

ภาวะปัญหาทางการเงิน และการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทย



นางสาว ภวิกา ศศิวงค์ภักดี

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน


คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2543

ISBN 974-346-303-8

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

FINANCIAL DISTRESS AND CORPORATE PERFORMANCE IN THAILAND



Miss Pavika Sasivongbhakdi

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2000

ISBN 974-346-303-8

หัวข้อวิทยานิพนธ์	ภาวะปัญหาทางการเงิน และการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทย
โดย	นางสาว ภาวิกา ศศิวงค์ภักดี
ภาควิชา	การธนาคารและการเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	อาจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยรัตน์ กฤษณามระ)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(อาจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(อาจารย์ ดร. พรอนงค์ บุษราตระกูล)

สภามหาวิทยาลัย
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

นางสาว ภวิกา ศศิวงค์ภักดี : ภาวะปัญหาทางการเงิน และการดำเนินงานของบริษัทในประเทศไทย.
(FINANCIAL DISTRESS AND CORPORATE PERFORMANCE IN THAILAND)
อ. ที่ปรึกษา : อาจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์, 77 หน้า. ISBN 974-346-303-8.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มุ่งเน้นในการศึกษาต้นทุนทางอ้อมของภาวะปัญหาทางการเงินในประเทศไทย เนื่องจากยังไม่มีบทสรุปอย่างแน่ชัดเกี่ยวกับผลกระทบของภาวะภาวะปัญหาทางการเงินที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือก่อให้เกิดความสูญเสียอย่างมากในมูลค่า งานวิจัยนี้จึงศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัท โดยทดสอบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับสูงจะมีแนวโน้มประสพกับผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหามากกว่าบริษัทอื่นหรือไม่ ซึ่งผลการดำเนินงานวัดจากการเติบโตของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น โดยปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยการศึกษานี้ได้พยายามที่จะลดปัญหาของการแปลผลกลับระหว่างผลการดำเนินงานที่ตกต่ำและภาวะปัญหาทางการเงิน นอกจากนี้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดและผลการดำเนินงานบริษัทและยังทำการทดสอบว่าภาวะทางการเงินของบริษัทมีผลกระทบต่อ การตัดสินใจที่สำคัญของบริษัทอย่างไรในช่วงที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจอีกด้วย

กลุ่มข้อมูลประกอบด้วย 1,619 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 1990 ถึง ปี 1999 โดยงานศึกษาไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่าภาวะปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนที่สูง เนื่องจากบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับสูงมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงอย่างไม่มีนัยสำคัญในภาวะที่อุตสาหกรรมอยู่ในช่วงตกต่ำ ซึ่งผลการทดสอบเป็นเช่นเดียวกับการศึกษาเกี่ยวกับขนาดบริษัทและการตอบสนองของบริษัทในช่วงที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตามงานศึกษานี้พบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ระดับสูงมีแนวโน้มที่จะประสพกับการลดลงของกำไรจากการดำเนินงานมากกว่าคู่แข่งแม้ว่าจะอยู่ในช่วงเวลาที่ดีก็ตาม นอกจากนี้บริษัทที่มีสัดส่วนการลงทุนในอดีตสูงซึ่งถูกกำหนดโดยสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมนั้น จะส่งผลกระทบต่อการทำงานของบริษัทโดยการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของการเติบโตของยอดขายและการเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน
สาขาวิชา การเงิน
ปีการศึกษา 2543

ลายมือชื่อนิติ
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา

4282343026 :MAJOR FINANCE

KEY WORD: FINANCIAL DISTRESS / ECONOMIC DISTRESS / CORPORATE PERFORMANCE / LEVERAGE

PAVIKA SASIVONGBHAKDI : FINANCIAL DISTRESS AND CORPORATE PERFORMANCE IN THAILAND. THESIS ADVISOR : SUNTI TIRAPAT, Ph.D., 77 pp. ISBN 974-346-303-8.

This thesis aims to analyze the indirect costs of financial distress in Thailand because there is no conclusion on how financial distress affects corporate performance by creating the benefits or generating the significant losses in value. This paper investigates the link between financial distress and corporate performance by testing whether firms with high leverage are more likely to experience performance losses in industry downturns than other firms. Firm performance is measured by sales growth, changes in operating income and stock returns relative to industry average. This study also tries to minimize the problem of reverse causality between the poor performance and financial distress. Besides, this thesis further investigates the relation between firm size and corporate performance and also examines how a firm's financial condition affects important corporate decisions during time of economic distress.

The sample consists of 1,619 publicly traded firm-years in the 1990 to 1999. This study finds no obvious conclusion that financial distress are costly because the highly leverage firms have insignificant performance losses in industry downturn. A similar result takes place in firm size and the firm's response in period of economic distress. However, the result indicates that the highly leverage firms tend to experience lower operating income than their competitors even in a good time. Moreover, the firms that have high prior investment rate, as proxied by fix assets to total assets, have influenced on firm performance by increasing significant sales growth and changes in operating income.

Department Banking and Finance

Student's signature.....

Field of study Finance

Advisor's signature.....

Academic year 2000

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีด้วยความช่วยเหลือจากท่านผู้มีพระคุณหลายท่าน ทั้งนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ซึ่งท่านได้ให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่างๆในการวิจัยตลอดจนติดตามความคืบหน้าของการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาด้วยดีตลอด ท่านอาจารย์ดร.พรอนงค์ บุษราตระกูล กรรมการหลักสูตร และขอกราบขอบพระคุณท่านอาจารย์ ปิยรัตน์ กฤษณามระ ประธานกรรมการที่ให้ข้อคิดแนวทางที่เป็นประโยชน์ต่องานศึกษานี้เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความเรียบร้อยสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ทำยนี้ ผู้วิจัยใคร่ขอกราบขอบคุณ บิดา-มารดา น้องสาว และเพื่อนโดยเฉพาะเพื่อนร่วมชั้นรุ่นที่ 3 ทุกคน ที่ได้ให้คำแนะนำและความช่วยเหลือ ตลอดจนเป็นกำลังใจสนับสนุนในการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มาโดยตลอดที่ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจแก่ผู้วิจัยเสมอมาจนสำเร็จการศึกษา

ภวิกา ศศิวงศ์ภักดี

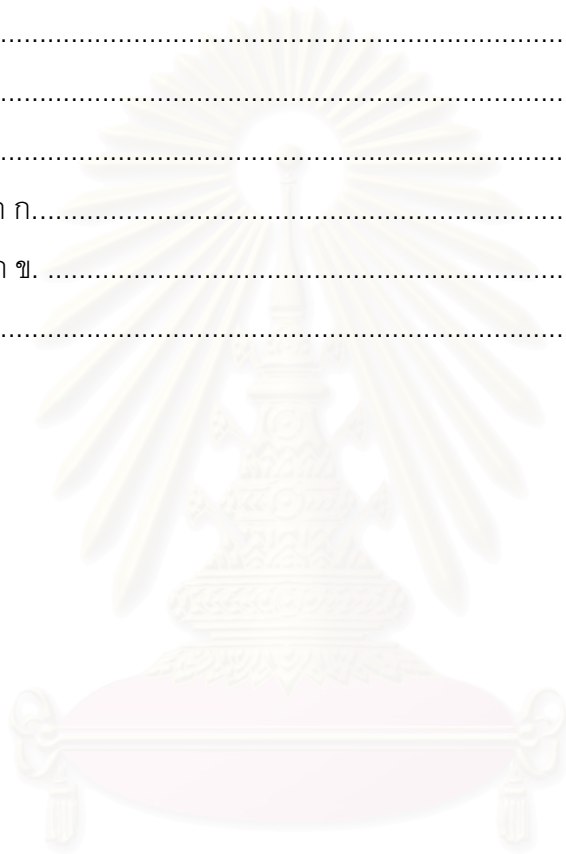
สิงหาคม 2543

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง.....	ณ
บทที่ 1.....	1
บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	4
ขอบเขตของการวิจัย	6
ข้อจำกัดของการวิจัย.....	7
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	8
วิธีดำเนินการวิจัย	9
ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย	10
บทที่ 2.....	11
เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	11
บทที่ 3.....	20
วิธีดำเนินการวิจัย	20
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา.....	20
สมมติฐานการวิจัย.....	22
เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	23
บทที่ 4.....	30
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	30
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา.....	30
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ	36

	หน้า
บทที่ 5.....	53
สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....	53
สรุปผลการวิจัย	53
ข้อเสนอแนะ.....	56
รายการอ้างอิง.....	57
บรรณานุกรม	59
ภาคผนวก.....	60
ภาคผนวก ก.....	61
ภาคผนวก ข.	71
ประวัติผู้วิจัย	77



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
ตารางที่ 1: กำหนดระดับของสัดส่วนหนี้และขนาดของบริษัทตามยอดขาย.....	31
ตารางที่ 2: การจำแนกลักษณะบริษัทรายปี.....	33
ตารางที่ 3: . การเปรียบเทียบลักษณะระหว่างตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำและที่มีผลการดำเนินงานปกติ	34
ตารางที่ 4: การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่ายเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัท ตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1992-1998.....	40
ตารางที่ 5: การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่ายเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัท ตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1992-1995.....	43
ตารางที่ 6: การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่ายเพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัท ตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1996-1998.....	45
ตารางที่ 7: การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย แสดงความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานโดยนำขนาดของบริษัทมาเสริมการวิเคราะห์ เป็นในช่วงปีฐาน 1992-1998....	47
ตารางที่ 8: การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย เพื่อประเมินค่าการเปลี่ยนแปลงในการลงทุนของบริษัทในปีฐาน 1992-1998	52
ตารางที่ 1ก: อุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ	61
ตารางที่ 1ข: รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและการลงทุนของบริษัท ในช่วงปีฐาน 1992-1995.....	71
ตารางที่ 2ข: รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและการลงทุนของบริษัท ในช่วงปีฐาน 1996-1998.....	72
ตารางที่ 3ข: รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและการลงทุนของบริษัท ในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา ในช่วงปีฐาน 1992-1998.....	73
ตารางที่ 4ข: รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 10 ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหาช่วงปีฐาน 1992-1998	74
ตารางที่ 5ข: รายละเอียดข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับบริษัทขนาดใหญ่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท ในช่วงปีฐาน 1992-1998	75
ตารางที่ 6ข: รายละเอียดข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับบริษัทขนาดเล็กมีผลต่อการดำเนินงานของบริษัท ในช่วงปีฐาน 1992-1998	76

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เนื่องจากในปัจจุบันประเทศไทยกำลังประสบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งที่รุนแรงมากที่สุดอีกครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจของไทยยุคใหม่นับตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่ 2 เป็นต้นมา เนื่องจากได้ก่อให้เกิดผลกระทบเชิงลบในหลากหลายมิติ ทั้งในแง่ เศรษฐกิจ การเมือง สังคม การจ้างงาน ตลอดจนได้บั่นทอนสุขภาพจิตของคนไทยทั้งชาติอย่างรุนแรงอยู่ในขณะนี้ วิกฤตการณ์เศรษฐกิจไทยครั้งนี้ได้เริ่มฉายแววให้เห็นมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 1996 และปรากฏปัญหาให้เห็นชัดมากยิ่งขึ้นหลังจากได้มีการโจมตีค่าเงินบาทอย่างรุนแรงเป็นระลอกๆ ในเดือนกุมภาพันธ์ และ พฤษภาคมที่ผ่านมาจนส่งผลทำให้ทางการจำเป็นต้องประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตรึงเงินบาทเป็นระบบลอยตัว ภายใต้การจัดการ (Managed Float) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 1997 โดยในส่วนของภาคธุรกิจบางรายก็ต้องประสบปัญหาการล้มละลายไป และบางรายได้มีการปรับองค์กรตัวเอง ลดรายจ่ายที่ไม่จำเป็นหรือตัดธุรกิจบางประเภทออกไป เมื่อประเมินแล้วว่าโอกาสทำรายได้มีอยู่ในระดับต่ำ แนวทางการควบกิจการและลดขนาดองค์กรให้กระชับ และการดึงต่างประเทศเข้ามาลงทุนหรือถือหุ้นใหญ่ก็เป็นที่น่าสนใจในการแก้ไขปัญหา

การวิเคราะห์ในส่วนของเศรษฐกิจไทย¹ ถ้าจะมองย้อนไปในอดีตอาจกล่าวได้ว่าช่วงปีที่ประเทศไทยมีศักยภาพในการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงที่สุดคือช่วงปี 1980-1989 เนื่องมาจากการขยายตัวของการลงทุนทั้งจากต่างประเทศและในประเทศ โดยเฉพาะการขยายตัวอย่างรวดเร็วของอุตสาหกรรมส่งออก ซึ่งเป็นผลมาจากการที่ค่าเงินบาทปรับตัวอ่อนลงตามค่าเงินเหรียญสหรัฐและปัจจัยที่เกื้อกูลอื่น ๆ แต่ต่อมาก็ได้กลายเป็นรากฐานของการก่อตัวของเศรษฐกิจฟองสบู่ขึ้นเริ่มแรกซึ่งเกิดขึ้นในปลายทศวรรษที่ 80 ดังจะเห็นได้ชัดเจนจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์และอสังหาริมทรัพย์ รวมทั้งการขยายตัวอย่างรวดเร็วของสินเชื่อ

¹ ศุภวุฒิ สายเชื้อ และ ถนอมศรี ฟองอรุณรุ่ง (2000) ได้ทำการวิเคราะห์เศรษฐกิจไทยตั้งแต่ก่อนที่ จะประสบปัญหาทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน พร้อมทั้งสาเหตุของปัญหาและรายละเอียดอื่น ๆ ที่มีประโยชน์ ทำให้ เข้าใจภาวะปัญหาของประเทศไทยมากยิ่งขึ้น

ในช่วงปี 1992 ประเทศไทยตัดสินใจเปิดเสรีทางการเงินควบคู่ไปกับนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ ซึ่งส่งผลให้ธุรกิจไทยสามารถกู้เงินจากต่างประเทศได้สะดวกและในต้นทุนที่ถูกลง ทำให้บริษัทไทยขยายการลงทุนจนเกินความต้องการ ก่อหนี้สินมากมายโดยเฉพาะหนี้สินจากต่างประเทศ ซึ่งยืมมาลงทุนในกิจการที่ให้ผลตอบแทนเป็นเงินบาทและใช้เงินกู้ระยะสั้นมาลงทุนในโครงการระยะยาว ซึ่งเป็นการเสี่ยงต่อผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนและสภาพคล่องมากขึ้น ในเวลาต่อมาไทยเริ่มสูญเสียความสามารถในการแข่งขันกับต่างประเทศ เจ้าหนี้ต่างประเทศเริ่มไม่มั่นใจและมีการเรียกเงินกู้คืน ทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุนและเริ่มก่อให้เกิดปัญหาสภาพคล่อง อีกทั้งเป็นเหตุจูงใจให้นักเก็งกำไรเห็นโอกาสในการเข้าโจมตีเงินบาทอย่างรุนแรงและต่อเนื่องตั้งแต่ปลายปี 1996 ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงต้องเข้าปกป้องค่าเงินบาท ทำให้สูญเสียทุนสำรองระหว่างประเทศจนต้องยอมประกาศลอยตัวค่าเงินบาทในวันที่ 2 กรกฎาคม 1997 และต้องขอความช่วยเหลือทางการเงินจากไอเอ็มเอฟตั้งแต่เดือนสิงหาคม 1997

หลังจากวิกฤติในช่วงปี 1996-1997 เกิดขึ้น สถานการณ์เริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 1998 เนื่องจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องประกอบกับนโยบายการเงินและการคลังเริ่มผ่อนคลาย นอกจากนี้ตั้งแต่ปี 1999 รัฐบาลมีการปรับลดภาษีมูลค่าเพิ่มจากร้อยละ 10 เหลือร้อยละ 7 ซึ่งเป็นระดับเดียวกับช่วงก่อนเกิดวิกฤติ เพื่อเป็นการกระตุ้นการใช้จ่ายของภาคเอกชน อีกทั้งเป็นผลจากปัจจัยสนับสนุนภายนอกที่ช่วยให้การส่งออกขยายตัว อัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องและมาตรการกระตุ้นกำลังซื้อของรัฐบาล แต่อย่างไรก็ตามก็ยังคงมีการแก้ไขอย่างต่อเนื่องในเรื่องของการปรับโครงสร้างหนี้ทั้งการเงินและการผลิตเพื่อสร้างความสามารถในการแข่งขันในอนาคต

การวิเคราะห์ถึงสาเหตุที่ธุรกิจในประเทศไทยมีการกู้เงินอย่างมากเนื่องมาจากการการกู้เงินจำนวนมากยิ่งทำให้ใช้ทุนของตัวเองน้อย ผลตอบแทนต่อหุ้นก็ยิ่งสูงขึ้น กล่าวคือถ้าจะเปรียบเทียบบริษัท 2 บริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันแต่มีสัดส่วนหนี้สินแตกต่างกัน บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินมากกว่าจะจ่ายดอกเบี้ยสูงกว่าทำให้มีกำไรสุทธิที่น้อยกว่าอีกบริษัท ถ้าคิดอัตราส่วนผลตอบแทนต่อทุน (ROA) ซึ่งเป็นการนำกำไรสุทธิหารกับส่วนทุนผลปรากฏว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินมากกว่าจะมีผลตอบแทนต่อทุนที่มากกว่า ดังนั้นการเพิ่มกำไรให้กับบริษัทโดยการเพิ่มหนี้สินนั้นเป็นวิธีการที่ทำได้ง่าย และตราบดีที่เจ้าหนี้ยากให้กู้และลูกหนี้มีความมั่นใจว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ผู้บริหารก็จะขยายการลงทุนโดยการเพิ่มหนี้ของบริษัท แต่ถ้าหากเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดฝัน

เกิดขึ้นเช่นเดียวกับที่เกิดในประเทศไทย นั่นคือ วิกฤติทางเศรษฐกิจดังที่กล่าวแล้วในช่วงต้น บริษัทที่ทำการก่อกำหนดให้กับบริษัทในสัดส่วนที่สูงก็จะประสบปัญหาเหมือนกัน เนื่องจากประสบปัญหาการจ่ายชำระคืนหนี้ โดยเฉพาะบริษัทที่กู้ยืมจากต่างประเทศจะลำบากมากกว่าเนื่องจากภาระที่เงินบาทอ่อนค่าลงมากเปรียบเสมือนการเพิ่มหนี้ขึ้นอย่างมากมาย

จากข้างต้นจะเห็นได้ว่าการที่ประเทศไทยประสบกับปัญหานั้นส่วนหนึ่งมาจากการขยายตัวของธุรกิจโดยการกู้ยืมเงินทั้งในและนอกประเทศ โดยขาดความระมัดระวังและไม่คำนึงถึงความสามารถในการชำระหนี้ในอนาคต ซึ่งเรียกปัญหานี้ว่าภาวะปัญหาทางการเงิน ภาวะปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) ดูเหมือนจะมีต้นทุนที่สูง เนื่องจากมีแนวโน้มให้บริษัทกระทำการที่เป็นผลเสียต่อเจ้าหนี้ในการที่ไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ตามที่ตกลงในสัญญาและผู้ที่ไม่ใช่ผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องทางการเงิน เช่น ความลำบากในการที่ลูกค้าต้องหาบริษัทในการซื้อสินค้าใหม่เนื่องจากความไม่แน่ใจในคุณภาพสินค้าและบริการของบริษัทเดิมหรือแม้แต่ในกรณีที่บริษัทต้องปิดกิจการลง และการเสียประโยชน์ของพวกเขา (Supplier) ในการส่งของถ้าหากหยุดการส่งสินค้าลดลง และกรณีที่ถูกจ้างถูกเลิกจ้างหรือถูกลดเงินเดือนลงเนื่องมาจากบริษัทที่ประสบปัญหาต้องการลดค่าใช้จ่ายลง เป็นต้น อีกทั้งการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับคู่แข่ง แต่อย่างไรก็ตามก็มีงานวิจัยอื่นที่แย้งว่าภาวะปัญหาทางการเงินอาจจะช่วยพัฒนาการดำเนินงานรวมถึงการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของบริษัทได้เช่นกัน เช่นการจัดการจัดหาแหล่งเงินทุนโดยใช้หนี้เป็นหลัก (Leveraged Buyouts) เปรียบเสมือนผลประโยชน์ที่ได้รับจากภาวะปัญหาทางการเงินโดยการที่บริษัทเพิ่มมูลค่ากิจการโดยเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารเลือกวิธีที่ก่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการ (Wruck (1990))

อย่างไรก็ตามปัญหาทางการเงินจะเกิดขึ้นต่อเมื่อบริษัทมีการก่อกำหนดเท่านั้น ถ้าบริษัทที่ไม่ก่อกำหนดเลยก็ว่าจะไม่ประสบกับภาวะเช่นนี้ ดังนั้นจึงได้นำสัดส่วนหนี้สินมาเป็นปัจจัยกำหนดสภาวะทางการเงินของบริษัท โดยทั่วไปบริษัทส่วนใหญ่มีโครงสร้างเงินทุนที่ประกอบด้วยหนี้สินรวมอยู่ด้วย ดังนั้นโอกาสที่เกิดภาวะปัญหาทางการเงินอาจเกิดขึ้นได้ บางรายอาจใช้สัดส่วนหนี้สูงแต่บางรายใช้สัดส่วนหนี้ในเกณฑ์ต่ำ ซึ่งแต่ละบริษัทจะได้รับผลกระทบจากภาวะปัญหาทางการเงินไม่เหมือนกัน การที่บริษัทเลือกที่จะก่อกำหนดนั้นเนื่องมาจากผลประโยชน์ทางภาษี (Tax Advantage) การเพิ่มผลตอบแทนต่อหุ้น อีกทั้งเปรียบเสมือนข้อผูกมัดของผู้บริหารในการพยายามเพิ่มผลผลิตมากยิ่งขึ้น ในส่วนของบริษัทที่เลือกก่อกำหนดน้อยอาจเนื่องมาจากเล็งเห็นว่าบริษัทจะได้กำไรมากกว่าถ้าอยู่ในช่วงอุตสาหกรรมตกต่ำ (Industry Downturn)

โดยทั่วไปภาวะปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) มักเกิดขึ้นเมื่อบริษัทที่ประสบปัญหาไม่สามารถปฏิบัติตามข้อตกลงทางการเงินที่ตนทำขึ้นได้ เป็นเรื่องเกี่ยวกับการละเมิดสัญญาที่เกี่ยวกับทางด้านหนี้สินและการระงับหรือการลดการจ่ายเงินปันผลลง โดยท้ายสุดบางบริษัทก็ต้องยอมถูกฟ้องล้มละลายไป แต่บางบริษัทก็มีความพยายามในการฟื้นฟูกิจการของตนเองเพื่อหลีกเลี่ยงการขึ้นศาลโดยการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงการบริหารบริษัทเสียใหม่ ซึ่งทั้งหมดนี้ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายที่บริษัทที่ประสบปัญหาจำเป็นต้องรับภาระ ซึ่งการศึกษาถึงต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงินเป็นเรื่องที่ถุ่กนำมาศึกษากันอย่างกว้างขวางดังจะกล่าวในบทที่ 2

การที่จะระบุถึงต้นทุนหรือผลประโยชน์ทั้งหมดของภาวะปัญหาทางการเงินเป็นสิ่งที่ทำได้ยาก เนื่องจากไม่มีการระบุแน่ชัดว่าโดยเฉพาะต้นทุนทางอ้อม ซึ่งขึ้นอยู่กับข้อกำหนดที่เหมาะสม

ต้นทุนที่เกิดจากภาวะปัญหาทางการเงิน (Financial distress) แบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ

- 1) ต้นทุนทางตรง (Direct Cost) ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดจากขั้นตอนทางกฎหมาย เช่น ค่าจ้างทนาย ค่าศาล เป็นต้น
- 2) ต้นทุนทางอ้อม (Indirect Cost) เช่น การที่ยอดขายลดลงเนื่องจากลูกค้าลังเลในการซื้อสินค้าจากบริษัทที่ประสบปัญหาโดยหันไปหาบริษัทคู่แข่งแทน เป็นต้น

