

แบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย¹ Capital Structure Model in Thai Property Business

วิจิตรา จำลองราษฎร์²
wichitra_jee@yahoo.com

บทคัดย่อ

โครงสร้างเงินทุนมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อขีดความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ บทความวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยสำคัญและความสัมพันธ์ของปัจจัยเหล่านี้ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนในมิติของระดับการก่อหนี้ รวมทั้งพัฒนาเป็นแบบจำลองโครงสร้างเงินทุนสำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ผู้วิจัยดำเนินการสำรวจและวิจัยเอกสารจากงบการเงินประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหมวดพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำนวน 60 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548-2552 เป็นระยะเวลา 5 ปี และข้อมูลสถิติการเติบโตของตลาดทุนและมาตรการสนับสนุนทางภาษีแก่ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ประมวลผลโดยใช้แบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสมแบบผลกระทบคงที่ เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ของปัจจัยเฉพาะของกิจการและปัจจัยด้านโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันกับระดับการก่อหนี้ซึ่งใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวแทน ผลการวิจัยพบว่าแบบจำลองโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยโอกาสในการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางธุรกิจ โดยมีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p\text{-value} < 0.01$) พบว่าความสามารถในการทำกำไร และขนาดของกิจการมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์อย่างมาก ค่า R^2 ของแบบจำลองเท่ากับ 0.86 ผลที่ได้สอดคล้องกับทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน และทฤษฎีแลกเปลี่ยน แต่ไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนว่าปัจจัยโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันมีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้

คำสำคัญ : โครงสร้างเงินทุน, ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์, บริษัทจดทะเบียนไทย, ข้อมูลผสม

ABSTRACT

Capital structure is the most important for property business's competitiveness. This study investigated the determinants influencing the capital structure model and to examine relationship with leverage of 60 Thai listed companies in property business for five years over the period of 2005-2009. The researcher used exploratory research and documentary research from fiscal financial statements including both statistics of the capital market growth, and the property tax cuts to examine firm specific factors and institutional features. Using a fixed-effects panel data regression model on measure of capital structure, namely, debt ratio, the empirical results were found that growth, profitability, firm size and business risk were highly statistically significant ($p\text{-value} < 0.01$). Particularly profitability and firm size strongly affected to capital structure. R^2 of capital structure model was 0.86. The pecking order and the trade-off theory were supported by the signs of the determinants, however the estimated model failed to find any evidence that leverage depended on institutional features.

Keywords : Capital structure, Property business, Thai listed companies, Panel Data

¹ เป็นส่วนหนึ่งของวิทยานิพนธ์เรื่อง “โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”

² นิสิตปริญญาเอก หลักสูตรบริหารธุรกิจบัณฑิต คณะวิทยาการจัดการและสารสนเทศศาสตร์ มหาวิทยาลัยนเรศวร

บทนำ

ในปี พ.ศ. 2540–2542 กลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนถึง 3–4 เท่า หรือมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) สูงถึงร้อยละ 81 ในปี 2542 แม้ปัจจุบันอัตราส่วนนี้ได้ลดระดับลงมา แต่ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมากลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยังคงมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่ค่อนข้างสูง และเมื่อพิจารณาในหมวดย่อยพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จะพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงถึงเกือบร้อยละ 60 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นเครื่องชี้ความแข็งแกร่งทางการเงินตัวหนึ่งที่สำคัญของธุรกิจ ซึ่งมีผลต่อการอยู่รอดและการเติบโตของกิจการในระยะยาว ความผิดพลาดในการจัดโครงสร้างเงินทุนอาจนำมาซึ่งผลกระทบอย่างคาดไม่ถึงของกิจการ การตัดสินใจทางการเงินที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนจึงมีความสำคัญต่อการพัฒนาอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ให้มีความสามารถในการแข่งขันอย่างมาก (Clauretie and Simans, 2006; Wheelen and Hunger, 2006) เนื่องจากอุตสาหกรรมนี้ต้องใช้เงินลงทุนเป็นจำนวนมากในการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จากความจำเป็นในการก่อหนี้และการก่อหนี้เป็นจำนวนมากของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นำมาซึ่งความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท เพื่อป้องกันวิกฤตที่จะเกิดขึ้นกับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ที่มีขนาดและมูลค่าความเสียหายมหาศาล และช่วยให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี อันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าของกิจการและการอยู่รอดได้อย่างยั่งยืน จึงมีความจำเป็นที่จะต้องศึกษาเพื่อค้นหาแนวทางที่เหมาะสมในการตัดสินใจกำหนดโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นเครื่องมือที่สำคัญทางการเงินของผู้บริหาร เพื่อรองรับผลกระทบจากความผันผวนและยังช่วยลดความเสี่ยงให้กับภาพรวมของประเทศอีกทางหนึ่งด้วย โดยมีประเด็นคำถามในการวิจัย คือ ปัจจัยตัวใดที่มีความสำคัญและมีความสัมพันธ์ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ภายใต้บริบทประเทศไทย ทั้งนี้ผู้วิจัยมุ่งเน้นไปที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

โครงสร้างเงินทุนเป็นความสัมพันธ์ของจำนวนหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งถูกใช้ในการจัดหาเงินทุนให้แก่กิจการ และเป็นตัวแปรหนึ่งที่มีความสำคัญในการกำหนดมูลค่าของกิจการ (Jensen and Meckling, 1976; Harris and Raviv, 1990) งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนส่วนใหญ่จะศึกษาในมิติของระดับการก่อหนี้และศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้ว ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนมีจุดเริ่มต้นจาก Modigliani และ Miller หรือ M&M (1958, 1963) ได้พัฒนางานวิชาการเกี่ยวกับเรื่องโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ข้อสมมติฐานของตลาดแบบสมบูรณ์ คือ ไม่มีภาษี ไม่มีต้นทุนการล้มละลาย ไม่มีค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ นักลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท และมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทเหมือนกับผู้บริหาร การเรียกร้องสิทธิเพียง 2 ประเภท คือ หนี้สินและทุน และกระแสเงินสดคงที่ M&M ให้แนวคิดที่ว่าภายใต้ข้อสมมติฐานของการไม่มีภาษี ทั้งมูลค่าของกิจการและต้นทุนเงินทุนล้วนแล้วแต่ไม่ขึ้นอยู่กับการไม่ขึ้นอยู่กับการก่อหนี้ การก่อหนี้ไม่เพิ่มมูลค่าของกิจการและต้นทุนเงินทุนแล้วแต่ขึ้นอยู่กับการไม่ขึ้นอยู่กับการก่อหนี้ ต่อมานักวิชาการพบว่าต้นทุนจากการล้มละลายเป็นปัจจัยที่สำคัญและมีผลต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน โดยปัญหาที่เกิดจากการล้มละลายมักมีสาเหตุมาจากกิจการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้มากเกินไป ดังนั้นเมื่อกิจการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินเพิ่มขึ้น ความน่าจะเป็นของการล้มละลายหรือมีปัญหาทางการเงินจะเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ต้นทุนที่เกิดจากปัญหาทางการเงินมีมากขึ้น และถ้าต้นทุนที่เกิดจากปัญหาทางการเงินมีมากกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาหักภาษีได้ มูลค่าของกิจการก็จะลดต่ำลง ดังนั้นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะอยู่ในจุดสมดุลระหว่างผลประโยชน์จากการก่อหนี้กับต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน (Bradley et al., 1984; Titman and Wessels, 1988) Leland (1994) และ Leland and Toft (1996) ได้พัฒนาแนวคิดเดียวกันนี้เป็นโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะอยู่ในจุดสมดุลระหว่างมูลค่าปัจจุบันของผลประโยชน์จากการก่อหนี้ กับ มูลค่าปัจจุบันของต้นทุนส่วนเพิ่มที่เกิดจากปัญหาทางการเงิน ซึ่งเป็นแนวคิดของทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

Jensen and Meckling (1976) ใช้ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ในการกำหนดแบบจำลองโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Model) โดยคำนึงถึงต้นทุนของความขัดแย้งในผลประโยชน์ของการมีตัวแทน (Agency Cost) ในขณะที่ Myers (1977) ชี้ให้เห็นอีกด้านหนึ่งของต้นทุนการมีตัวแทนเมื่อกิจการจัดหาเงินทุนในการก่อหนี้ว่าเมื่อกิจการใกล้จะล้มละลาย ผู้ถือหุ้นจะไม่มีแรงจูงใจที่จะลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนดี เนื่องจากผู้ถือหุ้นต้องรับภาระต้นทุนของเงินลงทุน แต่ผลตอบแทนจากการลงทุนจะเป็นของเจ้าหนี้ โดยต้นทุนของการมีตัวแทนจากการก่อหนี้เกิดขึ้นเนื่องจากกิจการก่อหนี้เพิ่มขึ้น ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้นก็จะเพิ่มขึ้นตามเช่นกัน เจ้าหนี้จึงป้องกันโดยการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยหรือข้อจำกัดขึ้น ส่งผลให้กิจการมีต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น ดังนั้นทั้ง Jensen and Meckling และ Myers ต่างมีข้อสรุปตรงกันว่าโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมจะอยู่ในจุดสมดุลระหว่างต้นทุนของการมีตัวแทนจากการก่อหนี้ กับผลประโยชน์จากการก่อหนี้

อีกมุมมองหนึ่งของทฤษฎีที่เกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุน คือ การส่งสัญญาณ (Signaling) เนื่องมาจากการมีข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ผู้บริหารอาจจะใช้วิธีการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ เพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนภายนอก Ross (1977) เสนอว่า การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณที่ดี เนื่องจากผู้บริหารทราบแนวโน้มว่าโครงการลงทุนใหม่ในอนาคตของบริษัทมีผลตอบแทนที่ดี จึงไม่ต้องการแบ่งผลประโยชน์จากโครงการใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นใหม่ ดังนั้นผู้บริหารจึงหลีกเลี่ยงการระดมทุนโดยออกหุ้นใหม่ ขณะเดียวกัน Myers และ Majluf (1984) เสนอว่า หากผู้บริหารจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมด้วยการออกหุ้นทุน จะเป็นการส่งสัญญาณไม่ดีต่อตลาด เนื่องจากผู้บริหารทราบว่าโครงการลงทุนใหม่ในอนาคตประสบภาวะขาดทุน ผู้บริหารจะออกหุ้นทุนใหม่เพื่อเป็นการเฉลี่ยผลขาดทุน ต่อมา Myers (1984) ได้เสนอทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) โดยบริษัทจะเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในกิจการเป็นลำดับแรกก่อน คือ กำไรสะสม และตามด้วยเงินทุนจากแหล่งภายนอก คือ การก่อหนี้และการออกหุ้นทุนตามลำดับ

Rajan and Zingales (1995) ประยุกต์ใช้แบบจำลองโครงสร้างเงินทุนที่พัฒนาจากกลุ่มประเทศ G7 หาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยทางการเงินกับการก่อหนี้ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอย โดยปัจจัยที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ อัตราส่วนของสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ขนาดของกิจการ และความสามารถในการทำกำไร พบว่าโดยภาพรวมตัวแปรที่ศึกษามีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้เหมือนในสหรัฐอเมริกา นั่นคือบริษัทที่มีอัตราส่วนของสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมสูงและมีขนาดใหญ่จะก่อหนี้ในระดับสูงกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนของสินทรัพย์ถาวรต่อสินทรัพย์รวมต่ำและมีขนาดเล็กกว่า ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสูงและมีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่ำและมีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่า ซึ่งปัจจัยเหล่านี้สอดคล้องกับงานของ Bradley et al. (1984) และ Harris and Raviv (1991) ส่วน Wald (1999) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยกับโครงสร้างเงินทุนในประเทศฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น อังกฤษ และสหรัฐอเมริกา พบว่าความแตกต่างในโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบัน (Institutional Differences) ทำให้มีความแตกต่างในโครงสร้างเงินทุน โครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันจึงมีอิทธิพลต่อการตัดสินใจโครงสร้างเงินทุน Booth et al. (2001) ศึกษาเชิงประจักษ์เป็นครั้งแรกเพื่อทดสอบการใช้แบบจำลองโครงสร้างเงินทุนกับประเทศกำลังพัฒนา 10 ประเทศ พบว่าการตัดสินใจเลือกวิธีการจัดหาเงินทุนของประเทศกำลังพัฒนาถูกผลกระทบจากตัวแปรเดียวกับประเทศที่พัฒนาแล้ว แต่มีข้อแตกต่าง คือ ปัจจัยเฉพาะของแต่ละประเทศ และคุณลักษณะโครงสร้างพื้นฐานในเชิงสถาบันของแต่ละประเทศมีส่วนสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุน

ด้านงานวิจัยแถบเอเชีย Chen (2004) ศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในประเทศจีนได้พบว่าทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของประเทศทางตะวันตกในเรื่องปัจจัยเฉพาะของแต่ละกิจการสามารถใช้อธิบายโครงสร้างเงินทุนในประเทศทางตะวันออกได้ สอดคล้องกับปัจจัยของ Rajan และ Zingales

(1995) อย่างไรก็ตามการตัดสินใจเรื่องการจัดหาเงินทุนไม่เป็นไปตามทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน แต่ Chen ค้นพบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนใหม่ที่ไม่เหมือนทฤษฎีทางตะวันตก โดยกิจการจะเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายในกิจการเป็นลำดับแรกก่อน คือ กำไรสะสม และตามด้วยเงินทุนจากแหล่งภายนอก คือ การออกหุ้นทุนก่อนการก่อหนี้ระยะยาว ทั้งนี้อาจเป็นเพราะโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันของจีนมีความแตกต่างจากแบบจำลองทางตะวันตก ขณะที่งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนในไต้หวัน Chang et al (2008) พบว่าการเติบโต (Growth) เป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน ตามด้วยความสามารถในการทำกำไร มูลค่าหลักประกัน ความผันผวนของรายได้ การป้องกันภาษีของส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน และความเป็นเอกลักษณ์เฉพาะของผลิตภัณฑ์ แต่ Poa (2008) พบว่าปัจจัยหลักที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนแตกต่างกัน คือ ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) และโอกาสในการเติบโต ส่วนงานวิจัยในประเทศที่กำลังเกิดใหม่ (Emerging Market) เพื่อตรวจสอบปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เช่น มาเลเซีย อียิปต์ และละตินอเมริกา ผลที่ได้คล้ายคลึงกับประเทศที่พัฒนาแล้ว (Aggarwal and Baliga, 1987; Pandey and Chotigeat, 2004; Eldomiaty, 2007)

Deesomsak et al. (2004) ศึกษากลุ่มตัวอย่างในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกจากประเทศไทย มาเลเซีย สิงคโปร์ และออสเตรเลีย พบว่า ระดับการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของกิจการ โดยบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีความสามารถในการกู้ยืมมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่ระดับการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโอกาสการเติบโต การป้องกันภาษีของส่วนที่ไม่ใช่หนี้สิน สภาพคล่องของกิจการ และผลการดำเนินงานจากราคาหุ้น โดยบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะก่อหนี้น้อยเนื่องจากไม่ต้องการมีข้อผูกมัดหรือเงื่อนไขกับเจ้าหนี้ บริษัทที่มีรายการที่ช่วยลดภาษีของส่วนที่ไม่ใช่หนี้สินสูงจะมีระดับการก่อหนี้ลดลง และถ้าบริษัทมีสภาพคล่องต่ำทำให้ต้นทุนของส่วนทุนสูง บริษัทจึงเลือกก่อหนี้ในระดับสูง อีกทั้งบริษัทมีแนวโน้มที่จะออกหุ้นทุนมากกว่าก่อหนี้เมื่อราคาหุ้นอยู่ในระดับสูง Wiwattanakantang (1999) ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 270 บริษัท พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างระดับการก่อหนี้กับความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเป็นเจ้าของของผู้บริหาร

Frank and Goyal (2009) ตรวจสอบความสำคัญของปัจจัยหลาย ๆ ตัวกับระดับการก่อหนี้ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่า ปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่เรียกว่า Core Factors มี 6 ตัว คือ ค่ากลางของระดับการก่อหนี้ในอดีต อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี สินทรัพย์มีตัวตน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของสินทรัพย์ และความคาดหวังการเกิดภาวะเงินเฟ้อ โดยตัวแปรเกือบทุกตัวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระดับการก่อหนี้ ยกเว้นอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีและความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับระดับการก่อหนี้ กล่าวคือ ถ้าค่ากลางของระดับการก่อหนี้ในอดีตสูง บริษัทมีสินทรัพย์มีตัวตนมากและมีขนาดใหญ่ และคาดว่าจะเกิดภาวะเงินเฟ้อสูง บริษัทจะก่อหนี้ในระดับสูง แต่ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีสูงและมีความสามารถในการทำกำไรสูง บริษัทจะก่อหนี้ในระดับต่ำ

งานวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนที่ศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ในไทยมีจำนวนน้อยมาก ขณะที่งานวิจัยต่างประเทศของ Barkham (1997) ศึกษาการแบ่งประเภทของบริษัทอสังหาริมทรัพย์กับกลุ่มตัวอย่างจำนวน 70 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการสัมภาษณ์กรรมการผู้จัดการ และใช้การวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินช่วงเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ.1987-1991 ได้ผลการแบ่งประเภทของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ออกเป็น Property Investment Companies (PICs) คือ บริษัทที่ซื้อและพัฒนาสินทรัพย์โดยลงทุนระยะยาว และ Property Trading Companies (PTCs) คือ บริษัทที่ซื้อและพัฒนาสินทรัพย์เพื่อขายในระยะเวลาอันสั้น PTC จึงมุ่งเน้นที่ผลกำไรมากกว่า PIC จึงมีโอกาสร้อยที่จะล้มละลายเมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดน้อยกว่าค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 2 ประเภทไม่เหมือนกัน พบว่า PTC มีระดับการก่อหนี้มากกว่า PIC ซึ่งผลที่ได้ตรงกันข้ามกับทฤษฎีแลกเปลี่ยนที่ว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงจะก่อหนี้ น้อย Ooi (1999) ใช้เกณฑ์การแบ่งประเภทเพิ่มขึ้นมาอีก 1 ประเภท คือ Hybrids และศึกษาอิทธิพลของปัจจัย

เฉพาะของบริษัทและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีผลต่อระดับโครงสร้างเงินทุนของกิจการ พบว่า โครงสร้างสินทรัพย์ ประเภทของอสังหาริมทรัพย์ ระดับการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และภาวะการล้มละลาย มีผลต่อระดับโครงสร้างหนี้สินต่อทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่มีสินทรัพย์มูลค่าสูง และมีโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นจำนวนมาก จะก่อหนี้ในระดับสูง ประเภทธุรกิจแบบ PTC มีระดับการก่อหนี้มากกว่า PIC และบริษัทขนาดเล็กซึ่งมีต้นทุนการล้มละลายสูงจะเข้าถึงตลาดทุนได้ยาก ดังนั้นจึงก่อหนี้โดยการกู้ยืมจากสถาบันการเงินสูง ทั้งนี้ผู้บริหารยังให้ความสำคัญกับภาวะตลาดเมื่อต้องตัดสินใจจัดหาเงินทุน โดยก่อหนี้ระดับสูงขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ

นอกจากปัจจัยเฉพาะที่สำคัญของกิจการ 5 ตัวที่มีอิทธิพลและมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุนอย่างมาก ได้แก่ โครงสร้างของสินทรัพย์ โอกาสในการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการและความเสี่ยงทางธุรกิจแล้ว ปัจจัยโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันก็มีผลต่อการตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุน (Rajan and Zingales, 1995, Booth et al, 2001) โดยตลาดการเงินเป็นปัจจัยหนึ่งของโครงสร้างพื้นฐานในเชิงสถาบันที่มีความสำคัญ ทั้งตลาดตราสารหนี้และตราสารทุนเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญของธุรกิจที่ต้องการใช้เพิ่มเติมจากการใช้เงินกู้จากสถาบันการเงินที่เป็นแหล่งเงินทุนพื้นฐาน โดยเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปัจจัยสถานะของตลาดทุนในงานวิจัยนี้วัดในรูปของสัดส่วนขนาดโดยรวมของตลาดทุนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ และแยกออกเป็นตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุน นอกจากนี้มาตรการต่าง ๆ ที่รัฐบาลนำมาใช้นับสนุนหรือส่งเสริมธุรกิจ เป็นปัจจัยหนึ่งในโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันย่อมส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าของกิจการ สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์นั้น รัฐบาลได้ออกมาตรการสนับสนุนทางด้านภาษีซึ่งเป็นหนึ่งในนโยบายการคลัง (Fiscal Policy) ของภาครัฐ ดังประกาศของกรมที่ดินกระทรวงมหาดไทย (2553) เกี่ยวกับมาตรการการลดค่าธรรมเนียมการโอน การจดจำนอง และภาษีธุรกิจเฉพาะเพื่อกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยการลดภาษีธุรกิจเฉพาะเหลือร้อยละ 0.11 จากเดิมร้อยละ 3.3 และลดค่าจดทะเบียนการโอนและจดจำนองเหลือร้อยละ 0.01 ทำให้ช่วยลดค่าใช้จ่ายของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ลง และเร่งการตัดสินใจซื้ออสังหาริมทรัพย์เพื่อรับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เพื่อสนับสนุนธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเป็นภาคเศรษฐกิจสำคัญโดยตรงให้มีการซื้อขายให้มากยิ่งขึ้น และยังมีส่วนช่วยธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจของประเทศฟื้นตัวเร็วขึ้น และเพื่อความมั่นคงทางเศรษฐกิจของประเทศ

แบบจำลอง

ผู้วิจัยนำแบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสม (Panel Data Regression Model) มาใช้ทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปร และพัฒนาแบบจำลองโครงสร้างเงินทุน ซึ่งสามารถศึกษาเพิ่มเติมได้จาก Gujarati and Porter, 2009 และ Greene, 2003 โดยรูปแบบพื้นฐานของ Panel Regression Model แสดงดังนี้

$$y_{ij} = x'_{ij}\beta + z'_i\alpha + \varepsilon_{ij}$$

โดยที่	y_{ij}	คือ ระดับการก่อหนี้ วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
	x'_{ij}	คือ เวกเตอร์ของตัวแปรอิสระ k ตัว
	$z'_i\alpha$	คือ ค่าคงที่และชุดของตัวแปรที่ไม่สามารถสำรวจได้ซึ่งมีค่าคงที่ตลอดเวลา
	i	คือ บริษัทแต่ละราย ตั้งแต่ 1, ..., i บริษัท
	j	คือ ปี ตั้งแต่ 1, ..., j ปี
	ε	คือ ความคลาดเคลื่อน (Error)

สมการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสมของระดับการก่อหนี้เป็นดังนี้

$$DR_{ij} = \beta_0 + \beta_1 TANG_{ij} + \beta_2 GTA_{ij} + \beta_3 ROA_{ij} + \beta_4 LOGASSET_{ij} + \beta_5 VOLAT_{ij} + \beta_6 DEBT_GDP_{ij} + \beta_7 MKCP_GDP_{ij} + \beta_8 TAX_SUPP_{ij} + \epsilon_{ij}$$

การเปรียบเทียบเพื่อตัดสินใจเลือกใช้วิธีการประมาณค่าแบบ Pooled OLS แบบ Fixed Effects หรือแบบ Random Effects นั้น ผู้วิจัยใช้ค่าสถิติทดสอบ F (F-statistics) เพื่อทดสอบความเหมาะสมระหว่าง Fixed Effects กับ Pooled OLS (Park, 2009) และนำ BP Test (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test) มาใช้ทดสอบความเหมาะสมระหว่าง Random Effects กับ Pooled OLS (Breusch and Pagan, 1980) นอกจากนี้ยังใช้ Hausman Specification Test เพื่อทดสอบความเหมาะสมของการประมาณค่าโดยใช้ Random Effects เปรียบเทียบกับ Fixed Effects (Hausman, 1978) โดยข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรและแหล่งที่มาของข้อมูลแสดงดังตาราง 1

อ้างอิงตาราง 1 ท้ายบทความ

ผลการศึกษา

ภาพรวมโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในช่วงปีพ.ศ. 2548-2552 พบว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีการก่อหนี้สูงกว่าการใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกลุ่มอยู่ในระดับ 0.53 เท่าในช่วงระยะเวลา 5 ปี มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.19 อัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์ซึ่งแสดงถึงโครงสร้างสินทรัพย์ของบริษัทเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 0.64 เท่า บริษัทมีอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานเฉลี่ยร้อยละ 5 ต่อปี ทั้งนี้ความเสี่ยงทางธุรกิจ ลอการิทึมของสินทรัพย์ และอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์มีความผันผวนค่อนข้างสูง ขณะที่ขนาดตลาดตราสารทุนต่อ GDP มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.64 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของขนาดตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP ซึ่งมีค่าเท่ากับ 0.56 เท่า แสดงว่าตลาดตราสารทุนไทยมีการพัฒนาการสูงกว่าตลาดตราสารหนี้ไทยดังแสดงในตาราง 2

อ้างอิงตาราง 2 ท้ายบทความ

เมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในแต่ละปี พบว่าบริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ พิจารณาจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของบริษัทมีแนวโน้มสูงขึ้น จาก 0.50 เท่าในปี 2548 เป็น 0.55 เท่าในปี 2552 โดยเฉลี่ยบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นสูงกว่าหนี้สินระยะยาว โดยอัตราส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวม และหนี้สินระยะยาวต่อหนี้สินรวมอยู่ที่ร้อยละ 65 ต่อ 35 ตามลำดับ

บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 60 บริษัทมีลักษณะเป็น PIC ดังนั้นผู้วิจัยจึงแยกประเภทของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ตามลักษณะของรายได้ออกเป็น 4 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริษัทที่พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นที่ยอยู่อาศัยหรืออาคารสำนักงานเพื่อขาย กลุ่มบริษัทที่เป็นอาคารสำนักงานหรือศูนย์การค้าให้เช่า กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม และกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง พบว่า อสังหาริมทรัพย์ประเภทอาคารสำนักงานหรือศูนย์การค้าให้เช่า และประเภทรับเหมาก่อสร้างมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ค่อนข้างสูงเฉลี่ยอยู่ที่ 0.63 และ 0.61 เท่าตามลำดับ ขณะที่บริษัทอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่ยอยู่อาศัยหรืออาคารสำนักงานเพื่อขาย และนิคมอุตสาหกรรมมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ค่อนข้างต่ำเฉลี่ยอยู่ที่ 0.48 และ 0.50 เท่าตามลำดับ ดังภาพ 1

อ้างอิงภาพ 1 ท้ายบทความ

ข้อมูลทางด้านโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันที่มีผลต่อการตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ แสดงในตาราง 3

อ้างอิงตาราง 3 ท้ายบทความ

จากตาราง 3 พบว่าตลาดตราสารหนี้มีพัฒนาการสูงขึ้นเรื่อย ๆ ตั้งแต่ปีพ.ศ.2548 เป็นต้นมาจนถึงปี พ.ศ.2552 ในขณะที่ตลาดตราสารทุนมีการเปลี่ยนแปลงที่มีความผันผวนมาก นอกจากนี้ยังพบว่าในปี พ.ศ. 2551-2552 รัฐบาลได้ออกมาตรการการสนับสนุนทางด้านภาษีเพื่อกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ แต่ในช่วงปี พ.ศ. 2548-2550 ไม่มีมาตรการการสนับสนุนดังกล่าว

ความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่าง ๆ กับระดับการก่อหนี้

เมื่อพิจารณาถึงความเหมาะสมระหว่าง 3 แบบจำลอง พบว่า แบบจำลองแบบผลกระทบคงที่ หรือ Fixed Effect Model (FEM) เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมในการประมาณค่าโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากค่าสถิติที่กล่าวไว้ข้างต้นให้ผลว่า Fixed Effects มีความเหมาะสมมากกว่า Pooled OLS และ Random Effects ประกอบกับค่า R^2 ของแบบจำลอง FEM มีค่าสูงสุด โดยผลการวิจัยแสดงดังตาราง 4 ดังนี้

อ้างอิงตาราง 4 ท้ายบทความ

จากตาราง 4 พบว่า เมื่อให้ตัวแปรอิสระอื่นอยู่ในแบบจำลองมีค่าคงที่ ตัวแปรโอกาสในการเติบโตความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยความสามารถในการทำกำไรและขนาดของกิจการมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ของกิจการอย่างมาก ขณะที่ขนาดตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP ขนาดตลาดตราสารทุนต่อ GDP และมาตรการสนับสนุนทางด้านภาษีของรัฐบาลไม่มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ค่า R^2 ของแบบจำลองเท่ากับ 0.86 นั่นคือ ตัวแปรโอกาสในการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และความเสี่ยงทางธุรกิจ สามารถอธิบายความผันแปรของระดับการก่อหนี้ได้ถึง ร้อยละ 86 โดยระดับการก่อหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการเติบโต และขนาดของกิจการ และมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไร และความเสี่ยงทางธุรกิจ โดยบริษัทต่างกัน ผลต่อระดับการก่อหนี้จะต่างกัน (เนื่องจากแต่ละบริษัทมี intercept ต่างกัน) แต่อัตราการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้จะไม่แตกต่างกัน (slope เท่ากัน)

จากผลการวิจัยที่ว่าโอกาสในการเติบโตมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการก่อหนี้ และมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้ โดยบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงจะมีระดับการก่อหนี้สูง ขณะที่บริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำจะมีระดับการก่อหนี้ต่ำ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kester (1986), Ross (1977) และ Chen (2004) และเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ ขณะเดียวกันขนาดของกิจการก็มีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทขนาดใหญ่จะก่อหนี้สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก เป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดยขนาดของกิจการมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้อย่างมาก

ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับระดับการก่อหนี้เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้ต่ำกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rajan and Zingales (1995), Chen (2004) และ Frank and Goyal (2009) ซึ่งพบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้ต่ำ เนื่องจากบริษัทสามารถใช้เงินทุนจากกำไรสะสม

และเป็นไปตามทฤษฎีลำดับชั้นในการจัดหาเงินทุนของ Myers (1984) โดยความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลต่อระดับการก่อหนี้มากที่สุด และความเสี่ยงทางธุรกิจมีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน โดยบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงจะก่อหนี้ในระดับต่ำกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจต่ำ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Bradley et al. (1984), Wald (1999) และ Westgaard et al. (2008) และเป็นไปตามทฤษฎีแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ที่ว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางธุรกิจสูงมีโอกาสที่จะล้มละลายสูง จึงก่อหนี้ในระดับต่ำ

อย่างไรก็ตามไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของสินทรัพย์กับระดับการก่อหนี้ ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทอสังหาริมทรัพย์มีลักษณะเฉพาะ คือ นอกจากบริษัทจะใช้สินทรัพย์ถาวรเป็นหลักประกันเงินกู้เหมือนอุตสาหกรรมอื่นทั่วไปแล้ว บริษัทยังใช้ต้นทุนการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์บางส่วนหรือสินค้าคงเหลือซึ่งอยู่ในสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นหลักประกันการกู้ยืมจากสถาบันการเงินอีกด้วย แต่ลักษณะการกู้ยืมอาจมีระยะเวลาตั้งแต่ 1-3 ปี ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับอายุของโครงการ เมื่อลูกค้าต้องการโอนอสังหาริมทรัพย์ที่ซื้อและบริษัทต้องการรับรู้รายได้จากการขาย บริษัทจะต้องชำระหนี้คืนแก่สถาบันการเงิน ดังนั้นสินทรัพย์ที่มีตัวตนของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ไทยที่เป็นตัวแทนของหลักประกันในการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินจึงไม่มีความสำคัญต่อระดับการก่อหนี้ ทั้งนี้หากพิจารณาพร้อมกับปัจจัยโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันซึ่งพบว่าไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP และ ขนาดของตลาดตราสารทุนต่อ GDP กับระดับการก่อหนี้ เนื่องจากแหล่งเงินทุนหลักของธุรกิจในประเทศไทยมาจากเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินเป็นส่วนใหญ่ (Asian Development Bank, 2007) โดยเฉพาะเงินทุนที่ใช้ในโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ส่วนใหญ่มาจากการกู้ยืมสถาบันการเงิน ซึ่งมีลักษณะเป็นเงินให้กู้ยืมสำหรับโครงการ (Project Loans) และบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์บางรายยังมีความสัมพันธ์ที่ดีกับสถาบันการเงิน เช่น บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน) ที่มีการลงทุนในบริษัทร่วม คือ ธนาคารแลนด์ แอนด์ เฮาส์ เพื่อรายย่อย จำกัด (มหาชน) และบริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) แล้วพบว่าสอดคล้องกับงานวิจัยของ Berger and Udell (1994) ที่ว่ายิ่งบริษัทมีความสัมพันธ์กับเจ้าหนี้มากก็ยิ่งมีความจำเป็นที่จะต้องใช้หลักประกันมาก เนื่องจากความสัมพันธ์ระหว่างผู้กู้กับเจ้าหนี้ และการติดตามหนี้ของเจ้าหนี้ได้ทดแทนหลักประกันการกู้ยืมที่เป็นสินทรัพย์แล้ว ดังนั้นสินทรัพย์ที่มีตัวตนจึงมีความสำคัญต่อการก่อหนี้น้อยกว่าระบบการเงินที่มุ่งเน้นการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน (Bank-oriented)

นอกจากนี้ยังไม่มีหลักฐานเพียงพออีกเช่นกันที่จะสนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างมาตรการสนับสนุนลดหย่อนภาษีเกี่ยวกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ กับระดับการก่อหนี้ ทั้งนี้แม้ว่าการใช้นโยบายของภาครัฐจะส่งผลต่อการตัดสินใจซื้ออสังหาริมทรัพย์ของภาคประชาชนให้เร็วขึ้น แต่เป็นอสังหาริมทรัพย์ที่ผู้ประกอบการได้พัฒนาโครงการขึ้นแล้ว หรือกำลังพัฒนาโครงการอยู่ ทั้งนี้ผู้ประกอบการอาจยังไม่กล้าที่จะตัดสินใจลงทุนในโครงการใหม่ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจโลกยังไม่ฟื้นตัวจริง ซึ่งอาจเป็นเหตุผลหนึ่งที่ทำให้ผู้ประกอบการยังไม่ก่อหนี้ในระดับเพิ่มขึ้น

สรุปและข้อเสนอแนะ

จากผลของแบบจำลองโครงสร้างเงินทุน FEM ที่ได้ ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. ผู้บริหารสามารถนำแบบจำลองโครงสร้างเงินทุนที่พัฒนาจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินและมีความน่าเชื่อถือในระดับที่ยอมรับได้ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยของข้อมูลผสม (Panel Data Regression Model) มาช่วยเป็นเครื่องมือในการตัดสินใจอีกเครื่องมือหนึ่งในการประเมินระดับการก่อหนี้ (Leverage) หรือความเสี่ยงของกิจการ

2. จากผลการวิจัยที่ว่าปัจจัยความสามารถในการทำกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับระดับการก่อหนี้และมีอิทธิพลมากที่สุด และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ในทิศทางเดียวกันอย่างมาก แสดงว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะก่อหนี้น้อยกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ และบริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถก่อหนี้ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นในการพัฒนาภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ให้มีผลการดำเนินงานและมีการเติบโตที่ดีขึ้น ควรมุ่งเน้นให้ความสำคัญต่อบริษัทที่มีผลการดำเนินงานไม่ดีและบริษัทขนาดเล็ก เช่น การเสริมความเชื่อมั่นต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์โดยภาครัฐสามารถส่งเสริมให้มีการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์ให้มากขึ้นจริงด้วยการบังคับใช้พระราชบัญญัติการจัดการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญา แทนการใช้อย่างสมัครใจในปัจจุบัน เพื่อเป็นการสร้างหลักประกันให้ลูกค้าเหมือนกันทุกบริษัท ซึ่งปัจจุบันลูกค้าพิจารณาตัดสินใจซื้ออสังหาริมทรัพย์โดยอาศัยเพียงความน่าเชื่อถือของ บริษัท ดังนั้นบริษัทขนาดเล็กจึงเกิดความเสียเปรียบบริษัทขนาดใหญ่ แต่หากมีการบังคับใช้พระราชบัญญัติการจัดการดูแลผลประโยชน์ของคู่สัญญาก็จะเป็นการส่งเสริมและพัฒนาทั้งบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กและภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ด้วย

3. จากข้อค้นพบที่ว่าไม่มีหลักฐานเพียงพอที่จะสนับสนุนว่าสถานะของตลาดทุนทั้งตลาดตราสารหนี้และตลาดตราสารทุนมีความสัมพันธ์กับระดับการก่อหนี้ แสดงว่ามาตรการกระตุ้นตลาดทุนของภาครัฐเพื่อให้ตลาดทุนเป็นแหล่งระดมทุนทางเลือกที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนยังไม่สามารถทำให้เป็นรูปธรรมได้ บริษัทจดทะเบียนยังคงระดมเงินทุนจากการกู้ยืมหรือขอสินเชื่อจากสถาบันการเงินเป็นหลัก ดังนั้นรัฐบาลจึงควรออกมาตรการเข้มข้นที่มีผลต่อการพัฒนาตลาดทุนไทยให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เช่น สร้างความร่วมมือระหว่างภาครัฐ เอกชน และเครือข่ายตลาดทุนในรูปแบบศูนย์บริหารการเป็นหุ้นส่วนการงานภาครัฐร่วมเอกชน (Public-Private Partnership Center) ขึ้นเพื่อร่วมมือกันพัฒนาตลาดทุนอย่างยั่งยืน ในขณะที่เดียวกันการที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ยังคงระดมเงินทุนจากการกู้ยืมสถาบันการเงินเป็นหลัก ทำให้ภาครัฐสามารถควบคุม กำกับดูแลระดับความเสี่ยงของภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จากการก่อหนี้ โดยใช้นโยบายการเงิน เช่น การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมความเสี่ยงของภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ผ่านช่องทางธนาคารแห่งประเทศไทยที่ทำหน้าที่ควบคุม กำกับ ดูแลสถาบันการเงินอีกทางหนึ่งได้ด้วย

นอกจากนี้งานวิจัยในครั้งต่อไปควรทำวิจัยกับกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะทำให้เห็นภาพรวมของทั้งธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และอาจเก็บข้อมูลระยะเวลายาวนานกว่านี้ ซึ่งจะประโยชน์และอาจทำให้เห็นอิทธิพลของวัฏจักรเศรษฐกิจ (Economic Cycle) ที่มีต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการได้

บรรณานุกรม

- กรมที่ดิน กระทรวงมหาดไทย. (29 มีนาคม 2553). ประกาศกระทรวงมหาดไทย. สืบค้นเมื่อ 6 พฤษภาคม 2553, จาก <http://www.dol.go.th>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2552). ข้อมูลสรุปฐานะการเงินผลการดำเนินงานรายอุตสาหกรรมสำหรับปี. สืบค้นเมื่อ 1 เมษายน 2553, จาก http://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html#_annual
- Aggarwal, R. and Baliga G. (1987). Capital structure among Latin American companies. **Journal of Managerial Finance**, 13(1), 3-11.
- Asian Development Bank. (April 16, 2007). **ADB Country Partnership Strategy: Thailand 2007-2011**. Retrieved August 5, 2009, from <http://www.adb.org/Documents/CPSs/THA/2007/CPS-THA-2007-2011.pdf>

- Barkham, R. J. (1997). The financial structure and ethos of property companies: An empirical analysis. **Construction Management and Economics**, 15, 441-456.
- Berger, A. and Udell, G. (1994). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. **Journal of Business**, 68, 351-381.
- Booth, L., Alivazian, V., Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, 56(1), 87-130.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., and Kim, E.H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **Journal of Finance**, 39(3), 857-878.
- Breusch, T.S. and Pagan, A.R. (1980). The lagrange multiplier test and its applications to model specification in Econometrics. **Review of Economic Studies**, 47(1), 239-253.
- Chang, C., Lee, A.C. and Lee, C.F. (2008). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 2(49), 197-213.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-Listed companies. **Journal of Business Research**, 57, 1341-1351.
- Clauretie, T. M. and Sirmans, G. S. (2006). **Real estate finance: Theory and practice** (5th ed.). Mason, OH: Thomson South-Western.
- Deesomsak, R., Pandyal, K. and Peseetto, G. (2004). The Determinants of capital structure: Evidence from The Asia Pacific region. **Journal of Multinational Financial Management**, 14, 387-405.
- Eldomiaty, T. I. (2007). Determinants of corporate capital structure: Evidence from an emerging economy. **International Journal of Commerce and Management**, 17(1/2), 25-43.
- Frank, M. Z., and Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. **Financial Management**, Spring, 1(38), 1-37.
- Greene, W. H. (2003). **Econometric analysis** (5th ed.). Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Gujarati, D.N. and Porter, D.C. (2009). **Basic econometrics** (5th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Harris, M. and Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. **Journal of Finance**, 45(2), 321-319.
- Harris, M. and Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. **Journal of Finance**, 46(1), 297-355.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in Econometrics. **Econometrica**, 46(6), 1251-1271.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and Takeovers. **American Economic Review**, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- Kester, C.W. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. **Financial Management**, 15(1), 5-16.
- Leland, H. E. (1994). Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital Structure. **Journal of Finance**, 49(4), 1213-1252.

- Leland, H. E. and Toft, K.B. (1996). Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. **Journal of Finance**, 51(3), 987-1019.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital; A correction. **American Economic Review**, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. **Journal of Finance**, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13, 187-221.
- Ooi, J. T. (1999). The determinants of capital structure: Evidence on UK property Companies. **Journal of Property Investment & Finance**, 17, 464-480.
- Pandey, I. M. and Chotigeat, T. (2004). Theories of capital structure: Evidence from an emerging market. **Journal of Studies in Economics and Finance**, 22(2), 1-19.
- Pao, H. (2008). A comparison of neural network and multiple regression analysis in modeling capital structure. **Expert Systems with Applications**, 35, 720-727.
- Park, H.M. (2009). **Linear regression models for panel data using SAS, Stata, LIMDEP, and SPSS**. Working Paper. The University Information Technology Services (UITs) Center for Statistical and Mathematical Computing, Indiana University.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **Journal of Finance**, 50(5), 1421-1460.
- Ross, S. A. (1977). The determinants of financial structure: The incentive signaling Approach. **Bell Journal of Economics**, 8(1), 23-40.
- Titman, S., and Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, 43(1), 1-19.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. **Journal of Financial Research**, 22(2), 161-187.
- Westgaard, S., Eidet, A., Frydenberg, S. and Grosas, T. C. (2008). Investigating the capital structure of UK real estate companies. **Journal of Property Research**, 25(1), 61-87.
- Wheelen, T. L. and Hunger, J. D. (2006). **Strategic management and business policy**. (10th ed.). New Jersey: Pearson Education.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. **Pacific Basin Finance Journal**, 7, 371-403.

ภาพและตารางอ้างอิง

ตาราง 1 ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยและแหล่งที่มาของข้อมูล

ตัวแปร	ความหมาย	ลักษณะข้อมูล	แหล่งที่มาของข้อมูล
DR_{ij}	ระดับการก่อหนี้ วัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	Panel Data โดยที่ i คือ บริษัทแต่ละราย ตั้งแต่ 1,...,60 บริษัท และ j คือ ปี ตั้งแต่ 1,...,5 ปี ใช้ข้อมูลสิ้นปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548-2552	งบการเงินประจำปี ระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2548-2552 ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดจำนวน 60 บริษัท
$TANG_{ij}$	โครงสร้างของสินทรัพย์ วัดจากอัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนหารด้วยสินทรัพย์รวม		
GTA_{ij}	โอกาสในการเติบโต วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม		
ROA_{ij}	ความสามารถในการทำกำไร วัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์		
$LOGASSET_{ij}$	ขนาดของกิจการ วัดจากลอการิทึมของสินทรัพย์		
$VOLAT_{ij}$	ความเสี่ยงทางธุรกิจ วัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยค่าเฉลี่ยของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี		
$DEBT_GDP_{ij}$	พัฒนาการของตลาดตราสารหนี้ วัดจากสัดส่วนขนาดโดยรวมของตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP	มีค่าเปลี่ยนแปลงตามระยะเวลา โดยในแต่ละปีทุกบริษัท จะมีค่าเท่ากัน	สำนักงานคณะกรรมการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ธนาคารแห่งประเทศไทย
$MKCP_GDP_{ij}$	พัฒนาการของตลาดตราสารทุน วัดจากสัดส่วนขนาดโดยรวมของตลาดตราสารทุนต่อ GDP		
TAX_SUPP_{ij}	มาตรการสนับสนุนทางด้านภาษี		
		ตัวแปรนี้มีแทนระดับการมีและไม่มีมาตรการสนับสนุนทางด้านภาษี (กำหนดให้ 1 แทน มีมาตรการ และ 0 แทน ไม่มีมาตรการ)	กรมที่ดิน กระทรวงมหาดไทย



ตาราง 2 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปร	จำนวน ค่าสังเกต	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	มัธยฐาน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DR)	294	0.02	1.07	0.55	0.53	0.19
อัตราส่วนสินทรัพย์มีตัวตนต่อสินทรัพย์ (TANG)	294	0.01	0.98	0.75	0.64	0.30
อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ (GTA)	294	-0.63	5.24	0.07	0.13	0.41
อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA)	294	-1.03	0.27	0.06	0.05	0.12
ลอการิทึมของสินทรัพย์ (LOGASSET)	294	4.76	10.95	8.42	8.51	1.15
ความเสี่ยงทางธุรกิจ (VOLAT)	294	-18.82	6.91	0.45	0.01	3.40
ขนาดตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP (DEBT_GDP)	294	0.47	0.68	0.56	0.56	0.07
ขนาดตลาดตราสารทุนต่อ GDP (MKCP_GDP)	294	0.40	0.78	0.65	0.64	0.13

* ข้อมูล 60 บริษัท ๆ ละ 5 ปี เท่ากับ 300 รายการ เกิด Missing Value 6 รายการ

ตาราง 3 ข้อมูลโครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบันรายปี

ปี	โครงสร้างพื้นฐานเชิงสถาบัน		
	ขนาดตลาดตราสารหนี้ต่อ GDP	ขนาดตลาดตราสารทุนต่อ GDP	มาตรการภาษีสนับสนุน
2548	0.47	0.72	ไม่มี
2549	0.52	0.65	ไม่มี
2550	0.57	0.78	ไม่มี
2551	0.56	0.40	มี
2552	0.68	0.65	มี

ตาราง 4 แบบจำลองโครงสร้างเงินทุน FEM

$$DR_{ij} = \beta_0 + \beta_1 TANG_{ij} + \beta_2 GTA_{ij} + \beta_3 ROA_{ij} + \beta_4 LOGASSET_{ij} + \beta_5 T_VOLAT_{ij} + \beta_6 DEBT_GDP_{ij} + \beta_7 MKCP_GDP_{ij} + \beta_8 TAX_SUPP_{ij} + \epsilon_{ij}$$

ตัวแปร	Coef.	FEM t-stat	p-value
Dependent Variable : DR			
Constant	3.230 **	2.290	0.023
TANG	0.025	0.330	0.745
GTA	0.057 **	2.520	0.012
ROA	-0.583 ***	-9.440	<0.001
LOGASSET	0.133 ***	6.260	<0.001
T_VOLAT ¹	-0.003 ***	-2.850	0.005
DEBT_GDP	-0.172	-1.010	0.314
MKCP_GDP	0.065	0.710	0.481
TAX_SUPP	0.034	1.000	0.316
R ²			0.858
F-statistics			15.410 (<0.001)
No. obs. ²			275

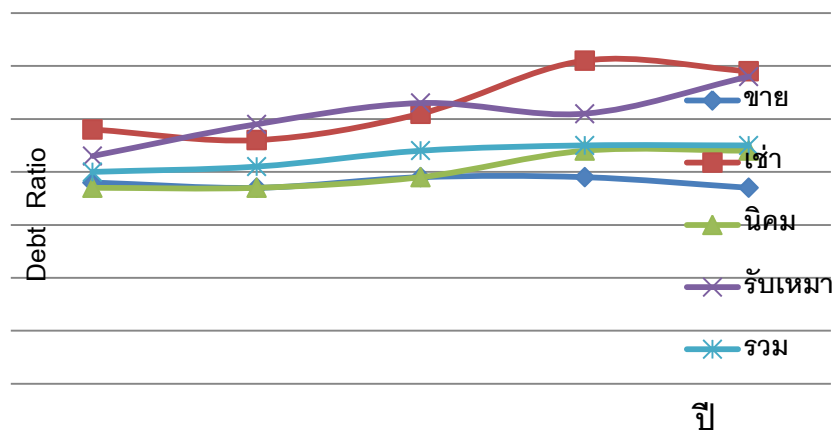
*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10

¹ เนื่องจากความเสี่ยงทางธุรกิจเป็นตัวแปรที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา (Time-Invariant Variables) จึงหาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการก่อหนี้กับความเสี่ยงทางธุรกิจได้ด้วยการหาค่าปฏิสัมพันธ์ (Interaction) ระหว่างความเสี่ยงทางธุรกิจ กับเวลา (T_VOLAT)

² ปรับให้ข้อมูลเป็น Balanced Data



ภาพ 1 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของธุรกิจก่อสร้างริมทรัพย์จำแนกตามประเภท

