บทที่ 5

ผลการศึกษา

เนื่องด้วยวัตถุประสงค์ของการศึกษานี้ คือ เพื่อวิเคราะห์ถึงปัจจัยทางการเงินที่มีผลต่อความสำเร็จของการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง โดยใช้วิธีการประมาณค่าแบบจำลองโลจิท (Logit Model) เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ทางสถิติ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว ผู้ศึกษาได้ดำเนินการตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ทำให้ได้ผลการศึกษาแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 เป็นผลการศึกษาส่วนพรรณนา และส่วนที่ 2. ผลการศึกษาด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ Logit Model ดังรายละเอียดต่อไปนี้

5.1 ผลการศึกษาส่วนพรรณนา

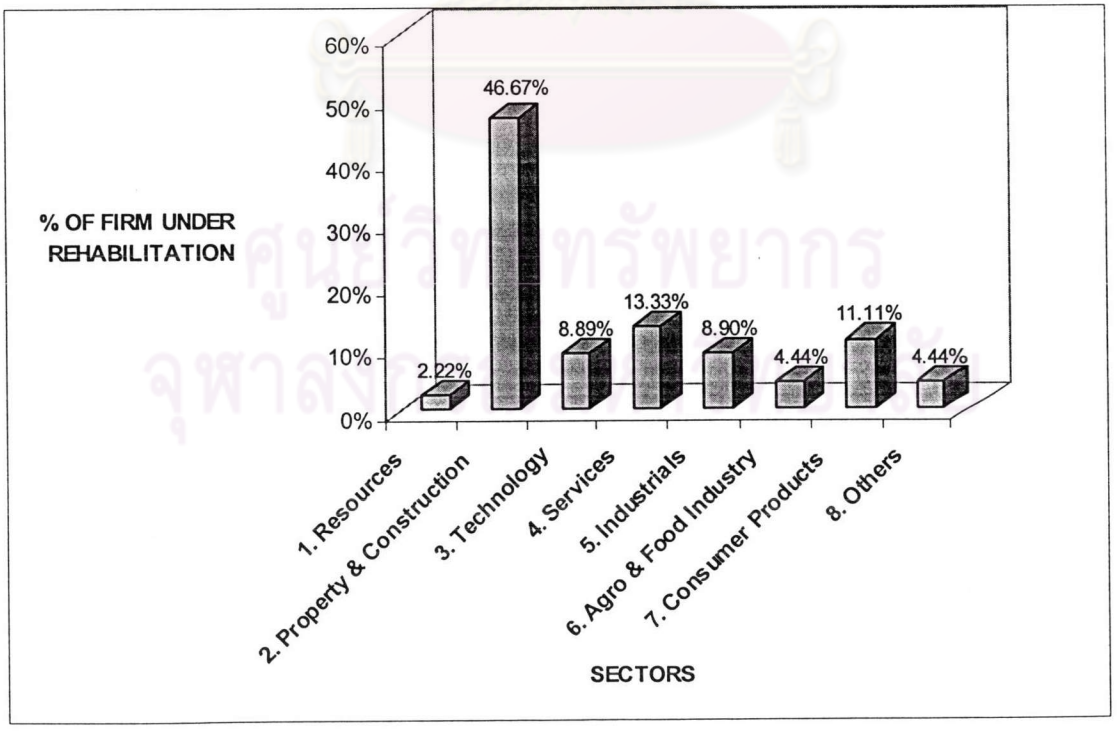
จากจำนวนกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเข้าฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางที่นำมาศึกษาทั้งหมด 45 บริษัท อยู่ในภาคการผลิตหลักตามเกณฑ์การแบ่งของตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างกันไป โดยส่วนใหญ่พบว่าบริษัทที่เข้าฟื้นฟูกิจการผ่านศาลเป็นบริษัทที่อยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง(Property & Construction) โดยคิดเป็นสัดส่วนสูงที่สุดถึง 46.67% ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด อันดับต่อมาเป็นกลุ่มบริษัทที่อยู่ในภาคบริการ(Services) คิดเป็น 13.33% ตามมาด้วยบริษัทในกลุ่มผลิตสินค้าอุปโภคและบริโภค(Consumer Products) เท่ากับ 11.11% นอกจากนี้เป็นบริษัทในภาคเทคโนโลยี(Technology) ภาคอุตสาหกรรม(Industrials) ภาคการผลิตอาหารและสินค้าเกษตร(Agro & Food Industry) ภาคการผลิตทรัพยากรธรรมชาติ (Resources) และภาคการผลิตอื่นๆ(Others) ตามลำดับ ดังแสดงในตารางที่ 5.1 และรูปภาพที่ 5.1

