

ปัจจัยกำหนดอายุครบกําหนดในการออกหุ้นกู้เอกชน



นาย อรรถพล ลักษณะนากร

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ ภาควิชาเศรษฐศาสตร์

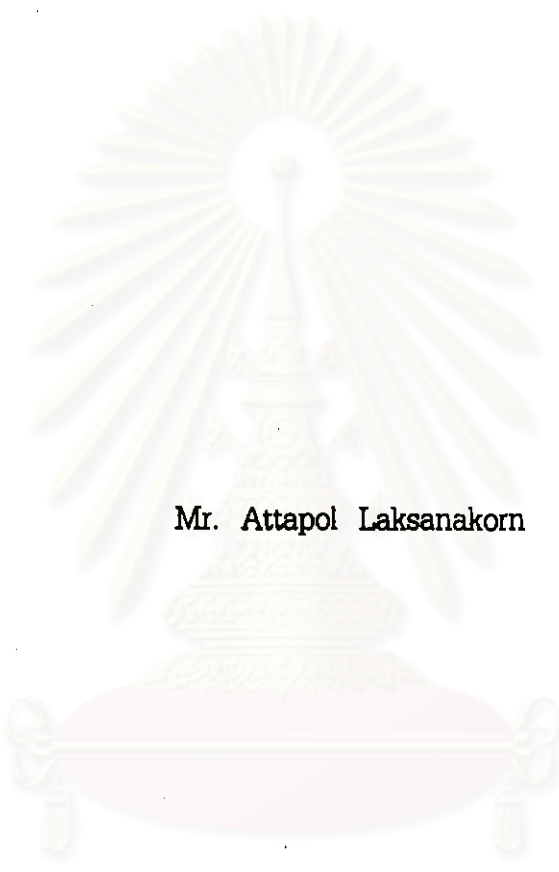
บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2539

ISBN 974-635-823-5

ลิขสิทธิ์ของบัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**THE DETERMINANTS OF THE MATURITY OF CORPORATE DEBT ISSUES**



**Mr. Attapol Laksanakorn**

**สถาบันวิทยบริการ**  
**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements**

**จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย**  
**for the Degree of Master of Economics**

**Department of Economics**

**Graduate School**

**Chulalongkorn University**

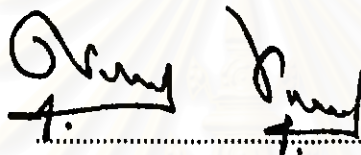
**Academic Year 1996**

**ISBN 974-635-823-5**

หัวข้อวิทยานิพนธ์ ปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดในการออกหุ้นกู้เอกชน  
โดย นายอรรถพล ลักษณะนากร  
ภาควิชา เศรษฐศาสตร์  
อาจารย์ที่ปรึกษา อาจารย์ ดร. ชัชชัย จิตรภาชน์นันท์

---


บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการ  
ศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต




..... คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย  
(ศาสตราจารย์ นายแพทย์ศุภวัฒน์ ชูติวงศ์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

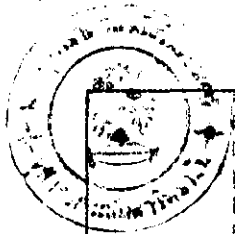
.....ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. โสติดิธร มัลลิกะมาส)

.....อาจารย์ที่ปรึกษา  
(อาจารย์ ดร. ชัชชัย จิตรภาชน์นันท์)

.....กรรมการ  
(อาจารย์ ดร. สันติ ธีรพัฒน์)

.....กรรมการ  
(อาจารย์ ดร. ชโยดม สรรพศรี)

พิมพ์ต้นฉบับบทความวิจัยวิทยานิพนธ์ภายในกรอบสี่เหลี่ยมนี้เพียงแผ่นเดียว



อรรถพล ลักขณากร : ปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดในการออกหุ้นกู้เอกชน (THE DETERMINANTS OF THE MATURITY OF CORPORATE DEBT ISSUES) อ.ที่ปรึกษา : อ.ดร. ชวิชัย จิตวรภักษ์นันท์; 98 หน้า, ISBN 974-635-823-5.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีจุดมุ่งหมาย เพื่อศึกษาลักษณะของอายุครบกำหนด และปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนด ในการออกหุ้นกู้เอกชนในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวางของหุ้นกู้เอกชน ที่ทำการซื้อขายผ่านชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealer Club) ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1992 ถึงปี ค.ศ. 1996

ผลการศึกษา ลักษณะของอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชนจำนวน 97 ตราสารพบว่า กว่า 75% ของหุ้นกู้ทั้งหมดเป็นหุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนด 3 ปี 5 ปี และ 7 ปี ทั้งนี้เพราะเหตุผล 2 ประการคือ หุ้นกู้ที่มีอายุครบกำหนดเหล่านี้เป็นหุ้นกู้ที่มีความนิยมซื้อขายกันในตลาดรองตราสารหนี้ จึงเป็นตราสารที่มีสภาพคล่องสูงกว่าตราสารที่มีอายุครบกำหนดอื่น ๆ จึงทำให้เกิดความสะดวกในการจัดตั้งทุน ในการนำหุ้นกู้ออกขายในตลาด และ อายุครบกำหนดของหุ้นกู้เหล่านี้ เป็นอายุครบกำหนดที่นิยมในการสวอป (SWAP) อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ที่มีขนาดของเงินกู้ยืม และอายุครบกำหนดเท่ากันด้วย

และผลการศึกษาจากแบบจำลองสมการถดถอยของปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดในการออกหุ้นกู้เอกชน ตามทฤษฎี The Contracting-cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis โดยใช้ตัวแปรอิสระคือ สัดส่วนของมูลค่าตลาดของทรัพย์สินเทียบกับมูลค่าตามบัญชีของทรัพย์สินสูง ขนาดของสินทรัพย์ของบริษัท ความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ ผลตอบแทนของ หุ้นสามัญในอดีต อັดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้สูง และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง ซึ่งพบว่าปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ก็คือ ขนาดของกิจการ สำหรับกรณีให้หุ้นกู้ของบริษัทไม่ประกาศอັดับความน่าเชื่อถือ เป็นหุ้นกู้ที่มีคุณภาพต่ำกว่าหุ้นกู้ของบริษัทที่มีการประกาศอັดับความน่าเชื่อถือต่ำที่สุด ส่วนกรณีที่เป็นหุ้นกู้ของบริษัทที่มีการประกาศอັดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้เพียงอย่างเดียว กลับไม่มีปัจจัยใดเลยที่กำหนดอายุครบกำหนดอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

ภาควิชา.....เศรษฐศาสตร์.....  
สาขาวิชา.....เศรษฐศาสตร์.....  
ปีการศึกษา.....2539.....

ลายมือชื่อนิสิต.....อรรถพล ลักขณากร.....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษารวม.....

\*\* C860059 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: DETERMINANTS OF MATURITY / CORPORATE DEBT OF THAILAND.

ATTAPOL LAKSANAKORN : THE DETERMINANTS OF THE MATURITY OF CORPORATE DEBT ISSUES. THESIS ADVISOR : THAWATCHAI JITRAPANUN, Ph.D. 98 pp. ISBN 974-635-823-5.

The objectives of this thesis are to study the characteristic and the determinants of the maturity of corporate debt in Thailand. The data used in this paper are cross-section data from 1992 to 1996 which are obtained from Bond Dealer Club [BDC].

The results reveals that more than 75% of 97 samples of corporate debentures in the study have the maturities of 3, 5, and 7 years. The finding may reflect the fact that debentures of these maturities are very popular in the trading within the secondary bond and interest rate SWAP markets.

The results from regression model are consistent with the contracting-cost hypothesis, the signalling hypothesis, and tax hypothesis. The variables used to test these hypothesis are market-to-book ratio, size of assets, government or state enterprise relation, past stock return, credit rating of bond and yield spread of benchmark interest rate. Moreover, when assuming non-rated debentures to have the lowest quality, only firm's size is found to be the influential factor. However all variables mentioned above are not found to be significant in determining the maturity of rated debentures.

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา..... Economics

สาขาวิชา..... Economics

ปีการศึกษา..... 1996

ลายมือชื่อนิติกร..... Attapol Laksanakorn.

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาร่วม.....

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มิได้สำเร็จได้ด้วยตัวข้าพเจ้าเพียงคนเดียว ดังนั้นผู้เขียนจึงใคร่ขอขอบพระคุณ

บิดา - มารดา ตลอดจนบรรดาญาติพี่น้องของข้าพเจ้า ซึ่งให้ความอนุเคราะห์ด้านทุนทรัพย์และเป็นกำลังใจในการศึกษามาตลอดตั้งแต่ชั้นอนุบาลจนถึงปัจจุบัน

บุคคลสำคัญที่ข้าพเจ้า จะมิกล่าวถึงไม่ได้เพราะถ้าไม่มีบุคคลผู้นี้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ก็อาจจะไม่เป็นรูปเป็นร่างได้เลย ขอกราบขอบพระคุณ อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภาชน์นันท์ ซึ่งกรุณาให้คำแนะนำทั้งด้านวิชาการ และด้านอื่น ๆ อีกมาก

ข้าพเจ้ารู้สึกมีความยินดีเป็นอย่างมากที่ได้ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ โสทธิธร มัลลิกะมาส เป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ให้ข้าพเจ้า และยังมีคณะกรรมการที่ทรงคุณวุฒิ อาจารย์ ดร. สันติ ทิรพัฒน์ และอาจารย์ ดร. ชโยตม สรรพศรี ที่ช่วยให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

และขอขอบพระคุณ อาจารย์ สมจินต์ ศรีไพศาล และคุณแอนนงค์ คงประสงค์ จากชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (BOND DEALER CLUB) ที่ให้ความอนุเคราะห์ข้อมูลของหุ้นกู้ที่ทำการซื้อขายในตลาดรองตราสารหนี้ หรือชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ และขอขอบพระคุณ สำนักบริหารเงิน ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ซึ่งให้ความอนุเคราะห์ข้อมูล และวิธีการทำ TFB IMPLIED YIELD CURVE ซึ่งหาได้ยากเต็มทีในประเทศไทย และคุณปรเมศวร์ มรรควินบูลย์ชัย ที่ให้ความอนุเคราะห์ข้อมูลในบางส่วน

และต้องขอขอบคุณ คุณชลดา โดยเวทย์ศิริกุล, คุณวงศกร ตั้งคำ, และคุณกิตติสถานต์ รัชชบงกชกุล ที่ช่วยเป็นบรรณาธิการ ตลอดจนเป็นแรงกระตุ้นและกำลังใจให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จเร็วยิ่งขึ้น และขอขอบคุณพรรคพวกเพื่อนฝูงของข้าพเจ้าทุกคน ตั้งแต่ชั้นมัธยม จนถึงปัจจุบันที่เป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าทำวิทยานิพนธ์ของข้าพเจ้า

และขอขอบพระคุณ ศาสตราจารย์เพชร ชุมทรัพย์ และรองศาสตราจารย์ทัศนีย์ ตัดพุทไผ่ ที่ช่วยเป็นที่ปรึกษาให้ข้าพเจ้ามาตลอดตั้งแต่เรียนปริญญาตรี และรองศาสตราจารย์ ดร.พิพัฒน์ พิทยาอัจฉริยกุล ผู้เป็นอาจารย์ท่านแรกที่ทำให้ความรู้เกี่ยวกับตราสารหนี้ แก่ข้าพเจ้า

ขอขอบพระคุณ เจ้าหน้าที่ห้องคอมพิวเตอร์ คุณฉันทชนก รอดสำมา และ คุณพรทิพย์ ประสงค์นิล ที่ช่วยแก้ไขปัญหาเกี่ยวกับคอมพิวเตอร์ที่ข้าพเจ้าไม่เคยพบเจอจากที่ไหนมาก่อน

อรรถพล ลักษณะนากร

มีนาคม 2540

# สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ค
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฉ
สารบัญตารางภาคผนวก ข.....	ฐ
สารบัญแผนภาพ.....	ฒ
สารบัญแผนภาพภาคผนวก ก.....	ณ
สารบัญรูปกราฟ.....	ด
<b>บทที่ 1</b> บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา.....	2
1.3 ขอบเขตของการทำวิทยานิพนธ์.....	3
1.4 วิธีการวิจัย.....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	6
<b>บทที่ 2</b> ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์.....	7
2.1 A Contracting-Cost Hypothesis.....	7
2.2 Signalling Hypothesis.....	16
2.3 Tax Hypothesis.....	21
<b>บทที่ 3</b> หุ้นกู้เอกชนในตลาดตราสารหนี้ประเทศไทย.....	23
<b>บทที่ 4</b> การวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชน.....	35
4.1 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย.....	35

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.2 ข้อมูลและการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น.....	40
4.3 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอายุหุ้นกู้และตัวแปรอิสระแต่ละตัวแปร.....	42
4.4 สมการถดถอยของปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้เอกชน.....	48
4.5 ข้อจำกัดของการวิจัย.....	54
<b>บทที่ 5 สรุปและข้อเสนอแนะ.....</b>	<b>71</b>
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	73
5.2 ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไป.....	74
รายการอ้างอิง.....	76
ภาคผนวก.....	78
ก. การออกและการเสนอขายหุ้นกู้ที่ออกใหม่.....	79
ข. หุ้นกู้เอกชนในตลาดตราสารหนี้.....	87
ค. การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย.....	92
ประวัติผู้เขียน.....	98

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1	มูลค่าของหุ้นกู้ประเภทต่าง ๆ ในตลาดตราสารหนี้..... 24
3.2	จำนวนของหุ้นกู้ที่ออกสู่ตลาดในแต่ละปีและค่าสถิติเบื้องต้นของอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ เอกชนใจแต่ละปี..... 26
3.3	จำนวนหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อสาธารณชน (PO) และหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายต่อผู้ลงทุนเฉพาะ ราย (PP) แยกตามลักษณะของดอกเบี้ยหน้าตัว และแสดงค่าสถิติเบื้องต้นของอายุครบ กำหนดของหุ้นกู้เอกชนที่มีลักษณะการขายที่แตกต่างกัน..... 27
3.4	ลักษณะของหุ้นกู้แยกตาม อายุครบกำหนดของหุ้นกู้..... 27
3.5	การแยกประเภทของหุ้นกู้เอกชนออกตามอุตสาหกรรม..... 29
3.6	ค่าสถิติเบื้องต้นของอายุครบกำหนดของหุ้นกู้แยกตามประเภทอุตสาหกรรม..... 30
3.7	ลักษณะของหุ้นกู้เอกชนแยกตามอันดับการจัดอันดับตราสารหนี้..... 31
3.8	ค่าสถิติเบื้องต้นของอายุหุ้นกู้เอกชนแยกตามอันดับความน่าเชื่อถือ..... 33
4.1	การกำหนดตัวแปรหุ้นอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้..... 38
4.2	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของสมการถดถอยปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis..... 48
4.3	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 1..... 49
4.4	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 2..... 49
4.5	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 3..... 50
4.6	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของสมการถดถอยปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis ที่ได้แก้ไขปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระแล้ว..... 51
4.7	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของสมการถดถอยปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis เมื่อมีการตัดตัวแปรความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจออก..... 57
4.8	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 1 หลังจากตัดตัวแปร ความสัมพันธ์กับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจออก..... 58

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.9	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 2 หลังจากตัดตัวแปรความสัมพันธ์กับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจออก..... 58
4.10	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 3 หลังจากตัดตัวแปรความสัมพันธ์กับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจออก..... 59
4.11	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของสมการถดถอยปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis เมื่อมีการตัดตัวแปรความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจออก (หลังจากแก้ปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระแล้ว..... 60
4.12	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของสมการถดถอยปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Signalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis เมื่อมีการตัดข้อมูลของ ธนาคารกสิกรออก..... 65
4.13	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 1 (เมื่อตัด TFB ออก)..... 66
4.14	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 2 (เมื่อตัด TFB ออก)..... 66
4.15	ค่า Covariance Matrix ของตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ 3 (เมื่อตัด TFB ออก)..... 67
4.16	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ของสมการถดถอยปัจจัยที่กำหนดอายุครบกำหนดของหุ้นกู้ตามทฤษฎี The Contracting-Cost Hypothesis, The Singnalling Hypothesis, และ Tax Hypothesis. ที่ได้แก้ไขปัญหาความสัมพันธ์กันเองของตัวแปรอิสระแล้ว เมื่อตัดข้อมูลของ TFB ออก..... 68

## สารบัญตารางภาคผนวก ข.

ตารางที่		หน้า
1	หิ้งกู่เอกชนในตลาดรองตราสารหนี้ โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมที่ออกหิ้งกู่.....	87



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญแนภาพ

แนภาพที่

หน้า

- 2.1 ผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการ SWAP อัตราดอกเบี้ยระหว่างบริษัท R และ U..... 11



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญแผนภาพภาคผนวก ก.

แผนภาพที่		หน้า
1	แผนภูมิขั้นตอนการยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน กรณี 1.....	85
2	แผนภูมิขั้นตอนการยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน กรณี 2.....	86



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญรูปรภาพ

กรรพรูปที่	หน้า
1.1 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของบริษัท และสัดส่วนของหนี้สิน.....	2
2.1 ผลกระทบของ Agency Cost กับการออกขายหุ้นระหว่าง PP และ PO.....	14
3.1 มูลค่าของตราสารหนี้ต่าง ๆ ในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย.....	24
3.2 การเปรียบเทียบจำนวนของหุ้นที่ออกขายต่อสาธารณชน (PO) และหุ้นที่ออกขายต่อผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (PP) โดยแยกตามอายุครบกำหนด.....	28
3.3 จำนวนหุ้นที่แยกตามอายุครบกำหนดของหุ้นในตลาดตราสารหนี้.....	28
3.4 สัดส่วนของหุ้นที่แยกตามอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้น.....	32
4.1 ความสัมพันธ์ระหว่างอายุครบกำหนดของหุ้นเอกชน และสัดส่วนของมูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมและมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์.....	42
4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างอายุครบกำหนดของหุ้นเอกชน และบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ.....	43
4.3 ความสัมพันธ์ระหว่างอายุครบกำหนดของหุ้นเอกชน และขนาดของบริษัท.....	44
4.4 ความสัมพันธ์ระหว่างอายุครบกำหนดของหุ้นเอกชน และผลตอบแทนของหุ้นสามัญในอดีต.....	45
4.5 ความสัมพันธ์ระหว่างอายุครบกำหนดของหุ้นเอกชน และอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้น.....	46
4.6 ความสัมพันธ์ระหว่างอายุครบกำหนดของหุ้นเอกชน และส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง.....	47