จากข้างต้นจะเห็นได้ว่าการก่อกอหนึ้นนั้นอาจเป็นไปได้ทั้งประโยชน์และเป็นโทษให้กับบริษัทซึ่งขึ้นอยู่กับข้อกำหนดโครงสร้างการลงทุนที่เหมาะสม อีกทั้งภาวะปัญหาทางการเงินจะเกิดได้นั้นต้องเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีการก่อกอหนึ้นเท่านั้น จึงเป็นสาเหตุของการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากปัญหาทางการเงินในบริษัทที่ก่อกอหนึ้นมากกว่าจะก่อให้เกิดผลต่อการดำเนินงานแตกต่างจากบริษัทที่ก่อกอหนึ้นน้อยกว่าหรือไม่อย่างไร ซึ่งรายละเอียดจะกล่าวในบทต่อไป

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เนื่องจากยังไม่มีการระบุได้ถึงต้นทุนทั้งหมดที่เกิดจากปัญหาทางการเงินทั้งที่เป็นต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อมได้อย่างชัดเจน และยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่าปัญหาทางการเงินส่งผลกระทบต่อการทำงานของบริษัทอย่างไร ดังนั้นงานวิจัยฉบับนี้จึงให้ความสนใจในการทำการศึกษาระดับดังกล่าว โดยแบ่งประเด็นการศึกษาออกเป็น 2 ประเด็นที่สำคัญคือ ประเด็นแรกคือทำการศึกษาถึงผลกระทบของสัดส่วนหนี้สินในช่วงก่อนที่อุตสาหกรรมประสบภาวะปัญหาของบริษัทต่าง ๆ ว่ามีต่อผลการดำเนินงานแตกต่างกันหรือไม่อย่างไรเมื่ออุตสาหกรรมอยู่ในภาวะ

ประสบปัญหา (Industry Downturn) โดยผลการดำเนินงานจะทำการวัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย, กำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากหุ้น ซึ่งผลการวิจัยที่ได้จะทำให้ทราบว่าต้นทุนที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน (Financial Distress Costs) นั้นมีมากจนทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลง หรือที่จริงแล้วปัญหาทางการเงินทำให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัทมากกว่า โดยขึ้นต้นคิดว่าปัญหาทางการเงินนั้นมีต้นทุนที่สูงซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สูงจะได้รับผลกระทบต่อการดำเนินงานมากกว่าบริษัทคู่แข่งที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำในช่วงตกต่ำของอุตสาหกรรม (Industry Downturn) เนื่องจากบริษัทที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มาก (Highly Leverage Firms) สภาพคล่องลดลงทำให้บริษัทมีโอกาสทำกำไรลดลงมากกว่าเมื่ออยู่ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำซึ่งจะนำไปสู่ปัญหาทางการเงินมากเช่นกัน ดังนั้นถ้าหากต้นทุนของปัญหาทางการเงินมีสูงน่าจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลงด้วย นอกจากนี้ยังได้นำขนาดของกิจการมาเป็นตัวแบ่งประเภทของบริษัท โดยคาดว่าน่าจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งในทางทฤษฎีบริษัทขนาดเล็กน่าจะประสบกับปัญหามากที่สุดในช่วงที่เกิดปัญหาทางการเงินซึ่งจะมีโอกาสที่จะถูกบีบให้ออกจากกิจการไป เนื่องจากความยากในการเพิ่มทุนเนื่องมาจากกระจายของข้อมูลข่าวสารที่ระหว่างภายนอกและภายในที่ไม่ดีพอ ในทางกลับกันบริษัทขนาดใหญ่จะได้ผลประโยชน์มากกว่าจากภาวะปัญหาทางการเงินซึ่งการลดลงของยอดขายนั้นจะสื่อถึงการเปลี่ยนแปลงการบริหารมากกว่า เช่นการตัดบางสายธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพออกไป

ในประเด็นที่สอง ได้ทำการศึกษาถึงปฏิริยาตอบโต้ในการเปลี่ยนแปลงการบริหารงานของบริษัทเมื่อเกิดปัญหาทางการเงิน ซึ่งการโต้ตอบถูกกำหนดโดยการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของบริษัท โดยคาดว่าเมื่อปัญหาทางการเงินเกิดขึ้นบริษัทจะมีการปรับการลงทุนลดลง เนื่องจากความเสี่ยงในการลงทุนซึ่งถ้าหากเป็นบริษัทที่ใช้แหล่งเงินทุนที่เป็นเงินกู้จะต้องมีการพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบในเรื่องการจ่ายชำระคืนเงินกู้ เนื่องจากความเสี่ยงในการไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ตามที่ตกลงได้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ขอบเขตของการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้ได้กำหนดขอบเขตในการวิจัยไว้ดังนี้

1. ระยะเวลาในการวิจัยตั้งแต่ 1990-1999
2. การศึกษาผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงานบริษัทในที่นี่หมายถึง การพิจารณาจากการเติบโตของยอดขาย ในส่วนที่แสดงถึงมูลค่าบริษัทจะแสดงในลักษณะของการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน และ ผลตอบแทนหุ้น
3. อุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา ในที่นี่หมายถึงปัญหาทางเศรษฐกิจ โดยพิจารณาจากค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นของอุตสาหกรรมเป็นลบ
4. ในการศึกษาถึงภาวะปัญหาทางการเงิน ในที่นี่ต้องทำการแยกอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจออกก่อน แล้วจึงพิจารณาเป็นรายบริษัทเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้สินของบริษัทในช่วงก่อนประสบปัญหาทางเศรษฐกิจมีผลต่อการดำเนินงานอย่างไร
5. การศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทที่มีต่อผลการดำเนินงานบริษัท ในที่นี่ได้ใช้สัดส่วนยอดขายเป็นปัจจัยกำหนดขนาดบริษัท
6. การศึกษาการเปลี่ยนแปลงในการบริหารงานของบริษัทเมื่อเกิดภาวะปัญหาเกิดขึ้น ได้ใช้การเปลี่ยนแปลงการลงทุนในทรัพย์สินถาวรของบริษัทมาเป็นตัววัดการลงทุนของบริษัท

โดยการวิจัยครั้งนี้จะทำการศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อจะได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบ ข้อบังคับที่เหมือนกันโดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย และสาธารณูปโภค ทั้งนี้เนื่องจากการที่ในประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้ โดยในส่วนของบริษัทเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ มีพระราชบัญญัติการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ.2522 และมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ตรวจสอบและดูแล ส่วนของธุรกิจประกันภัยมีกรมประกันภัยกระทรวงพาณิชย์ดูแลโดยตรงภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ พระราชบัญญัติประกันชีวิต พ.ศ.2535 และพระราชบัญญัติประกันวินาศภัย พ.ศ. 2535 และจากการที่รัฐมองว่าในธุรกิจเหล่านี้มีผลกระทบถึงความมั่นคง และผลประโยชน์ของคนส่วนมากจึงได้เข้ามามีส่วนในการบริหารหรือมีข้อจำกัดในการบริหารในบริษัทเหล่านี้ จึงเห็นว่าไม่ควรรวมข้อมูลในส่วนธุรกิจเหล่านี้มาด้วยจะทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลได้

ข้อจำกัดของการวิจัย

ข้อจำกัดที่สำคัญที่สุดของการวิจัยอยู่ที่ข้อมูลที่มีอยู่ในประเทศไทยนั้นไม่เพียงพอต่อการทำวิจัยอย่างละเอียด ทำให้ผลสรุปที่ออกมาไม่สามารถเจาะจงได้มากเท่ากับการวิจัยของต่างประเทศ อย่างไรก็ตามผลสรุปที่ได้นั้นก็ยังสามารถใช้เป็นแนวทางสนับสนุนและนำมาอธิบายได้เช่นกัน โดยข้อจำกัดต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นนั้นสามารถจำแนกได้ดังต่อไปนี้

ปัจจัยที่นำมาใช้ในการวัดการดำเนินงานของบริษัทตัวหนึ่งก็คือการเติบโตของยอดขาย ซึ่งทางที่ดีที่สุดในการตรวจสอบว่าการลดลงของยอดขายจะสะท้อนถึงต้นทุนหรือผลประโยชน์ของภาวะปัญหาทางการเงิน ก็คือการตรวจสอบผลกระทบของสัดส่วนหนี้สินที่มีต่อมูลค่าบริษัท โดยถ้าการลดลงของยอดขายมีสาเหตุมาจากปัจจัยที่บ่งบอกว่าภาวะปัญหาทางการเงินมีต้นทุนสูง จึงคาดว่าบริษัทที่ก่อนหน้านี้มากจะสูญเสียมูลค่ามากกว่าบริษัทที่ก่อนหน้านี้ในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา แต่น่าเสียดายที่ไม่สามารถหาข้อมูลของมูลค่าตลาดของสัดส่วนหนี้สินของบริษัท ดังนั้นจึงไม่สามารถทราบได้ว่า มูลค่าตลาดทั้งหมดของบริษัทเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ทำให้ต้องวัดที่การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานแทน

การวัดว่าบริษัทมีการปรับเปลี่ยนการบริหารงานอย่างไรเมื่อประสบปัญหาทางการเงินนั้น ยังมีปัจจัยหลายอย่างที่น่าจะนำมาใช้ในการศึกษา นอกเหนือจากการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในการสินทรัพย์ถาวร เช่น การเปลี่ยนแปลงในการจ้างงาน การเปลี่ยนแปลงในการขายสินทรัพย์ เป็นต้น แต่เนื่องจากข้อมูลในประเทศไทยไม่อำนวยดังนั้นจึงต้องละไป

นอกจากขนาดของบริษัทที่มีส่วนสัมพันธ์กับการดำเนินงานแล้ว ยังมีปัจจัยตัวอื่นที่สามารถนำมาใช้ได้เช่น การจำแนกบริษัทโดยใช้ลักษณะของสินค้า ซึ่งคาดว่าบริษัทที่มีลักษณะของสินค้าเป็นแบบเฉพาะเจาะจง เมื่อเกิดปัญหาทางการเงินขึ้นจะส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีผลการดำเนินงานตกต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มีสินค้าเป็นลักษณะทั่ว ๆ ไป ซึ่งสามารถดูได้จากค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (R&D Expenditure) แต่ไม่สามารถหาข้อมูลในส่วนนี้ได้

ตามที่ได้กล่าวในวัตถุประสงค์ข้างต้นแล้วว่างานวิจัยฉบับนี้ได้มุ่งเน้นการศึกษาถึงต้นทุนของปัญหาทางการเงิน แต่ในความเป็นจริงแล้วเป็นการยากในการประเมินต้นทุนของปัญหาทางการเงินเพียงอย่างเดียวโดยไม่มีปัญหาทางเศรษฐกิจ(Economic Distress) เข้ามาเกี่ยวข้องซึ่งในงานวิจัยฉบับนี้ก็เช่นกัน กล่าวคือไม่สามารถขจัดปัญหาทางเศรษฐกิจออกไปเพื่อให้เห็นแต่ปัญหาทางการเงินเพียงอย่างเดียวได้ โดยได้ใช้ปัญหาทางการเงินซึ่งวัดจากยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นตัวบ่งชี้ เพื่อแยกประเภทของอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจออกมาก่อน แล้วจึงพิจารณาเกี่ยวกับหนี้สินของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมนั้น ๆ เนื่องจากบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินนั้นจะต้องเกิดจากการที่บริษัทได้ก่อหนี้ขึ้นมาเท่านั้นโดยคาดว่าบริษัทที่ก่อหนี้สูงจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่าบริษัทที่ก่อหนี้ต่ำ ดังนั้นจึงทำการศึกษาถึงสัดส่วนหนี้สินของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเหล่านั้นว่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นการศึกษาที่เน้นถึงต้นทุนทางอ้อม (Indirect Cost) ที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน และยังทำให้ผู้อ่านทราบว่าโครงสร้างเงินทุนจะมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอย่างไร โดยเฉพาะเมื่ออุตสาหกรรมอยู่ในช่วงตกต่ำและบางบริษัทต้องประสบกับปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) อีกทั้งทราบถึงลักษณะของธุรกิจแบบใดที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดโดยนำขนาดของบริษัทมาใช้ในการอธิบาย โดยการศึกษาจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและนักลงทุนดังนี้

1. ประโยชน์ต่อบริษัท เพื่อเป็นแนวทางในการวิเคราะห์แนวโน้มที่เกิดขึ้นของปัญหาทางการเงินในประเทศไทย ว่าเป็นในลักษณะที่เกิดเป็นต้นทุนที่สูงหมายถึงส่งผลทางด้านลบต่อบริษัทโดยเฉพาะบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูง หรือว่าเป็นประโยชน์ต่อบริษัทซึ่งแสดงโดยการเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัท เนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงการบริหารงานให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นเนื่องจากปัญหาทางการเงินจะเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีการก่อหนี้เท่านั้น การศึกษาเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้สินที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจึงเป็นประโยชน์ในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท

2. ประโยชน์ต่อนักลงทุน โดยเป็นแนวทางให้นักลงทุนพิจารณาถึงปัจจัยแวดล้อมในการเลือกลงทุน เช่น แนวโน้มการเกิดปัญหาทางการเงิน ไม่ว่าจะเกิดกับบริษัทโดยตรงหรือเกิดขึ้นทั้งอุตสาหกรรม ซึ่งถ้าหากปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดผลเสียต่อบริษัทไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลง หรือแม้กระทั่งการที่ต้องออกจากธุรกิจไป ทำให้นักลงทุนต้องได้รับผลกระทบด้วยเช่นกัน เช่น ผลขาดทุนเนื่องมาจากการลงทุนที่ผิดพลาดหรือ การที่ต้องหาบริษัทใหม่ในการลงทุน เป็นต้น

วิธีดำเนินการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้จะแบ่งการศึกษาออกเป็นสองส่วนด้วยกัน คือ

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Method)

เป็นการรวบรวมข้อมูลแสดงรายละเอียดของข้อมูลบริษัทเพื่อนำมาทดสอบความสัมพันธ์ไม่ว่าจะเป็นความสัมพันธ์ของสัดส่วนหนี้สินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา อีกทั้งการศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทที่มีส่วนสำคัญในการอธิบายถึงผลการดำเนินงานหรือไม่อย่างไร รวมทั้งการตอบสนองของบริษัทโดยพิจารณาจากการลงทุนของสินทรัพย์ถาวร

การวิเคราะห์ในส่วนนี้จะแสดงถึงเกณฑ์การแบ่งสัดส่วนของหนี้สิน ขนาดของบริษัทโดยพิจารณาจากสัดส่วนยอดขาย และการเปรียบเทียบลักษณะระหว่างบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาและบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการดำเนินงานปกติ โดยตัวแปรต่าง ๆ เหล่านี้จะแสดงในรูปของค่าเฉลี่ย มัธยฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Method)

เป็นการวิเคราะห์โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินที่มีผลต่อผลการดำเนินงานในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา อีกทั้งการศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทที่มีส่วนสำคัญในการอธิบายถึงผลการดำเนินงานหรือไม่อย่างไร รวมทั้งการตอบสนองของบริษัทโดยพิจารณาจากการลงทุนของสินทรัพย์ถาวร ซึ่งประเด็นการศึกษาดังกล่าวนี้ถูกนำมาทดสอบโดยใช้สมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary least square)

ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาในแต่ละบทของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้ บทที่ 2 กล่าวถึงทฤษฎีและผลงานวิจัยจากต่างประเทศที่เกี่ยวข้อง บทที่ 3 เป็นการแสดงรายละเอียดเกี่ยวกับสมมติฐานการวิจัย ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย และเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย บทที่ 4 กล่าวถึงการวิเคราะห์ข้อมูลในเบื้องต้น และการดำเนินการทดสอบถึงความสัมพันธ์ในประเด็นต่าง ๆ รวมถึงการแปลผลการวิจัย และ บทที่ 5 กล่าวถึงบทสรุปของการศึกษา และข้อเสนอแนะที่เกี่ยวข้องในการศึกษา เพื่อเป็นประโยชน์ให้กับงานวิจัยอื่นต่อไป



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงิน

จากทฤษฎีของ The Modigliani – Miller Models ไม่มีการรวมต้นทุนที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน (Financial Distress Costs) ซึ่งหมายความว่า บริษัทไม่ว่าจะประสบปัญหาทางการเงินหรือไม่ ก็จะมีมูลค่าบริษัท (Firm Value) ที่เท่ากัน แต่ในความเป็นจริงเมื่อเกิดปัญหาทางการเงิน ต้องมีการพิจารณาถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นด้วย ซึ่งทำให้มูลค่าของแต่ละบริษัทแตกต่างกัน โดยต้นทุนจะประกอบด้วยต้นทุนทางตรงและต้นทุนทางอ้อม ดังที่ได้กล่าวแล้วในบทนำ โดยต้นทุนทางตรงจะเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดจากกระบวนการทางกฎหมายต่าง ๆ แต่วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะเน้นที่ต้นทุนทางอ้อม (Indirect Costs) ซึ่งเกิดได้หลายทาง เช่น การลดลงในมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น และการที่ยอดขายของบริษัทลดลงเนื่องจากความลังเลใจของลูกค้าในการซื้อสินค้า หรือแม้แต่ความพยายามของคู่แข่งในการแย่งส่วนแบ่งตลาด ดังนั้นเมื่อปัญหาทางการเงินเกิดขึ้นจะทำให้แต่ละบริษัทมีมูลค่าไม่เท่ากัน บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินก็ควรจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลง

ประเด็นที่สองโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Capital Structure) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดรวมในอนาคตของบริษัท ดังนั้นยิ่งบริษัทก่อหนี้มากขึ้น จะทำให้ได้รับผลประโยชน์จากภาษีมากขึ้น ดังนั้นบริษัทจึงมีความพอใจในการก่อหนี้มากขึ้น แต่ในความเป็นจริงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทสามารถกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัทได้ บริษัทที่ก่อหนี้มากเกินไปอาจทำให้มูลค่าบริษัทลดลง และเป็นโอกาสในการเกิดปัญหาทางการเงินมากขึ้น ซึ่งทำให้ต้นทุนจากปัญหาทางการเงินเพิ่มมากขึ้น (Financial Distress Costs) ซึ่งจะต้องมีการชดเชยกันไประหว่างผลประโยชน์จากภาษีและต้นทุนที่เกิดขึ้น ดังนั้นบริษัทจะต้องมีการพิจารณาในการใช้สัดส่วนหนี้ให้มีความเหมาะสมเพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่บริษัท

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

เมื่อปัญหาทางการเงินมีผลต่อมูลค่าของบริษัท ดังนั้นผลสรุปของ MM และ Miller จะต้องเปลี่ยนแปลงไป โดย Eugene F. Brigham และ Louis C. Gapenski (1996) ได้กล่าวไว้ว่าภาวะปัญหาทางการเงินมักจะทำให้เกิดสิ่งต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

- 1) การโต้แย้งระหว่างกลุ่มเจ้าหน้าที่มักจะชะลอการขายสินทรัพย์ออกไป ถ้าหากบริษัทถูกจัดเข้าในกระบวนการถูกฟ้องล้มละลาย การตั้งต้นใหม่มักจะใช้เวลาหลายปี ซึ่งระหว่างนี้มีผลทำให้เครื่องจักรขึ้นสนิม อสังหาริมทรัพย์เสื่อมโทรมลง สินค้าคงคลังล้าสมัย อีกทั้งเงินทุนของนักลงทุนถูกเก็บแช่ไว้หลายปี ซึ่งทั้งหมดนี้นับได้ว่าเป็นต้นทุนที่ค่อนข้างสูงที่เกิดขึ้น
- 2) ค่าจ้างทนาย ค่าศาล และค่าใช้จ่ายในการบริหารงาน ซึ่งเรียกว่าเป็นต้นทุนทางตรงของปัญหาทางการเงิน
- 3) ผู้บริหารและพนักงานอื่น ๆ โดยทั่วไปมักจะถูกเลิกจ้างเมื่อบริษัทตกต่ำหรือล้มละลายไป ซึ่งการบริหารงานของบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินอาจจะกระทำการใด ๆ ก็ตามเพื่อความอยู่รอดในช่วงระยะเวลาสั้น ๆ และขณะเดียวกันจะเป็นการลดมูลค่าบริษัทในระยะยาวลงไป ตัวอย่างเช่น บริษัทมักจะยืดเวลาในการตรวจสอบภาพเครื่องจักรออกไป การขายสินทรัพย์ที่ยังมีคุณภาพออกไปในราคาที่ตกลงกันเพื่อที่จะเพิ่มเงินสดในมือ หรือการตัดค่าใช้จ่ายที่ทำให้สินค้าหรือบริการมีคุณภาพที่แย่งลง เป็นต้น
- 4) ในด้านของลูกค้าและตัวแทนมีความระวังกับปัญหาที่สามารถเกิดขึ้นได้ และพวกเขามักจะมีการกระทำที่เป็นการหลีกเลี่ยงซึ่งก่อให้เกิดปัญหาแก่บริษัทในอนาคต กล่าวคือลูกค้าจะมีความไม่แน่ใจในการตัดค่าใช้จ่ายในการดูแลและตรวจสอบสภาพสินค้าของบริษัท ซึ่งทำให้คุณภาพของสินค้าแย่งลงได้ ส่วนของตัวแทนจะมีความลังเลในการให้สินเชื่อจำนวนมากรวมถึงการจัดส่งของในระยะยาว

จากการกระทำที่ไม่เหมาะสมของผู้บริหารต่อปัญหาทางการเงินและต้นทุนที่เกิดขึ้นจากลูกค้า ตัวแทน และโครงสร้างที่เกี่ยวข้อง ทั้งหมดนี้เรียกว่าต้นทุนทางอ้อมของปัญหาทางการเงิน โดยต้นทุนเหล่านี้สามารถเกิดขึ้นได้กับบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินแม้กระทั่งบริษัทที่ไม่ได้ล้มละลาย (Bankruptcy) เนื่องจากการล้มละลายเป็นเพียงส่วนหนึ่งที่เป็นภาวะต่อเนื่องของปัญหาทางการเงินเท่านั้น

จากทฤษฎีที่ได้กล่าวในข้างต้นนั้นสามารถแสดงได้จากสมการดังต่อไปนี้ เพื่อความเข้าใจได้ง่ายขึ้น เกี่ยวกับมูลค่าของบริษัทที่มีการก่อหนี้ (V_L) จะมีความเกี่ยวข้องกับปัจจัยต่าง ๆ ดังต่อไปนี้

$$V_L = V_U + TD - \left(\begin{array}{l} PV \text{ of expected} \\ \text{financial} \\ \text{distress costs} \end{array} \right) - \left(\begin{array}{l} PV \text{ of} \\ \text{agency} \\ \text{costs} \end{array} \right)$$

ซึ่งจะเห็นได้ว่ามูลค่าของบริษัทที่มีการก่อหนี้ (V_L) แตกต่างจากมูลค่าบริษัทที่ไม่ได้ก่อหนี้เลย (V_U) โดยมีเรื่องของผลประโยชน์ทางภาษี (TD) เข้ามาเป็นตัวเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ แต่ขณะเดียวกันถ้าหากโครงสร้างหนี้สินของบริษัทอยู่ในระดับไม่เหมาะสมก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายต่าง ๆ เกิดขึ้นซึ่งต้องนำมาหักออกจากมูลค่าของบริษัทซึ่งก็คือ ต้นทุนภาวะปัญหาทางการเงิน และ ต้นทุนที่เกิดจากการตรวจสอบของเจ้าหนี้ซึ่งจะกระทบผู้ถือหุ้นในลักษณะของต้นทุนในการกู้ยืมสูงขึ้น

จากที่ได้กล่าวมาแล้วในบทนำว่าปัญหาทางการเงินจะเกิดขึ้นต่อเมื่อบริษัทมีการก่อหนี้เท่านั้น ถ้าบริษัทที่ไม่ก่อหนี้เลยก็ว่าจะไม่ประสบกับภาวะเช่นนี้ จากงานวิจัยในอดีตยังไม่มีข้อสรุปที่แน่ชัดว่าภาวะปัญหาทางการเงินส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร แต่โดยทั่วไปงานวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่าภาวะปัญหาทางการเงินมีต้นทุนที่สูง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทและผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลง ดังผลงานของ Edward I. Altman (1984), Andrei Shleifer และ Robert W. Vishny (1992)¹, Tim C. Opler และ Sheridan Titman (1994) และ Stuart C. Gilson (1997) ซึ่งทั้งหมดนี้ได้สรุปว่าภาวะปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนแก่บริษัท โดยในงานของ Edward I. Altman (1984) ได้ทำการศึกษาทั้งส่วนที่เป็นต้นทุนทางอ้อมและต้นทุนทางตรง โดยได้กล่าวว่าต้นทุนทางอ้อมจะเกิดขึ้นหลังจากที่บริษัทประกาศล้มละลาย และพยายามที่จะจัดการบริหารบริษัทให้กลับสู่สภาวะทางการเงินที่แข็งแกร่งอีกครั้ง ซึ่งต้นทุนทางอ้อมนี้ไม่จำเป็นต้องเกิดกับบริษัทที่ล้มละลายจริง ๆ แต่อาจเกิดได้กับบริษัทที่มีโอกาสในการล้มละลายสูงซึ่งไม่ได้ล้มละลายจริงในภายหลังก็ตาม โดยงานวิจัยนี้ได้พิจารณาต้นทุนทางอ้อมจากการลดลงของผลกำไร และการลดลงของยอดขายเป็นหลัก โดยได้ทำการทดสอบจากข้อมูลบริษัทซึ่งล้มละลายใน