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 5.1 จำนวนบริษัทที่เข้าฟื้นฟูกิจการผ่านศาลฯ แยกตามภาคการผลิตหลัก

ภาคการผลิตหลัก (Sector)	จำนวนบริษัท(% ของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง)
1. Resources	2.22
2. Property & Construction	46.67
3. Technology	8.89
4. Services	13.33
5. Industrials	8.90
6. Agro & Food Industry	4.44
7. Consumer Products	11.11
8. Others	4.44
รวม	100.00

รูปภาพที่ 5.1 จำนวนบริษัทที่เข้าฟื้นฟูกิจการผ่านศาลฯ แยกตามภาคการผลิตหลัก



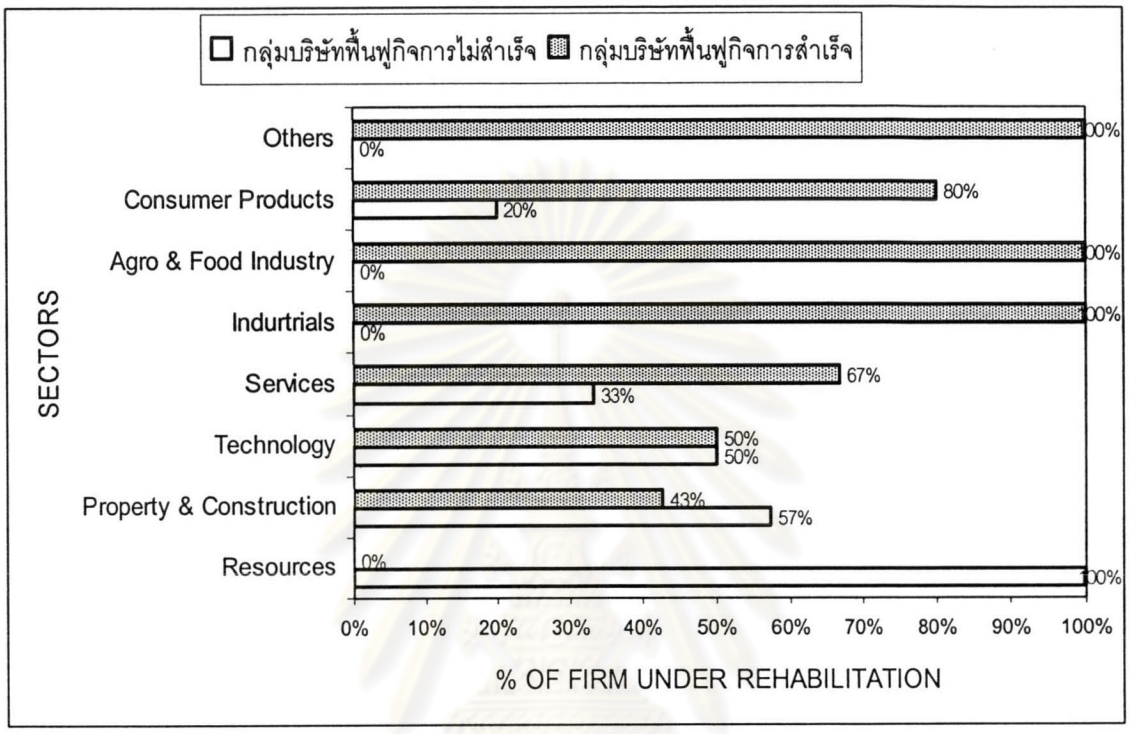
และเมื่อพิจารณาเปรียบระหว่างกลุ่มบริษัทฟื้นฟูกิจการสำเร็จและไม่สำเร็จในแต่ละภาคการผลิตหลักนั้น พบว่าในภาคการผลิตทรัพยากรธรรมชาติ(Resources)นั้น ไม่มีบริษัทใดสามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จเลย ในขณะที่บริษัทในภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง(Property & Construction) นั้นสามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ 43% น้อยกว่ากลุ่มที่ฟื้นฟูไม่สำเร็จซึ่งเท่ากับ 57% ส่วนภาคการผลิตเทคโนโลยี(Technology) นั้นจำนวนบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จและไม่สำเร็จนั้นมีสัดส่วนเท่ากัน คืออย่างละ 50% ภาคบริการ(Service)มีบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จ 33% และฟื้นฟูสำเร็จ 67% ภาคอุตสาหกรรม(Industrials) ภาคอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร(Agro & Food Industry) และภาคการผลิตอื่นๆ(Others) ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ 100% และสุดท้ายภาคการผลิตสินค้าอุปโภคบริโภค(Consumer Products) มีบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ 80% และไม่สำเร็จอีก 20% ดังแสดงในตารางที่ 5.2 และรูปภาพที่ 5.2

ตารางที่ 5.2 เปรียบเทียบจำนวนบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จและไม่สำเร็จ แยกตามภาคการผลิตหลัก

ภาคการผลิต(Sector)	จำนวนบริษัทที่เข้าฟื้นฟูทั้งหมด	จำนวนบริษัทที่ฟื้นฟูไม่สำเร็จ	จำนวนบริษัทที่ฟื้นฟูสำเร็จ
1. Resources	1	1 (100%)	0 (0%)
2. Property & Construction	21	12 (57%)	9 (43%)
3. Technology	4	2 (50%)	2 (50%)
4. Services	6	2 (33%)	4 (67%)
5. Industrials	4	0 (0%)	4 (100%)
6. Agro & Food Industry	2	0 (0%)	2 (100%)
7. Consumer Products	5	1 (20%)	4 (80%)
8. Others	2	0 (0%)	2 (100%)

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บ คือ %ของจำนวนบริษัทในแต่ละ sector ที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จและไม่สำเร็จ

รูปภาพที่ 5.2 เปรียบเทียบจำนวนบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จและไม่สำเร็จ แยกตามภาคการผลิตหลัก



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

นอกจากนี้ จากการศึกษายังพบอีกว่าบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ได้นำมาศึกษาทั้งหมด 45 บริษัทนั้น มีขนาดของสินทรัพย์ซึ่งบ่งบอกถึงขนาดของบริษัทแตกต่างกันระหว่าง 2 กลุ่มที่ฟื้นฟูกิจการสำเร็จและไม่สำเร็จ ณ ช่วงเวลาที่เข้าฟื้นฟูกิจการ กล่าวคือ หากกำหนดให้บริษัทที่มีสินทรัพย์น้อยกว่า 1,000 ล้านบาทจัดอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก(S-SIZE) บริษัทที่มีสินทรัพย์ตั้งแต่ 1,000 ถึง 10,000 ล้านบาทเป็นบริษัทขนาดกลาง(M-SIZE) ส่วนบริษัทที่มีสินทรัพย์ตั้งแต่ 10,001 ถึง 100,000 ล้านบาทจัดเป็นบริษัทขนาดใหญ่(L-SIZE) และบริษัทที่มีสินทรัพย์มากกว่า 100,000 ล้านบาทขึ้นไปถือว่าเป็นบริษัทขนาดใหญ่พิเศษ(LL-SIZE) จะได้ว่าบริษัทขนาดเล็ก(S-SIZE)ซึ่งมีสินทรัพย์น้อยกว่า 1,000 ล้านบาท สามารถฟื้นฟูกิจการผ่านได้เป็นสัดส่วนสูงถึง 86% ฟื้นฟูกิจการไม่ผ่านเพียง 14% ตรงกันข้ามกับบริษัทขนาดกลางถึงขนาดใหญ่พิเศษ ซึ่งมีขนาดของสินทรัพย์มากกว่า 1,000 ล้านบาทขึ้นไปจนถึงมากกว่า 100,000 ล้านบาท ที่ส่วนใหญ่จะฟื้นฟูกิจการไม่ผ่านเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าฟื้นฟูผ่าน โดยบริษัทขนาดกลาง(M-SIZE) สินทรัพย์ตั้งแต่ 1,000 ถึง 10,000 ล้านบาท ฟื้นฟูกิจการไม่ผ่าน 66% ฟื้นฟูผ่าน 34% บริษัทขนาดใหญ่(L-SIZE) สินทรัพย์ตั้งแต่ 10,001 ถึง 100,000 ล้านบาท ฟื้นฟูกิจการไม่ผ่านถึง 71% ฟื้นฟูผ่านเพียง 29% และบริษัทขนาดใหญ่พิเศษ(LL-SIZE) ซึ่งมีสินทรัพย์มากกว่า 100,000 ล้านบาท ฟื้นฟูกิจการไม่ผ่านเลยทั้ง 100% ดังแสดงในตารางที่ 5.3

ตารางที่ 5.3 ขนาดบริษัทเปรียบเทียบระหว่างบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จและไม่สำเร็จ

ขนาดบริษัท		ขนาดของสินทรัพย์ (ล้านบาท)	จำนวนบริษัท (% ของจำนวนบริษัทในแต่ละขนาดที่แตกต่างกัน)	
			ฟื้นฟูผ่าน	ฟื้นฟูไม่ผ่าน
ขนาดเล็ก	S-SIZE	น้อยกว่า 1,000	86	14
ขนาดกลาง	M-SIZE	1,000 – 10,000	34	66
ขนาดใหญ่	L-SIZE	10,001 – 100,000	29	71
ขนาดใหญ่พิเศษ	LL-SIZE	มากกว่า 100,000 ขึ้นไป	0	100

5.2 ผลการศึกษาด้วยวิธีการทางเศรษฐมิติ Logit Model

เนื่องด้วยวัตถุประสงค์ของการศึกษานี้ คือ เพื่อวิเคราะห์ถึงปัจจัยทางการเงินที่มีผลต่อความสำเร็จของการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง โดยใช้วิธีการประมาณค่าแบบจำลองโลจิท (Logit Model) เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ทางสถิติ เพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว ผู้ศึกษาได้ดำเนินการตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 4 ทำให้ได้ผลการศึกษาดังต่อไปนี้

ในเบื้องต้น ได้ทำการทดสอบความแตกต่างของตัวแปรทางการเงินของกลุ่มตัวอย่างบริษัท 6 ตัวแปร ประกอบด้วยตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน 3 ตัวแปร ซึ่งเป็นตัวแทนของอัตราส่วนทางการเงิน 3 กลุ่ม ตัวแปรทางการเงินที่แสดงถึงอัตราส่วนการก่อหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะยาวและขนาดกิจการอีก 2 ตัวแปร รวมทั้งตัวแปรเชิงกลุ่ม(dummy variable)ซึ่งแสดงถึง sector ของแต่ละบริษัทอีก 1 ตัวแปร ได้แก่

ตารางที่ 5.4 ตัวแปรทางการเงินที่ใช้ในการทดสอบ

ตัวแปรอธิบาย	แทนกลุ่มอัตราส่วนทางการเงิน
1. Current Ratio (สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน)	อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratio)
2. Interest Coverage Ratio (กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี / ดอกเบี้ยจ่าย)	อัตราส่วนวัดการก่อหนี้ (Leverage Ratio)
3. Net Profit Margin (กำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ / ยอดขายสุทธิ)	อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)
4. สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน	สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาว (Short -term Debt / Long-term Debt)
5. ค่า log ของสินทรัพย์รวม	ขนาดของกิจการ
6. sector (เป็น dummy variable) โดยที่ sector = 0 ถ้าบริษัทนั้นอยู่ใน sector อื่นๆ sector = 1 ถ้าบริษัทนั้นอยู่ใน property & construction sector	ภาคการผลิต

พบว่าค่าเฉลี่ยของตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ตัวแปร มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างกลุ่มบริษัทที่สามารถฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จและกลุ่มบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จ เมื่อทดสอบโดยใช้ t-test ดังแสดงในตารางที่ 5.5

ตารางที่ 5.5 ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินของกลุ่มบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จ และกลุ่มที่ฟื้นฟูกิจการสำเร็จ

กลุ่มอัตราส่วนทางการเงิน	อัตราส่วนทางการเงินที่เป็นตัวแทน	ฟื้นฟูสำเร็จ	ฟื้นฟูไม่สำเร็จ
อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน	0.21	0.32
อัตราส่วนวัดการก่อหนี้	กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี / ดอกเบี้ยจ่าย	-2.30	-1.68
อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร	กำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ / ยอดขายสุทธิ	-172.66 *	-239.18 *
สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาว	สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน	39.33 *	85.68 *
ขนาดกิจการ	ค่า log ของสินทรัพย์รวม	7.86 *	8.26 *
6. sector	เป็น dummy variable	1 *	0 *

หมายเหตุ : * หมายถึง มีความแตกต่างระหว่างกลุ่มที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ตัวแปรที่ 6 เป็น dummy variable ซึ่งเป็นตัวแปรเดียวที่ไม่ต้องทดสอบค่าเฉลี่ยแตกต่างระหว่างกลุ่ม โดยกำหนดให้

sector = 0 ถ้าบริษัทนั้นอยู่ใน sector อื่นๆ

sector = 1 ถ้าบริษัทนั้นอยู่ใน property & construction sector

จากตารางที่ 5.5 เห็นได้ว่าช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ บริษัทจดทะเบียนกลุ่มที่สามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมีความสามารถในการทำกำไรโดยเปรียบเทียบสูงกว่ากลุ่มที่ฟื้นฟูไม่สำเร็จมาก และบริษัทกลุ่มดังกล่าวมีอัตราส่วนหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะยาวต่ำกว่ามากเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มที่ฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จ นอกจากนี้จะเห็นได้ว่าบริษัทกลุ่มที่ฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมีขนาดกิจการโดยเฉลี่ยแล้วเล็กกว่าบริษัทกลุ่มที่ฟื้นฟูไม่สำเร็จอีกด้วย ดังนั้น สามารถกล่าวในภาพรวมได้ว่าบริษัทจดทะเบียนใน

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มที่สามารถฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จนั้น ในช่วงก่อนเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการเป็นบริษัทจดทะเบียนที่มีขนาดเล็ก มีการก่อหนี้ระยะสั้นเป็นอัตราส่วนที่ต่ำกว่า อีกทั้งยังมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่ามาก เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จ

ลำดับต่อไป เป็นการแสดงผลการประมาณค่าแบบจำลอง การทดสอบความแม่นยำในการพยากรณ์ของแบบจำลอง และอิทธิพลของตัวแปรอธิบายที่มีต่อตัวแปรตาม

5.2.1 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง

แบบจำลองซึ่งเป็นผลจากการศึกษาครั้งนี้ เป็นแบบจำลองสำหรับการพยากรณ์ความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสมการสำหรับการพยากรณ์ คือ สมการ 5.1 และผลการประมาณค่าแบบจำลองแสดงในตารางที่ 5.6

$$\hat{P}\text{(ฟื้นฟูกิจการสำเร็จ)} = 4.543 - 1.533\ \text{curr ratio} + 0.0003\ \text{icr} + 0.002\ \text{pf margin}^{*} - 1.831\ \text{sd/ld}^{*} - 0.313\ \text{size}^{*} - 1.767\ \text{prop sector}^{*} \quad \text{.....(5.1)}$$

โดยที่ curr ratio คือ อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน
หรือ Current Ratio สะท้อนถึงสภาพคล่องของกิจการ

icr คือ อัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี / ดอกเบี้ยจ่าย
หรือ Interest Coverage Ratio
สะท้อนถึงความสามารถในการจ่ายภาระดอกเบี้ยที่เกิดจากการก่อหนี้

pf margin คือ กำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ / ยอดขายสุทธิ
หรือ Profit Margin
สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

sd/ld คือ สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน
หรือ Short -term Debt / Long-term Debt
สะท้อนถึงสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาวของกิจการ

size คือ ค่า log ของสินทรัพย์รวม สะท้อนถึงขนาดของกิจการ

prop sector คือ dummy variable

โดยที่ sector = 0 ถ้าบริษัทนั้นอยู่ใน sector อื่นๆ

sector =1 ถ้าบริษัทนั้นอยู่ใน property & construction sector

ตารางที่ 5.6 ผลการประมาณค่าแบบจำลอง

ตัวแปร	เครื่องหมายตามสมมติฐาน	ผลการประมาณค่า
ค่าคงที่		4.543 (2.98) *
curr ratio	+	-1.533 (-1.49)
icr	+	0.0003 (0.15)
pf margin	+	0.002 (2.00) *
sd/ld	-	-1.831 (-2.34) *
size	+	-0.313 (-1.98) *
prop sector	-	-1.767 (-3.74) *
R^2_P	69.60%	

หมายเหตุ : ตัวเลขในวงเล็บแสดงค่า z-stat

* หมายถึง ตัวแปรอธิบายมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

จากตารางที่ 5.6 ตัวแปรอธิบาย 4 ตัวแปรมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% จากตัวแปรอธิบายทั้งหมด 6 ตัว โดยมีตัวแปรอธิบายหนึ่งในสี่ตัวมีเครื่องหมายไม่ตรงตามสมมติฐาน คือ ค่า log ของสินทรัพย์รวม (size) ส่วนตัวแปรที่มีนัยสำคัญและมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐาน 3 ตัวแปร คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ(pf margin) สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน(sd/ld) และ dummy variable ที่แสดงถึงบริษัทอยู่ใน property & construction sector ดังรายละเอียดต่อไปนี้

1. **อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน** (curr ratio : Current Ratio)

ไม่มีนัยสำคัญกับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรืออีกนัยหนึ่งสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ ไม่มีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

2. **อัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อดอกเบี้ยจ่าย**(icr : Interest Coverage Ratio)

ไม่มีนัยสำคัญกับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรืออีกนัยหนึ่ง คือ ความสามารถในการจ่ายภาระดอกเบี้ยที่เกิดจากการก่อหนี้ในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการไม่มีควาสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

3. **อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ**(pf margin : Profit Margin)

มีนัยสำคัญกับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จเป็นบวกสอดคล้องกับสมมติฐาน หมายความว่าโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ หรืออีกนัยหนึ่ง การที่บริษัทสามารถสร้างกำไรจากการดำเนินงานได้มากในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการจะทำให้บริษัทมีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากขึ้น

4. **สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน**(sd/ld :Short-term Debt / Long-term Debt)

มีนัยสำคัญกับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จเป็นลบสอดคล้องกับสมมติฐาน หมายความว่าโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จ มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียนของบริษัทในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการในทางตรงกันข้าม กล่าวคือ บริษัทจดทะเบียนที่มีสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาวช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการอยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงที่กิจการจะไม่สามารถชำระหนี้ระยะสั้นได้ในทันทีที่เจ้าหนี้เรียกชำระ ทำให้กิจการนั้นมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการได้น้อย

5. **ค่า log ของสินทรัพย์รวม** (size)

มีนัยสำคัญกับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จเป็นลบ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐาน หมายความว่าโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จขึ้นอยู่กับขนาดกิจการหรือสินทรัพย์รวมของกิจการ ในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ โดยกิจการที่มีขนาดเล็กกว่าหรือมีสินทรัพย์รวมน้อยกว่า มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า

6. **ตัวแปรหุ่น ซึ่งแทนกลุ่มบริษัทในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง**

มีนัยสำคัญกับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จเป็นลบ ตรงตามสมมติฐาน หมายความว่าโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จขึ้นอยู่กับว่ากิจการนั้นอยู่ในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (property &construction) หรือภาคการผลิตอื่นๆ โดยกิจการที่มีอยู่ในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจอย่างรุนแรงและสามารถฟื้นตัวได้อย่างล่าช้า มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จน้อยกว่าบริษัทที่อยู่ในภาคการผลิตอื่นๆ

จากผลการศึกษาดังกล่าว ตัวแปรอธิบายที่มีนัยสำคัญทั้ง 4 ตัวแปรนั้นมีเพียง 1 ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จขัดแย้งกับสมมติฐานคือค่าlogของสินทรัพย์รวม ซึ่งสะท้อนถึงขนาดของกิจการ ตามสมมติฐานเดิมนั้น กิจการที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก หรือตัวแปรมีความสัมพันธ์กับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการเป็นบวก อย่างไรก็ตาม จากผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการไปในทางตรงกันข้าม ทำให้การตีความผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอธิบายดังกล่าวกับโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จนั้น ขัดแย้งกับสมมติฐาน ซึ่งสามารถวิเคราะห์สาเหตุได้ดังนี้

สำหรับค่า log ของสินทรัพย์รวม หรือตัวแปร size นั้น ผลการศึกษาบอกว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จในทางตรงกันข้าม หมายความว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก แม้ตามสมมติฐานจะกล่าวว่า ความล้มเหลวของบริษัทใหญ่จะกระทบต่อระบบเศรษฐกิจในวงกว้าง ทำให้ภาครัฐบาลพร้อมจะยื่นมือเข้าช่วยเหลือให้สามารถฟื้นฟูกิจการได้ อีกทั้งอำนาจในการต่อรองกับกลุ่มเจ้าหนี้มีมากกว่า ทำให้โอกาสที่จะฟื้นฟูสำเร็จมีมากตามไปด้วย อย่างไรก็ตาม พิจารณาในทางกลับกันได้ดังนี้

1. บริษัทใหญ่ซึ่งมีสินทรัพย์มากกว่า ย่อมหมายถึงเครดิตในการก่อหนี้ช่วงก่อนวิกฤติที่มากกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งหนี้ต่างประเทศระยะสั้น ซึ่งเมื่อเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ทางการประกาศลอยตัวค่าเงินบาท บริษัทใหญ่เหล่านั้นไม่มีความสามารถในการชำระหนี้คืน จึงเกิดปัญหาขึ้นได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก นำไปสู่การมีโอกาสประสบความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการน้อย

2. สืบเนื่องมาจากข้อแรก บริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีหนี้สูง จำนวนเจ้าหนี้ย่อมมากด้วย ส่งผลต่อกระบวนการฟื้นฟูผ่านศาลทำให้เป็นไปอย่างล่าช้า ตั้งแต่การเสนอแต่งตั้งผู้ทำแผน การนัดประชุมเจ้าหนี้ ระยะเวลาที่ประชุมเจ้าหนี้จะมีมติยอมรับแผนฟื้นฟูกิจการ การยื่นขอเสนอแก้ไขแผน หรือแม้แต่การต่อรองในกระบวนการอื่นๆจะกระทำได้ยากและล่าช้า เข้าทำนอง "มากคนก็มากความ" เป็นสาเหตุหนึ่งที่สามารถปฏิเสธสมมติฐานได้

เหตุผลดังกล่าวทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า บริษัทใหญ่มีโอกาสที่จะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากกว่าบริษัทเล็กได้ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่ได้เป็นการวิเคราะห์จากข้อมูล ณ ช่วงเวลา

ก่อนที่บริษัทจะเข้าฟื้นฟูกิจการ ซึ่งมีข้อจำกัดในการศึกษาหลายประการ(จะกล่าวถึงในข้อจำกัดของการศึกษาในบทสรุปผลการศึกษา) จึงอาจทำให้ผลการวิเคราะห์มีความเบี่ยงเบนไปจากความเป็นจริงได้

5.2.2 ความแม่นยำในการพยากรณ์ของแบบจำลอง

ในการทดสอบหาความเหมาะสมของสมการในการอธิบายความสามารถในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะพิจารณาจากความแม่นยำในการพยากรณ์ (Percentage of Correct Prediction) หรือค่า R^2_P

โดย ค่า R^2_P = $\frac{\text{จำนวนข้อมูลที่พยากรณ์ได้ถูกต้อง}}{\text{จำนวนข้อมูลที่นำมาศึกษาทั้งหมด}}$

จากตารางที่ 5.6 สมการ 5.1 มีค่า R^2_P เท่ากับ 69.60 หมายความว่าสมการนี้สามารถอธิบายความสามารถในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ 69.60% หรือพยากรณ์ได้ถูกต้อง 69 บริษัท จากกลุ่มตัวอย่าง 100 บริษัท นั่นคือ มีความผิดพลาดในการพยากรณ์เท่ากับ 31.00% ซึ่งความผิดพลาดในการพยากรณ์เกิดขึ้นได้ 2 ประเภท ดังแสดงในตารางที่ 5.7

ตารางที่ 5.7 ความแม่นยำในการพยากรณ์ของแบบจำลอง

	ผลการพยากรณ์		
ผลที่เกิดขึ้นจริง	0	1	**รวม**
0	47	15	62
1	20	33	53
รวม	67	48	115

TYPE I ERROR เกิดขึ้นเมื่อ ปฏิเสธ H_0 แต่ H_0 เกิดขึ้นจริง

TYPE II ERROR เกิดขึ้นเมื่อ ยอมรับ H_0 แต่ H_0 ไม่เกิดขึ้นจริง

ซึ่งในที่นี้ H_0 : บริษัทจดทะเบียนฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จ (P_i=0)

H_1 : บริษัทจดทะเบียนสามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ (P_i=1)

จากตารางที่5.7 เมื่อพิจารณาความผิดพลาดในการพยากรณ์ที่เกิดขึ้นพบว่าTYPE I ERROR มีค่าเท่ากับ 24.19% ขณะที่ TYPE II ERROR มีค่าเท่ากับ 37.74% ซึ่งทั้งสองค่าแตกต่างกันเพียงเล็กน้อย แสดงว่าสมการสามารถพยากรณ์โอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จ มีความแม่นยำน้อยกว่าการพยากรณ์กรณีที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการไม่สำเร็จเพียงเล็กน้อย

5.2.3 อิทธิพลของตัวแปรอธิบายที่มีต่อตัวแปรตาม

สำหรับอิทธิพลของตัวแปรอธิบายที่มีต่อตัวแปรตามสามารถพิจารณาได้จาก เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จ เมื่อตัวแปรอธิบายตัวใดตัวหนึ่งเปลี่ยนแปลงไปขณะที่ตัวแปรอื่นๆคงที่ ดังแสดงในตารางที่ 5.8

ตารางที่ 5.8 เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของโอกาสที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จ เมื่อตัวแปรอธิบายเปลี่ยนแปลงไป

% การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอธิบาย	% การเปลี่ยนแปลงของโอกาสที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จ เมื่อตัวแปรอธิบายแต่ละตัวเปลี่ยนแปลงไป			
	Profit Margin	ST Debt / LT Debt	Size	Prop Sector
1%	6.64%	-4.41%	-5.62%	-5.02%
5%	33.20%	-24.54%	-28.12%	-30.15%
10%	67.40%	-47.09%	-56.24%	-59.98%
15%	112.72%	-70.63%	-85.81%	-90.64%

จากตารางที่ 5.8 ตัวแปรอธิบายที่มีอิทธิพลต่อโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จสูงสุดเรียงตามลำดับ ได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ(pf margin : Profit Margin) ตัวแปรหุ่น ซึ่งแทนกลุ่มบริษัทในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง(prop sector) ค่า log ของสินทรัพย์รวม(size) และสัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน (sd/ld : Short -term Debt / Long-term Debt) โดยถ้าความสามารถในการทำกำไรของกิจการเปลี่ยนแปลงไป จะส่งผลให้โอกาสที่กิจการจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จเปลี่ยนแปลงไปคิดเป็นเปอร์เซ็นต์สูงสุด รองลงมาได้แก่ตัวแปรหุ่นแสดงถึงกลุ่มบริษัทในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างหรือภาคการผลิตอื่นๆ ต่อมาเป็นขนาดของกิจการ ในขณะที่การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนหนี้ระยะสั้นต่อหนี้ระยะยาวของกิจการจะส่งผลต่อโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จคิดเป็นเปอร์เซ็นต์น้อยที่สุด

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย