ.ศ. 2540-2541 เหตุผลหลัก ๆ ก็เพราะว่า อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในประเทศที่สูงขึ้นจากเดิม 13 เปอร์เซ็นต์ เป็น 15-16 เปอร์เซ็นต์ ในปีถัดไปและธุรกิจออกหุ้นสามัญนำไปจ่ายชำระหนี้เงินกู้ หรือบริษัทแปลงหนี้สินเป็นทุนจากปี 2540 ปริมาณหุ้นในตลาดทุนมี 63,297 ล้านบาท เป็น 329,981 และ 465,710 ล้านบาท ในช่วงปี 2541 ถึง 2542 ตามลำดับ ส่งผลให้ตลาดเงิน (Money Market) และตลาดทุน (Capital Market) ในประเทศกลายเป็นช่องทาง ที่สำคัญในการตัดสินใจใช้สัดส่วนหนี้สินและทุนของบริษัททุกบริษัท ที่ผู้บริหารกิจการต้องหันมาให้ความสนใจ หลังจากการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในโครงการต่าง ๆ ที่สนใจแล้ว ไม่ว่าจะดู NPV เป็นบวก หรือ IRR ที่ให้ค่าสูงกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นโดยสังเกตได้จากตารางที่ 1.1 ที่ซึ่งแสดงถึงรายการเงินให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และตารางแสดงปริมาณหุ้นและหุ้นที่ออกภายในประเทศทั้งหมด

วิกฤติการณ์ด้านเศรษฐกิจที่ประเทศไทย ธนาคารพาณิชย์ยังคงชะลอการปล่อยสินเชื่อพิจารณาจากตารางเงินให้สินเชื่อแยกตามประเภทธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ที่ปี 2543 ยอดรวม

ปล่อยสินเชื่อบริษัทขึ้น 3,397,141 ล้านบาท แต่ปี 2544 ลดลงไป 4.63% เหลือเพียง 3,239,795 ล้านบาท โดยเฉพาะอย่างยิ่ง 2 ภาคอุตสาหกรรมหลักที่สำคัญมาก คือ การพาณิชย์และ ธุรกิจเกี่ยวกับ อสังหาริมทรัพย์และการเกิดขึ้นของตลาดตราสารหนี้ Thai Bond Dealing Center และการพัฒนา ตลาดทุนให้เป็นสากลยิ่งขึ้น ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะพิจารณาถึงว่ามีปัจจัยใดบ้างที่เวลาธุรกิจอุตสาหกรรมใด ๆ ก็ตามที่จะจัดหาแหล่งเงินทุนไม่ว่าจากตลาดเงินหรือตลาดทุนก็ตาม ควรให้ความสนใจเป็นพิเศษในปัจจัยด้านนั้น ๆ เช่นกรณี ที่ปัจจัยด้านสินทรัพย์คงที่ (Fixed Assets) เป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณาสัดส่วนหนี้สินและทุนและบริษัทต้องการหาแหล่งเงินทุนโดยการ ออกหุ้นกู้แบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Secured Debt) ทำให้ผู้บริหารตระหนักถึงว่าบริษัทควรมีทรัพย์สินคงที่ไว้เป็นจำนวนมาก เช่นพวก ที่ดินหรืออาคารสำนักงานเพื่อที่ว่าในอนาคตเวลาที่ธุรกิจจะออกหุ้นกู้จะได้มีหลักทรัพย์ค้ำประกันที่มากพอได้

ผลการพิจารณาการขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ของธุรกิจ การออกหุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิและหุ้นสามัญ ทำให้ผู้วิจัยสนใจ สัดส่วนการใช้หนี้สินต่อทุนว่าเป็นจำนวนมากน้อยเพียงใดของแต่ละบริษัทและอุตสาหกรรมของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ปรากฏ ตารางที่ 1.3 ในภาคผนวกจากหมวดอุตสาหกรรมที่ได้ทำการศึกษาทั้งสิ้น 8 ปีตั้งแต่ พ.ศ. 2537 จนถึง พ.ศ. 2544 อุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงมาก เช่น หมวดอาหารและเครื่องดื่มที่เฉลี่ยอยู่ในระดับ 597 เท่าของส่วนทุน วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง ถั่วเฉลี่ยอยู่ที่ 3.10 เท่าตีความได้ว่าธุรกิจที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมนั้น จัดหาทุนโดยใช้หนี้สินเป็น 3 เท่าเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี หมวดอุตสาหกรรมสื่อสารมีระดับใช้หนี้สิน 3.73 เท่า หมวดขนส่งมีการใช้หนี้สินในระดับค่อนข้างสูงถึง 12.4 เท่า นอกจากนี้อุตสาหกรรมที่ใช้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนน้อยกว่า 1 เท่ามีหมวดพลังงานที่อยู่ในระดับ 0.64 เท่า หมวดโรงแรมและบริการท่องเที่ยวอยู่ในสัดส่วน 0.74 เท่า และหมวดเวชภัณฑ์และเครื่องสำอางที่มีปริมาณการใช้หนี้สินต่ำสุด มีจำนวนเพียง 0.12 เท่าของทุนที่ปรากฏในงบดุลเท่านั้น

รายงานวิจัยฉบับนี้สนใจหัวข้อ ความเสี่ยงล้มละลายหรือ default risk ที่ไม่มีผลงานวิจัยในประเทศไทยเป็นกรณีพิเศษเพราะผลจากปี 2540 ส่งผลให้มีธุรกิจที่ทำการกู้ยืมเงินทั้งจาก แหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอกประเทศ มีภาระด้านหนี้สินเป็นจำนวนมาก ไม่สามารถจ่ายชำระหนี้หรือดอกเบี้ยได้เพราะธุรกิจมีผลกำไรสุทธิที่ลดลงหรือขาดทุน ทำให้ธุรกิจปิดกิจการ ควบกิจการ หรืออยู่ระหว่างแผนฟื้นฟูกิจการทำให้ปัจจัยเรื่อง ความเสี่ยงล้มละลาย สมควรมีบทบาทที่สำคัญสำหรับการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ด้วยสาเหตุดังกล่าวข้างต้นปัจจัยต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยคิดว่าเป็นส่วนหนึ่งในการพิจารณาใช้หนี้สินและทุนจึงมีความสำคัญอย่างยิ่งยวดไม่แพ้การตัดสินใจ ในการดำเนินธุรกิจที่ผู้บริหารทุกคน

ควรใส่ใจว่าจะบรรลุถึงเป้าหมายสูงสุด ที่ดำเนินกิจกรรมด้านธุรกิจเพื่อก่อให้เกิด Maximize Shareholder Value หรือแปลเป็นภาษาไทยว่า ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น

1.2 วัตถุประสงค์

1. ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะเวลา พ.ศ. 2537-2544

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

ใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน 25 หมวดธุรกิจยกเว้นหมวดธนาคารพาณิชย์, สถาบันการเงิน, และธุรกิจประกันภัย โดยเฉพาะ 3 อุตสาหกรรมแรกนั้นมีโครงสร้างทางการเงินและ วิธีการบันทึกบัญชีแตกต่างจากหมวดในกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่น เหตุผลสำคัญเพราะ หมวดเหล่านี้สนใจด้านหนี้สินคือ เงินฝากของประชาชนที่มากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้นแล้วผู้บริหารนำเงินฝากไปลงทุนด้านสินทรัพย์ที่เป็น ทรัพย์สินหมุนเวียนมากกว่าทรัพย์สินคงที่แต่ธุรกิจหมวดอุตสาหกรรมประเภทอื่นจะสนใจด้านแหล่งใช้ไป หรือด้านสินทรัพย์มากกว่าแหล่งที่มาหรือหนี้สินเพราะเป็นแหล่งก่อให้เกิดรายได้ นอกจากนี้ธนาคารพาณิชย์ยังมีเงื่อนไขข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามระเบียบที่ธนาคารแห่งประเทศไทยวางไว้ให้อีกด้วย เช่น การกำหนดเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (Bank for International Settlement/ BIS) เท่ากับ 8.5 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่ธุรกิจประกันภัยที่ถูกกำกับดูแลและควบคุมโดยกระทรวงพาณิชย์กำหนดให้สำรองเงินกองทุนไว้ที่ระดับ 25 เปอร์เซ็นต์ซึ่งแตกต่างจากหมวดธุรกิจประเภทอื่นที่ไม่มีความจำเป็นที่ต้องถูกควบคุมจากทางการ

ดังนั้นข้อมูลของบริษัทที่ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีขอบเขตการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2537-2544 และมีบริษัทที่ศึกษาทั้งสิ้น 164 บริษัทจาก 25 หมวดธุรกิจ สำหรับแบบจำลองที่ใช้สัดส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อทุนตามมูลค่าทางบัญชี (Total Debt to Book Value of Equity) ส่วนแบบจำลองต่อมามีจำนวนบริษัทที่ทำการศึกษาได้ทั้งสิ้น 164 บริษัท จากจำนวนอุตสาหกรรมที่มี 25 หมวดเช่นเดียวกัน ที่เรียกว่าสัดส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อทุนตามราคาตลาด (Total Debt to Market Price of Equity) จำนวนบริษัทของแต่ละหมวดอุตสาหกรรมปรากฏที่ตาราง 1.2

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ทราบถึงปัจจัยกำหนด โครงสร้างเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและแต่ละปัจจัยที่ทำการศึกษาลงถึง 7 ปัจจัยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันหรือตรงข้ามกันเมื่อเทียบกับหนี้สินทั้งหมดแล้ว ในแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าบัญชีหรือแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าตลาด มีปัจจัยที่มีระดับนัยสำคัญกับหนี้สินมีความถูกต้องดีกว่าที่จะนำไปสู่การตัดสินใจเพื่อกำหนดโครงสร้างเงินทุนในอนาคต นอกจากนี้ปัจจัยที่มีระดับนัยสำคัญนำไปสู่ความร่วมมือในนโยบายที่มีความสอดคล้อง ในตลาดเงินและตลาดทุนที่ส่งผลให้มีการพัฒนาในภาคการเงินที่จะเป็นผลโดยตรงต่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศไทยในอนาคต