

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

บทสุดท้ายนี้ว่าด้วย ผลสรุปที่ได้จากนำข้อมูลมาโดยที่แบ่งเป็น 2 สมการ ส่วนแรกสุด สัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามมูลค่าหุ้นทางบัญชี นำ बदลด้านส่วนของทุนที่ปรากฏตามงบการเงินของบริษัทที่ได้ทำการศึกษา และส่วนที่สอง สัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาดที่นำราคาตลาดของหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ โดยส่วนท้ายสำหรับบางบริษัทที่ได้ทำการออกหุ้นประเภทนี้เพื่อวิจัยถึงว่าปัจจัยที่ได้กล่าวถึงไว้ในบทที่ 4 ที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจใช้สัดส่วนหนี้สินและทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้บทนี้ยังได้นำเสนอถึงข้อเสนอแนะเพื่อที่ผู้อ่านงานฉบับนี้ นำข้อคิดเห็นที่ได้เสนอแนะนำไปใช้ประโยชน์เพื่อกิจอื่นในอนาคตต่อไป

5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ผู้วิจัยต้องการเปรียบเทียบผลลัพธ์ ที่ได้จากการประเมินผลทางด้านเศรษฐกิจมิติทั้ง 2 แบบจำลองเทียบกับ สมมติฐานที่ได้คิดเอาไว้ดังที่ได้แสดงในบทที่ 3 ว่าด้วยวิธีการดำเนินงานวิจัย พร้อมกับกล่าวถึงสาเหตุว่าด้วย เหตุผลสิ่งใดทำให้ผลที่ได้เหมือนหรือแตกต่างจากที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ นอกจากนี้ยังแสดงถึง ผลพลอยได้ที่ได้จาก ผลการวิเคราะห์ข้อมูลสถิติ (ภาคผนวก 4.5) ดังได้แสดงไว้ดังต่อไปนี้

สินทรัพย์คงที่ แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชี มีความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยหนี้สินกับสินทรัพย์คงที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกันหรือเครื่องหมายลบ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินกับสินทรัพย์คงที่เป็นไปในทิศทางต่างกัน ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้คือเมื่อธุรกิจต้องการจัดหาทุนด้วยการ ออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบมีหลักประกัน (Secured Debt) จำเป็นต้องมีหลักทรัพย์บางประเภทมาค้ำประกัน ซึ่งผลการทดสอบพบว่าทรัพย์สินคงที่เป็นปัจจัยประเภทหนึ่งที่มีผลต่อการตัดสินใจ ใช้ระดับหนี้สินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เฉพาะ แบบจำลองตามบัญชีส่วนแบบจำลองตามราคาตลาดไม่มีระดับนัยสำคัญ และจากภาคผนวก 4.5 บ่งชี้ได้เป็นอย่างดีว่าในหมวดอุตสาหกรรมที่ได้ทำการศึกษาและส่วนใหญ่ทำธุรกิจที่มีใช้ภาคการเงิน (Financial Sector) มีสัดส่วนทรัพย์สินคงที่ต่อสินทรัพย์หมุนเวียนคิดเป็น 6:4

ขนาดธุรกิจ จำนวนโดย ล็อกการที่มของยอดขายโดยสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชีมีความสัมพันธ์ระหว่างขนาดธุรกิจและหนี้สินเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือเครื่องหมายบวกไม่มีระดับนัยสำคัญ แต่สอดคล้องกับสมมติฐานและแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินกับขนาดธุรกิจเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือสัญลักษณ์ลบ สอดคล้องกับสมมติฐาน มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 เพราะภายใต้เหตุผลที่ว่า เมื่อขนาดของธุรกิจมีขนาดใหญ่มากยิ่งขึ้น ความต้องการจัดหาทุนเพิ่มสูงขึ้นตาม เพราะต้องการเงินมาลงทุนขยายกิจการทั้งจากการซื้อเครื่องจักรใหม่ หรือลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ที่ให้อัตรผลตอบแทนคุ้มค่างกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการลงทุนส่งผลให้ธุรกิจต้องใช้ส่วนของทุนหรือโดยการออกหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิใหม่แทนจะส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลง เพราะบริษัทที่ได้ทำการศึกษาและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสะดวกในการระดมทุนผ่านทางตลาดทุน (Capital Market) ได้ดีกว่าผ่านทางตัวกลางทางการเงิน หรือธนาคารพาณิชย์แต่จากผลที่ได้เชิงประจักษ์ (Empirical Result) พบว่าธุรกิจหันกลับมาใช้ตลาดเงิน (Money Market) มากกว่าตลาดทุนส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนแทนที่จะเป็นลบแต่กลับเป็นบวกขึ้นแทน ทั้งนี้หมายความว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ใช้ความเป็นบริษัทที่ใหญ่ในแง่ยอดขาย เป็นหลักประกันแห่งความมั่นคงใช้หนี้สินโดยเฉลี่ยถึง 13 เท่าเมื่อเทียบกับส่วนทุนแล้ว

อัตราผลตอบแทนคืนแก่สินทรัพย์รวม แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชี มีความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยหนี้สินกับ อัตราผลตอบแทนคืนแก่สินทรัพย์รวมเป็นไปในทิศทางเหมือนกันหรือเครื่องหมายบวกมีระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในขณะที่แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินกับอัตราผลตอบแทนคืนแก่สินทรัพย์รวมในทิศทางต่างกันหรือเป็นลบ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่าธุรกิจมีกำไรสุทธิมากขึ้น ความต้องการใช้หนี้สินลดน้อยลงเพียงแต่ว่า ค่าเฉลี่ยของ ROA ในบริษัทโดยรวมมีเพียง 0.02 ทั้ง 2 แบบจำลองซึ่งน้อยมากเหตุผลสำคัญเนื่องมาจากสภาพเศรษฐกิจในระหว่างปีที่ทำการศึกษาโดยเริ่มตั้งแต่การประกาศลอยตัวค่าเงินบาทภายใต้การจัดการคือกรณีที่ธนาคารแห่งประเทศไทยบางช่วงเวลา สามารถนำเงินสำรองระหว่างประเทศที่ส่วนใหญ่อยู่ใน เงินสกุลสหรัฐอเมริกาเข้ามาแทรกแซงค่าเงินบาทอันเป็นผลมาจากการ ที่ค่าเงินบาทอ่อนตัวลงมากเกินไปเพราะส่งผลต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจเมื่อปี พ.ศ. 2539 จนถึงปี 2544 รวม 6 ปีที่กำไรสุทธิของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์โดยส่วนใหญ่ลดลงเป็นอย่างมาก เพราะธุรกิจยังต้องนำเข้าวัตถุดิบจากต่างประเทศในบางอุตสาหกรรม เช่น เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง เยื่อกระดาษและกระดาษ ยานพาหนะและอุปกรณ์ นอกจากนี้ระดับราคาน้ำมันที่ต้องนำมาใช้ในการเดินเครื่องจักร เพื่อผลิตสินค้ามีค่าสหสัมพันธ์ โดยตรงกับอัตราแลกเปลี่ยน (Correlation with Exchange Rate) ยิ่งค่าเงิน

บาทอ่อนลงมามาก ราคาน้ำมันสูงขึ้น ต้นทุนการผลิตเครื่องจักรเพิ่มมากขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน จึงส่งผลโดยตรงต่อค่า ROA

อัตราผลตอบแทนค้ำประกันแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชี มีความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยหนี้สินกับอัตราผลตอบแทนค้ำประกันแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นไปในทิศทางต่างกันหรือเครื่องหมายลบ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ไม่มีระดับนัยสำคัญ และแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยหนี้สินกับอัตราผลตอบแทนค้ำประกันแก่ส่วนของผู้ถือหุ้นมีทิศทางตรงข้ามกันหรือสัญลักษณ์ลบ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของทั้งตลาดใน 2 แบบจำลองโดยรวมมี -1.15 เท่ากล่าวได้ว่าความสามารถทำกำไรของธุรกิจไม่ได้ให้ผลตอบแทนที่ดีต่อส่วนผู้ถือหุ้นในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษานี้ เมื่อธุรกิจมีกำไรสุทธิเพิ่มสูงขึ้น ความต้องการใช้หนี้สินลดลงตามข้อสมมติฐาน

การเติบโตธุรกิจ แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชี มีความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยหนี้สินและการเติบโตธุรกิจเป็นไปในทิศทางต่างกันหรือเครื่องหมายลบ ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ไม่มีระดับนัยสำคัญ ในขณะที่แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาด ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนโดยหนี้สินกับการเติบโตธุรกิจเป็นไปในทิศทางไม่เหมือนกันหรือเครื่องหมายลบ โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 หมายความว่ามูลค่ารวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อมีปริมาณที่มากขึ้นเป็นปัจจัยที่ผู้บริหารกำหนดใช้ในการตัดสินใจระดับโครงสร้างเงินทุน ดังนั้น โอกาสธุรกิจจะเจริญเติบโตมีสูง ดังนั้นราคาหุ้นสามัญผู้บริหารสามารถตระหนักเพื่อการตัดสินใจเลือกก่อนหนี้สิน หรือกล่าวได้ว่าเมื่อราคาหุ้นสามัญของบริษัทมีราคาสูงขึ้น ความต้องการใช้หนี้สินลดลง ค่าเฉลี่ยของทั้งตลาดมี 1.3 เท่าราคาหุ้นในตลาดสูงกว่าราคาหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี

รายการช่วยลดภาษีมีใช้หนี้สิน แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชีและแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์ระหว่างการใช้หนี้สินกับรายการลดภาษีมีใช้หนี้สินเป็นไปในทิศทางเดียวกันหรือสัญลักษณ์บวก ตรงกับสมมติฐาน ไม่มีระดับนัยสำคัญกล่าวได้ว่ารายการในงบกำไรขาดทุนจำเช่น ค่าเสื่อมราคาและรายการตัดบัญชีมีผลกระทบเป็นปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยเฉลี่ยทั้ง 164 บริษัทที่ใช้ในการวิจัยอยู่ที่ 0.05 หรือ 5% ดังนั้นนโยบายด้านการคิดค่าเสื่อมราคาไม่ส่งผลต่อโครงสร้างเงินทุนด้วย

ความเสี่ยงล้มละลาย หรือไอ-สกอร์ แบบจำลองตามมูลค่าทางบัญชี มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และแบบจำลองตามราคาตลาด มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและความเสี่ยงล้มละลายเหมือนกันหรือเครื่องหมายบวก ซึ่งกล่าวได้ว่าธุรกิจที่มีความเสี่ยงล้มละลายจะมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงตามไปด้วย หรือกล่าวอีกด้านหนึ่งได้ว่า ธุรกิจที่มีความเสี่ยงล้มละลาย

ลดลงจะมีหนี้สินลดลง ไม่ตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ เหตุผลที่เมื่อเกิดความเสี่ยงล้มละลายแล้ว ธุรกิจจะใช้หนี้สินมากขึ้น เพราะเกิด อันตรายทางศีลธรรมหรือ Moral Hazard ขึ้นโดยที่เจ้าของธุรกิจไม่ต้องการรับผิดชอบความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น จึงผลักภาระไปสู่เจ้าหนี้ และไม่เกิดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal Capital Structure) เพราะบริษัทเกิดส่วนของทุน (Equity) เป็นศูนย์จากวิกฤตการณ์ทางการเงินในปี 2539 ทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนหายไป ดังนั้นกล่าวโดยสรุปได้ว่า ค่าโอ-สกอร์หรือโอกาสล้มละลายเป็นปัจจัยกำหนดโครงสร้างทางการเงินค่าเฉลี่ยโอ-สกอร์ในบริษัทที่ใช้จดทะเบียน 164 บริษัทอยู่ที่ 0.175 ซึ่งตัวเลขที่ได้หมายความว่าทั้งบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีโอกาสล้มละลายอยู่ที่ประมาณ 17.5% และทั้งหมดนี้ตอบคำถามตามวัตถุประสงค์เขียนไว้ในบทที่ 1 ผลสรุปที่ได้จากการวิจัยแสดงในตารางที่ 5.1 ดังนี้

ตารางที่ 5.1 แสดงผลสรุปของปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุน

หนี้สินต่อทุน	บัญชี	ราคาตลาด
สินทรัพย์คงที่	-	-
ขนาดธุรกิจ	+	+***
ผลตอบแทนแก่สินทรัพย์รวม	+	-***
ผลตอบแทนแก่ส่วนของผู้ถือหุ้น	-	-**
การเติบโตธุรกิจ	-	-**
รายการช่วยลดภาษีที่มีใช้หนี้สิน	-	+
ความเสี่ยงล้มละลาย	+**	+***

* มีระดับนัยสำคัญที่ 0.1 ** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 *** มีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

5.2 ข้อเสนอแนะ

ลักษณะโครงสร้างเงินทุนแนวโน้มธุรกิจ ในตลาดหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จัดหาเงินทุนด้วยวิธีการออกหุ้นมีแนวโน้มลดน้อยลงตั้งแต่ปี 2543 เป็นต้นมา และการขอสินเชื่อของภาคธุรกิจลดลงตามลำดับด้วยในปี 2540 เป็นต้นมาในขณะที่หุ้นกู้ที่ออกภายในประเทศมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ในปี 2541 มีมูลค่า 37,274 ล้านบาทจนถึงปี 2544 มีการขยายตัวมากส่งผลให้มีมูลค่ารวมหุ้นกู้ที่ออกใหม่ มีมูลค่า 106,680 ล้านบาทธุรกิจเริ่มหันมาสนใจในตลาดหุ้นกู้มากขึ้น ส่งผลให้ยอดขอสินเชื่อและการออกหุ้นสามัญใหม่ลดลง ดังนั้นผลการศึกษาวิจัยที่พบว่า แบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามราคาตลาดดีกว่าแบบจำลองสัดส่วนหนี้สินต่อทุนตามบัญชีโดยมีปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนมีปัจจัย ขนาดธุรกิจ อัตราผลตอบแทนคืน

สินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนค้ำส่วนของผู้ถือหุ้น การเติบโตธุรกิจ ความเสี่ยงล้มละลาย จากทั้งหมดมีข้อเสนอแนะในตลาดเงินและตลาดทุนได้ดังต่อไปนี้

ข้อเสนอแนะต่อตลาดเงิน

1. การก่อกำเนิดตลาดตราสารหนี้ (Thai Bond Dealing Center / TBDC) เป็นช่องทางหนึ่งในการระดมทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยที่กฎหมายปัจจุบันบังคับให้บริษัทที่ออกหุ้นกู้จำเป็นต้องมีการจัดลำดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) บริษัทที่สามารถออกหุ้นกู้ได้จำเป็นต้องเป็นบริษัทที่มีชื่อเสียง ขนาดธุรกิจที่ใหญ่มีทรัพย์สินเป็นจำนวนมาก ดังนั้นแล้วจำนวนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จึงมีผลต่อการพัฒนาของตลาดตราสารหนี้ แม้ว่าจะมีพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) ออกมาเป็นจำนวนมากก็ตาม แต่ควรพัฒนาหุ้นกู้เอกชนด้วย เพื่อเพิ่มทางเลือกให้แก่นักลงทุนที่สนใจมาลงทุน ซึ่งต้องอาศัยข้อเสนอแนะที่ 2 ในตลาดทุนควบคู่กันไปด้วย เพราะโดยเฉลี่ยธุรกิจมีสินทรัพย์คงที่คิดเป็น 60% เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมดทำให้สะดวกต่อการออกหุ้นกู้ กล่าวโดยสรุปคือ เมื่อมีจำนวนธุรกิจในตลาดหลักทรัพย์ยิ่งมาก ส่งผลต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ที่จะมีหุ้นกู้เอกชนออกจำหน่ายให้แก่นักลงทุน

2. ส่งเสริมและสนับสนุนให้มีการร่วมมือกันระหว่างตลาดเงินและตลาดทุนมากขึ้น โดยอาศัยการออกหลักทรัพย์เป็นเครื่องมือชนิดหนึ่งของการสร้างความร่วมมือระหว่าง 2 องค์กรคือตลาดตราสารหนี้และตลาดหลักทรัพย์ เช่น กรณีบริษัทสนใจออกเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Bond) ที่สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายใหม่ โดยบริษัทที่ออกหุ้นกู้แปลงสภาพ เพราะเมื่อนักลงทุนที่ซื้อหุ้นกู้แล้วในระยะต่อมามีการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและประกอบกับราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่ออก มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นผู้ถือหุ้นกู่จึงทำการใช้สิทธิ์แปลงสภาพ ซึ่งถ้ามีการร่วมมือกันของทั้ง 2 ตลาดจะทำให้กระบวนการแปลงสภาพเป็นไปด้วยความรวดเร็วทำให้ผู้แปลงสภาพไม่มีค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) มากจนเกินไปอันบังเกิดจากราคาหุ้นสามัญมีการเคลื่อนไหวรวดเร็ว เป็นต้น

ข้อเสนอแนะต่อตลาดทุน

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรสนับสนุนให้ธุรกิจที่มีทั้ง ทรัพย์สินที่มีสินทรัพย์ จากปัจจัยอัตราผลตอบแทนแก่สินทรัพย์รวม (ROA) ที่มีค่าบวกให้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยที่นโยบายของตลาด ควรจะเน้นที่บริษัทขนาดใหญ่ มีทุนจดทะเบียนที่สูงเพื่อทำให้ตลาดมีศักยภาพที่สูง ดังนั้นแล้ววัตถุประสงค์หลักบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อก่อนหน้านี้มากขึ้น แล้วเวลามีปัญหาในการชำระหนี้ให้แปลงหนี้สินเป็นทุน หรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่เพื่อนำเงินมาชำระหนี้ที่ซึ่งค่า ROA เป็นปัจจัยชนิดหนึ่งกำหนดโครงสร้างเงินทุนนอกจากนี้ ภายใต้สภาวะปัจจุบันควรให้มีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ เช่น องค์การไฟฟ้าหรือองค์การโทรศัพท์

2. เปิดโอกาสให้มีตลาดลักษณะใหม่เข้ามา หรือตลาดป้องกันความเสี่ยง (Hedge Market) ที่มีลักษณะตลาดปิด (Close Market) หรือ เป็นตลาดที่ไม่ช่วยลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Currency Risk) แต่ช่วยลดความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) ด้วยวิธีการจัดหาเงินทุนใหม่ (Refinancing) โดยคงอาศัยตลาดที่มีอยู่ทั้งตลาดตราสารหนี้และตลาดหลักทรัพย์