¹ Andrei Shleifer และ Robert W. Vishny (1992) ได้ทำการศึกษาถึงสาเหตุที่บริษัทที่ก่อหนี้บ่อยเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมสามารถทำกำไรได้จากการซื้อสินทรัพย์ของบริษัทที่ก่อหนี้มากกว่าในราคาต่ำในภาวะที่อุตสาหกรรมอยู่ในช่วงตกต่ำ

ช่วงปี 1970-1978 โดยการทดสอบพบว่าต้นทุนโดยเฉลี่ยจะอยู่ประมาณ 11 เปอร์เซ็นต์ ถึง 17 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าบริษัทโดยวัดในช่วง 3 ปีก่อนการล้มละลาย โดยพยายามที่จะประมาณต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงิน ออกเป็น 2 วิธี วิธีแรกเป็นการวัดการลดลงของยอดขายที่มีต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรม ส่วนวิธีที่สองเป็นการวัดความเบี่ยงเบนระหว่างกำไรที่เกิดขึ้นจริงกับกำไรจากการคาดการณ์เป็นระยะเวลา 3 ปีก่อนที่จะถูกฟ้องล้มละลาย (Filing for Bankruptcy) ถึงแม้ว่าวิธีทั้งสองสรุปได้ว่าบริษัทที่ประสบปัญหาจะสูญเสียทั้งกำไรและยอดขาย แต่ก็ไม่มีความชัดเจนว่าการสูญเสียเหล่านี้เกิดเนื่องมาจากปัญหาทางการเงิน หรือว่าการที่ยอดขายลดลงนั้นส่วนหนึ่งเป็นผลทำให้เกิดภาวะปัญหาทางการเงิน ดังนั้นในงานวิจัยของ Opler และ Titman (1994) จึงได้พยายามแก้ปัญหาโดยพิจารณาบริษัทในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจก่อนแล้วจึงพิจารณาบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินโดยตรวจสอบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการก่อหนี้มากก่อนช่วงภาวะปัญหาทางการเงินนั้นมีผลการดำเนินงานแตกต่างจากบริษัทที่ก่อหนี้น้อยในอุตสาหกรรมนั้น ๆ หรือไม่ ซึ่งผลการดำเนินงานนั้นแสดงออกในรูปของยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้นซึ่งทั้ง 2 ปัจจัยหลังนี้แสดงถึงการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าของบริษัท โดยถ้าปัญหาทางการเงินมีต้นทุนสูงจะมีผลให้บริษัทที่ก่อหนี้มากมีผลการดำเนินงานที่ลำบากในช่วงที่ประสบปัญหา ในทางกลับถ้าปัญหาทางการเงินมีผลประโยชน์ต่อบริษัทโดยมีส่วนในการเปลี่ยนแปลงการบริหารที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น จะส่งผลให้บริษัทที่ก่อหนี้มากมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่ก่อหนี้น้อย ซึ่งสรุปผลได้ว่าบริษัทที่ก่อหนี้มากจะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับบริษัทคู่แข่งที่ก่อหนี้น้อยในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา เช่นเดียวกับการลดลงในมูลค่าของบริษัท โดยต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงินอาจแสดงถึงการลดลงของยอดขาย เนื่องจากสาเหตุ 3 ประการ คือ Customer Driven คือ ความล้มเหลวของลูกค้าที่จะทำการตกลงกับบริษัทที่ประสบปัญหา Competitor Driven บริษัทมียอดขายลดลงเนื่องจากบริษัทคู่แข่งที่มีฐานะเงินที่ดีอาจมีความได้เปรียบในช่วง financial Distress โดยทำการอัดโฆษณา หรือทำการตั้งราคาสินค้าเพื่อขจัดคู่แข่งของตนออกจากอุตสาหกรรม และ Manager Driven ผู้บริหารมีความสามารถในการลดขนาดของกิจการลงอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficiently Downsize) โดยการตัดสินใจที่มึนงงที่มีการดำเนินงานที่ย่ำแย่ออกไป โดยการตัดสินใจดังกล่าวนี้ทำให้ยอดขายของบริษัทลดลงได้ โดยคาดว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของการก่อหนี้มากจะมีการปรับตัวเร็วกว่า โดยการตัดบางส่วนที่ไม่จำเป็นของบริษัททิ้งไป (Efficiently Downsize) เพื่อตอบสนองต่อช่วงตกต่ำของอุตสาหกรรม จากสาเหตุดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการลดลงของยอดขายที่มาจาก Customer Driven และ Competitor Driven สามารถตีความให้เป็นต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงินเนื่องจากทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง ส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น แต่การลดลงของยอดขายที่เกิดจาก Manager Driven ไม่ได้ทำให้มูลค่า

ของบริษัทลดลงเหมือนสาเหตุอื่น โดยสามารถตีความเป็นผลประโยชน์ของภาวะปัญหาทางการเงิน เนื่องจากมีการตอบสนองของผู้บริหารบริษัทที่ทำได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้มูลค่าของบริษัทสูงขึ้นได้ ซึ่งได้ทำการศึกษาว่าสถานะทางการเงินของบริษัทจะส่งผลกระทบต่อความคิดเห็นในการบริหารที่สำคัญอย่างไรในช่วงที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ โดยได้นำการขายสินทรัพย์, การจ้างงาน และการลงทุนมาทำการศึกษา ซึ่งสรุปว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สูงจะมีแนวโน้มในการขายสินทรัพย์ และลดการจ้างงานและการลงทุน¹ ซึ่งการทดสอบโดยใช้สัดส่วนหนี้เป็นตัวแปรหลักในการพิจารณาถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากปัญหาทางการเงินนั้น สอดคล้องกับผลงานของ Edward I. Altman (1984) เนื่องจากได้มีการเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของต้นทุนที่เกิดขึ้นของการล้มละลายกับมูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์จากภาษีที่ได้จากการก่อหนี้ โดยพบว่าบริษัทส่วนใหญ่มีระดับการก่อหนี้ที่สูงเกินไปจนทำให้เกิดต้นทุนที่สูงเกินกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้

ส่วนงานวิจัยของ Stuart C. Gilson (1997) นำเอาบริษัทที่ได้มีการทำสัญญาใหม่กับเจ้าหนี้ และบริษัทที่มีการปรับโครงสร้างหนี้ทั้งที่เข้าและไม่ได้เข้ากระบวนการศาล มาทำการทดสอบ โดยพบว่าหลังจากการปรับสัญญากับเจ้าหนี้ใหม่แล้วแต่สัดส่วนหนี้ของบริษัทดังกล่าวยังคงอยู่ในระดับสูงอยู่ ซึ่งพบว่าสาเหตุเนื่องมาจากการลดหนี้ลงก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าจะมีความลำบากในการเจรจากับเจ้าหนี้² ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมระหว่างภายในและภายนอกองค์กร และต้นทุนการขายสินทรัพย์ด้วยราคาต่ำมาก เป็นต้น ทำให้บริษัทยังมีสัดส่วนหนี้ในระดับสูง โดยคาดว่ากรก่อหนี้มากขึ้นจะทำให้บริษัทได้รับประโยชน์โดยเป็นการบังคับให้ผู้บริหารมีการควบคุมและบริหารงานที่ดียิ่งขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้

จากงานวิจัยของ Carliss Y. Baldwin และ Scott P. Mason (1983) ได้กล่าวถึงเหตุผลที่บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินมีความน่าสนใจ เนื่องจากสาเหตุ 2 ประการ คือ ประการแรกเกี่ยวกับต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงิน ซึ่งต้นทุนนี้เป็นสิ่งสำคัญอย่างมากเกี่ยวกับทฤษฎีการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยมักนำมาใช้ศึกษาเทียบกับผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้จากการก่อหนี้

¹ในขณะทำงานของ Titman (1994) สรุปว่าอัตราการขายสินทรัพย์ของบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินจะมีมาก แต่งานของ David J. Denis, Diane K. Denis (1995) ไม่พบอัตราส่วนการขายสินทรัพย์ที่สูงของบริษัทที่ประสบปัญหา และพบว่าการประกาศขายสินทรัพย์ของบริษัทส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทติดลบ ทั้งนี้สรุปว่าบริษัทที่ประสบปัญหาที่มีความลำบากในการขายสินทรัพย์และขายได้ในราคาต่ำกว่าที่คาดไว้

²สอดคล้องกับงานของ Stewart C. Myers (1977) ที่มีการกล่าวถึงความลำบากในการเจรจาปรับสัญญาใหม่กับเจ้าหนี้ ซึ่งส่วนใหญ่ก่อให้เกิดต้นทุนที่สูง

ซึ่งนำไปสู่การกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท สาเหตุประการที่สอง คือ ภาวะปัญหาทางการเงินกลายเป็นสิ่งที่ต้องนำมาพิจารณาเนื่องจากการที่บริษัทไม่สามารถปฏิบัติตามข้อตกลงในสัญญาที่ให้ไว้แต่เดิมได้ อีกทั้งผู้มีสิทธิเรียกร้องอาจจะตัดสินใจไม่ปฏิบัติตามสัญญาเช่นกัน โดยแบ่งต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงิน 3 ประเภท ได้แก่ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับตัวแทนและการตรวจสอบ (Agency and Monitoring Costs) แต่พวกเขาได้ละต้นทุนประเภทนี้ออกไปเนื่องจากไม่สามารถวัดได้ ส่วนต้นทุนประเภทที่สอง ประกอบด้วยความสูญเสียในทางธุรกิจหรือการเพิ่มขึ้นในค่าใช้จ่ายการบริหารงานในช่วงที่ประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งรวมถึงการสูญเสียในยอดขายเนื่องมาจากความไม่แน่ใจเกี่ยวกับคุณภาพของการบริการในอนาคต และการสูญเสียประสิทธิภาพในการบริหารงานเนื่องจากความคล่องตัวทางการเงินลดลง และต้นทุนประเภทที่ 3 ได้แก่ ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างผู้มีสิทธิเรียกร้อง

จากงานวิจัยดังกล่าวข้างต้นยังมีปัญหาอยู่ที่ว่าบริษัทที่ได้นำมาศึกษาทั้งหมดนั้นไม่ได้ประสบปัญหาทางการเงินเพียงอย่างเดียวแต่ได้รวมถึงปัญหาทางเศรษฐกิจ (Economically Distressed) เข้าไปด้วย ซึ่งทำให้ยากในการสรุปว่าต้นทุนที่พิจารณาอยู่นั้นเป็นต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงิน หรือต้นทุนของภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจ หรือเป็นต้นทุนของทั้งสองตัว ดังนั้นงานวิจัยของ Gregor Andrade และ Steven N. Kaplan (1998)¹ ได้ทำการพัฒนารูปแบบการศึกษาให้มีความชัดเจนมากขึ้น โดยพยายามแยกภาวะที่เป็นปัญหาทางเศรษฐกิจออกให้มากที่สุดซึ่งให้เหลือแต่ที่ประสบภาวะปัญหาทางการเงินอย่างเดียวโดยบริษัทที่ถูกกำหนดให้ประสบปัญหาทางการเงินนั้นจะมีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีและค่าเสื่อมราคาที่น้อยกว่าดอกเบี้ยจ่าย หรือบริษัทที่มีความพยายามในการปรับโครงสร้างหนี้ หรือไม่มีความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งบริษัทดังกล่าวนี้จะมีผลกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีและค่าเสื่อมราคาต่อยอดขายเป็นบวกซึ่งเป็นสิ่งที่แสดงได้ว่าบริษัทดังกล่าวนี้ประสบปัญหาทางการเงินอย่างแท้จริง โดยผลการทดสอบจากกลุ่มข้อมูลทั้งหมดโดยประมาณว่าต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงินอยู่ระหว่าง 10 เปอร์เซ็นต์ ถึง 20 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าบริษัทโดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานบริษัท แต่เมื่อแยกการเกิดเหตุ

¹ ในการศึกษาของ Kaplan (1998) ได้ทำการวิเคราะห์เชิงคุณภาพเกี่ยวกับต้นทุนปัญหาทางการเงินซึ่งบริษัทที่ประสบปัญหามักเกิดต้นทุน 3 ประเภทด้วยกัน คือ การถูกลดค่าใช้จ่ายในการลงทุน การขายสินทรัพย์ในราคาที่ต่ำ และการที่บริษัทยี้ระยะเวลาในการปรับโครงสร้างหนี้หรือดำเนินการตามกฎหมายซึ่งทำให้เกิดค่าใช้จ่ายที่สูง

การณต่าง ๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องกับภาวะปัญหาทางการเงินออกไป จะพบว่าต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงินสามารถลดได้

2. ประโยชน์ของภาวะปัญหาทางการเงิน

ถึงแม้ว่างานวิจัยหลายฉบับได้กล่าวถึงภาวะปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนที่สูง แต่ก็ไม่ควรมองข้ามผลประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นได้จากปัญหาทางการเงิน ดังเช่น งานของ Karen hopper Wruck (1990)¹ ซึ่งได้มีการกล่าวถึงผลประโยชน์ที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน โดยกล่าวว่าถึงแม้มูลค่าบริษัทจะเท่ากับมูลค่าของบริษัทที่ไม่มีการก่อหนี้รวมกับผลประโยชน์จากภาษี และหักออกด้วยต้นทุนที่เกิดจากภาวะปัญหาทางการเงิน ซึ่งเป็นแนวทางให้บริษัทเลือกที่จะกู้ยืมให้เหมาะสมกับต้นทุนที่เกิดขึ้นและผลประโยชน์ที่ได้รับ แต่อาจมองข้ามผลประโยชน์ที่เกิดจากภาวะปัญหาทางการเงินนี้ไป ซึ่งผลประโยชน์อาจเกิดมาจากเปลี่ยนแปลงผู้บริหารงานที่มีประสิทธิภาพเข้ามาแทนที่ผู้บริหารเดิมที่ไม่มีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อการดำเนินงานของบริษัทให้ดียิ่งขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Stuart C. Gilson (1989) ซึ่งทำการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของผู้บริหารระดับสูงเมื่อเกิดภาวะปัญหาทางการเงิน โดยเลือกบริษัทที่มีผลตอบแทนหุ้นในช่วง 3 ปีที่ตกต่ำอยู่ในช่วง 5 เปอร์เซ็นต์จากข้อมูลบริษัททั้งหมด ซึ่งถือว่าเป็นบริษัทที่มีการดำเนินงานที่ตกต่ำ และพบว่าบริษัทต่าง ๆ ดังกล่าวนี้ถึงแม้ว่ามีผลการดำเนินงานตกต่ำแต่ก็ไม่ประสบปัญหาทางการเงินทุกบริษัท โดยกำหนดให้บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินคือไม่สามารถจ่ายคืนหนี้ได้ตามที่ตกลงกันได้ โดยผลการทดสอบสรุปว่าบริษัทที่ไม่ประสบปัญหาทางการเงินมีอัตราการเปลี่ยนแปลงของผู้บริหารระดับสูงเพียง 19 เปอร์เซ็นต์ต่อปี ส่วนบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินจะมีอัตราส่วนนี้สูงถึง 52 เปอร์เซ็นต์ต่อปี ซึ่งผลการทดสอบนี้ทำให้กล่าวได้ว่าสัดส่วนหนี้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างองค์กรบริษัท โดยแสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนหุ้นที่ตกต่ำไม่มีอิทธิพลที่เพียงพอในการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร แต่ภาวะปัญหาทางการเงินมีอิทธิพลในการปรับเปลี่ยนผู้บริหารใหม่ และยังพบว่าผู้บริหารเก่าที่ออกไปจะมีความลำบากในการหางานใหม่ทำ ไม่ว่าจะป็นในตำแหน่งเดิมหรือตำแหน่งใหม่ก็ตาม จากผลดังกล่าวเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารใหม่จะทำให้ตัดสินใจก่อนนี้ในระดับต่ำ เลือกโครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงน้อย และการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

¹ผลประโยชน์ของภาวะปัญหาทางการเงินที่อาจเกิดขึ้นได้ตามที่ Karen hopper Wruck (1990) ได้กล่าวไว้้นอกจากการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูงที่มีประสิทธิภาพเข้ามาแทนที่ผู้บริหารเก่าที่ไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นแล้ว ยังมีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างและกลยุทธ์ขององค์กรใหม่ที่มีคุณภาพมากยิ่งขึ้น

นอกจากการผลงานของ Gilson (1989) ในเรื่องเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารระดับสูงแล้ว ยังมีงานของ Eli Ofek (1993) และของ Stuart C. Gilson และ Michael R. Vetsuypens (1993) ที่มีความสอดคล้องกับงานดังกล่าว โดย Eli Ofek (1993) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองต่อภาวะปัญหาทางการเงินในระยะสั้นของบริษัทที่ก่อนหน้านี้มาก จะมีการตอบสนองที่เร็วกว่าบริษัทที่ก่อนหน้านี้ น้อย ช่วงระยะเวลาสั้นนี้หมายถึงช่วง 1 ปีก่อนที่จะเกิดภาวะปัญหาจนถึงปีที่ประสบปัญหา โดยบริษัทที่เลือกมานั้นต้องมีผลตอบแทนหุ้นในปีก่อนอยู่ระดับ 67 เปอร์เซนต์ในระดับบนของจำนวนบริษัททั้งหมด แต่ปีต่อมาบริษัทดังกล่าวนี้ได้ตกอยู่ที่ 10 เปอร์เซนต์ในระดับล่างจากบริษัททั้งหมด โดยการตอบสนองต่อภาวะปัญหานี้ได้แก่ การปรับโครงสร้างสินทรัพย์, การเลิกจ้างพนักงาน, การเปลี่ยนผู้บริหารระดับสูง, การปรับโครงสร้างหนี้, การเข้ากระบวนการศาล และการตัดเงินปันผล ซึ่งการทดสอบได้นำสัดส่วนหนี้มาเป็นตัวแปรในการทดสอบด้วย และพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ระดับสูงในปีก่อนประสบปัญหาจะมีการตอบสนองต่อการดำเนินงานของบริษัทในช่วงปีที่ประสบปัญหาเร็วกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ น้อย ซึ่งการตอบสนองที่รวดเร็วของบริษัทในการเปลี่ยนแปลงการบริหารหลังจากช่วงที่ประสบปัญหาช่วยให้บริษัทหลีกเลี่ยงความสูญเสียในระยะยาวที่อาจเกิดขึ้นจากการที่ไม่มีการตอบสนองใด ๆ เลย จะมีเพียงแต่การเปลี่ยนแปลงของผู้บริหารเท่านั้นที่สัดส่วนหนี้ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญซึ่งขัดแย้งกับผลของ Gilson (1989) ในข้างต้น ซึ่งผลที่แตกต่างกันนี้อาจเนื่องมาจากการกำหนดระยะเวลาที่ประสบปัญหาแตกต่างกัน โดยบริษัทที่ Gilson (1989) นำมาใช้ศึกษานั้นจะประสบปัญหาอย่างน้อย 3 ปี ในขณะที่ Ofek (1993) ใช้บริษัทที่ประสบปัญหาเป็นปีแรกเท่านั้น นอกจากนี้ในการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้บริหารในช่วงที่ประสบปัญหาทางการเงินนั้น Stuart C. Gilson และ Michael R. Vetsuypens (1993) พบว่าทีมผู้บริหารระดับสูงจำนวนเกือบ 1 ใน 3 ของข้อมูลจะถูกเปลี่ยนและที่เหลือก็มักจะถูกลดเงินเดือนและโบนัสลงเมื่อบริษัทกำลังประสบปัญหา การเปลี่ยนผู้บริหารคนใหม่โดยแต่งตั้งคนจากในองค์กรนั้นจะได้รับเงินเดือนน้อยกว่าผู้บริหารเก่า แต่ถ้าถูกทดแทนจากคนภายนอกองค์กรจะได้รับเงินเดือนที่สูงมากกว่า และมักจะได้รับเป็นสิทธิในหุ้น (Stock Options)

3. ขนาดของบริษัท

นอกจากแนวโน้มในการสูญเสียยอดขายมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้สินแล้ว อาจจะมี ความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการและประเภทของสินค้าได้เช่นกัน ในทางทฤษฎีบริษัทขนาดเล็ก น่าจะประสบกับปัญหามากที่สุดในช่วงที่เกิดปัญหาทางการเงินซึ่งจะมีโอกาสที่จะถูกบีบให้ออกจากกิจการไป เนื่องจากความยากในการเพิ่มทุนเนื่องมาจากการกระจายของข้อมูลข่าวสารที่

ระหว่างภายนอกและภายในที่ไม่ดีพอ อย่างไรก็ตามการบริหารงานของบริษัทขนาดใหญ่ในช่วงปัญหาทางการเงินอาจเกิดต้นทุนที่สูงมากขึ้นเนื่องจากความซับซ้อนในการบริหารองค์กรซึ่งได้มีการทำสัญญาที่แน่นอนซึ่งเป็นการยากในการที่จะปฏิบัติตามได้ทั้งหมดในช่วงที่เกิดปัญหาทางการเงิน ซึ่งงานของ Titman (1994) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับขนาดของกิจการด้วยแต่ไม่สามารถสรุปผลได้ว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่มีผลการดำเนินงานที่ดีมากกว่าในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา

ผลงานของ Sheridan Titman และ Roberto Wessels (1984), Titman (1994) พบว่าบริษัทที่มีสินค้าเฉพาะเจาะจงและมีความเป็นเอกลักษณ์ จะมีสัดส่วนหนี้สินในเกณฑ์ต่ำ กล่าวคือ จะมีความสัมพันธ์ผกผันกับอัตราส่วนหนี้สินโดยความเป็นเอกลักษณ์และมีรูปแบบเฉพาะจะถูกกำหนดโดย ค่าใช้จ่ายในส่วนของการวิจัยและพัฒนา (R&D), ค่าใช้จ่ายในการขาย และอัตราการออกจากงานของลูกจ้างโดยสมัครใจ และยังศึกษาพบว่าบริษัทขนาดเล็กมีแนวโน้มในการใช้หนี้สินระยะสั้นมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ จากส่วนของบทนำได้กล่าวถึงต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทปิดกิจการลงซึ่งอาจเป็นเพราะล้มละลาย ทำให้เกิดต้นทุนเนื่องจากเกิดความเสียหายเปรียบของฝ่ายลูกค้า , ตัวแทน และ ลูกจ้าง เนื่องจากทางฝ่ายตัวแทนและลูกจ้างในบริษัทที่มีการผลิตสินค้าที่ต้องอาศัยความชำนาญเฉพาะ จะสูญเสียรายได้ไปเป็นจำนวนมากอีกทั้งมีความลำบากในการหางานทำใหม่ และส่วนลูกค้าก็จะหาสินค้าทดแทนได้ลำบาก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

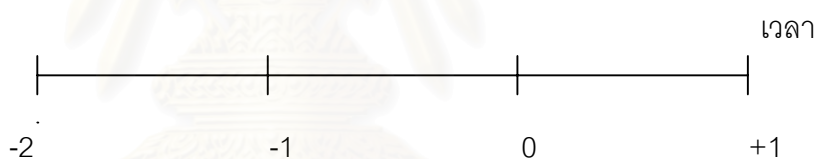
บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่นำมาทำการศึกษามาจากฐานข้อมูล I-SIMs ตั้งแต่ปี 1990-1999 การเลือกข้อมูลตั้งแต่ปี 1990 เนื่องจากจำนวนบริษัทมีจำนวนมากพอที่จะทำการศึกษา ส่วนปีก่อน 1990 จะมีข้อมูลบริษัทน้อยรายที่รายงานอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ไม่เพียงพอต่อการทำวิจัย การทำการศึกษาข้อมูลหลายปีเนื่องจากต้องการครอบคลุมระยะเวลาให้มีความแตกต่างกันไปในแต่ละช่วงเวลา อีกทั้งข้อมูลตัวแปรในแต่ละตัวนั้นมีระยะเวลาที่นำมาใช้แตกต่างกันไป ทำให้ระยะเวลาในการศึกษาต้องใช้เวลาหลายปีด้วยกัน ซึ่งจะมีการกำหนดช่วงระยะเวลาของข้อมูลแต่ละตัวดังนี้

ช่วงระยะเวลา (Time Line) ในการเก็บข้อมูลศึกษา



ในที่นี้กำหนดให้ปี 0 เป็นปีฐาน (Base Year) โดยจากช่วงเวลาทั้งหมดตั้งแต่ปี 1990-1999 มีการกำหนดปีฐานอยู่ที่ช่วงปี 1992-1998

เริ่มจากการพิจารณาเฉพาะแต่บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ โดยแยกเป็นรายอุตสาหกรรม ซึ่งข้อมูลที่ใช้ระยะเวลาตั้งแต่ปี 1990-1999 โดยไม่รวม:

- 1) บริษัทที่อยู่ในภาคสถาบันการเงิน และบริษัทประกันภัย เนื่องจากตัวเลขทางบัญชีที่เกี่ยวกับกำไรและรายได้ของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างไปจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- 2) บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่เลิกกันไป เพื่อเป็นการกำหนดมาตรฐานสำหรับการจัดกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry Adjustment) กล่าวคือ อุตสาหกรรมหนึ่งควรมีตั้งแต่ 3 บริษัทขึ้นไป

- 3) บริษัทที่ไม่สามารถหาข้อมูลได้
- 4) บริษัทในอุตสาหกรรมที่มีข้อมูลไม่เหมาะสมในเรื่องเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้สิน กล่าวคือ สัดส่วนหนี้ในแต่ละอุตสาหกรรมไม่ควรจัดอยู่ในสัดส่วนระดับเดียวกัน เพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกันได้

ผลการดำเนินงานของบริษัทวัดโดย การเติบโตของยอดขาย (Sales growth) ผลตอบแทนหุ้น (Stock Return) โดยวัดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น และการเติบโตในผลกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Income) ในที่นี้คือ กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ตั้งแต่ช่วง 1 ปีก่อนปีฐานจนกระทั่ง 1 ปีหลังจากปีฐาน

การคัดเลือกข้อมูลในขั้นแรกต้องทำการกำหนดประเภทของอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ (Distress Industry) ออกมาก่อน ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Gilson (1989), Eli Ofek (1993) และ Titman (1994) โดยอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจจะต้องมีค่ากลางของทั้งการเติบโตของยอดขาย (Median Sales Growth) และค่าของผลตอบแทนหุ้น (Median Stock Returns) เป็นลบ ซึ่งจะทำให้การวัดภายในระยะเวลา 2 ปี คือก่อนปีฐาน 1 ปีและหลังปีฐาน 1 ปี

การวัดสัดส่วนหนี้สินวัดจากระยะเวลาก่อนปีฐาน 2 ปี โดยกำหนดจากระดับของสัดส่วนหนี้สิน (Leverage Deciles) ซึ่งวัดจากสัดส่วนของหนี้สินตามบัญชีรวม (Book Value of Debt) ต่อ สินทรัพย์ตามบัญชีรวม (Book Value of Assets) โดยวัดจากสัดส่วนหนี้ทั้งหมดของทุกบริษัทในแต่ละปีโดยเกณฑ์การจัดลำดับหนี้สินแบ่งเป็น 10 ระดับ โดยสัดส่วนหนี้ในระดับต่ำที่สุดคือระดับที่ 1 คือ 23.9% สัดส่วนหนี้ในระดับ 8-10 อยู่ที่ประมาณ 59% และสัดส่วนหนี้สูงสุดอยู่ในระดับ 10 คือ 71.6% ดังปรากฏผลในตารางที่ 1¹

¹ เกณฑ์ในการแบ่งระดับสัดส่วนหนี้สินทำโดยการนำข้อมูลทั้งหมดมาเรียงลำดับจากน้อยไปมาก แล้วตัดข้อมูลที่ 10% แรกให้เป็นสัดส่วนหนี้ระดับต่ำสุดคือระดับ 1 ส่วนหนี้ระดับ 8-10 จะตัดข้อมูลที่ 70% ขึ้นไป ส่วนหนี้ระดับสูงสุดคือระดับที่ 10 ตัดข้อมูลที่ 90%

ตัวแปรอีกตัวที่ใช้ในการแบ่งประเภทบริษัท คือ ขนาดของกิจการในระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐาน โดยแบ่งเป็นบริษัทที่มียอดขายมากกว่า 2,570 ล้านบาทจัดเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนบริษัทที่มียอดขายน้อยกว่า 2,570 ล้านบาทจัดเป็นบริษัทขนาดเล็ก รายละเอียดดังปรากฏในตารางที่ 1

การทดสอบผลกระทบของภาวะปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) มีผลอย่างไรต่อการลงทุน (Investment) โดยด้านการเติบโตในส่วนการลงทุนวัดจากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของเงินลงทุนสินทรัพย์ถาวรตั้งแต่ 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐาน

ทั้งนี้การใช้ช่วงห่าง (lag) ของเวลาในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทและวัดปัญหาทางเศรษฐกิจเพื่อลดปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากผลของปัญหาทางเศรษฐกิจที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัท นอกจากนี้การที่ต้องใช้อัตราส่วนหนี้สินในอดีตเนื่องจากถ้าใช้อัตราส่วนหนี้สินปัจจุบันเพื่อพิจารณาโครงสร้างทางการเงิน อาจเกิดความผิดพลาดของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินและผลการดำเนินงานได้ เนื่องจากบริษัทที่มีการดำเนินงานตกต่ำอาจถูกบังคับให้มีการเพิ่มเงินกู้เพื่อชดเชยความสูญเสียที่เกิดขึ้น

สมมติฐานการวิจัย

การศึกษาคาดว่าปัญหาทางการเงินในประเทศไทยที่เกิดขึ้นก่อให้เกิดต้นทุนที่สูง โดยบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้มาก (Highly Leverage Firms) ในช่วงก่อนเกิดภาวะอุตสาหกรรมประสบปัญหา คาดว่าจะมีผลการดำเนินงานที่แย่ลงมากกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน เมื่ออยู่ในช่วงที่อุตสาหกรรมอยู่ในภาวะตกต่ำ (Industry Downturn) ซึ่งสามารถนำมาเป็นหลักฐานสนับสนุนที่ว่าภาวะปัญหาทางการเงินนั้นมีต้นทุนที่สูงได้โดยผลการดำเนินงานจะทำการวัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย, กำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากหุ้นสาเหตุที่คาดว่าปัญหาทางการเงินนั้นมีต้นทุนที่สูงซึ่งหมายความว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สูงจะได้รับผลกระทบต่อการดำเนินงานมากกว่าบริษัทคู่แข่งที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำในช่วงตกต่ำของอุตสาหกรรม เนื่องจากบริษัทที่จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มาก สภาพคล่องลดลงทำให้บริษัทมีโอกาสทำกำไรลดลงมากกว่าเมื่ออยู่ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ซึ่งจะนำไปสู่ปัญหาทางการเงินมากขึ้น ดังนั้นถ้าหากต้นทุนของปัญหาทางการเงินมีสูงน่าจะทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทแย่ลงด้วย นอกจากนี้ยังได้นำขนาดของกิจการมาเป็นตัวแบ่งประเภทของบริษัท โดยคาดว่าน่าจะมีความ

สัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งในทางทฤษฎีบริษัทขนาดเล็กน่าจะประสบกับปัญหา มากที่สุดในช่วงที่เกิดปัญหาทางการเงินซึ่งจะมีโอกาสที่จะถูกบีบให้ออกจากกิจการไป เนื่องจาก ความยากในการเพิ่มทุนเนื่องมาจากการกระจายของข้อมูลข่าวสารที่ระหว่งภายนอกและภายใน ที่ไม่ดีพอ ในทางกลับกันบริษัทขนาดใหญ่จะได้ผลประโยชน์มากกว่าจากภาวะปัญหาทางการเงิน ซึ่งการลดลงของยอดขายนั้นจะสื่อถึงการเปลี่ยนแปลงการบริหารมากกว่า เช่นการตัดบางสาย ธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพออกไป

นอกจากนี้ได้ทำการศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงการบริหารงานของผู้บริหาร ซึ่งเป็น การกระทำโต้ตอบเมื่อเกิดปัญหาทางการเงินเกิดขึ้น ซึ่งการโต้ตอบต่อสถานการณ์ที่เกิดขึ้นนี้ถูกกำหนด โดยการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของบริษัท โดยคาดว่าเมื่อปัญหาทางการเงินเกิด ขึ้นบริษัทจะมีการปรับการลงทุนลดลง เนื่องจากความเสี่ยงในการลงทุนซึ่งถ้าหากเป็นบริษัทที่ใช้ แหล่งเงินทุนที่เป็นเงินกู้จะต้องมีการพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบในเรื่องการจ่ายชำระคืนเงินกู้ เนื่องจากความเสี่ยงในการไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ตามที่ตกลงได้

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

จากสมมติฐานข้างต้นสามารถแบ่งประเด็นในการศึกษาได้ 2 ประเด็นใหญ่ ๆ โดยประเด็น แรกเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนหนี้สินที่มีผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา และได้มีการศึกษาในส่วนนี้เพิ่มเติมโดยการนำเอาขนาดของบริษัทซึ่งกำหนด จากขนาดของยอดขายบริษัทมาทำการศึกษาเพิ่มเติมกับผลการดำเนินงาน ส่วนประเด็นที่สอง เป็นการศึกษเกี่ยวกับปฏิกริยาโต้ตอบในการบริหารงานบริษัทผ่านทาง การเปลี่ยนแปลง การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรว่าเป็นอย่างไรเมื่อบริษัทประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งเครื่องมือในการ ประเมินความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ประเด็นที่นำมาใช้คือวิธีถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) แสดงได้ดังนี้

1. ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้สินที่มีต่อผลการดำเนินงานในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา

ทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย Ordinary Least Square (OLS) ว่าผลกระทบของตัวแปรต่าง ๆ เหล่านี้มีผลกระทบอย่างไรต่อการดำเนินงานของบริษัท ในที่นี้วัดโดยการเติบโตของยอดขาย การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานโดยดูจากกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี และผลตอบแทนหุ้น ซึ่งทั้งหมดนี้ได้มีการทำการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแล้ว (Industry adjusted) มีความสัมพันธ์กับขนาด ตัวแปรควบคุม สภาพวะของอุตสาหกรรม และสัดส่วนหนี้ อย่างไรก็ตาม โดยการทดสอบจะเน้นไปที่ค่าสัมประสิทธิ์ 6 ที่แสดงถึงผลกระทบของหนี้ที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา (Leverage and Firm Performance in Distressed Industries) เนื่องจากเป็นการลดปัญหาที่เรียกว่า reverse causality ในที่นี้หมายถึงปัญหาการไม่สามารถระบุได้ว่าบริษัทที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำในช่วงภาวะปัญหาทางการเงินมีสาเหตุมาจากปัญหาทางการเงินโดยตรงหรือมาจากปัจจัยอย่างเดียวกันที่ทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินตั้งแต่ต้น

$$\begin{aligned}
 \text{firm performance} &= \alpha + \beta_1 \text{ Log of sales} \\
 &+ \beta_2 \text{ Industry-adjusted profitability} \\
 &+ \beta_3 \text{ Industry-adjusted investment / asset} \\
 &+ \beta_4 \text{ Distress industry dummy} \\
 &+ \beta_5 \text{ High leverage dummy} \\
 &+ \beta_6 \text{ Distressed industry dummy} \\
 &\quad \times \text{ High leverage dummy} \\
 &+ \epsilon
 \end{aligned}$$

จากสมการข้างต้นอธิบายตัวแปรต่าง ๆ ได้ดังนี้

firm performance หมายถึง ผลการดำเนินงานของบริษัท ที่แสดงโดยใช้ การเติบโตของยอดขาย ,การเติบโตในกำไรจากการดำเนินงานที่วัดโดยกำไรก่อนหักภาษี และดอกเบี้ย และผลตอบแทนหุ้น ซึ่งทั้งหมดนี้ต้องนำมาปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมด้วย นับจากระยะเวลา 1ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐาน

<i>log of sales</i>	หมายถึง จำนวนยอดขายที่นำมาปรับค่าด้วย Logarithm เนื่องจากความเบี่ยงเบนทางด้านข้อมูลมีค่อนข้างสูง การศึกษานี้จึงได้ทำการแทนขนาดของบริษัท ด้วย Logarithm เพื่อให้ข้อมูลมีการกระจายมีความสมมาตร (Symmetric) มากยิ่งขึ้น มีการกระจายตัวแบบปกติ ซึ่งวัดจากระยะเวลาก่อนปีฐาน 1 ปี
<i>Industry-adjusted profitability</i>	หมายถึง ความสามารถในการทำกำไรปรับค่ากับอุตสาหกรรม ซึ่งใช้เป็นตัวแปรควบคุมเนื่องจากสามารถอธิบายถึงการเติบโตของยอดขายและอาจมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้ด้วยโดยใช้กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวมในระยะเวลาปีก่อนปีฐาน 1 ปี
<i>Industry-adjusted investment / asset</i>	หมายถึง สัดส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ปรับค่ากับ อุตสาหกรรม โดยนำสินทรัพย์ถาวรหารด้วยสินทรัพย์รวมระยะเวลาก่อนปีฐาน 1 ปี ตัวแปรนี้เป็นตัวแปรควบคุมเช่นเดียวกับตัวแปรที่แสดงความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากสามารถอธิบายถึงการเติบโตของยอดขายและอาจมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนหนี้ด้วย
<i>Distress industry dummy</i>	หมายถึง อุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาเศรษฐกิจ คือมีค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบซึ่งแสดงโดยการใช้ตัวแปรหุ่นในการอธิบาย เนื่องจากคาดว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวที่มีต่อการดำเนินงานนั้นจะอธิบายได้ยาก และความสัมพันธ์เป็น nonlinear
<i>High leverage dummy</i>	หมายถึง บริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้ในระดับสูงอธิบายโดยใช้ตัวแปรหุ่น ในงานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาสัดส่วนหนี้ 2 ระดับ คือ สัดส่วนหนี้ในระดับ 8-10 และระดับสูงสุดคือระดับ 10
<i>Distressed industry dummy x High leverage dummy</i>	หมายถึง บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับสูงและอยู่ในอุตสาหกรรมช่วงที่ประสบปัญหา

ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวสุดท้ายในสมการจะเป็นค่าที่สำคัญที่สุดในการทดสอบ เนื่องจากแสดงถึงความสัมพันธ์ของสัดส่วนหนี้สินระดับสูงที่มีผลต่อการดำเนินงานบริษัทในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจ ซึ่งการกำหนดตัวแปรเช่นนี้เป็นการลดปัญหาในเรื่องของการแปลผลกลับในค่าสัมประสิทธิ์ที่ 4 ได้ คือความสัมพันธ์ระหว่างการผลดำเนินงานบริษัทและภาวะที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา กล่าวคือการไม่สามารถแบ่งแยกว่าบริษัทที่มีการดำเนินงานตกต่ำในช่วงที่เกิดปัญหานั้นมีสาเหตุมาจากปัญหาทางเศรษฐกิจโดยตรงหรือมาจากผลการดำเนินงานที่ตกต่ำนั่นเองที่ทำให้เกิดปัญหาในครั้งแรก โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่ 5 จะเป็นการศึกษาว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงจะมีความสัมพันธ์อย่างไรต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงเวลาต่อมา ซึ่งเป็นส่วนแสดงว่าสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงนี้อาจเป็นสาเหตุของภาวะปัญหาทางการเงินและผลการดำเนินงานที่ลดลงได้ ดังนั้นการจำแนกอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจออกมาก่อนและคัดเลือกบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงในช่วงก่อนที่ประสบปัญหาในสัมประสิทธิ์ที่ 6 จึงสามารถช่วยลดปัญหาการแปลผลกลับได้ ซึ่งถ้าหากภาวะปัญหาทางการเงินมีต้นทุนที่สูง ดังนั้นผลของการทดสอบจะออกมาว่าบริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้สินมากจะมีการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับต่ำในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา แต่ในทางกลับกันถ้าหากปัญหาทางการเงินไม่มีต้นทุนที่สูงแต่ส่งผลที่เกิดประโยชน์ต่อบริษัท ผลของการทดสอบจะออกมาว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงจะมีการดำเนินงานที่ดีมากกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับต่ำ

การคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ ในขั้นต้น แสดงได้ดังต่อไปนี้

1) สัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวที่ 1 (log of sales)

โดยคาดว่าตัวแปรที่แสดงถึงขนาดบริษัทที่ถูกกำหนดจาก log of sales จะมีความสัมพันธ์กับการดำเนินงานในทางบวก กล่าวคือกิจการขนาดใหญ่กว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดีมากกว่ากิจการขนาดเล็ก เนื่องจากความสามารถในการบริหารงานและสภาพคล่องที่มีมากกว่า

2) สัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวที่ 2 (Industry-adjusted EBIT/assets)

คาดว่าความสัมพันธ์น่าจะเป็นบวกกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากสัดส่วนของกำไรนี้แสดงถึงความสามารถในการบริหารงานของบริษัท ถ้าหากบริษัทสามารถเพิ่มสัดส่วนกำไรขึ้นได้ ก็น่าจะแสดงออกมาในรูปของผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นตามไปด้วย

- 3) สัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวที่ 3 (Industry-adjusted Fix assets/assets)
 คาดว่าสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรส่วนสินทรัพย์รวมของบริษัท น่าจะมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากบริษัทมีการขยายการลงทุนมากขึ้น แสดงว่าบริษัทเล็งเห็นว่ามีความสามารถในการทำกำไร สร้างยอดขายหรือการเพิ่มผลตอบแทนในหุ้นได้
- 4) สัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวที่ 4 (Distressed industry dummy)
 เมื่อพิจารณาบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจเพียงอย่างเดียว ทำให้คาดว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมดังกล่าว น่าจะประสบปัญหาการดำเนินงานมากกว่าอุตสาหกรรมอื่น ๆ
- 5) สัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวที่ 5 (Leverage decile 8-10 dummy)
 บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูง คาดว่าน่าจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับต่ำ ถึงแม้ว่าการที่บริษัทก่อหนี้มากขึ้นนั้น วัตถุประสงค์ทั่วไปก็คือการก่อหนี้เพื่อนำมาลงทุนเพิ่ม ซึ่งถ้าการลงทุนทำได้อย่างมีประสิทธิภาพจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดียิ่งขึ้น แต่การที่ก่อหนี้มากขึ้นนั้นก็นับว่าเป็นการเพิ่มต้นทุนให้กับบริษัทเช่นกัน ซึ่งมากเกินไปจนผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ อีกทั้งการที่บริษัทมีภาระในการจ่ายชำระคืนหนี้มาก แล้วการลงทุนของบริษัทไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ ทำให้บริษัทขาดสภาพคล่องจนทำให้ประสบปัญหาทางการเงินและการดำเนินงานตามมา
- 6) สัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวที่ 6 (Distressed industry dummy* Leverage decile 8-10 dummy)
 ดังที่ได้กล่าวไว้ในขั้นต้นถึงความสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรนี้ โดยคาดการณ์ว่าภาวะปัญหาทางการเงินจะมีต้นทุนที่สูงซึ่งจะทำให้บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินระดับสูงมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่า

2. ความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินระดับสูงและอุตสาหกรรมอยู่ในช่วงประสบปัญหา

วิธีในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ทำโดยวิธีสมการถดถอยอย่างง่ายเช่นเดียวกัน โดยมีการเพิ่มประเด็นของขนาดของบริษัทในการศึกษา โดยมีการกำหนดจากขนาดของยอดขายในอดีต ซึ่งกำหนดว่าบริษัทที่มียอดขายมากกว่า 2,570 ล้านบาทให้เป็นบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนบริษัทที่มียอดขายน้อยกว่า 2,570 ล้านบาทให้เป็นบริษัทขนาดเล็ก โดยมีตัวแปรตามชุดเดิมคือการเติบโตของยอดขาย การเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้นเพื่อบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ตัวแปรอิสระที่นำมาทดสอบความสัมพันธ์นี้ก็ยังคงใช้ตัวแปรชุดเดิม ไม่ว่าจะเป็น log of sales ความสามารถในการทำกำไร สัดส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์ ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา ตัวแปรหุ้นสัดส่วนหนี้สินระดับสูง และการนำตัวแปรหุ้นของอุตสาหกรรมประสบปัญหาคูณกับตัวแปรหุ้นสัดส่วนหนี้สินระดับสูง โดยค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยที่สำคัญอยู่ที่ค่าสัมประสิทธิ์ตัวสุดท้ายเช่นกัน

ซึ่งในขั้นแรกก่อนการทดสอบ คาดว่า เมื่อเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัททั้ง 2 ประเภทแล้วน่าจะเป็นในลักษณะที่บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากในทางทฤษฎีบริษัทขนาดเล็กน่าจะประสบกับปัญหามากที่สุดในช่วงที่เกิดปัญหาทางการเงินซึ่งจะมีโอกาสที่จะถูกบีบให้ออกจากกิจการไป เนื่องจากความยากในการเพิ่มทุนเนื่องมาจากการกระจายของข้อมูลข่าวสารที่ระหว่างภายนอกและภายในที่ไม่ดีพอ ในทางกลับกันบริษัทขนาดใหญ่จะได้ผลประโยชน์มากกว่าจากภาวะปัญหาทางการเงินซึ่งการลดลงของยอดขายนั้นจะสื่อถึงการเปลี่ยนแปลงการบริหารมากกว่า เช่นการตัดบางสายธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพออกไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

3. ความสัมพันธ์ของสัดส่วนหนี้สินระดับสูงที่มีต่อการสนองตอบต่อการบริหารงานบริษัทในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหา

ในส่วนนี้ได้ใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่ายในการทดสอบหาค่าความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยในที่นี้ได้ใช้สัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของบริษัทจากระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนกระทั่งถึง 1 ปีหลังปีฐานเป็นตัวแปรตาม ซึ่งแสดงถึงการตอบสนองของบริษัทต่อช่วงที่ตกต่ำของอุตสาหกรรม โดยบางครั้งบริษัทอาจมีการเปลี่ยนแปลงการบริหารที่ทำได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นได้ ดังนั้นจึงได้นำประเด็นดังกล่าวทำการทดสอบว่าบริษัทในประเทศไทยมีการตอบสนองต่อภาวะปัญหาอย่างไร โดยใช้ตัวแปรอิสระชุดเดิมในการทดสอบ โดยการคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่าง ๆ เป็นไปในลักษณะเดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินระดับสูงและอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจน่าจะมีอัตราการลงทุนที่ลดลงเนื่องจากการบริษัทขาดสภาพคล่องจึงเป็นการลดภาระค่าใช้จ่ายของบริษัททางหนึ่ง

บทที่ 4

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ในการศึกษาในการวิจัยนี้จะทำการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น โดยการดูการกระจายและความเหมาะสมของข้อมูลเพื่อนำมาใช้ในการศึกษา ก่อนที่จะนำไปใช้ในการทดสอบเชิงเศรษฐมิติ กล่าวคือการทดสอบโดยวิธีสมการถดถอยอย่างง่าย ซึ่งจะเป็นส่วนวิเคราะห์ในส่วนต่อไป การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนานี้จะทำการแสดงโดยค่าเฉลี่ย มัธยฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน โดยจะทำการวิเคราะห์ดังต่อไปนี้

1. การกำหนดสัดส่วนหนี้สินในระดับต่าง ๆ

จากตารางที่ 1 แสดงถึงรายละเอียดของสัดส่วนหนี้สินของบริษัทตั้งแต่ปีฐาน 1992-1998 ซึ่งเกณฑ์ในการวัดสัดส่วนหนี้สินวัดจากระยะเวลาก่อนปีฐาน 2 ปี โดยกำหนดจากระดับของสัดส่วนหนี้สิน (Leverage Deciles) ซึ่งวัดจากสัดส่วนของหนี้สินรวมตามบัญชี (Book Value of Debt) หารด้วยสินทรัพย์ตามรวมบัญชี (Book Value of Assets) โดยนำเอาสัดส่วนหนี้ทั้งหมดของทุกบริษัทในแต่ละปีมารวมกันแล้วทำการแบ่งระดับหนี้สินซึ่งแบ่งออกเป็น 10 ระดับ จากตารางจะเห็นว่าค่าเฉลี่ยของสัดส่วนหนี้สินอยู่ที่ระดับ 48.7% ค่ามัธยฐานที่ 50% โดยมีค่าสูงสุดอยู่ที่ระดับ 118.9% ค่าต่ำสุดอยู่ที่ระดับ 1% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่ 18.4% จากข้อมูลทั้งสิ้น 1,619 บริษัท จากรายละเอียดของหนี้สินดังกล่าวสามารถแบ่งระดับสัดส่วนหนี้สิน ได้ดังนี้ สัดส่วนหนี้ในระดับต่ำที่สุดคือระดับที่ 1 คือ 23.9% สัดส่วนหนี้ในระดับ 8-10 อยู่ที่ประมาณ 59% และสัดส่วนหนี้สูงสุดอยู่ในระดับ 10 คือ 71.6%

2. เกณฑ์การแบ่งขนาดของกิจการโดยพิจารณาจากยอดขาย

ตัวแปรอีกตัวที่ใช้ในการแบ่งประเภทบริษัท คือ ขนาดของกิจการที่วัดโดยขนาดของยอดขายในระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐาน โดยรายละเอียดของยอดขายแสดงไว้ในตารางที่ 1 โดยมีค่าเฉลี่ยที่ 2,569.96 ล้านบาท ค่ามัธยฐานที่ 1,109.43 ล้านบาท ค่าสูงสุดที่ 84,687.46 ล้านบาท และค่าต่ำสุดที่ 22.02 ล้านบาท ส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 6,068.68 ล้านบาท ดังรายละเอียดดังกล่าวได้มีการแบ่งขนาดบริษัทโดยใช้ค่าเฉลี่ยเป็นเกณฑ์ ดังนั้นบริษัทที่มียอดขายมากกว่า 2,570

ล้านบาทจัดเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนบริษัทที่มียอดขายน้อยกว่า 2,570 ล้านบาท จัดเป็นบริษัทขนาดเล็ก

ตารางที่ 1
รายละเอียดการกำหนดระดับของสัดส่วนหนี้และขนาดของบริษัทตามยอดขาย
ตั้งแต่ปี 1990-1999

จากจำนวนข้อมูลบริษัทตั้งแต่ปี 1990-1999 มีทั้งสิ้น 1,619 บริษัท สัดส่วนหนี้สินคิดจากการอัตราส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทในช่วงก่อนปีฐาน 2 ปี แล้วนำมาจัดอันดับสัดส่วนตามเปอร์เซ็นต์โดยระดับ 1 หมายถึงสัดส่วนหนี้สินน้อยที่สุด และระดับ 10 เป็นสัดส่วนหนี้สินสูงสุด ในส่วนของการแบ่งขนาดบริษัทนั้นทำโดยการนำยอดขายในช่วงก่อนปีฐาน 1ปี มาใช้ในการกำหนดบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่

จำนวนข้อมูล 1,619 บริษัท	สัดส่วนหนี้สิน	ยอดขาย (ล้านบาท)
ค่าเฉลี่ย (Mean)	48.70%	2,569.96
ค่ามัธยฐาน (Median)	50.00%	1,109.43
ค่าสูงสุด (Maximum)	118.90% ¹	84,687.46
ค่าต่ำสุด (Minimum)	1.00%	22.02
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Dev.)	18.40%	6,068.68
สัดส่วนหนี้ระดับ1 (Leverage Decile1)	23.90%	
สัดส่วนหนี้ระดับ8-10 (Leverage Decile8-10)	59.00%	
สัดส่วนหนี้ระดับ10 (Leverage Decile10)	71.60%	

¹ คือ บริษัท เซมิคอนดักเตอร์ เวเนเจอร์ อินเตอร์เนชันแนล จำกัด (มหาชน) ในปี 1993 มีสัดส่วนหนี้สินรวม 463.947ล้านบาท ส่วนของเจ้าของรวม -73.684 ล้านบาท และมีสินทรัพย์รวมที่ 390.263 ล้านบาท

3 การจำแนกลักษณะของบริษัทรายปี

ในตารางที่ 2 จากการสำรวจข้อมูลจากบริษัทที่นำมาศึกษาในทุกอุตสาหกรรม ในช่วงปี 1990-1999 โดยมีปีฐานอยู่ที่ปี 1992-1998 พบว่าประมาณ 17เปอร์เซ็นต์ ของจำนวนบริษัททั้งสิ้น 1,619 บริษัท อยู่ในอุตสาหกรรมที่ถูกกำหนดให้อยู่ในภาวะประสบปัญหา ซึ่งตารางที่ 2 แสดงจำนวนของบริษัทในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาและจำนวนอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาในแต่ละปีตั้งแต่ปีฐาน 1992-1998 ซึ่งจะเห็นได้ว่ามีจำนวนบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาเพิ่มมากขึ้นในช่วงปี 1996-1998 โดยในช่วงปี 1992-1995 แทบจะไม่มีบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาเลย จะมีก็แต่เพียงอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์และพลาสติกอุตสาหกรรมเดียวเท่านั้น ในปี 1993 เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าวประเทศไทยยังไม่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจและการเงินร้ายแรงดังเช่นในช่วงปีหลัง ดังที่กล่าวแล้วในส่วนการวิเคราะห์เศรษฐกิจ ซึ่งภาวะปัญหาจะมีความรุนแรงมากขึ้นในช่วงปี 1996-1997 และมาเริ่มดีขึ้นในปลายปี 1998 โดยในปี 1996 มีอุตสาหกรรมที่มีการดำเนินงานตกต่ำทั้งสิ้น 7 อุตสาหกรรม ซึ่งเพิ่มจากปี 1995 ที่ไม่มีอุตสาหกรรมใดเลยที่ประสบปัญหา ซึ่งแสดงถึงภาวะตกต่ำทางเศรษฐกิจของประเทศไทยที่เริ่มส่อแววรุนแรงขึ้นโดยจำนวนอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหานั้นมีมากที่สุดในช่วงปี 1997 ซึ่งเป็นปีที่วิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทยรุนแรงที่สุด โดยมีทั้งสิ้น 10 อุตสาหกรรม ประกอบด้วย 143บริษัท และลดลงเหลือ 5 อุตสาหกรรมในช่วงปี 1998

อุตสาหกรรมที่ประสบปัญหานั้นมีหลายอุตสาหกรรมด้วยกัน เช่นอุตสาหกรรมเกี่ยวกับวัสดุก่อสร้าง อสังหาริมทรัพย์ และอุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้า เป็นต้น ซึ่งสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดภาวะปัญหาเกิดขึ้นก็เนื่องจากการขยายการลงทุนของธุรกิจประเภทอสังหาริมทรัพย์อย่างมากมากเกินไปจนเกิดความต้องการที่แท้จริงในตลาด อีกทั้งมีการสร้างภาระหนี้สินมากเกินไปจนทำให้สัดส่วนหนี้สินสูงขึ้นอย่างมาก อีกทั้งมีการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศเพื่อนำมาใช้ลงทุนในกิจการโดยได้รับผลตอบแทนเป็นเงินบาท ดังนั้นเมื่ออสังหาริมทรัพย์ไม่เป็นที่ต้องการอีกต่อไปอุตสาหกรรมที่ต้องประสบปัญหาตามมาโดยตรงก็คือ กลุ่มอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างซึ่งจะเห็นได้ชัดในช่วงปี 1996-1998¹

¹ คุราชละเอียดของอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา ในภาคผนวก ก.ตารางที่1ก. และในตารางที่2ข. ในภาคผนวก ข. จะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับรายละเอียดของผลการดำเนินงานโดยแบ่งระยะเวลาออกเป็น 2 ช่วง คือ ระหว่างปีฐาน 1992-1995 และระหว่างปีฐาน 1996-1998 เพื่อเป็นส่วนสนับสนุนผลในตารางที่ 2

ตารางที่ 2

การจำแนกลักษณะบริษัทรายปี

จำนวนข้อมูลประกอบด้วยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งสิ้น 1,619 บริษัทในช่วงปี 1990-1999 โดยมีช่วงปี 1992-1998 เป็นปีฐาน ซึ่งมีทั้งสิ้น 278 บริษัทคิดเป็น 17เปอร์เซ็นต์จากจำนวนบริษัททั้งหมดอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาโดยกำหนดจากค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นที่เป็นลบ

ปีฐาน	จำนวนบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมซึ่งมีผล การดำเนินงานปกติ	จำนวนบริษัทที่อยู่ใน อุตสาหกรรมซึ่งมีผล การดำเนินงานตกต่ำ	จำนวนอุตสาหกรรมที่ มีการดำเนินงานตกต่ำ
1992	113	0	0
1993	188	8	1
1994	231	0	0
1995	272	0	0
1996	196	90	7
1997	146	143	10
1998	195	37	5
1992-1998	1,341	278	23

ตารางที่ 3

การเปรียบเทียบลักษณะระหว่างตัวอย่างบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำและที่มีผลการดำเนินงานปกติ

ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ตั้งแต่ปี 1990-1999 โดยปีฐานคือปี 1992-1998 มีทั้งสิ้น 1,619 ข้อมูล จากบริษัททั้งหมดนี้มี 278 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาการดำเนินงานตกต่ำ ซึ่งวัด ได้จากการที่อุตสาหกรรมนั้น ๆ มีค่ากลางของการเติบโตในยอดขายและค่ากลางในผลตอบแทน หุ่นเป็นลบ ในระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง สินทรัพย์ที่นำมาใช้นั้นเป็นสินทรัพย์รวม (Book value of assets) สัดส่วนหนี้สินในอดีตวัดที่ระยะเวลาก่อนปีฐาน 2ปี ในส่วนของการเติบโตของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ่น วัดจากระยะ เวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง และกำไรจากการดำเนินงานหมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี

ตัวแปร (variable)	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ามัธยฐาน Median	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน Std. Dev.
กลุ่มที่ 1: บริษัทในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาการดำเนินงานตกต่ำ (278 บริษัท)					
หนี้สินต่อสินทรัพย์ในอดีต	0.512	0.527	0.858	0.045	0.173
หนี้สินต่อสินทรัพย์ในปีฐาน	0.652	0.643	3.149	0.045	0.321
ยอดขายในปีฐาน(ล้านบาท)	3,407,333	1,207,976	105,493,284	5,784	8,847,514
การเติบโตของยอดขาย ระยะเวลา 2ปี	-0.138	-0.142	2.373	-2.987	0.528
ผลตอบแทนหุ่น ระยะเวลา 2ปี	-0.524	-0.736	3.615	-0.996	0.586
การเติบโตของกำไรจากการ ดำเนินงานระยะเวลา 2ปี	-1.256	-0.495	20.809	-27.51	3.928
กลุ่มที่ 2: บริษัทในอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานเป็นปกติ (1,341 บริษัท)					
หนี้สินต่อสินทรัพย์ในอดีต	0.482	0.494	1.189	0.01	0.186
หนี้สินต่อสินทรัพย์ในปีฐาน	0.533	0.528	2.272	0.035	0.241
ยอดขายในปีฐาน(ล้านบาท)	2,668,943	1,143,750	84,687,457	22,019	6,179,134
การเติบโตของยอดขายระยะ เวลา 2ปี	0.233	0.163	7.497	-1.209	0.612
ผลตอบแทนหุ่น ระยะเวลา 2ปี	-0.189	-0.403	6.727	-0.997	0.876
การเติบโตของกำไรจากการ ดำเนินงานระยะเวลา 2ปี	0.019	0.059	17.399	-24.109	2.86

ตารางที่ 3 (ต่อ)

ตัวแปร (variable)	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ามัธยฐาน Median	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน Std. Dev.
การทดสอบนัยสำคัญของความแตกต่างของค่าเฉลี่ยระหว่าง 2 กลุ่ม (t Stat)					
หนี้สินต่อสินทรัพย์ในอดีต			=	2.5380**	
หนี้สินต่อสินทรัพย์ในปีฐาน			=	5.8042***	
ยอดขายในปีฐาน(ล้านบาท)			=	1.3260	
การเติบโตของยอดขายระยะเวลา 2ปี			=	-10.3717***	
ผลตอบแทนหุ้น ระยะเวลา 2ปี			=	-7.8944***	
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานระยะเวลา 2ปี			=	-5.1387***	

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

4 การเปรียบเทียบลักษณะของข้อมูลตามการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรม

จากตารางที่ 3 ทำการวิเคราะห์ลักษณะของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม 2 ประเภทว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่อย่างไรโดยใช้ตัวแปรตามที่ปรากฏในตารางเป็นการแสดงผลเพื่อเปรียบเทียบ โดยทำการศึกษาในช่วงปีฐาน 1992-1998 จำนวนทั้งสิ้น 1,619 บริษัท โดยแยกประเภทของบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือในกลุ่มที่ 1 จะเป็นบริษัทในอุตสาหกรรมที่มีการดำเนินงานที่ตกต่ำจำนวน 278 บริษัท ส่วนในกลุ่มที่ 2 จะเป็นบริษัทในอุตสาหกรรมที่มีการดำเนินงานอยู่ในเกณฑ์ปกติจำนวน 1,341 บริษัท โดยจะทำการเปรียบเทียบบริษัททั้งสองประเภทนี้จากอัตราส่วนต่างๆที่กำหนดแล้วประเมินผล โดยคาดว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำ จะมีอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทในอุตสาหกรรมที่ไม่ได้ประสบปัญหา

ประเภทอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา (Economic distress) แบ่งได้จากอุตสาหกรรมที่มีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและค่ากลางของผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่ ปรากฏว่าปีที่อุตสาหกรรมประสบปัญหาจะอยู่ในช่วงปี 1996-1998 เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งเป็นปีที่ประเทศไทยประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรง และเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ไม่ได้ประสบปัญหา พบว่า จากปีฐาน 1992-1998 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาจะมีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มากกว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ไม่ประสบปัญหา ทั้งที่เป็นสัดส่วนหนี้สินก่อนปีฐาน 2 ปี (Ex ante debt/assets) และสัดส่วนหนี้สินในปีฐานเอง (Base year debt/assets) กล่าวคือกลุ่มของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหานั้นมีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในอดีต 51.2 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่กลุ่มที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานปกติมี

อัตราส่วนที่ระดับ 48.2 เปอร์เซนต์ เช่นเดียวกับสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในปีฐานซึ่งมีสัดส่วนอยู่ที่ระดับ 65.2 เปอร์เซนต์ ในขณะที่กลุ่มที่มีการดำเนินงานปกติมีสัดส่วนหนี้ประเภทนี้ที่ระดับ 53.3 เปอร์เซนต์

ในส่วนของการดำเนินงานที่วัดโดยการเติบโตของยอดขาย ผลตอบแทนหุ้น และการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน ณ ช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1ปีหลังปีฐานรวมระยะเวลาทั้งสิ้น 2 ปี พบว่าบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาจะมีการดำเนินงานของทั้ง 3 ปัจจัยที่ดีกว่าทั้งสิ้น ซึ่งผลจากการศึกษาในตารางนี้เป็นส่วนสนับสนุนว่าบริษัทที่อุตสาหกรรมในช่วงประสบปัญหาจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอื่น สอดคล้องกับงานของ Gilson (1989)

จากข้อมูลดังกล่าวทำให้คาดว่าความสัมพันธ์ของสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงมีผลทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงมากกว่าบริษัทที่ก่อหนี้ในอุตสาหกรรมเดียวกันในช่วงที่เกิดภาวะปัญหาเกิดขึ้น โดยได้มีการทดสอบในเชิงเศรษฐมิติเพื่อให้ข้อสรุปมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะปรากฏในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ

การวิเคราะห์ในส่วนนี้เป็นการวิเคราะห์ผลของการทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย ในการทดสอบทุกกรณี โดยสามารถอธิบายผลได้ดังนี้

1 ความสัมพันธ์ของสัดส่วนหนี้ที่มีผลต่อการดำเนินงานในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา

ประเด็นที่สำคัญอยู่ที่ความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาทางการเงินและการดำเนินงานของบริษัท โดยทำการทดสอบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงมากกว่าบริษัทที่มีระดับหนี้ต่ำในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหาหรือไม่ ซึ่งถ้าหากการทดสอบมีผลเป็นไปตามที่กล่าวข้างต้นจริง จะเป็นข้อสนับสนุนว่าปัญหาทางการเงินมีต้นทุนที่สูง โดยมีการกำหนดให้อัตรากาลงทุนและความสามารถในการทำกำไรในอดีตเป็นตัวแปรควบคุม เนื่องจากทั้ง 2 ตัวนี้สามารถกำหนดถึงอัตรากาลงทุนและอาจมีความสัมพันธ์ที่เกี่ยวกับสัดส่วนของหนี้สินด้วย โดยในการทดสอบได้มีการแบ่งสัดส่วนหนี้ออกเป็น 2 ระดับในการทดสอบ คือสัดส่วนหนี้สินระดับ 8-10 และระดับสูงสุดคือระดับ 10

จากตารางที่ 4 โดยเริ่มจากการอธิบายผลของการทดสอบโดยการให้จำนวนตัวอย่างข้อมูลทุกตัวกับสัดส่วนหนี้สินระดับ 8-10 ซึ่งปรากฏในตารางซ้ายมือของแต่ละช่อง โดยผลการทดสอบ ปรากฏว่าค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวสุดท้ายที่แสดงความสัมพันธ์ของตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมประสบปัญหาและตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้สินระดับ 8-10 ที่มีผลต่อการดำเนินงานของบริษัททั้ง 3 ตัวแปรนั้นไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้งการแยกประเภทบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินเฉพาะระดับ 1 และ 10 เท่านั้นมาทำการทดสอบดูผลอีกครั้งก็ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ดังกล่าวได้เช่นกัน จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงถึงแม้ว่าเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวจะเป็นลบซึ่งสนับสนุนว่าปัญหาทางการเงินมีต้นทุนสูงซึ่งทำให้ผลการดำเนินงานลดลงก็ตาม

นอกจากนี้ผลการทดสอบโดยใช้ตัวแปรอื่นในการทดสอบหาความสัมพันธ์ที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัทปรากฏผลดังต่อไปนี้

1.1 ผลการดำเนินงานโดยวัดจากการเติบโตของยอดขาย

อย่างไรก็ตามการทดสอบนี้ได้พบว่าตัวแปรที่เป็นสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเติบโตของยอดขายอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.01 ทั้งจากการทดสอบจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดหรือจากกลุ่มบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ระดับ 1 และ 10 เท่านั้น ซึ่งตรงกับการคาดการณ์ในขั้นต้นก่อนการทดสอบ กล่าวคือ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรซึ่งเปรียบเป็นการลงทุนของบริษัทมีส่วนช่วยเพิ่มยอดขายให้แก่บริษัท อีกทั้งตัวแปรควบคุมขนาดที่ใช้ \log of sales นั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทางลบต่อการเติบโตของยอดขายโดยมีค่า P-value น้อยกว่า 0.01 ซึ่งผลที่ได้ไม่เป็นตามที่คาดไว้ อาจเนื่องมาจากขนาดของยอดขายวัดจากก่อนปีฐาน 1 ปี มีจำนวนที่มาก ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่ายอดขายในปีหลังจะตกลง อันเนื่องมาจากการปรับตัวของคู่แข่งทำให้แย่งส่วนแบ่งตลาดไปได้ หรืออาจเป็นเพราะสินค้ามีความล้าสมัยได้ง่าย

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาเฉพาะบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ระดับ 1 และ 10 เท่านั้น ค่าสัมประสิทธิ์ที่แสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรหุ้นสัดส่วนหนี้ระดับ 10 มีผลต่อการเติบโตของยอดขายเป็นไปในทางตรงข้ามกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.121 ซึ่งผลจากการที่การเติบโตของยอดขายลดลงนี้เป็นข้อสนับสนุนที่ว่าบริษัทที่ก่อหนี้มากจะสูญเสียส่วนแบ่งตลาดมากกว่าบริษัทที่ก่อหนี้น้อย

ผลที่แสดงถึงการลดลงของยอดขายนี้อาจเป็นผลของการที่บริษัทได้ทำการตัดบางส่วนของบริษัทออกเมื่อบริษัทประสบกับช่วงปัญหาทางการเงิน ซึ่งการกระทำนี้บริษัททำได้อย่างมีประสิทธิภาพทำให้มูลค่าของบริษัทไม่ได้ลดลงไปด้วย ซึ่งเป็นการแสดงถึงการที่ปัญหาทางการเงินไม่ได้มีต้นทุนที่สูง โดยประเด็นดังกล่าวนี้สามารถดูได้จากผลการดำเนินงานที่แสดงถึงมูลค่าบริษัทคือ กำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น ซึ่งถ้าหากบริษัทที่ก่อหนี้มากและอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา มีความสามารถในการตัดบางส่วนของกิจการได้อย่างมีประสิทธิภาพจริง จะแสดงออกมาในค่าของสัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวสุดท้ายโดยจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลกำไรจากการดำเนินงานและผลตอบแทนหุ้น แต่ถ้าหากปัญหาทางการเงินมีต้นทุนที่สูงจะทำให้ได้ผลในทางตรงข้าม แต่น่าเสียดายที่ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยตัวสุดท้ายไม่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวกับการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงานและผลตอบแทนหุ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการทดสอบแสดงได้ดังนี้

1.2 ผลการดำเนินงานโดยวัดจากการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน

ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ้นสัดส่วนหนี้สินในระดับ 8-10 เพียงอย่างเดียว พบว่า มีความสัมพันธ์ในทางลบคือตรงกันข้ามกับผลการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน กล่าวคือ บริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับสูงจะมีผลกำไรลดลงอย่างมีนัยสำคัญโดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ -0.459 และมีค่า P value น้อยกว่า 0.01 และเมื่อพิจารณาเฉพาะกลุ่มข้อมูลที่มีหนี้สินระดับ 1 และ 10 เท่านั้น ปรากฏว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ้นสัดส่วนหนี้ระดับ 10 มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลกำไร คือมีค่า -1.275 โดยมีค่า P value น้อยกว่า 0.01

นอกจากนี้ค่าสัมประสิทธิ์แสดงความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญต่อการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท ได้แก่ log of sales ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับยอดขายโดยมีค่า P-value น้อยกว่า 1 เปอร์เซนต์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.384 ส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -2.195

อีกทั้งสัดส่วนการลงทุนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทก็มีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อการเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานโดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ 1.276

1.3 ผลการดำเนินงานโดยวัดจากผลตอบแทนหุ้น

สมการสุดท้ายเป็นการวัดผลการดำเนินงานโดยใช้ผลตอบแทนหุ้นเป็นตัววัด ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการศึกษาจากข้อมูลตัวอย่างทั้งหมด พบว่าเมื่อบริษัทมีระดับหนี้สินที่สูงและอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาจะมีผลการตอบแทนหุ้นที่ลดลง 0.076 มากกว่าบริษัทที่ก่อนหน้านี้น้อยกว่าในอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งจะปรากฏผลที่เหมือนกันในค่าสัมประสิทธิ์ที่ใช้สัดส่วนหนี้ระดับ 10 ซึ่งค่าที่ได้คือ -0.075 แต่ผลดังกล่าวนี้เมื่อพิจารณาที่ค่า P-value แล้วปรากฏว่าตัวแปรดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการแปลผลทำได้เพียงแปลตามเครื่องหมายเท่านั้น

ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ที่บ่งบอกถึงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลตอบแทนหุ้นมีเพียง log of sales เท่านั้น โดยการทดสอบจากทั้ง 2 กลุ่มตัวอย่าง ปรากฏว่าในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ค่าสัมประสิทธิ์ของ log of sales ที่มีต่อผลตอบแทนหุ้นอยู่ที่ 0.153 โดยมีค่า P-value น้อยกว่า 1 เปอร์เซ็นต์ และกลุ่มตัวอย่างที่เลือกเฉพาะบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ระดับ 1 และ 10 เท่านั้น ปรากฏว่ามีค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.210 โดยมีระดับนัยสำคัญที่ 0.01

นอกจากนี้ยังได้มีการทดสอบข้อมูลบริษัทโดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเวลา โดยช่วงเวลาแรกอยู่ระหว่างปีฐาน 1992-1995 ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดปัญหาทางเศรษฐกิจในประเทศไทยที่รุนแรง และช่วงหลังคือปีฐาน 1996-1998 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ประเทศไทยประสบปัญหา ดังปรากฏในตารางที่ 5 และ ตารางที่ 6 ตามลำดับ โดยผลที่ออกมานั้นสอดคล้องกับตารางที่ 4 เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ตัวสุดท้ายซึ่งเป็นประเด็นหลักในการศึกษาไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ค่าสัมประสิทธิ์ที่สามารถอธิบายได้ค่อนข้างชัดเจนคือ บริษัทที่ก่อนหน้านี้มากจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงโดยมีส่วนแบ่งตลาดและผลกำไรจากการดำเนินงานที่ลดลง โดยเฉพาะในช่วงปี 1996-1998 อีกทั้งสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐานยังมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับส่วนแบ่งตลาดและกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทอีกด้วย

ตารางที่ 4¹

การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยการเติบโตของยอดขาย การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น ซึ่งทั้งหมดนี้ได้มีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแล้ว โดยข้อมูลตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1992-1998

การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนึ่งวัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนึ่งวัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐาน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

	การเติบโตของยอดขาย		การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน		ผลตอบแทนหุ้น	
	Industry-Adjusted Sales Growth		Industry-Adjusted EBIT change		Industry-Adjusted Stock Returns	
	จากกลุ่มตัวทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับ1และ10เท่านั้น	จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับ1และ10เท่านั้น	จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับ1และ10เท่านั้น
ค่าคงที่ Intercept	0.496 (3.027)*** 0.0025	0.365 (1.104) 0.2706	-2.186 (-2.516)** 0.0120	-3.762 (-2.192)** 0.0291	-0.911 (-4.409)*** 0.0000	-1.203 (-2.828)*** 0.0050
ยอดขาย Log of sales	-0.080 (-2.952)*** 0.0032	-0.059 (-1.026) 0.3056	0.384 (2.655)*** 0.0080	0.707 (2.384)** 0.0177	0.153 (4.444)*** 0.0000	0.210 (2.860)** 0.0045

¹ รายละเอียดของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ แสดงไว้ในภาคผนวก ข.

ตารางที่ 4 (ต่อ)

	การเติบโตของยอดขาย		การเปลี่ยนแปลงในกำไรจาก การดำเนินงาน		ผลตอบแทนหุ้น	
	Industry-Adjusted Sales Growth		Industry-Adjusted EBIT change		Industry-Adjusted Stock Returns	
	จากกลุ่มตัว ทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่าง เฉพาะที่มีสัดส่วน หนี้สินใน ระดับ1และ10 เท่านั้น	จากกลุ่ม ตัวอย่าง ทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่าง เฉพาะที่มีสัดส่วน หนี้สินใน ระดับ1และ10 เท่านั้น	จากกลุ่ม ตัวอย่าง ทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่าง เฉพาะที่มีสัดส่วน หนี้สินใน ระดับ1และ10 เท่านั้น
กำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ รวมก่อนปีฐาน Industry-adjusted EBIT/assets before base year	-0.124 (-0.852) 0.3943	0.368 (1.402) 0.1620	-2.195 (-2.838)*** 0.0046	-2.388 (-1.755)* 0.0803	-0.177 (-0.963) 0.3355	-0.206 (-0.611) 0.5414
สินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อนปี ฐาน Industry-adjusted Fix assets/assets before base year	0.430 (5.573)*** 0.0000	0.502 (3.378)*** 0.0008	1.276 (3.119)*** 0.0018	0.558 (0.725) 0.4690	0.133 (1.369) 0.1713	-0.141 (-0.740) 0.4599
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบ ปัญหา Distressed industry dummy	0.032 (0.728) 0.4669	-0.052 (-0.452) 0.6517	0.232 (1.000) 0.3176	0.693 (1.154) 0.2494	0.017 (0.316) 0.7519	0.019 (0.130) 0.8969
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	-0.033 (-0.980) 0.3270	- 	-0.459 (-2.614)*** 0.0090	- 	-0.043 (-1.028) 0.3040	-
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบ ปัญหาคุณตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ ระดับ8-10 Distressed industry dummy * Leverage decile 8-10 dummy	-0.064 (-0.856) 0.3923	- 	-0.648 (-1.642) 0.1009	- 	-0.076 (-0.811) 0.4178	-

ตารางที่ 4 (ต่อ)

	การเติบโตของยอดขาย		การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน		ผลตอบแทนหุ้น	
	Industry-Adjusted Sales Growth		Industry-Adjusted EBIT change		Industry-Adjusted Stock Returns	
	จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับ 1 และ 10 เท่านั้น	จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับ 1 และ 10 เท่านั้น	จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างเฉพาะที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับ 1 และ 10 เท่านั้น
ตัวแปรหุ่นสี่ส่วนหนี้ระดับ 10 Leverage decile 10 dummy	-	-0.121 (-1.752)* 0.0808	-	-1.275 (-3.571)*** 0.0004	-	-0.135 (-1.519) 0.1298
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาคุณตัวแปรหุ่นสี่ส่วนหนี้ระดับ 10 Distressed industry dummy * Leverage decile 10 dummy	-	-0.003 (-0.020) 0.9842	-	0.642 (0.815) 0.4160	-	-0.075 (-0.382) 0.7026
Adjusted R ²	0.027	0.04	0.017	0.044	0.010	0.010
Prob(F-statistic)	0.000	0.004	0.000009	0.003	0.00084	0.175
จำนวนข้อมูลตัวอย่าง	1,619	321	1,619	321	1,619	321

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 5¹

การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยการเติบโตของยอดขาย การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน และผลการตอบแทนหุ้น ซึ่งทั้งหมดนี้ได้มีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแล้ว โดยทำการศึกษา ตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1992-1995

การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนึ่งวัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนึ่งวัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐาน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

	การเติบโตของยอดขาย Industry-Adjusted Sales Growth	การเปลี่ยนแปลงในกำไร จากการดำเนินงาน Industry-Adjusted EBIT change	ผลตอบแทนหุ้น Industry-Adjusted Stock Returns
ค่าคงที่ Intercept	1.039 3.960*** 0.0001	0.528 0.534 0.5937	-0.559 -2.742*** 0.0062
ยอดขาย Log of sales	-0.175 -3.964*** 0.0001	-0.076 -0.456 0.6482	0.092 2.687*** 0.0074
กำไรจากการดำเนินงานต่อสิน ทรัพย์รวมก่อนปีฐาน Industry- adjusted EBIT/assets before base year	-0.404 -1.570 0.1168	-2.614 -2.696*** 0.0072	0.314 1.574 0.1158
สินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อน ปีฐาน Industry-adjusted Fix assets/assets before base year	0.440 3.633*** 0.0003	0.087 0.191 0.8483	0.136 1.449 0.1476

¹ รายละเอียดของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ แสดงไว้ในภาคผนวก ข.

ตารางที่ 5 (ต่อ)

	การเติบโตของยอดขาย Industry-Adjusted Sales Growth	การเปลี่ยนแปลงในกำไร จากการดำเนินงาน Industry-Adjusted EBIT change	ผลตอบแทนหุ้น Industry-Adjusted Stock Returns
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบ ปัญหา	-0.100	0.181	0.019
Distressed industry dummy	-0.334	0.159	0.080
	0.7386	0.8730	0.9366
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10	0.030	-0.244	0.024
Leverage decile 8-10 dummy	0.619	-1.351	0.633
	0.5358	0.1771	0.5271
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบ ปัญหาคุณตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ ระดับ8-10	0.161	-0.275	-0.032
	0.378	-0.171	-0.097
	0.7053	0.8639	0.9224
Distressed industry dummy *			
Leverage decile 8-10 dummy			
Adjusted R ²	0.03	0.004	0.01
Prob(F-statistic)	0.000005	0.149	0.021
จำนวนข้อมูลตัวอย่าง	812	812	812

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 6¹

การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่วัดโดยการเติบโตของยอดขาย การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน และผลการตอบแทนหุ้น ซึ่งทั้งหมดนี้ได้มีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมแล้ว โดยทำการศึกษา ตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1996-1998

การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนึ่งวัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนึ่งวัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐาน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

	การเติบโตของยอดขาย Industry-Adjusted Sales Growth	การเปลี่ยนแปลงในกำไร จากการดำเนินงาน Industry-Adjusted EBIT change	ผลตอบแทนหุ้น Industry-Adjusted Stock Returns
ค่าคงที่ Intercept	-0.023 -0.115 0.9085	-4.963 -3.424*** 0.0006	-1.261 -3.442*** 0.0006
ยอดขาย Log of sales	0.010 0.293 0.7696	0.846 3.563*** 0.0004	0.211 3.516*** 0.0005
กำไรจากการดำเนินงานต่อสิน ทรัพย์รวมก่อนปีฐาน Industry- adjusted EBIT/assets before base year	0.090 0.552 0.5813	-1.993 -1.709* 0.0878	-0.497 -1.686* 0.0921
สินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อน ปีฐาน Industry-adjusted Fix assets/assets before base year	0.413 4.361*** 0.0000	2.458 3.630*** 0.0003	0.147 0.858 0.3913

¹ รายละเอียดของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ แสดงไว้ในภาคผนวก ข.

ตารางที่ 6 (ต่อ)

	การเติบโตของยอดขาย Industry-Adjusted Sales Growth	การเปลี่ยนแปลงในกำไร จากการดำเนินงาน Industry-Adjusted EBIT change	ผลตอบแทนหุ้น Industry-Adjusted Stock Returns
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบ ปัญหา	0.006	0.199	0.014
Distressed industry dummy	0.133	0.661	0.189
	0.8939	0.5086	0.8502
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10	-0.133	-0.823	-0.121
Leverage decile 8-10 dummy	-2.896***	-2.509**	-1.462
	0.0039	0.0123	0.1435
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบ ปัญหาคุณตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ ระดับ8-10	0.015	-0.382	-0.015
	0.197	-0.721	-0.112
	0.8441	0.4713	0.9110
Distressed industry dummy *			
Leverage decile 8-10 dummy			
Adjusted R ²	0.03	0.04	0.01
Prob(F-statistic)	0.000031	0.000004	0.016509
จำนวนข้อมูลตัวอย่าง	807	807	807

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 7¹

การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) เพื่อศึกษาผลการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนปรับกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมแล้ว เป็นซึ่งเป็นปัจจัยที่สัมพันธ์กับการดำเนินงานของอุตสาหกรรม สัดส่วนหนี้สินของบริษัท และการควบคุมดูแล โดยได้นำขนาดของบริษัทมาเสริมการวิเคราะห์
ข้อมูลในช่วงปีฐาน 1992-1998

บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาการดำเนินงานตกต่ำวัดได้จากการที่อุตสาหกรรมนั้น ๆ มีค่ากลางของการเติบโตในยอดขายและค่ากลางในผลตอบแทนหุ้นเป็นลบ ในระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง สินทรัพย์ที่นำมาใช้นั้นเป็นสินทรัพย์รวม (Book value of assets) สัดส่วนหนี้สินในอดีตวัดที่ระยะเวลาก่อนปีฐาน 2 ปี ในส่วนของการเติบโตของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น วัดจากระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง และกำไรจากการดำเนินงานหมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้สินวัดในช่วงระยะเวลา 2 ปี ขนาดของบริษัทแบ่งโดยการกำหนดจายอดขายของบริษัทในช่วง 1 ปีก่อนปีฐาน โดยกำหนดให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่คือมียอดขายมากกว่า 2,570 ล้านบาทขึ้นไป ส่วนยอดขายที่น้อยกว่า 2,570 ล้านบาทถือเป็นบริษัทขนาดเล็ก

	การเติบโตของยอดขาย		การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน		ผลตอบแทนหุ้น	
	Industry-Adjusted Sales Growth	Industry-Adjusted EBIT change	Industry-Adjusted EBIT change	Industry-Adjusted EBIT change	Industry-Adjusted Stock Returns	Industry-Adjusted Stock Returns
	ยอดขาย > 2,570,000 บาท	ยอดขาย < 2,570,000 บาท	ยอดขาย > 2,570,000 บาท	ยอดขาย < 2,570,000 บาท	ยอดขาย > 2,570,000 บาท	ยอดขาย < 2,570,000 บาท
ค่าคงที่ Intercept	0.059 0.112 0.9106	1.065 3.391*** 0.0007	-2.800 -0.852 0.3950	-2.466 -1.564 -0.1182	-1.316 -1.108 0.2686	-0.112 -0.301 0.7634
ยอดขาย Log of sales	-0.016 -0.211 0.83	-0.188 -3.450*** 0.005	0.435 0.888 0.3750	0.418 1.549 0.1217	0.210 1.189 0.2351	0.004 0.060 0.9521

¹รายละเอียดของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ แสดงไว้ในภาคผนวก ข.

ตารางที่ 7 (ต่อ)

	การเติบโตของยอดขาย		การเปลี่ยนแปลงในกำไร จากการดำเนินงาน		ผลตอบแทนหุ้น	
	Industry-Adjusted Sales Growth	Industry-Adjusted Sales Growth	Industry-Adjusted EBIT change	Industry-Adjusted EBIT change	Industry-Adjusted Stock Returns	Industry-Adjusted Stock Returns
	ยอดขาย > 2,570,000 บาท	ยอดขาย < 2,570,000 บาท	ยอดขาย > 2,570,000 บาท	ยอดขาย < 2,570,000 บาท	ยอดขาย > 2,570,000 บาท	ยอดขาย < 2,570,000 บาท
กำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐาน Industry-adjusted EBIT/assets before base year	-0.280	0.320	-1.250	-0.547	-0.583	-0.260
สินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐาน Industry-adjusted Fix assets/assets before base year	-0.950	2.007*	-0.683	-0.683	-0.876	-1.374
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy	0.3431	0.0449	0.4951	0.4949	0.3818	0.1698
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy	0.227	0.041	0.549	1.754	0.641	0.119
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	2.244**	0.503	0.865	4.311***	2.797***	1.237
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	0.0254	0.6149	0.3874	0.0000	0.0054	0.2163
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy	0.345	0.326	1.129	1.057	0.240	0.297
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	4.450***	5.754***	2.324**	3.712***	1.367	4.416***
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy *	0.0000	0.0000	0.0207	0.0002	0.1726	0.0000
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	-0.090	-0.064	-0.427	-0.704	0.035	-0.090
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy *	-1.582	-1.327	-1.195	-2.911***	0.274	-1.574
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	0.1145	0.1846	0.2327	0.0037	0.7842	0.1158
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy *	0.051	0.023	-0.500	-0.953	0.513	-0.040
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	0.425	0.215	-0.669	-1.740*	1.904*	-0.313
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy *	0.6712	0.8300	0.5038	0.0820	0.0576	0.7544
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	0.051	0.023	-0.500	-0.953	0.513	-0.040
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา Distressed industry dummy *	0.425	0.215	-0.669	-1.740*	1.904*	-0.313
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 Leverage decile 8-10 dummy	0.6712	0.8300	0.5038	0.0820	0.0576	0.7544
Adjusted R ²	0.117	0.044	0.018	0.039	0.086	0.021
Prob(F-statistic)	0.000	0.000	0.052	0.000	0.000001	0.000011
จำนวนตัวอย่างข้อมูล	366	1,253	366	1,253	366	1,253

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

*** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

2 ความสัมพันธ์ของขนาดของบริษัทที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัท

ตารางที่ 7 ประเด็นในการทดสอบคล้ายกับในตารางที่ 4 คือทดสอบว่าโครงสร้างส่วนหนี้ของบริษัทที่แบ่งประเภทตามยอดขายจะส่งผลกระทบต่ออย่างไรโดยเฉพาะเมื่ออยู่ในภาวะประสบปัญหา เพียงแต่ได้นำขนาดบริษัทมาทำการอธิบายเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้น เนื่องจากคาดว่าแนวโน้มของการลดลงของยอดขายอาจจะมีความสัมพันธ์กับขนาดของบริษัท โดยบริษัทที่มีขนาดเล็กอาจจะมีคามอ่อนแอทางการเงินมากกว่าซึ่งแสดงว่ายอดขายลดลงนั้นมาจากความลังเลใจของลูกค้าและความพยายามของคู่แข่งในการแย่งส่วนแบ่งตลาดของบริษัท ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่อาจจะได้รับผลประโยชน์สูงสุดจากภาวะปัญหาทางการเงินซึ่งเกี่ยวกับการลดลงของยอดขายที่มาจาก การตัดสินใจของผู้บริหาร

ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่าบริษัทขนาดใดที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดโดยมีระดับของสัดส่วนหนี้ในระดับสูงและอยู่ในภาวะอุตสาหกรรมที่ตกต่ำเหมือนกัน กล่าวคือ ค่าสัมประสิทธิ์ไม่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่มีหนี้มากที่อยู่ในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหาและการเติบโตของยอดขายบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้การเติบโตในกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทขนาดเล็กเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรดังกล่าว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ -0.953 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 ซึ่งหมายความว่า บริษัทขนาดเล็กที่มีระดับของการก่อหนี้สูงและอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาจะมีการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงานลดลงประมาณ 95.3 เปอร์เซ็นต์ แต่ผลดังกล่าวไม่สามารถเปรียบเทียบผลการดำเนินงานกับบริษัทขนาดใหญ่ได้ เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ของบริษัทขนาดใหญ่ไม่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับที่บริษัทขนาดใหญ่ที่มีสัดส่วนหนี้ระดับสูงและอยู่ในอุตสาหกรรมช่วงที่ประสบปัญหาจะมีผลตอบแทนหุ้น 51.3 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งผลสามารถอธิบายความสัมพันธ์ได้อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 แต่ไม่สามารถเปรียบเทียบได้ว่าบริษัทขนาดเล็กจะมีผลตอบแทนหุ้นที่ดีกว่าหรือแย่กว่าได้

อย่างไรก็ตามก็มีค่าสัมประสิทธิ์บางตัวที่สามารถนำขนาดมาเปรียบเทียบการดำเนินงานของบริษัทได้ คือ บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาจะเห็นได้ว่า บริษัทขนาดใหญ่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็กในส่วนที่เป็นการเติบโตของยอดขายและการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน กล่าวคือ บริษัทขนาดใหญ่ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมประสบปัญหาจะมีการเติบโตของยอดขาย 34.5 เปอร์เซ็นต์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กมีการเติบโตของยอดขาย 32.6 เปอร์เซ็นต์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 เช่นกัน นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่ที่

อยู่ในอุตสาหกรรมประสบปัญหาจะมีการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงานประมาณ 113 เปอร์เซ็นต์ที่ระดับ P-value น้อยกว่า 0.05 ซึ่งมากกว่าบริษัทขนาดเล็กที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาเช่นกัน โดยมีการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงานประมาณ 106 เปอร์เซ็นต์ ที่ระดับ P-value น้อยกว่า 0.01

นอกจากนี้การวิเคราะห์ผลของตัวแปรต่าง ๆ ที่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ แสดงได้ดังนี้

2.1 การดำเนินงานที่วัดโดยการเติบโตของยอดขาย

ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐานของบริษัทขนาดเล็กมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเติบโตของยอดขาย โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ที่ 0.32 และมีค่า P-value น้อยกว่า 0.10 หมายความว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ก่อนปีฐานมากจะมียอดขายเติบโตมากขึ้น 32 เปอร์เซ็นต์ ในช่วง 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่เป็นปีกลาง

ความสัมพันธ์ของสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมยิ่งมาก จะทำให้บริษัทขนาดใหญ่มีการเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงานมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ถึง 22.7 เปอร์เซ็นต์ มีค่า P-value น้อยกว่า 5 เปอร์เซ็นต์

2.2 การดำเนินงานที่วัดโดยการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน

ความสัมพันธ์ของสัดส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมยิ่งมาก จะทำให้บริษัทขนาดเล็กมีการเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงานมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ถึง 175 เปอร์เซ็นต์

บริษัทขนาดเล็กที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับสูงจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงมากกว่าบริษัทขนาดเล็กที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับสูง โดยมีผลกำไรที่ลดลง 70.4 เปอร์เซ็นต์ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

3 การตอบสนองต่อการบริหารงานโดยพิจารณาจากอัตราการลงทุนเมื่อประสบภาวะปัญหา

ตารางที่ 8 เป็นการทดสอบผลกระทบของภาวะปัญหาทางการเงิน มีผลอย่างไรต่อการตัดสินใจลงทุน สาเหตุที่นำปัจจัยนี้มาทดสอบเนื่องจากแนวโน้มของการดำเนินงานของบริษัทเมื่ออยู่ในช่วงปัญหาทางการเงินนั้นมักจะเกิดการตัดงบประมาณการลงทุนลง การลงทุนในที่นี้หมายถึงการเปลี่ยนแปลงในการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง จากการทดสอบพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ในระดับสูงและอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหานั้นจะมีอัตราการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรลดลง โดยมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ที่ -0.048 แต่ไม่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากค่า P-value มีค่าสูงถึง 0.9429

อย่างไรก็ตามผลที่ได้จากสมการนี้นั้นส่วนใหญ่จะไม่มีความสัมพันธ์กับการเติบโตในการลงทุน จะมีก็แต่เพียงค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทางลบกับการเติบโตในการลงทุนเท่านั้นที่ระดับ 0.05 หมายความว่า ถ้าหากบริษัทที่มีสัดส่วนของสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมซึ่งวัดในช่วง 1 ปีก่อนปีฐานที่มาก จะทำให้อัตราการเติบโตในการลงทุนของสินทรัพย์ถาวรบริษัทในช่วง 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐานมีอัตราการเติบโตน้อยลง อาจเป็นเพราะบริษัทลดการลงทุนลงเนื่องจากต้องรอผลของการลงทุนในปีที่ผ่านมาว่าเป็นอย่างไร หรือแม้แต่บริษัทใช้เงินลงทุนไปในจำนวนที่มากในช่วงปีที่ผ่านมาก็ทำให้ไม่มีเงินทุนเหลือพอที่จะลงทุนเพิ่มก็เป็นได้

ตารางที่ 8¹

การทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย (Ordinary Least Square) เพื่อประเมินค่า การเปลี่ยนแปลงในการลงทุนของบริษัทในปีฐาน 1992-1998

การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้วัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนี้วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่ การลงทุนปรับด้วยค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมหมายถึงการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง

	ความเติบโตในการลงทุน Investment Growth		
	ค่าสัมประสิทธิ์	T-statistic	P-value
ค่าคงที่ Intercept	-1.328	-0.897	0.3700
ยอดขาย Log of sales	0.234	0.951	0.3417
กำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐาน	-0.687	-0.521	0.6026
สินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐาน	-1.612	-2.312**	0.0209
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.020	0.050	0.9604
ตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10	-0.308	-1.026	0.3049
ตัวแปรหุ่นอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาคุณตัวแปรหุ่นสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10	-0.048	-0.072	0.9429
Adjusted R ²	0.001		
Prob (F-statistic)	0.296		
จำนวนตัวอย่างข้อมูล	1,619		

* ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

** ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

***ที่ระดับนัยสำคัญ 0.10

¹ รายละเอียดของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ แสดงไว้ในภาคผนวก

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการวิจัย

ปัจจุบันประเทศไทยประสบกับวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจครั้งที่ย่ำแย่อย่างมาก เนื่องจากได้ก่อให้เกิดผลกระทบเชิงลบในหลากหลายมิติ ทั้งในแง่ เศรษฐกิจ การเมือง สังคม การจ้างงาน ตลอดจนได้บั่นทอนสุขภาพจิตของคนไทยอย่างรุนแรง ซึ่งการที่ประเทศไทยประสบกับปัญหานั้นส่วนหนึ่งมาจากการขยายตัวของธุรกิจโดยการกู้ยืมเงินทั้งในและนอกประเทศอย่างมากในอดีต โดยขาดความระมัดระวังและไม่คำนึงถึงความสามารถในการชำระหนี้ในอนาคต โดยวิกฤตการณ์เศรษฐกิจไทยครั้งนี้ได้เริ่มฉายแววให้เห็นมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 1996 และปรากฏปัญหาให้เห็นชัดมากยิ่งขึ้นหลังจากได้มีการโจมตีค่าเงินบาทอย่างรุนแรงเป็นระลอกๆ จนส่งผลทำให้ทางการจำเป็นต้องประกาศเปลี่ยนแปลงระบบอัตราแลกเปลี่ยนจากระบบตรึงเงินมาเป็นการลอยตัว ภายใต้การจัดการ (Managed Float) เมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 1997 ส่งผลให้บริษัทต้องประสบกับภาวะปัญหาทางการเงิน กล่าวคือไม่สามารถจ่ายคืนหนี้ตามข้อตกลงได้ โดยท้ายสุดบางบริษัทก็ต้องยอมถูกฟ้องล้มละลายหรือปิดกิจการลง และบางบริษัทก็มีความพยายามในการฟื้นฟูกิจการของตนเองเพื่อหลีกเลี่ยงการขึ้นศาลโดยการปรับปรุงเปลี่ยนแปลงการบริหารบริษัทเสียใหม่ ซึ่งทั้งหมดนี้ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายที่บริษัทที่ประสบปัญหาจำเป็นต้องรับภาระ ซึ่งก็คือ ต้นทุนของภาวะปัญหาทางการเงิน (Financial Distress Costs)

โดยทั่วไปภาวะปัญหาทางการเงินดูเหมือนจะมีต้นทุนที่สูง เนื่องจากมีแนวโน้มให้บริษัทกระทำการที่เป็นผลเสียต่อเจ้าหนี้ในการที่ไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ตามที่ตกลงในสัญญาและผู้ที่ไม่ใช่ผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องทางการเงิน เช่น ความลำบากในการที่ลูกค้าต้องหาบริษัทในการซื้อสินค้าใหม่เนื่องจากความไม่แน่ใจในคุณภาพสินค้าและบริการของบริษัทเดิมหรือแม้แต่ในกรณีที่บริษัทต้องปิดกิจการลง และการเสียประโยชน์ของพวกตัวแทน (Supplier) ในการส่งของถ้าหากยอดการส่งสินค้าลดลง และกรณีที่ลูกค้าถูกเลิกจ้างหรือถูกลดเงินเดือนลงเนื่องมาจากบริษัทที่ประสบปัญหาต้องการลดค่าใช้จ่ายลง เป็นต้น อีกทั้งการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับคู่แข่งแต่โดยทั่วไปงานวิจัยส่วนใหญ่สรุปว่าภาวะปัญหาทางการเงินมีต้นทุนที่สูง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทและผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลง ดังผลงานของ Edward I. Altman (1984), Andrei

Shleifer และ Robert W. Vishny (1992), Tim C. Opler และ Sheridan Titman (1994) และ Stuart C. Gilson (1997) ซึ่งทั้งหมดนี้ได้สรุปว่าภาวะปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนแก่บริษัท อย่างไรก็ตามก็มียานวิจัยอื่นที่แย้งว่าภาวะปัญหาทางการเงินอาจจะช่วยพัฒนาการดำเนินงาน รวมถึงการเปลี่ยนแปลงรูปแบบของบริษัทได้เช่นกัน ซึ่งผลประโยชน์อาจเกิดมาจากเปลี่ยนแปลงผู้บริหารงานที่มีประสิทธิภาพเข้ามาแทนที่ผู้บริหารเดิมที่ไม่มีประสิทธิภาพ ก่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อการดำเนินงานของบริษัทให้ดียิ่งขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Stuart C. Gilson (1989) และ Karen hopper Wruck (1990) ดังนั้นเนื่องจากยังไม่มีข้อสรุปที่แน่ชัดว่าภาวะปัญหาทางการเงินส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างไร จึงเป็นสาเหตุของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างภาวะปัญหาทางการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทที่เกิดขึ้นในประเทศไทย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาแทนที่จะศึกษาเป็นรายบริษัทที่ประสบปัญหาและนำผลการดำเนินงานมาปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม โดยทำการศึกษาถึงผลของปัญหาทางการเงินที่มีต่อการดำเนินงานบริษัท เพื่อวิเคราะห์ว่าปัญหานี้ก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงซึ่งทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำลงหรือทำให้บริษัทได้รับประโยชน์เมื่อภาวะปัญหาเกิดขึ้น โดยปัญหาทางการเงินจะเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีการก่อหนี้เท่านั้น จากเหตุผลดังกล่าวทำให้ได้นำเอาสัดส่วนหนี้สินมาอธิบายถึงภาวะปัญหาทางการเงิน ถ้าหากภาวะปัญหาทางการเงินมีต้นทุนสูงจะส่งผลให้บริษัทที่ก่อหนี้มากมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่าบริษัทที่ก่อหนี้ น้อย โดยเฉพาะบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ

ผลสรุปที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นมีแนวโน้มว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาจะมีสัดส่วนหนี้สินในระดับที่สูงกว่าบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมอื่น อีกทั้งบริษัทเหล่านั้นก็มีสัดส่วนที่แสดงถึงผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่า ไม่ว่าจะเป็นการเติบโตของยอดขาย การเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น ซึ่งจากการวิเคราะห์ในเชิงพรรณานี้สามารถกล่าวได้ว่าการตกต่ำของการดำเนินงานของบริษัทอาจมีความเกี่ยวข้องกับระดับหนี้สินของบริษัท จึงได้ตั้งประเด็นในการทดสอบว่าถ้าหากภาวะปัญหาทางการเงินมีต้นทุนสูง บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินในระดับที่มากจะมีผลการดำเนินงานที่ตกต่ำมากกว่าบริษัทที่ก่อหนี้ น้อยในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา

แต่ผลในการทดสอบโดยใช้วิธีสมการถดถอยอย่างง่าย ไม่สามารถสรุปได้ว่าปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงแก่บริษัท เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงและอยู่ในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหาทางเศรษฐกิจไม่สามารถอธิบายถึงผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในการบ่งบอกว่าปัญหาทางการเงินก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงต่อบริษัทหรือไม่ แต่ส่วนที่สามารถสรุปผลได้อย่างชัดเจนคือ สัดส่วนหนี้สินในระดับสูงมีความสัมพันธ์ในทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานที่วัดโดยการเติบโตในกำไรจากการดำเนินงาน ทำให้สรุปได้ว่าสัดส่วนการก่อหนี้ในระดับสูงของบริษัทในประเทศไทยก่อให้เกิดผลเสียต่อการดำเนินงานของบริษัทไม่ว่าอุตสาหกรรมจะอยู่ในช่วงภาวะใดก็ตาม โดยผลการวิเคราะห์นี้ก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทในประเทศไทยโดยเป็นแนวทางในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมแก่กิจการของตน โดยการกำหนดโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต้องมีการพิจารณาจากทั้งประโยชน์ที่ได้รับจากภาษีและต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการก่อหนี้ อีกทั้งในการทดสอบพบว่าสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมก่อนปีฐานสามารถอธิบายถึงการเติบโตในยอดขายและผลกำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นได้

การศึกษาเพิ่มเติมโดยการนำเอาขนาดของบริษัทโดยวัดจากขนาดของยอดขายมาอธิบายเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท โดยคาดว่าบริษัทขนาดใหญ่กว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทขนาดเล็กโดยมีสัดส่วนหนี้สินในระดับสูงในช่วงที่อุตสาหกรรมประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ แต่ผลการทดสอบโดยสมการถดถอยอย่างง่ายในบทที่แล้วปรากฏว่า ขนาดของบริษัทไม่สามารถสรุปผลได้อย่างชัดเจนว่าบริษัทลักษณะใดที่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่า ดังนั้นในงานวิจัยนี้จึงสรุปว่าขนาดของบริษัทไม่สามารถอธิบายถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ระดับสูงในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหาได้ ส่วนของการทดสอบจากสมการถดถอยอย่างง่ายถึงปฏิกริยาตอบโต้ของบริษัทที่มีต่อภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจโดยมีสัดส่วนหนี้สินมาเป็นตัวอธิบายถึงภาวะปัญหาทางการเงินนั้น การกระทำของบริษัทอาจทำให้บริษัทสูญเสียส่วนแบ่งตลาดโดยการเติบโตของยอดขายลดลง แต่อาจจะไม่ได้ทำให้มูลค่าของบริษัทลดลงไปด้วย ถ้าหากการตอบสนองนี้ทำได้อย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับการศึกษาของ Titman (1994) ซึ่งสามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้มากและอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจจะมีการตอบสนองต่อภาวะการณ์ดังกล่าวโดยการตัดสินใจในการลงทุนน้อยลงในที่นี้หมายถึงการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของบริษัท แต่ผลดังกล่าวนี้ไม่สามารถอธิบายได้ว่าทั้ง 2 ตัวแปรที่นำมาอธิบายนี้มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญ

ข้อเสนอแนะ

การกำหนดลักษณะของภาวะปัญหาทางการเงินในงานวิจัยฉบับนี้ยังไม่สามารถแยกออกจากภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจได้อย่างชัดเจน เนื่องจากต้องมีการเลือกอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจในตอนแรกของการศึกษา ทำให้ภาวะปัญหาทางการเงินที่ทำการศึกษานั้นมาจากฐานของภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน ซึ่งในความเป็นจริงการเกิดภาวะปัญหาทางการเงินไม่จำเป็นต้องเกิดในช่วงเวลาเดียวกับการเกิดของภาวะปัญหาทางเศรษฐกิจ ดังนั้นในการวิจัยบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจนั้น อาจจะมีการรวมเอาบริษัทที่ไม่ได้ประสบปัญหาทางการเงินเข้าไปด้วย ขณะเดียวกันบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ไม่ได้ประสบปัญหา ก็อาจจะประสบปัญหาทางการเงินได้เช่นกัน ซึ่งในการวิจัยได้ตัดอุตสาหกรรมเหล่านี้ออกไปซึ่งทำให้ผลการวิจัยเกิดความผิดพลาดได้ นอกจากนี้รูปแบบในการทดสอบก็มีความสำคัญเช่นกัน เนื่องจากต้องมีการพัฒนางานวิจัยให้มีความทันสมัยมากขึ้น โดยขึ้นอยู่กับข้อกำหนดตัวแปรต่าง ๆ การให้คำนิยาม ระยะเวลาในการวิจัย เป็นต้น ซึ่งถ้าได้รับการปรับเปลี่ยนให้ทันสมัยมากขึ้น อาจจะทำให้ผลการวิเคราะห์ต้นทุนทางการเงินสามารถสรุปผลอย่างชัดเจนได้



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ศุภวุฒิ สายเชื้อ และ ถนอมศรี ฟองอรุณรุ่ง. 2543. เศรษฐกิจไทยพลาดสู่วิกฤติ. พิมพ์ครั้งที่ 2.
กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์ในเครือมติชน,

ภาษาอังกฤษ

Altman, Edward. 1984. A further investigation of the bankruptcy cost question. Journal of Finance 39: 1067-1098.

Andrade, Gregor, and Steven N. Kaplan. 1998. How costly is financial (not economic) distress?: Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. Journal of Finance 53: 1443-1493.

Baldwin, Carliss Y., and Scott P. Mason. 1983. The resolution of claims in financial distress. Journal of Finance 38: 505-516.

Denis, David, and Diane Denis. 1995. Causes of financial distress following leveraged recapitalizations. Journal of Financial Economics 37: 129-158.

Eugene, F. Brigham, and Louis, C. Gapenski. (1996). Intermediate financial management. United States of America : The Dryden Press.

Gilson, Stuart C. 1989. Management turnover and financial distress. Journal of Financial Economics 25: 241-262.

Gilson, Stuart C. 1997. Transactions costs and capital structure choice: Evidence from financially distressed firms. Journal of Finance 52: 161-197.

Gilson, Stuart C., and Michael Vetsuypens. 1993. CEO compensation in financially distressed firms: An empirical analysis. Journal of Finance 48: 425-458.

Myers, Stewart C. 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics 5: 147-175.

Ofek, Eli. 1993. Capital structure and firm response to poor performance: An empirical Analysis. Journal of Financial Economics 34: 3-30.

Opler, Tim, and Sheridan Titman. 1994. Financial distress and corporate performance. Journal of Finance 49: 1015-1040.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny. 1992. Liquidation values and debt capacity: A

market equilibrium approach. Journal of Finance 47: 1343-1366.

Titman, and Roberto Wessels. 1984. The determination of capital structure choice.

Journal of Finance 43: 1-19.

Wruck, Karen H..1990. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency.

Journal of Financial Economics 27: 419-444.



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บรรณานุกรม

- Alderson, Michael, and Brian Betker. 1995. Liquidation costs and capital structure. Journal of Financial Economics 39: 45-69.
- Baxter, N.. 1967. Leverage, risk of ruin and the cost of capital. Journal of Finance 22: 395-403.
- Bronars, Stephen, and Donald Deere. 1991. The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth. Quarterly Journal of Economics 106: 231-254.
- Fama, Eugene, and Kenneth French. 1992. The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance 47: 427-465.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 11: 5-50.
- Lang, Larry H. P., and Rene M. Stulz. 1992. Contagion and intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. Journal of Financial Economics 32: 45-60.
- Miller, Merton, H.. 1977. Debt and Taxes. Journal of Finance 32: 261-275.
- Myers, Stewart C., and Nicholas Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13: 187-221.
- Opler, Tim, and Sheridan Titman. 1993. The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs . Journal of Finance 48: 1985-1999.
- Titman, Sheridan. 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. Journal of Financial Economics 13: 137-151.
- Stulz, Rene. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. Journal of Financial Economics 26: 3-28.
- Weiss, Lawrence A.. 1990. Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims. Journal of Financial Economics 27: 285-314.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ก.

อุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ

ตารางที่ 1ก.

อุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ

จำนวน 278 บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจวัดจากการที่อุตสาหกรรมนั้น ๆ มีค่ากลางของการเติบโตในยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่ โดยวัดจาก 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐาน โดยทำการศึกษาตั้งแต่ช่วงปีฐาน 1992-1998

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
1	1993	S-CHEM	เคมีภัณฑ์และ พลาสติก	0.05504	-0.00162	-0.01835	-0.35811
2	1993	TCB		-0.12483	-0.00162	-0.32432	-0.35811
3	1993	TCCC		0.04306	-0.00162	-0.39189	-0.35811
4	1993	TNPC		-0.04630	-0.00162	-0.58065	-0.35811
5	1993	TPC		0.13684	-0.00162	0.67123	-0.35811
6	1993	UP		0.22266	-0.00162	-0.53061	-0.35811
7	1993	UV		-0.10508	-0.00162	0.73958	-0.35811
8	1993	YCI		-0.20428	-0.00162	-0.43151	-0.35811
9	1996	ASTL	วัสดุก่อสร้างและ ตกแต่ง	-0.11377	-0.06501	-0.46512	-0.90423
10	1996	BPT		-0.91031	-0.06501	0.36170	-0.90423
11	1996	BSI		-0.10093	-0.06501	-0.95600	-0.90423
12	1996	CIT		-0.22102	-0.06501	-0.76818	-0.90423
13	1996	CMG		-0.44872	-0.06501	-0.98033	-0.90423
14	1996	DCC		0.11087	-0.06501	-0.90366	-0.90423
15	1996	EWC		0.24044	-0.06501	-0.89091	-0.90423
16	1996	GEL		-0.25837	-0.06501	-0.94717	-0.90423
17	1996	GRANIT		-0.69161	-0.06501	-0.97436	-0.90423
18	1996	JCC		-0.19837	-0.06501	-0.93654	-0.90423
19	1996	KARAT		-0.04132	-0.06501	-0.90196	-0.90423
20	1996	NTS		-0.26284	-0.06501	-0.97931	-0.90423
21	1996	PCM		-0.14117	-0.06501	-0.91802	-0.90423

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
22	1996	PP	วัสดุก่อสร้างและ ตกแต่ง	-0.25363	-0.06501	-0.97677	-0.90423
23	1996	RCI		0.46254	-0.06501	-0.96203	-0.90423
24	1996	SCC		0.14938	-0.06501	-0.82036	-0.90423
25	1996	SCCC		0.22484	-0.06501	-0.86802	-0.90423
26	1996	SCP		0.00377	-0.06501	-0.90476	-0.90423
27	1996	SSI		0.03183	-0.06501	-0.97015	-0.90423
28	1996	TAG		-0.19972	-0.06501	-0.79126	-0.90423
29	1996	TASCO		0.87824	-0.06501	-0.73759	-0.90423
30	1996	TCMC		-0.14231	-0.06501	-0.40741	-0.90423
31	1996	TGCI		-0.37271	-0.06501	-0.90370	-0.90423
32	1996	TGP		-0.08377	-0.06501	-0.91579	-0.90423
33	1996	TGPRO		1.26583	-0.06501	-0.73514	-0.90423
34	1996	TIW		-0.04625	-0.06501	-0.73592	-0.90423
35	1996	TPIPL		0.63417	-0.06501	-0.98533	-0.90423
36	1996	TWP		0.16783	-0.06501	-0.91176	-0.90423
37	1996	UMI		-0.04355	-0.06501	-0.83304	-0.90423
38	1996	VNG		0.08574	-0.06501	-0.92941	-0.90423
39	1996	BIGC		พาณิชย์	2.37333	-0.02014	-0.42963
40	1996	BJC	0.13170		-0.02014	-0.04688	-0.80000
41	1996	EAC	-0.25175		-0.02014	-0.80328	-0.80000
42	1996	ICC	-0.25555		-0.02014	-0.82609	-0.80000
43	1996	LOXLEY	0.00765		-0.02014	-0.98799	-0.80000
44	1996	MAKRO	0.24382		-0.02014	-0.37838	-0.80000
45	1996	MINOR	1.32065		-0.02014	-0.50769	-0.80000
46	1996	NC	-0.02014		-0.02014	-0.80000	-0.80000
47	1996	OCC	-0.09455		-0.02014	-0.88571	-0.80000
48	1996	PE	-0.43908		-0.02014	-0.97000	-0.80000
49	1996	ROBINS	-0.40667		-0.02014	-0.97861	-0.80000
50	1996	SPC	0.22908		-0.02014	-0.04255	-0.80000
51	1996	SPI	-0.39782		-0.02014	-0.37500	-0.80000
52	1996	VK	-0.72969		-0.02014	-0.85859	-0.80000
53	1996	WG	0.09881		-0.02014	-0.56627	-0.80000

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น		
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง	
54	1996	CAPE	เครื่องใช้ไฟฟ้า และคอมพิวเตอร์	2.35993	-0.06867	0.87500	-0.76896	
55	1996	CTW		0.32840	-0.06867	-0.32075	-0.76896	
56	1996	DISTAR		-0.08907	-0.06867	-0.82639	-0.76896	
57	1996	DTM		-0.35107	-0.06867	-0.97975	-0.76896	
58	1996	IFEC		0.81383	-0.06867	-0.15254	-0.76896	
59	1996	KKC		-0.04828	-0.06867	-0.47727	-0.76896	
60	1996	KYE		0.05592	-0.06867	-0.71154	-0.76896	
61	1996	METCO		-0.15786	-0.06867	-0.62733	-0.76896	
62	1996	SINGER		-0.13933	-0.06867	-0.92350	-0.76896	
63	1996	SS		-0.79418	-0.06867	-0.94366	-0.76896	
64	1996	SUE		-0.27917	-0.06867	-0.90682	-0.76896	
65	1996	SVOA		0.24662	-0.06867	-0.87283	-0.76896	
66	1996	ASIA		โรงแรมและ บริการท่องเที่ยว	-0.12108	-0.08073	-0.10256	-0.07334
67	1996	CENTEL			-0.12714	-0.08073	-0.04412	-0.07334
68	1996	DTC			-0.09193	-0.08073	-0.04054	-0.07334
69	1996	IHG	-0.23161		-0.08073	0.45000	-0.07334	
70	1996	MANRIN	-0.16118		-0.08073	-0.17241	-0.07334	
71	1996	OHTL	0.07768		-0.08073	1.73504	-0.07334	
72	1996	PA	-0.24746		-0.08073	-0.93333	-0.07334	
73	1996	PIC	-0.06953		-0.08073	-0.78487	-0.07334	
74	1996	RGR	0.30305		-0.08073	0.04592	-0.07334	
75	1996	RHC	0.27317		-0.08073	-0.37805	-0.07334	
76	1996	ROH	0.08957		-0.08073	-0.16667	-0.07334	
77	1996	SHANG	-0.01049		-0.08073	0.17568	-0.07334	
78	1996	BIJOUX	อัญมณีและเครื่อง ประดับ	-0.46882	-0.22904	-0.89545	-0.73071	
79	1996	O-LAP		-0.22312	-0.22904	-0.78495	-0.73071	
80	1996	PRANDA		-0.23495	-0.22904	-0.67647	-0.73071	
81	1996	SAWANG		-0.02464	-0.22904	-0.62500	-0.73071	
82	1996	APRINT	การพิมพ์และ สิ่งพิมพ์	0.10395	-0.08425	-0.70693	-0.78828	
83	1996	EPCO		0.31539	-0.08425	-0.94359	-0.78828	
84	1996	MATI		-0.08429	-0.08425	-0.78333	-0.78828	
85	1996	MGR		-0.56472	-0.08425	-0.99138	-0.78828	

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
86	1996	NATION	การพิมพ์และ สิ่งพิมพ์	-0.08421	-0.08425	-0.58197	-0.78828
87	1996	POST		-0.20113	-0.08425	-0.79323	-0.78828
88	1996	SE-ED		0.28184	-0.08425	0.77778	-0.78828
89	1996	TONHUA		-0.23965	-0.08425	-0.80678	-0.78828
90	1996	BAT-3K	ยานพาหนะ	0.63508	-0.08080	-0.81090	-0.81090
91	1996	GYT		0.00948	-0.08080	0.68067	-0.81090
92	1996	IRC		-0.08080	-0.08080	-0.98357	-0.81090
93	1996	SMC		0.35613	-0.08080	-0.86500	-0.81090
94	1996	STANLY		0.46372	-0.08080	-0.61429	-0.81090
95	1996	STC		-0.99870	-0.08080	0.23571	-0.81090
96	1996	TEIC		-0.40401	-0.08080	-0.63248	-0.81090
97	1996	THECO		-0.59788	-0.08080	-0.93239	-0.81090
98	1996	TRU		-0.21643	-0.08080	-0.85278	-0.81090
99	1997	APC	วัสดุก่อสร้างและ ตกแต่ง	-0.62972	-0.30764	-0.74490	-0.78665
100	1997	ASTL		-0.35784	-0.30764	-0.36842	-0.78665
101	1997	BSI		-0.36015	-0.30764	-0.84262	-0.78665
102	1997	CIT		-0.13399	-0.30764	-0.59391	-0.78665
103	1997	CMG		-0.73254	-0.30764	-0.92500	-0.78665
104	1997	DCC		0.00767	-0.30764	-0.65556	-0.78665
105	1997	EWC		-0.57574	-0.30764	-0.91461	-0.78665
106	1997	GEL		-0.44867	-0.30764	-0.90000	-0.78665
107	1997	JCC		-0.31465	-0.30764	-0.30159	-0.78665
108	1997	KARAT		-0.07647	-0.30764	-0.87937	-0.78665
109	1997	KWH		0.52252	-0.30764	-0.57895	-0.78665
110	1997	NTS		-0.64365	-0.30764	-0.82222	-0.78665
111	1997	PCM		-0.66025	-0.30764	-0.84533	-0.78665
112	1997	PP		-0.77784	-0.30764	-0.98218	-0.78665
113	1997	RCI		-0.44241	-0.30764	-0.90270	-0.78665
114	1997	SCC		-0.30879	-0.30764	-0.30693	-0.78665
115	1997	SCCC		-0.20078	-0.30764	-0.43284	-0.78665
116	1997	SCP	-0.59845	-0.30764	-0.55769	-0.78665	
117	1997	SSI	-0.18577	-0.30764	-0.69412	-0.78665	

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
118	1997	SSSC	วัสดุก่อสร้างและ ตกแต่ง	-0.30099	-0.30764	-0.95597	-0.78665
119	1997	STPI		-0.20522	-0.30764	-0.36774	-0.78665
120	1997	TAG		-0.28284	-0.30764	-0.77739	-0.78665
121	1997	TASCO		-0.30649	-0.30764	-0.62500	-0.78665
122	1997	TCMC		-0.22923	-0.30764	-0.63509	-0.78665
123	1997	TGCI		-0.57564	-0.30764	-0.68333	-0.78665
124	1997	TGP		-0.40245	-0.30764	-0.90816	-0.78665
125	1997	TGPRO		-0.61615	-0.30764	-0.96899	-0.78665
126	1997	TIW		-0.22099	-0.30764	-0.64706	-0.78665
127	1997	TPIPL		0.08752	-0.30764	-0.87158	-0.78665
128	1997	TWP		-0.27958	-0.30764	-0.92000	-0.78665
129	1997	UMI		-0.23787	-0.30764	-0.79592	-0.78665
130	1997	VNG		0.53154	-0.30764	-0.91613	-0.78665
131	1997	BIGC	พาณิชย์	2.31768	-0.17370	-0.74915	-0.67204
132	1997	BJC		-0.09887	-0.17370	-0.30851	-0.67204
133	1997	EAC		-0.37290	-0.17370	-0.64571	-0.67204
134	1997	ICC		-0.31018	-0.17370	-0.38462	-0.67204
135	1997	LOXLEY		-0.15549	-0.17370	-0.91864	-0.67204
136	1997	MAKRO		-0.07680	-0.17370	-0.34259	-0.67204
137	1997	MINOR		0.41842	-0.17370	-0.49495	-0.67204
138	1997	NC		-0.19190	-0.17370	-0.69836	-0.67204
139	1997	OCC		-0.37715	-0.17370	-0.74795	-0.67204
140	1997	PE		-0.73290	-0.17370	-0.98632	-0.67204
141	1997	ROBINS		-0.63378	-0.17370	-0.89787	-0.67204
142	1997	SPC		0.14129	-0.17370	-0.39344	-0.67204
143	1997	SPI		-0.64768	-0.17370	-0.69841	-0.67204
144	1997	WG		-0.05256	-0.17370	-0.51429	-0.67204
145	1997	ADVANC	สื่อสาร	0.17163	-0.03433	-0.02752	-0.76172
146	1997	IEC		-0.60351	-0.03433	-0.91525	-0.76172
147	1997	JASMIN		-0.45555	-0.03433	-0.76815	-0.76172
148	1997	SAMART		-0.33220	-0.03433	-0.96154	-0.76172
149	1997	SAMTEL		0.42608	-0.03433	-0.83929	-0.76172

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
150	1997	SATTEL	สื่อสาร	0.71490	-0.03433	-0.37069	-0.76172
151	1997	SHIN		-0.61792	-0.03433	-0.61290	-0.76172
152	1997	TA		0.35515	-0.03433	-0.71963	-0.76172
153	1997	TT&T		0.35667	-0.03433	-0.75529	-0.76172
154	1997	UCOM		-0.24029	-0.03433	-0.88793	-0.76172
155	1997	CAPE	เครื่องใช้ไฟฟ้า	1.24459	-0.17768	0.35135	-0.85190
156	1997	CTW		-0.01309	-0.17768	-0.75449	-0.85190
157	1997	DISTAR		-0.23901	-0.17768	-0.94766	-0.85190
158	1997	DTM		-0.79939	-0.17768	-0.87234	-0.85190
159	1997	IFEC		-0.49029	-0.17768	-0.94098	-0.85190
160	1997	KKC		-0.35716	-0.17768	-0.87048	-0.85190
161	1997	KYE		-0.01439	-0.17768	-0.60526	-0.85190
162	1997	METCO		0.55771	-0.17768	0.67832	-0.85190
163	1997	MSC		0.17944	-0.17768	-0.83333	-0.85190
164	1997	SINGER		-0.81318	-0.17768	-0.68636	-0.85190
165	1997	SUE		-0.11634	-0.17768	-0.91852	-0.85190
166	1997	SVOA	-0.57948	-0.17768	-0.94375	-0.85190	
167	1997	AHC	การแพทย์	-0.02843	-0.03611	-0.77662	-0.61860
168	1997	BGH		0.02457	-0.03611	-0.50000	-0.61860
169	1997	KDH		-0.22014	-0.03611	-0.61860	-0.61860
170	1997	LNH		-0.19165	-0.03611	-0.60606	-0.61860
171	1997	M-CHAI		0.02969	-0.03611	-0.33333	-0.61860
172	1997	NTV		-0.22459	-0.03611	-0.53226	-0.61860
173	1997	PYT		-0.02546	-0.03611	-0.83043	-0.61860
174	1997	RAM		-0.03611	-0.03611	-0.67722	-0.61860
175	1997	SIKRIN		-0.22159	-0.03611	-0.42000	-0.61860
176	1997	SVH		-0.02116	-0.03611	-0.80000	-0.61860
177	1997	VIBHA		-0.06424	-0.03611	-0.66275	-0.61860
178	1997	O-LAP	อัญมณีและเครื่อง ประดับ	-0.88918	-0.07187	-0.29730	-0.29730
179	1997	PRANDA		-0.07187	-0.07187	-0.73333	-0.29730
180	1997	SAWANG		0.24585	-0.07187	-0.09434	-0.29730

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
181	1997	MEC	เครื่องมือและ เครื่องจักร	-0.55827	-0.31547	-0.91068	-0.82677
182	1997	PATKOL		-0.01512	-0.31547	-0.74286	-0.82677
183	1997	TCJ		-0.44120	-0.31547	-0.97164	-0.82677
184	1997	TEM		-0.18973	-0.31547	-0.95427	-0.82677
185	1997	TLI		0.36125	-0.31547	-0.41667	-0.82677
186	1997	UMW		-0.74957	-0.31547	-0.69663	-0.82677
187	1997	APRINT	การพิมพ์และ สิ่งพิมพ์	-0.13812	-0.19661	-0.43066	-0.76391
188	1997	EPCO		-0.19545	-0.19661	-0.77049	-0.76391
189	1997	MATI		-0.40226	-0.19661	-0.32836	-0.76391
190	1997	MGR		-0.73340	-0.19661	-0.99600	-0.76391
191	1997	NATION		-0.19778	-0.19661	-0.84667	-0.76391
192	1997	POST		-0.38838	-0.19661	-0.16364	-0.76391
193	1997	SE-ED		-0.03775	-0.19661	-0.75733	-0.76391
194	1997	SSPORT		0.05063	-0.19661	-0.84091	-0.76391
195	1997	TBSP		-0.02969	-0.19661	-0.50000	-0.76391
196	1997	TONHUA		-0.34720	-0.19661	-0.83889	-0.76391
197	1997	AMARIN	พัฒนา อสังหาริมทรัพย์	0.00079	-0.46991	-0.80000	-0.84500
198	1997	BGES		-0.43167	-0.46991	-0.70435	-0.84500
199	1997	B-LAND		-0.61719	-0.46991	-0.55349	-0.84500
200	1997	CK		0.22028	-0.46991	-0.50769	-0.84500
201	1997	CNT		-0.32296	-0.46991	-0.82609	-0.84500
202	1997	CNTRY		-0.91160	-0.46991	-0.98588	-0.84500
203	1997	CPN		-0.03944	-0.46991	-0.78090	-0.84500
204	1997	EASTAR		-0.94118	-0.46991	-0.54054	-0.84500
205	1997	EMC		-0.65345	-0.46991	-0.98192	-0.84500
206	1997	FSTAR		-0.64189	-0.46991	-0.98000	-0.84500
207	1997	GOLD		-2.98712	-0.46991	0.53226	-0.84500
208	1997	ITD		0.75043	-0.46991	-0.55488	-0.84500
209	1997	KG		-0.56868	-0.46991	0.11429	-0.84500
210	1997	KMC		-0.79874	-0.46991	-0.84500	-0.84500
211	1997	LH		-0.16915	-0.46991	-0.86782	-0.84500
212	1997	LPN		-0.79276	-0.46991	-0.94324	-0.84500

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น		
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง	
213	1997	MBK-PD	พัฒนา อสังหาริมทรัพย์	0.32744	-0.46991	-0.15152	-0.84500	
214	1997	M-HOME		-0.93849	-0.46991	-0.96181	-0.84500	
215	1997	MK		-0.41762	-0.46991	-0.84615	-0.84500	
216	1997	N-PARK		-0.07635	-0.46991	-0.95810	-0.84500	
217	1997	NWR		-0.20237	-0.46991	-0.88667	-0.84500	
218	1997	PAE		-0.46991	-0.46991	-0.98593	-0.84500	
219	1997	PERFEC		-0.42683	-0.46991	-0.87925	-0.84500	
220	1997	PRECHA		0.04804	-0.46991	-0.96951	-0.84500	
221	1997	QH		0.04881	-0.46991	-0.74516	-0.84500	
222	1997	RAIMON		-0.85861	-0.46991	-0.81250	-0.84500	
223	1997	ROJANA		-1.38208	-0.46991	-0.91061	-0.84500	
224	1997	RR		-0.75749	-0.46991	-0.91954	-0.84500	
225	1997	SAMCO		-0.51607	-0.46991	-0.36585	-0.84500	
226	1997	SIRI		1.88145	-0.46991	-0.61500	-0.84500	
227	1997	SUPALI		-0.54431	-0.46991	-0.86260	-0.84500	
228	1997	S-VARA		-0.89805	-0.46991	-0.94925	-0.84500	
229	1997	SYNTEC		-0.14527	-0.46991	-0.97980	-0.84500	
230	1997	TFD		0.38477	-0.46991	-0.79733	-0.84500	
231	1997	TYONG		-1.27738	-0.46991	-0.45778	-0.84500	
232	1997	BAT-3K		ยานพาหนะ	0.33387	-0.49761	-0.55333	-0.80471
233	1997	GYT			0.01506	-0.49761	-0.50291	-0.80471
234	1997	IRC	-0.43024		-0.49761	-0.87385	-0.80471	
235	1997	SMC	-0.37109		-0.49761	-0.92157	-0.80471	
236	1997	SPSU	-0.72945		-0.49761	-0.83000	-0.80471	
237	1997	STANLY	-0.01384		-0.49761	-0.88218	-0.80471	
238	1997	STC	-0.99953		-0.49761	-0.57197	-0.80471	
239	1997	TEIC	-0.67123		-0.49761	-0.91579	-0.80471	
240	1997	THECO	-0.56497		-0.49761	-0.77941	-0.80471	
241	1997	TRU	-0.64691		-0.49761	-0.76600	-0.80471	
242	1998	BIGC	พาณิชย์	0.76029	-0.01562	2.27922	-0.03889	
243	1998	BJC		-0.20349	-0.01562	-0.19672	-0.03889	
244	1998	DIANA		-0.12716	-0.01562	-0.21739	-0.03889	

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
245	1998	ICC	พาณิชย์	-0.06632	-0.01562	0.76250	-0.03889
246	1998	MAKRO		0.05135	-0.01562	-0.07826	-0.03889
247	1998	MINOR		0.13191	-0.01562	0.25000	-0.03889
248	1998	OCC		-0.26922	-0.01562	1.03125	-0.03889
249	1998	SPC		0.09752	-0.01562	-0.03889	-0.03889
250	1998	WG		-0.01562	-0.01562	-0.29167	-0.03889
251	1998	CAPE	เครื่องใช้ไฟฟ้า	-0.00048	-0.03850	-0.44000	-0.05208
252	1998	CTW		-0.49194	-0.03850	-0.66667	-0.05208
253	1998	DISTAR		0.54717	-0.03850	-0.63200	-0.05208
254	1998	FMT		0.18877	-0.03850	-0.10417	-0.05208
255	1998	KKC		-0.11013	-0.03850	-0.93043	-0.05208
256	1998	KYE		-0.07652	-0.03850	0.65000	-0.05208
257	1998	METCO		0.21270	-0.03850	1.06667	-0.05208
258	1998	MSC		0.21163	-0.03850	0.75000	-0.05208
259	1998	SINGER		-0.41146	-0.03850	0.28571	-0.05208
260	1998	SUE		-0.11356	-0.03850	0.00000	-0.05208
261	1998	CEI	ของใช้ในครัวเรือน	1.01702	-0.14197	-0.16667	-0.05882
262	1998	FANCY		0.37116	-0.14197	0.90909	-0.05882
263	1998	MODERN		-0.32873	-0.14197	3.61538	-0.05882
264	1998	OGC		0.20184	-0.14197	-0.24286	-0.05882
265	1998	ROCK		-0.50291	-0.14197	-0.75556	-0.05882
266	1998	SIAM		-0.74572	-0.14197	-0.05882	-0.05882
267	1998	SITHAI		-0.14197	-0.14197	2.49057	-0.05882
268	1998	PATKOL	เครื่องมือและ เครื่องจักร	0.03063	-0.31742	0.23494	-0.40688
269	1998	TCJ		-0.76476	-0.31742	-0.95220	-0.40688
270	1998	TEM		-0.66546	-0.31742	-0.93875	-0.40688
271	1998	TLI		0.15557	-0.31742	0.12500	-0.40688
272	1998	ASIMAR	ขนส่ง	-0.30437	-0.11356	-0.62051	-0.07500
273	1998	BECL		0.15355	-0.11356	-0.30841	-0.07500
274	1998	JUTHA		-0.11356	-0.11356	-0.07500	-0.07500
275	1998	PSL		-0.78978	-0.11356	-0.68254	-0.07500
276	1998	RCL		-0.25203	-0.11356	0.13816	-0.07500

	ปี	บริษัท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ยอดขาย		ผลตอบแทนหุ้น	
				การเติบโตของ ยอดขาย 2 ปี	ค่ากลาง	ผลตอบแทนหุ้น 2 ปี	ค่ากลาง
277	1998	THAI	ขนส่ง	0.27118	-0.11356	0.05607	-0.07500
278	1998	UTL		0.07594	-0.11356	0.89286	-0.07500



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก ข.

รายละเอียดของข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ

ตารางที่ 1ข.

**รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 ที่ส่งผลต่อผล
การดำเนินงานและการลงทุนของบริษัท ในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา ในช่วง
ปีฐาน 1992-1995**

ประกอบด้วยข้อมูลทั้งหมด 812 บริษัท โดยการปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้วัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนี้วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐานโดยต้องมีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมก่อน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ากลาง Median	ส่วนเบี่ยง เบนมาตรฐาน ฐาน Standard Deviation	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	จำนวนข้อ มูล
การเติบโตของยอดขาย	0.0000	-0.0468	0.6065	-1.7066	6.5601	812
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	0.0000	0.0242	2.2532	-23.3081	14.9186	812
ผลตอบแทนหุ้น	0.0000	-0.0558	0.4653	-1.3835	4.0568	812
ยอดขาย(Log of Sale)	5.9875	5.9791	0.4963	4.3428	7.8045	812
ความสามารถในการทำกำไร	0.0000	-0.0011	0.0851	-1.1394	0.4667	812
สัดส่วนการลงทุน	0.0000	-0.0161	0.1732	-0.4570	0.4799	812
ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา	0.0099	0.0000	0.0988	0.0000	1.0000	812
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อนนี้มากระดับ 8-10	0.3042	0.0000	0.4603	0.0000	1.0000	812
ตัวแปรหุ้นบริษัทก่อนนี้มากระดับ 8-10 และอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.0049	0.0000	0.0701	0.0000	1.0000	812

ตารางที่ 2ข.

รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 ที่ส่งผลต่อผล การดำเนินงานและการลงทุนของบริษัท ในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา ในช่วง ปีฐาน 1996-1998

ประกอบด้วยข้อมูลทั้งหมด 807 บริษัท โดยการปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้วัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนี้วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐานโดยต้องมีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมก่อน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ากลาง Median	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน Standard Deviation	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	จำนวนข้อ มูล
การเติบโตของยอดขาย	0.0000	-0.0230	0.4706	-2.5550	4.1826	807
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	0.0000	0.2395	3.3771	-23.4620	18.4930	807
ผลตอบแทนหุ้น	0.0000	-0.1227	0.8429	-2.2238	5.8645	807
ยอดขาย(Log of Sale)	6.1342	6.1066	0.5099	4.4953	7.9278	807
ความสามารถในการทำกำไร	0.0000	0.0007	0.1020	-1.4448	0.4497	807
สัดส่วนการลงทุน	0.0000	-0.0137	0.1729	-0.5321	0.5700	807
ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา	0.3346	0.0000	0.4721	0.0000	1.0000	807
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากระดับ 8-10	0.3011	0.0000	0.4590	0.0000	1.0000	807
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากระดับ 8-10และอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.1190	0.0000	0.3239	0.0000	1.0000	807

ตาราง 3ข.

รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 8-10 ที่ส่งผลต่อผล
การดำเนินงานและการลงทุนของบริษัท ในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา ในช่วง
ปีฐาน 1992-1998

ประกอบด้วยข้อมูลทั้งหมด 1,619 บริษัท โดยการปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้วัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนี้วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐานโดยต้องมีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมก่อน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่ำนั้นวัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

จำนวนข้อมูล 1,619 บริษัท	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ามัธยฐาน Median	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน Standard Deviation	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum
การเติบโตของยอดขาย	0.0000	-0.0378	0.5429	-2.5550	6.5601
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	0.0000	0.0898	2.8681	-23.4620	18.4930
ผลตอบแทนหุ้น	0.0000	-0.0893	0.6800	-2.2238	5.8645
ยอดขาย(Log of Sale)	6.0607	6.0451	0.5083	4.3428	7.9278
ความสามารถในการทำกำไร	0.0000	0.0001	0.0939	-1.4448	0.4667
สัดส่วนการลงทุน	0.0000	-0.0140	0.1730	-0.5321	0.5700
ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา	0.1717	0.0000	0.3772	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากระดับ 8-10	0.3027	0.0000	0.4595	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากระดับ 8-10 และอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.0618	0.0000	0.2408	0.0000	1.0000
การเติบโตในการลงทุน	-0.0007	-0.1434	4.8502	-34.8935	84.4870

ตารางที่ 4ข.

รายละเอียดของข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับสัดส่วนหนี้ระดับ 10 ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท ในช่วงอุตสาหกรรมประสบปัญหา ในช่วงปีฐาน 1992-1998

ประกอบด้วยจำนวนบริษัททั้งสิ้น 321 บริษัท โดยการปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อนนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้วัดในช่วงระยะเวลา 2 ปีก่อนปีฐานซึ่งสัดส่วนหนี้วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนหุ้น การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานและยอดขายวัดจากช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนปีฐานจนถึง 1 ปีหลังปีฐานโดยต้องมีการปรับกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมก่อน กำไรจากการดำเนินงานในที่นี้หมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) การกำหนดให้อุตสาหกรรมเป็นอุตสาหกรรมที่มีผลการดำเนินงานตกต่านี้วัดจากต้องมีทั้งค่ากลางของการเติบโตของยอดขายและผลตอบแทนหุ้นเป็นลบทั้งคู่

	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ามัธยฐาน Median	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน Standard Deviation	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum
การเติบโตของยอดขาย	-0.0634	-0.0876	0.5021	-1.3399	3.3675
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	0.0289	0.0961	2.6073	-11.8070	11.9153
ผลตอบแทนหุ้น	-0.0097	-0.0934	0.6351	-1.6464	5.8645
ยอดขาย(Log of Sale)	6.0096	5.9836	0.5679	4.5186	7.9278
ความสามารถในการทำกำไร	-0.0084	-0.0040	0.1125	-1.1394	0.4497
สัดส่วนการลงทุน	-0.0059	-0.0125	0.1887	-0.4426	0.4848
ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา	0.1620	0.0000	0.3690	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากกว่าระดับ 10	0.5078	1.0000	0.5007	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากกว่าระดับ 10 และอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.0966	0.0000	0.2958	0.0000	1.0000

ตารางที่ 5ข.

รายละเอียดข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับบริษัทขนาดใหญ่มีผลต่อการดำเนินงาน ของบริษัท ในช่วงปีฐาน 1992-1998

บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาการดำเนินงานตกต่ำวัดได้จากการที่อุตสาหกรรมนั้น ๆ มีค่ากลางของการเติบโตในยอดขายและค่ากลางในผลตอบแทนหุ้นเป็นลบ ในระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง สินทรัพย์ที่นำมาใช้นั้นเป็นสินทรัพย์รวม (Book value of assets) สัดส่วนหนี้สินในอดีตวัดที่ระยะเวลาก่อนปีฐาน 2 ปี ในส่วนของการเติบโตของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น วัดจากระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง และกำไรจากการดำเนินงานหมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้สินในช่วงระยะเวลา 2 ปี ส่วนขนาดของบริษัทแบ่งโดยการกำหนดจากยอดขายของบริษัทในช่วง 1 ปีก่อนปีฐาน โดยกำหนดให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่คือมียอดขายมากกว่า 2,570 ล้านบาทขึ้นไปมีทั้งสิ้น 366บริษัท ส่วนยอดขายที่น้อยกว่า 2,570 ล้านบาทถือเป็นบริษัทขนาดเล็ก มีจำนวน 1,253 บริษัท

จำนวนข้อมูล 366 บริษัท	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ามัธยฐาน Median	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน Standard Deviation	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum
การเติบโตของยอดขาย	-0.0156	-0.0177	0.4907	-1.8044	2.2919
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	0.1385	0.1158	2.9169	-20.6393	22.2796
ผลตอบแทนหุ้น	0.2024	0.0193	1.0925	-1.5655	7.0142
ยอดขาย(Log of Sale)	6.7430	6.6502	0.3201	6.4104	7.9278
ความสามารถในการทำกำไร	0.0030	-0.0033	0.0867	-0.3643	0.4007
สัดส่วนการลงทุน	-0.0207	-0.0674	0.2544	-0.5504	0.7802
ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา	0.1884	0.0000	0.3913	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อนนี้มากระดับ 8-10	0.3575	0.0000	0.4796	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อนนี้มากระดับ 8-10และอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.0795	0.0000	0.2706	0.0000	1.0000

ตารางที่ 6ข.

รายละเอียดข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบเกี่ยวกับบริษัทขนาดเล็กมีผลต่อการดำเนินงานของ บริษัท ในช่วงปีฐาน 1992-1998

บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหาการดำเนินงานตกต่ำวัดได้จากการที่อุตสาหกรรมนั้น ๆ มีค่ากลางของการเติบโตในยอดขายและค่ากลางในผลตอบแทนหุ้นเป็นลบ ในระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง สินทรัพย์ที่นำมาใช้นั้นเป็นสินทรัพย์รวม (Book value of assets) สัดส่วนหนี้สินในอดีตวัดที่ระยะเวลาก่อนปีฐาน 2 ปี ในส่วนของการเติบโตของยอดขาย การเปลี่ยนแปลงในกำไรจากการดำเนินงาน และผลตอบแทนหุ้น วัดจากระยะเวลา 2 ปีโดยมีปีฐานอยู่ตรงกลาง และกำไรจากการดำเนินงานหมายถึงกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี การปรับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมทำโดยการนำเอาค่าที่ได้ในแต่ละตัวแปรของแต่ละบริษัทมาทำการปรับโดยการหักออกด้วยค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมของตนแล้วจึงค่อยนำค่าที่ได้มาทำการทดสอบ สัดส่วนหนี้สินในช่วงระยะเวลา 2 ปี ส่วนขนาดของบริษัทแบ่งโดยการกำหนดจากยอดขายของบริษัทในช่วง 1 ปีก่อนปีฐาน โดยกำหนดให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่คือมียอดขายมากกว่า 2,570 ล้านบาทขึ้นไปมีทั้งสิ้น 366บริษัท ส่วนยอดขายที่น้อยกว่า 2,570 ล้านบาทถือเป็นบริษัทขนาดเล็ก มีจำนวน 1,253 บริษัท

จำนวนข้อมูล 1,253 บริษัท	ค่าเฉลี่ย Mean	ค่ามัธยฐาน Median	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน Standard Deviation	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum
การเติบโตของยอดขาย	0.0068	-0.0613	0.6821	-3.1892	7.5170
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-0.0405	0.0183	3.4164	-26.7551	18.1411
ผลตอบแทนหุ้น	-0.0591	-0.1067	0.7992	-3.3004	6.4686
ยอดขาย(Log of Sale)	5.8613	5.9124	0.3579	4.3428	6.4089
ความสามารถในการทำกำไร	-0.0009	-0.0002	0.1208	-1.8955	0.4653
สัดส่วนการลงทุน	0.0060	0.0039	0.2351	-0.5880	0.7297
ตัวแปรหุ้นอุตสาหกรรมประสบปัญหา	0.1518	0.0000	0.3590	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากที่สุดระดับ 8-10	0.2371	0.0000	0.4256	0.0000	1.0000
ตัวแปรหุ้นบริษัทที่ก่อหนี้มากที่สุดระดับ 8-10และอยู่ในอุตสาหกรรมที่ประสบปัญหา	0.0407	0.0000	0.1976	0.0000	1.0000

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาว ภวิกา ศศิวงค์ภักดิ์ เกิดวันที่ 3 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2521 ที่จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมปลาย แผนกศิลป์-คำนวณ โรงเรียนมาแตร์ เดอี วิทยาลัยในปีการศึกษา 2537 และสำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาวิชาการธนาคารและการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปีการศึกษา 2541 และเข้ารับการศึกษาคือต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน ที่จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย เมื่อ พ.ศ. 2542



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย