

การปรับตัวของผลประกอบการหลังจากการปรับโครงสร้างหนี้ และฟื้นฟูกิจการ

จากภาพรวมผลประกอบการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อไปนี้จะเรียกว่า “ตลาดหลักทรัพย์”) ที่เริ่มปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ปี 2544¹ ได้ก่อให้เกิดคำถามว่าผลประกอบการดังกล่าวได้สะท้อนถึงการปรับตัวที่ดีขึ้นของบริษัทที่มีปัญหาทางการเงิน (distressed firms) จากวิกฤติเศรษฐกิจด้วยหรือไม่² ขณะที่ผลประกอบการของบริษัทที่อยู่ในการปรับโครงสร้างหนี้ (และ/หรือกิจการ) ที่อยู่ในกระดานบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation Companies: Kehabco) โดยเฉพาะทางด้านงบดุลก็ได้ปรับตัวดีขึ้นในช่วงเดียวกันกับที่บริษัทส่วนใหญ่ (ซึ่งรวมทั้งบริษัทที่ไม่มีปัญหา) มีผลประกอบการที่ดีขึ้น³ เพียงแต่ผลที่เกิดขึ้นอาจจะยังไม่เด่นชัดและยังตามหลังผลประกอบการโดยรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ คำถามสำคัญที่ตามมาก็คือว่าหากผลประกอบการ (โดยเฉพาะทางด้านการเงิน) ของบริษัทที่มีปัญหาเหล่านี้ปรับตัวดีขึ้น อะไรคือปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผลประกอบการดังกล่าวดีขึ้น เนื้อหาในบทนี้ได้มุ่งตอบคำถามสำคัญดังกล่าวโดยพิจารณาข้อมูลจากบริษัทที่อยู่และเคยอยู่ในกระดาน Kehabco ของตลาดหลักทรัพย์จำนวน 41 บริษัทและใช้วิธีการทางเศรษฐมิติเป็นเครื่องมือในการตอบคำถาม

กรอบและแนวคิดพื้นฐาน

วิกฤติเศรษฐกิจไทยที่เกิดขึ้นในปี 2540 นั้นเป็นวิกฤติเศรษฐกิจแบบถ่วงหน้า (systemic) ที่เกิดขึ้นอย่างแพร่หลายและกระจายไปเกือบทุกภาคเศรษฐกิจของประเทศ แม้ว่าสาเหตุของวิกฤติดังกล่าวนั้นดูเหมือนว่าจะมาจากปัญหาทางการเงิน (ภาคธนาคารและอัตราแลกเปลี่ยน) เสียเป็นส่วนใหญ่ แต่ผลกระทบที่เกิดขึ้นก็มีใช้กระทบต่อปัญหาทางการเงินเท่านั้น ภาคการผลิตที่แท้จริงโดยเฉพาะที่สะท้อนออกมาในรูปของผลผลิตนั้นก็ลดลง อย่างไรก็ตามระดับความเสียหายที่เกิดขึ้นนั้นก็แตกต่างกันไปในแต่ละภาคเศรษฐกิจ กิจการที่พึ่งพิงเงินกู้ในการดำเนินงานเป็นจำนวนน้อยก็จะไม่รับผลกระทบมากนัก ไม่เหมือนกับกิจการที่พึ่งพิงเงินกู้โดยเฉพาะเงินกู้ในรูปของเงินตราต่างประเทศเป็นจำนวนมาก ยิ่งไปกว่านั้นเมื่อกิจการที่พึ่งพิงเงินกู้จากต่างประเทศเป็นจำนวนมากและไม่ได้ประกันความเสี่ยง (hedge) เอาไว้ เมื่อทางไทยปล่อยลอยตัวค่าเงินบาท กิจการเหล่านี้ก็มีหนี้สินเพิ่มสูงขึ้นเป็นจำนวนมาก เช่นเดียวกันสำหรับกิจการที่มีสัดส่วนหนี้ระยะสั้นในบัญชีเงินกู้ของตนค่อนข้างสูง ผลกระทบจากหนี้ที่เพิ่มมากขึ้น

¹ รายละเอียดของข้อมูลโปรดดูในภาคผนวก ข

² บริษัทที่มีปัญหาทางการเงินหรือ distressed firm หมายถึงบริษัทที่อยู่ในสถานะล้มละลายทางการเงิน (insolvency status) หรือมีเงินกองทุนติดลบ

³ รายละเอียดของข้อมูลโปรดดูในภาคผนวก ฉ

แบบเฉียบพลันก็ย่อมส่งผลกระทบต่อกิจการอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ นำไปสู่ปัญหาการไม่สามารถชำระหนี้ได้ (default) และการล้มละลาย (ทางบัญชีหรือทางการเงิน) ในท้ายที่สุด

เมื่อกิจการต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจเกิดปัญหาไม่สามารถชำระหนี้หรือได้ล้มละลายเป็นจำนวนมาก (ดังเช่นที่เกิดขึ้นกับกรณีของไทยจากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540) กระบวนการในการจัดการกับปัญหาหรือการปรับโครงสร้างหนี้ก็ไม่สามารถเกิดขึ้นได้ในระยะเวลาอันสั้นอย่างปัจจุบันทันด่วน ลูกหนี้และเจ้าหนี้ต่าง ๆ ก็ได้เลือกกลไกและวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้แตกต่างกันไป ตามแต่สถานะของลูกหนี้และความสามารถในการบังคับชำระหนี้และการแบ่งรับส่วนสูญเสียโดยเจ้าหนี้ได้

แม้ว่าการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศไทยนั้นมีลักษณะที่ค่อยเป็นค่อยไป แต่การปรับตัวของผลประกอบการโดยรวมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่เริ่มเกิดขึ้นในปี 2544 ก็มีได้ถือว่าช้าเกินไปนัก ขณะเดียวกันผลประกอบการทางการเงินของกิจการลูกหนี้ที่ได้เจรจาปรับโครงสร้างหนี้ไม่ว่าจะผ่านกลไกใดทั้งที่สำเร็จแล้วและกำลังอยู่ในระหว่างการเจรจานั้นก็ได้ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน การปรับตัวของผลประกอบการทางการเงินที่กล่าวถึงนี้หมายถึงการปรับตัวดีขึ้นในอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (debt-to-equity ratio) หรืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (debt-to-asset ratio) การปรับตัวที่ดีขึ้นดังกล่าวนี้ถือได้ว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่จะนำไปสู่การฟื้นตัวของกิจการลูกหนี้ในเชิงธุรกิจอย่างแท้จริงในท้ายที่สุด เงื่อนไขสำคัญประการแรกที่จะทำให้การปรับตัวทางการเงินดีขึ้นจากการปรับโครงสร้างหนี้ นั่นก็คือการลดหนี้ การลดหนี้นั้นสามารถดำเนินการได้โดยผ่านการลดหนี้โดยตรง (haircut) และ/หรือการแปลงหนี้เป็นทุน (debt-to-equity swap) อย่างไรก็ตาม การปรับตัวดีขึ้นของผลประกอบการทางการเงินก็มิได้หมายความว่าจะทำให้ผลการดำเนินงาน (operating performances) ซึ่งหมายถึงยอดขาย รายได้ และต้นทุนในการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นด้วยเสมอไป แต่ผลการปรับตัวทางการเงินอาจส่งผลดีทางอ้อมแก่ผลประกอบการของกิจการในรูปของกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นได้หลังจากที่หนี้ (เงินต้นและดอกเบี้ย) ได้รับการปรับโครงสร้างให้ลดลง ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่อาจช่วยผลการดำเนินงานของกิจการเพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดต้นทุนของเงินทุนในเวลาที่ลูกหนี้ต้องการเพิ่มทุน นอกจากนั้นแล้ว ความสัมพันธ์ที่ดีหรือความร่วมมือกันในการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้เป็นปัจจัยทางอ้อมอีกปัจจัยหนึ่งที่ช่วยให้ผลประกอบการทางการเงินและผลการดำเนินงานของลูกหนี้ปรับตัวดีขึ้นได้ เงินทุนและการลงทุนของกิจการลูกหนี้ที่เพิ่มขึ้นนั้นสามารถช่วยทำให้ประสิทธิภาพในการดำเนินงานและผลการดำเนินงาน เช่น กำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ยจ่าย (Earnings Before Interest and Taxes: EBIT) หรือ กำไรก่อนหักภาษี ดอกเบี้ยจ่าย และค่าเสื่อมราคา (Earnings Before Interest, Taxes, and Depreciation and Amortization: EBITDA) หรือแม้กระทั่งกำไรสุทธินั้นเพิ่มขึ้นได้

การปรับโครงสร้างหนี้หรือการปรับโครงสร้างทางการเงินของกิจการลูกหนี้ นั้นไม่จำเป็นต้องดำเนินการผ่านการลดหนี้หรือการแปลงหนี้เป็นทุนเท่านั้น การปรับโครงสร้างหนี้ยังสามารถ

ดำเนินการผ่านการยืดระยะเวลาชำระหนี้ การตีโอนสินทรัพย์ชำระหนี้ และวิธีอื่นๆ ได้อีกด้วย ปัจจัยที่กำหนดว่าเจ้าหนี้และ/หรือลูกหนี้จะเลือกวิธีการแบ่ได้ขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญหลายประการ อาทิ สถานะทางการเงินของลูกหนี้ แนวโน้มของผลประกอบการในอนาคต และหลักประกัน เป็นต้น¹

การปรับโครงสร้างธุรกิจเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่งที่ช่วยทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการลูกหนี้ปรับตัวดีขึ้นได้ การปรับโครงสร้างธุรกิจไม่จำเป็นจะเป็นการดำเนินการผ่านการปรับโครงสร้างองค์กร การลดขนาดขององค์กร การจำหน่ายธุรกิจที่มีใช้ธุรกิจหลัก (non-core business) หรือแม้กระทั่งการปรับลดพนักงานได้ถูกนำมาใช้ในกิจการของลูกหนี้หลายแห่งทั้งที่มีปัญหาและที่ไม่มีปัญหาอย่างเช่นการปรับโครงสร้างในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ (เช่น 11 เมจ. ปูนซีเมนต์ และซีพี เป็นต้น) อย่างไรก็ตาม เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านข้อมูลในการวิเคราะห์จึงมิได้รวมตัวแปรนี้เข้าไปด้วย

การขยายตัวหรือการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจของประเทศก็สามารถช่วยให้ผลประกอบการของกิจการลูกหนี้ปรับตัวดีขึ้นได้เช่นกัน แม้ว่าเศรษฐกิจไทยจะหดตัวอย่างรุนแรงถึงร้อยละ 11 ในปี 2541 แต่เศรษฐกิจไทยก็ได้เริ่มฟื้นตัวกลับมาหลังจากนั้น เนื่องจากการวิเคราะห์ในส่วนนี้ใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (cross-section) จึงมิได้นำตัวแปรการขยายตัวทางเศรษฐกิจเข้ามารวมอยู่ด้วย อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์ได้นำผลประกอบการในระดับอุตสาหกรรมเข้ามาร่วมพิจารณาด้วย เนื่องจากการปรับตัวที่ดีขึ้นของผลประกอบการในระดับอุตสาหกรรมก็อาจช่วยให้ผลประกอบการในระดับกิจการดีขึ้นได้ด้วยเช่นกัน

ปัจจัยอีกตัวหนึ่งที่นับว่ามีผลต่อผลประกอบการของกิจการลูกหนี้ก็คือขนาดของกิจการ เนื่องจากเป็นไปได้ว่าลูกหนี้ที่มีกิจการขนาดใหญ่ (เช่น ทีพีโอ) ก็อาจมีส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับที่สูงด้วยโดยเฉพาะหนี้ต่างประเทศ เมื่อต้องประสบกับปัญหาค่าเงินบาทลอยตัว กิจการขนาดใหญ่เหล่านี้ก็ย่อมประสบกับปัญหาทางการเงินอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ อาจกล่าวได้ว่ากิจการขนาดใหญ่เหล่านี้เข้าข่าย “ยิ่งใหญ่ ยิ่งล้มง่าย” (too big too fail) นอกจากนี้ กิจการที่มีขนาดใหญ่อาจต้องการปรับโครงสร้างหนี้ในลักษณะการฟื้นฟูกิจการ (reorganization) มากกว่าที่จะนำกิจการออกขาย (liquidation) ในหลายกรณีกิจการขนาดใหญ่เหล่านี้ก็ต้องการการลดหนี้ในระดับหนึ่งเพื่อให้การฟื้นฟูกิจการมีประสิทธิภาพมากขึ้นด้วย

ปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่งที่น่าจะมีผลต่อการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้และส่งผลต่อผลประกอบการ (ทั้งการเงินและการดำเนินงาน) ในท้ายที่สุด นั่นก็คือความสามารถในการบริหารกิจการ คงปฏิเสธไม่ได้ว่าความสามารถในการบริหารจัดการเป็นปัจจัยสำคัญในการที่จะทำให้ผลประกอบการของกิจการลูกหนี้ปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ดูเหมือน

¹ รายละเอียดเกี่ยวกับการวิเคราะห์ในเรื่องนี้โปรดดูในบทที่ 5 และ 6

ว่ากลุ่มคนที่มีความสามารถที่เป็นมืออาชีพหรือตลาดสำหรับผู้จัดการมืออาชีพนั้นไม่มีหรือค่อนข้างขาดแคลนในกรณีของประเทศกำลังพัฒนาอย่างเช่นประเทศไทย (Siamwalla 2001) นอกจากนั้น จากการที่การบริหารกิจการของลูกหนี้ในการปรับโครงสร้างหนี้ของไทยส่วนใหญ่มาจากผู้บริหารของลูกหนี้เดิมจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจว่าผลประกอบการที่ดีขึ้นนั้นมาจากกลุ่มคนดังกล่าวหรือไม่ อย่างไร คุณลักษณะที่สำคัญอันหนึ่งของภาคธุรกิจเอกชนไทยก็คือความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกันหรือการเป็นกลุ่มเดียวกันระหว่างเจ้าของ (ownership) กับผู้บริหาร (management) เนื่องจากธุรกิจเอกชนในประเทศไทยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจแบบครอบครัว กลุ่มคนที่เป็นเจ้าของและกลุ่มคนที่เป็นผู้บริหารจึงเป็นกลุ่มเดียวกัน คุณลักษณะดังกล่าวนี้แตกต่างจากธุรกิจเอกชนในประเทศตะวันตกอย่างเช่นสหรัฐอเมริกาที่มีตลาดสำหรับผู้บริหารมืออาชีพและกลุ่มคนที่เป็นเจ้าของแยกต่างหากออกจากกัน⁵ นั้นหมายความว่าในกรณีของไทยผู้บริหารเดิมซึ่งเป็นเจ้าของเดิมอาจมีความรู้ความเข้าใจในกิจการของตนดีกว่าเจ้าหนี้ โดยเฉพาะในบางธุรกิจที่ต้องพึ่งพิงความสามารถส่วนบุคคล (human specific) ค่อนข้างสูง เช่น ธุรกิจการค้าปลีก เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในบางอุตสาหกรรมที่ผู้บริหารมืออาชีพสามารถหาได้ง่ายในตลาด เจ้าหนี้ก็อาจหาผู้บริหารมืออาชีพมาทดแทนผู้บริหารเดิมของลูกหนี้ได้ (ดังเช่นที่รัฐบาลกำลังทำอยู่กับทีพีโอ) โดยทั่วไปแล้ว คงไม่ยากนักที่เจ้าหนี้จะสามารถหาผู้บริหารมืออาชีพมาทดแทนผู้บริหารของลูกหนี้เดิมในสถานการณ์ที่เป็นวิกฤตอย่างถ้วนหน้าเช่นนี้ (Stiglitz and Greenwald 2003: 246)

แบบจำลองที่ใช้ในการประมาณ

แบบจำลองหรือรูปแบบสมการที่ใช้ในการวิเคราะห์เป็นสมการแบบเส้นตรง (linear model) โดยมีตัวแปรตามคือผลประกอบการของบริษัทซึ่งสามารถจำแนกออกได้เป็นสองกลุ่มคือ กลุ่มแรกเป็นผลประกอบการซึ่งในที่นี้หมายถึงผลการดำเนินงานของกิจการ (corporate performance) ซึ่งวัดโดย

- 1) อัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์ (EBIT/Asset)
- 2) อัตราส่วนกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์ (EBITDA/Asset)
- 3) กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ (Net Profit/Asset)⁶

ส่วนกลุ่มที่สองนั้นเป็นผลประกอบการที่วัดจากผลประกอบการทางการเงิน (improvement in financial health) อันประกอบไปด้วย

- 1) การเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้น

⁵ การวิเคราะห์เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น (ความเป็นเจ้าของ) และการบริหารงานสามารถดูได้จากบทที่ 8

⁶ อีกนัยหนึ่งอัตราส่วนสองตัวแรกก็คือ Gross Returns on Asset (GROA) ขณะที่ในตัวหลังก็คือ Net Return on Asset นั่นเอง

2) ภาระของอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt/Asset)

ขณะที่ตัวแปรอิสระประกอบไปด้วย 1) สัดส่วนหนี้ระยะสั้น (short-run debt) 2) ขนาดของกิจการ (firm's size) 3) ผลประกอบการในระดับอุตสาหกรรม (industry performance) 4) การได้รับการลดหนี้ (ทั้งในรูปของการลดหนี้โดยตรงและการแปลงหนี้เป็นทุน) (debt reduction) และ 5) การบริหารกิจการโดยลูกหนี้ (management control by debtor) ส่วนตัวแปรอิสระที่สำคัญอีกตัวหนึ่งก็คือระดับของการล้มละลาย (degree of insolvency) N วันที่เข้ากระดาน Rchabco หรือวันที่ศาลาสั่งให้ฟื้นฟูกิจการ แต่เนื่องจากตัวแปรนี้ไปมีผลหรือเป็นตัวสำคัญที่กำหนดมูลค่าของหนี้ที่ได้รับการลด ดังนั้นตัวแปรนี้จึงถูกตัดออกจากสมการ สำหรับวิธีการที่ใช้ในการประมาณค่าสมการนั้นใช้วิธีการแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) รูปแบบสมการที่ใช้ในการประมาณค่าสามารถเขียนในรูปฟังก์ชันได้ดังนี้

Corporate performance = $f(\text{short-run debt, firm's size, the industry performance, debt reduction, and the management control by debtor})$

คำสมมุติฐานหรือเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์สำหรับตัวแปรอิสระที่คาดหมายไว้สำหรับ
สมการแรกนี้คือค่าลบในกรณีของสัดส่วนนี้ระยะสั้นและค่าบวกในกรณีตัวแปรที่เหลือ

Improvement in financial health = f(short-run debt, firm's size, the industry performance, debt reduction, and the management control by debtor)

ค่าสมมุติฐานที่คาดหมายไว้นั้นเหมือนกับในกรณีของสมการ Corporate performance ยกเว้นสมการที่ใช้ Debt/Asset เป็นตัวแปรตามซึ่งคาดว่าจะตัวแปรอิสระจะเป็นไปในทางตรงข้ามกับสมการอื่นๆ เนื่องจากสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้นแสดงถึงผลประกอบการที่แย่ลง

ข้อมูลและที่มาของข้อมูล

ด้วยข้อจำกัดทางด้านความสมบูรณ์ของข้อมูล การวิเคราะห์ในครั้งนี้จึงเลือกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และอยู่ (หรือเคยอยู่) ในกระดาน Rehabco เป็นกลุ่มประชากรเป้าหมาย หลังจากนั้นจึงได้คัดเลือกบริษัทที่สามารถหาข้อมูลในรายละเอียดเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการทั้งที่ผ่านศาลล้มละลายกลางและผ่านกลไกอื่นๆ จำนวน 41 บริษัทเป็นตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ (ซึ่งคิดเป็นจำนวนเกือบร้อยละ 50 ของบริษัทที่อยู่และเคยอยู่ใน

⁷ การวิเคราะห์ในประเด็นนี้สามารถทำได้จากบทที่ 5 และ 6

กระดาน Rehabco ทั้งหมด)⁸ ในกลุ่มตัวอย่างเหล่านี้มีหลายบริษัทที่ย้ายกลับไปสู่หมวดปกติแล้ว”

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้เป็นข้อมูลภาคตัดขวางของบริษัทต่าง ๆ ในช่วงระหว่างปี 2541-2547 แม้ว่าข้อมูลบางส่วนโดยเฉพาะข้อมูลทางการเงินจะสามารถเก็บรวบรวมในลักษณะข้อมูลภาคตัดขวางผสมกับอนุกรมเวลา (panel) ได้ แต่ข้อมูลอีกจำนวนหนึ่งเช่นวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้หนี้ไม่สามารถหาข้อมูลในลักษณะดังกล่าวได้ การวิเคราะห์ในครั้งนี้จึงเลือกใช้ข้อมูลแบบภาคตัดขวาง นอกจากนั้น จากตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 41 ตัวอย่าง บริษัทเกือบทั้งหมด (40 บริษัท) ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง นั่นหมายความว่าข้อมูลส่วนหนึ่งโดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวกับการฟื้นฟูกิจการนั้นมาจากศาลล้มละลายกลาง ส่วนข้อมูลส่วนที่เหลือซึ่งส่วนใหญ่เป็นข้อมูลทางการเงินนั้นรวบรวมจากงบการเงินและหมายเหตุประกอบงบการเงินซึ่งเก็บรวบรวมไว้ที่ตลาดหลักทรัพย์

สำหรับการวัดค่าของตัวแปรต่าง ๆ นั้น ในกรณีของตัวแปรตามนั้นค่าต่าง ๆ อันประกอบด้วย EBIT/Asset EBITDA/Asset Net Profit/Asset และ Debt/Asset เป็นค่าสัดส่วน ส่วนราคาหุ้นนั้นมีค่าเป็นบาทต่อหุ้น ในการจัดข้อมูล เริ่มจากเฉลี่ยค่าของตัวแปรตามออกเป็นสองช่วงเวลาคือ 2541-2543 และ 2544-2547 หลังจากนั้นจึงหาค่าอัตราการขยายตัวของตัวแปรตาม หากการขยายตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าร้อยละ 50 ถือว่าเป็นผลประกอบการเพิ่มขึ้นมาก (ให้ค่าเท่ากับ 2) หากการขยายตัวอยู่ในระดับร้อยละ 10-50 ถือว่าเพิ่มขึ้นเล็กน้อยถึงปานกลาง (ให้ค่าเท่ากับ 1) หากการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของค่าอัตราการขยายตัวอยู่ระหว่างร้อยละ 0-10 ถือว่าคงที่ให้ค่าเท่ากับ 0 หากการลดลงอยู่ในระดับร้อยละ 10-50 ถือว่าลดลงเล็กน้อยถึงปานกลาง (ให้ค่าเท่ากับ -1) และหากการลดลงมากกว่าร้อยละ 50 ถือว่าลดลงมาก (ให้ค่าเท่ากับ -2)

ส่วนตัวแปรอิสระนั้น short-run debt มีค่าเป็นสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นในปี 2539 ต่อหนี้สินทั้งหมด ขนาดของกิจการนั้นเป็นมูลค่าสินทรัพย์ของกิจการในปี 2539 industry performance เป็นค่าสัดส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์ (Net Returns on Asset) ของอุตสาหกรรมกรรมนั้น ส่วนตัวแปร debt reduction นั้นพิจารณาจากข้อมูลกำไรที่ได้จากการปรับโครงสร้างหนี้โดยเทียบเป็นสัดส่วนต่อหนี้สินทั้งหมด ณ วันที่ศาลฯ สั่งให้ฟื้นฟูกิจการหรือวันที่เข้ากระดาน

⁸ ณ เดือนกันยายน 2548 มีจำนวนบริษัทที่อยู่และเคยอยู่ในกระดาน Rehabco แล้วทั้งสิ้นจำนวน 102 บริษัท และรายชื่อบริษัทตัวอย่างสามารถดูได้จากภาคผนวก ค

⁹ เกณฑ์สำหรับการย้ายกลับไปอยู่ในกระดานปกตินั้นประกอบไปด้วย 1) ส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นบวก 2) มีกำไรสุทธิจากธุรกิจหลัก ((core business) ติดต่อกัน 3 ไตรมาสหรือ 1 ปี 3) สามารถปรับโครงสร้างหนี้ได้ไม่มากกว่าร้อยละ 75 ของหนี้ทั้งหมดของบริษัท 4) สามารถแสดงให้เห็นถึงสถานะทางการเงินและประกอบกิจการที่มั่นคงได้อย่างต่อเนื่อง และ 5) สามารถรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่อเจ้าหนี้ได้ไม่น้อยกว่า 10:90

Rehabco ขณะที่ตัวแปร management control นั้นเป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable) ที่มีค่าเท่ากับ 0 หากเจ้าหนี้ได้บริหารและมีค่าเท่ากับ 1 หากลูกหนี้ได้บริหาร

ภาพทั่วไปเกี่ยวกับบริษัทตัวอย่าง

ข้อมูลจากตารางที่ 7.1 แสดงให้เห็นถึงคุณลักษณะที่สำคัญบางประการของตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์จำนวน 41 บริษัท บริษัทส่วนใหญ่มีสินทรัพย์ที่ลดลงอย่างมากในช่วงระหว่างปี 2542-2543 ซึ่งสะท้อนถึงช่วงเริ่มต้นของการปรับโครงสร้างหนี้ ขณะที่ในส่วนของบริษัทเหล่านี้ได้ปรับลดไปอย่างมากในช่วงปี 2544-2546 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทตัวอย่างเหล่านี้ปรับโครงสร้างหนี้ในช่วงดังกล่าว ส่วนการปรับตัวในส่วนของทุนนั้นดีขึ้นในช่วงปี 2545-2546 หลังจากที่มีการปรับโครงสร้างหนี้ได้สำเร็จไประดับหนึ่งแล้ว (ข้อมูลเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของบริษัทขนาดใหญ่บางแห่งสามารถดูได้จากภาคผนวก ข)

ปัญหาที่บริษัทตัวอย่างเหล่านี้ประสบนั้นมิใช่เป็นแต่เพียงปัญหาการเงินแต่ยังคงเป็นปัญหาการดำเนินงานด้วย เนื่องจากยอดขาย (sales) EBIT และ EBITDA นั้นมีค่าเป็นลบในช่วงปี 2542-2543 แต่หลังจากที่ปัญหาเกี่ยวกับหนี้ได้เริ่มถูกขจัดออกไปในปี 2544 ผลประกอบการทางการเงินและภาระหนี้ก็ได้ปรับตัวดีขึ้น ข้อมูลจากตารางที่ 7.3 ได้ช่วยยืนยันถึงผลประกอบการทั้งทางด้านการเงินและการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น

ตารางที่ 7.2 แสดงให้เห็นภาพของบทบาทจากการบริหารงานโดยเจ้าหนี้และลูกหนี้ที่มีต่อผลประกอบการของบริษัทเหล่านี้ได้เป็นอย่างดี เป็นที่ประจักษ์ชัดว่า 37 บริษัทตัวอย่างที่บริหารจัดการโดยลูกหนี้มีผลประกอบการทั้งด้านการเงินและการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่บริหารจัดการโดยเจ้าหนี้

ตารางที่ 7.1: สถานะทางการเงินของบริษัทตัวอย่างจำนวน 41 บริษัท

หน่วย: ล้านบาท

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004Q3*
Total Assets	524,946.7	662,236.5	628,086.4	545,215.5	453,357.6	419,836.4	423,919.6	453,091.8	482,208.2
Total Liabilities	355,374.9	567,885.4	544,714.4	557,422.5	591,757.9	520,642.1	449,498.8	377,877.7	394,337.8
Total Equities	169,571.9	94,351.1	83,371.9	12,207.1	-138,400.3	-109,805.7	-25,579.3	75,214.1	87,870.4
Sales	179,570.9	173,745.6	175,628.1	160,372.8	167,643.3	170,363.2	181,993.6	216,570.6	540,361.8
EBIT	71,009.5	32,860.2	56,929.4	27,166.6	-58,843.6	1,133.6	16,235.1	27,158.2	15,827.5
EBITDA	77,808.7	42,820.1	70,028.4	-10,876.0	-44,583.3	14,994.0	31,902.8	44,712.2	28,003.2
Net Profit	5,278.9	180,514.8	-6,168.1	-76,088.0	-109,883.7	3,063.1	52,393.1	47,180.8	10,614.6
Debt/Asset	0.68	0.86	0.87	1.02	1.31	1.26	1.06	0.83	0.82
EBIT/Sales	0.40	0.19	0.32	-0.17	0.35	0.01	0.09	0.13	0.03
GROA	0.14	0.05	0.09	0.05	-0.13	0.00	0.04	0.06	0.03
EBITDA/Asset	0.15	0.06	0.11	-0.02	-0.10	0.04	0.08	0.10	0.06
NROA	0.01	0.17	-0.01	-0.14	-0.24	-0.01	0.12	0.10	0.02
IPCR	4.95	1.01	1.09	-0.54	-1.24	0.03	0.64	1.79	1.31

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: *40 บริษัท

EBIT = Earnings Before Interests and Taxes

EBITDA = Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations, and Amortizations

GROA=Gross Return on Asset (EBIT/Asset)

NROA=Net Return on Asset (Net Profit/Asset)

IPCR=Interest Payment Coverage Ratio (EBIT/Interest Payment)

ตารางที่ 7.2: สถานะทางการเงินของบริษัทตัวอย่างจำนวน 41 บริษัทจำแนกตามผู้บริหาร
กิจการ

	หน่วย: ล้านบาท	
Average	1998-2000	2001-2004Q3*
Total Assets		
Creditor control	101,163.0	109,340.2
Debtor control	29,624.7	32,981.9
Total Liabilities		
Creditor control	97,564.8	118,070.5
Debtor control	32,109.5	30,638.2
Total Equities		
Creditor control	3,598.2	-8,730.2
Debtor control	-2,484.8	2,345.7
Sales		
Creditor control	33,991.9	67,154.6
Debtor control	8,606.3	20,786.2
EBIT		
Creditor control	1,178.9	3,091.9
Debtor control	-949.0	1,243.0
EBITDA		
Creditor control	3,515.6	6,463.6
Debtor control	-79.9	2,370.2
Net Profit		
Creditor control	-7,710.4	1,400.4
Debtor control	-4,126.0	2,802.1
Debt / Asset		
Creditor control	0.98	1.08
Debtor control	1.08	0.93
EBIT / Sales		
Creditor control	0.03	0.05
Debtor control	-0.11	0.06
GROA		
Creditor control	0.01	0.03
Debtor control	-0.03	0.04
EBITDA / Asset		
Creditor control	0.03	0.06
Debtor control	0.00	0.07
NROA		
Creditor control	-0.08	0.01
Debtor control	-0.14	0.08
IPCR		
Creditor control	0.13	0.51
Debtor control	-0.34	0.85

ที่มา: คำนวณจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและศาลล้มละลายกลาง

ผลการประมาณค่าสมการ

ผลที่ได้จากการประมาณค่าสมการในทั้งสองกลุ่ม (ผลการดำเนินงานและผลทางการเงิน) นั้นเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ (ตารางที่ 7.3) คือมีค่าเป็นลบในกรณีตัวแปรอิสระ short-run debt และมีค่าเป็นบวกในตัวแปรอิสระอื่นๆ ที่เหลือ ในส่วนของสมการผลการดำเนินงาน (corporate performance) นั้น ค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปรอิสระที่ได้ของทั้งสามสมการ (EBIT/Asset EBITDA/Asset และ Net Profit/Asset) มีค่าเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีสมการ EBIT/Asset และ EBITDA/Asset ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร short-run debt และ management control มีนัยสำคัญทางสถิติด้วย สำหรับตัวแปร debt reduction นั้นถึงแม้จะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแต่ก็มีผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทลูกหนึ่งนั้นก็นับได้ว่ามีบทบาทสำคัญในระดับหนึ่ง สำหรับสมการ Net Profit/Asset มีเพียงตัวแปร industry performance ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ เหตุที่เป็นเช่นดังกล่าวน่าจะมาจากความสัมพันธ์กันระหว่างผลประกอบการในระดับอุตสาหกรรมและในระดับกิจการที่อยู่ในระดับสูง โดยรวมแล้วสมการ EBITDA/Asset เป็นสมการที่มีค่าประมาณและผลของสมการดีที่สุดในสามสมการนี้ ข้อสรุปที่ได้จากการประมาณค่าสมการ corporate performance ก็คือสัดส่วนหนี้ระยะสั้นในระดับที่ต่ำ การได้รับการลดหนี้ และการบริหารกิจการโดยลูกหนี้ช่วยให้ผลการดำเนินงาน (operating performance) ของกิจการดีขึ้น

ในส่วนของสมการ financial health นั้น ผลการประมาณค่าสมการก็เป็นไปตามค่าสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้เช่นกัน ยกเว้นกรณีของตัวแปร industry performance ในสมการ Improvement in Share Price แต่ในกรณีของสมการ Debt/Asset ค่าของตัวแปรดังกล่าวก็เป็นไปตามสมมติฐาน (มีค่าเป็นลบ) และมีนัยสำคัญทางสถิติ ข้อสรุปที่ได้ในกรณีของสมการ financial health จึงเหมือนกับกรณีของสมการ corporate performance

กล่าวโดยสรุป สัดส่วนหนี้ระยะสั้น การได้รับการลดหนี้ในระดับสูง และการบริหารกิจการโดยลูกหนี้ล้วนแล้วแต่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ ขณะที่การได้รับการลดหนี้ในระดับสูงและผลประกอบการในระดับอุตสาหกรรมนั้นส่งผลดีต่อผลประกอบการทางการเงิน (สัดส่วนหนี้สินต่อทุน) ส่วนการบริหารกิจการโดยลูกหนี้นั้นไม่มีผลต่อผลประกอบการทางการเงิน

บทสรุป

ผลจากการวิเคราะห์ในบทนี้ได้สะท้อนให้เห็นถึงปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อผลประกอบการของกิจการลูกหนี้ที่ได้ปรับโครงสร้างและฟื้นฟูกิจการผ่านกลไกต่างๆ โดยเฉพาะศาลฯ ได้เป็นอย่างดี บทบาทของลูกหนี้ในการบริหารจัดการกิจการของตนในช่วงเวลาที่ปรับโครงสร้างหนี้นั้นเป็นสิ่งที่พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่ามีความสำคัญต่อผลการดำเนินกิจการของลูกหนี้ นั้นหมายความว่าในแง่หนึ่งที่กฎหมายฟื้นฟูกิจการของไทยได้เปิดโอกาสให้เจ้าหนี้และลูกหนี้เจรจาต่อรองกันเพื่อ

ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของกิจการลูกหนี้ที่มีปัญหา รวมทั้งได้เปิดโอกาสให้ลูกหนี้มีสิทธิเข้ามาบริหารกิจการของตนได้ (ด้วยความยินยอมของเจ้าหนี้) คงไม่ผิดนักหากจะกล่าวว่ากฎหมายฟื้นฟูกิจการของไทยมีลักษณะที่ทิ้งไปในทางกฎหมายฟื้นฟูกิจการ Chapter 11 ของสหรัฐอเมริกา (quasi Chapter 11) ประเด็นคำถามสำคัญที่อาจยังหลงเหลืออยู่ก็คือผลพวงจากการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของลูกหนี้ที่เกิดขึ้นนั้นมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างผู้ถือหุ้นหรือความเป็นเจ้าของ (ownership) และการบริหารกิจการ (management) หรือไม่อย่างไร คำตอบต่อคำถามดังกล่าวสามารถดูได้จากการวิเคราะห์ในบทต่อไป

ตารางที่ 7.3: ผลการประมาณค่าสมการผลประกอบการโดยวิธี OLS

	Corporate Performance			Financial Health	
	EBIT/Asset	EBITDA/Asset	Net Profit/Asset	Improvement in Share Price	D/A Level
Constant	-0.1662 (-1.50)	-0.1238 (-1.14)	-0.6610 (-1.37)	0.6954 (0.81)	3.2593 (1.64)
Short-run debt	-0.0019* (-1.72)	-0.0019* (-1.75)	-0.0010 (-0.20)	-0.0138 (-1.61)	0.0304 (1.53)
Firm's size	0.0000 (1.36)	0.0000 (1.24)	0.0000 (0.34)	0.0000 (0.54)	0.0000 (-0.51)
Industry Performance	0.6351 (0.72)	0.7250 (0.84)	13.8472*** (3.61)	-3.9906 (-0.59)	-74.0042*** (-4.67)
Debt reduction ¹	0.0001 (1.54)	0.0002* (1.84)	0.0004 (0.94)	0.0017** (2.45)	-0.0025 (-1.54)
Management control ²	0.2093*** (2.97)	0.2019*** (2.93)	0.3466 (1.13)	0.6292 (1.16)	-0.8552 (-0.68)
R ²	0.2970	0.2967	0.2959	0.2101	0.4307
Adj. R ²	0.1966	0.1962	0.1953	0.0972	0.3494
Prob. (F)	0.0249	0.0251	0.0255	0.1263	0.0010

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บคือค่าสถิติ t (t-statistics)

*, **, and *** แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

¹ ประกอบด้วย การลดหนี้และแปลงหนี้เป็นทุน

² เจ้าหนี้ = 0, ลูกหนี้ = 1

Box: การประมาณค่าสมการผลประกอบการปรับโครงสร้างหนี้ต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทย

ในการศึกษา ผู้วิจัยต้องการพิจารณาผลของการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ จึงได้ทดสอบโดยการประมาณค่าทางเศรษฐมิติโดยให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจเป็นตัวแปรตามและหนี้ที่ปรับโครงสร้างเป็นตัวแปรตาม สมมุติฐานเบื้องต้นก็คือการปรับโครงสร้างที่สำเร็จมากขึ้นนั้นส่งผลดีต่อสถานะของสถาบันการเงินซึ่งเป็นตัวกลางทางการเงินที่มีบทบาทสำคัญในการจัดสรรทรัพยากรทางเศรษฐกิจของไทย เมื่อสถานะของสถาบันการเงินได้ปรับปรุงดีขึ้นเศรษฐกิจของประเทศก็น่าจะดีขึ้นในที่สุด นอกจากนั้นแล้ว ในการประมาณค่าสม

การ ผู้วิจัยยังได้เพิ่มตัวแปรการลงทุนของภาคเอกชนซึ่งมีผลสำคัญต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศเช่นกัน สมการดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังนี้

$$\ln(\text{RGDP}) = b_0 + b_1 \ln(\text{RRDEBT}) + b_2 \text{PRINV}$$

โดยที่ $\ln$ = natural logarithm

RGDP = ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (ณ ราคาปี 2531)

RRDEBT = มูลค่าที่แท้จริงของหนี้ที่ปรับโครงสร้าง (ณ ราคาปี 2531)

PRINV = ดัชนีการลงทุนของภาคเอกชน (ปี 2538 = 100)

หน่วยของ RGDP และ RRDEBT คือล้านบาท ในการประมาณค่าสมการได้ใช้ข้อมูลรายไตรมาสตั้งแต่ไตรมาสที่ 4 ของปี 2542 จนถึงไตรมาสที่ 3 ของปี 2548 ส่วนวิธีการที่ใช้ในการประมาณค่าสมการนั้นใช้วิธีการแบบ Ordinary Least Square (OLS)

ผลการประมาณค่าสมการโดยวิธีการ OLS

Dependent Variable	$\ln(\text{Real GDP})$
Independent Variables	Coefficient
Constant	12.9483*** (57.48)
$\ln(\text{Real Restructured Debt})$	0.0136 (0.84)
Private Investment Index	0.0079*** (8.00)
Adj. R2	0.86
Prob (F)	0.0000
Durbin-Watson	1.87
Obr.	22

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บคือค่าสถิติ t และ *** แสดงถึงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลจากการประมาณค่าสมการแสดงให้เห็นว่าการปรับโครงสร้างหนี้ส่งผลดีต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทย เนื่องจากเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรการปรับโครงสร้างหนี้เป็นบวก อย่างไรก็ตาม จากการที่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติจึงอาจกล่าวได้ว่า แม้การปรับโครงสร้างหนี้จะส่งผลดีต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทย แต่บทบาทที่มีต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจอาจมีไม่มากนัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อหนี้เสียส่วนใหญ่ได้รับการปรับโครงสร้างไปในปี 2542 และ 2543 นอกจากนั้น เมื่อธนาคารพาณิชย์ของไทยได้ตั้งสำรองหนี้สูญจนครบถ้วน (ร้อยละ 100) ตามเกณฑ์ของ ธปท. ในปี 22543 บทบาทจากการปรับโครงสร้างหนี้ที่ส่งผ่านจากตัวกลางทางการเงินอย่างธนาคารพาณิชย์ไปยังเศรษฐกิจโดยรวมหลังจากนั้นจึงอาจมีไม่มากนัก