

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น



นางสาวกานต์แก้ว กุลวานิช

## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต


สาขาวิชาการบัญชี ภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2550

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

FACTORS AFFECTING COST OF EQUITY CAPITAL



Miss Karnkaew Kulvanich

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Accountancy Program in Accounting

Department of Accountancy

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2007

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

โดย

นางสาวกานต์แก้ว กุลวานิช

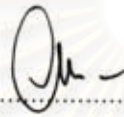
สาขาวิชา

การบัญชี

อาจารย์ที่ปรึกษา

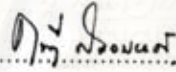
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้รับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้  
เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

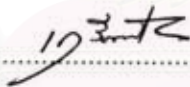


.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(รองศาสตราจารย์ ดร.อรรณพ ต้นละมัย)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์



.....ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดุษฎี สงวนวนชาติ)



.....อาจารย์ที่ปรึกษา  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย)



.....กรรมการ  
(อาจารย์ ดร.สันสกฤต วิจิตรเลขการ)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

กานต์แก้ว กุลวานิช : ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น. (FACTORS AFFECTING COST OF EQUITY CAPITAL)

อ. ที่ปรึกษา: ผศ. ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย, 92 หน้า.

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น จากกลุ่มตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2545-2549 การวิจัยในครั้งนี้ใช้ตัวแบบจำลอง O'Hanlon และ Steele (2000) เพื่อคำนวณค่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ส่วนปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น พิจารณาจากต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม

ผลการวิจัยพบว่า ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) ในส่วนของปัจจัยความเสี่ยงพบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลเพียงปัจจัยเดียวที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ส่วนต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ผลของงานวิจัยนี้จะช่วยให้นักลงทุนสามารถนำปัจจัยความเสี่ยงจากแนวทางการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ไปประเมินความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับเพื่อใช้ประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ต่อไป

## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่อนิสิต..... กานต์แก้ว กุลวานิช  
สาขาวิชา.....การบัญชี.....ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....  
ปีการศึกษา..... 2550.....

## 488 21566 26: MAJOR ACCOUNTING

KEY WORD: COST OF EQUITY CAPITAL/ EQUITY RISK/ EQUITY VALUATION

KARNKAEW KULVANICH: FACTORS AFFECTING COST OF EQUITY CAPITAL.

THESIS ADVISOR: ASST. PROF.KRIENGRKAI BOONLERT-U-THAI, Ph.D.,

92 pp.

The purpose of this study is to analyze factors affecting cost of shareholders' equity capital of companies listed in the Stock Exchange of Thailand (SET) during 2002-2006. The study follows O'Hanlon and Steele (2000) to measure a firm's cost of equity capital. The risk factors focused in this study are gross borrowing cost, dividend payout ratio, working capital divided by current asset ratio, and cash flow from operation ratio.

The results of this study show that the cost of shareholders' equity capital is positively associated with systematic risk, consistent with Giner and Reverte (2006) study. For results based on risk factors, the study shows that a firm's dividend payout ratio has a positive impact on the cost of equity capital, while gross borrowing cost, working capital divided by current asset ratio, and cash flow from operation ratio have a negative impact on the cost of equity capital, which is inconsistent with the study's hypotheses. For the implication of this study, investors can apply risk factors resulting from fundamental analysis to determine the risk and return for their investment decisions.

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department.....Accountancy.....Student's signature.....*กมลวิมล กุลพงษ์*.....

Field of study.....Accounting.....Advisor's signature.....*17352*.....

Academic year.....2007.....



## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาสละเวลาในการให้คำปรึกษาและชี้แนะแนวทางในการจัดทำวิทยานิพนธ์ของผู้วิจัย รวมทั้งได้ให้ความกรุณาในการตรวจสอบและแก้ไขข้อบกพร่องต่างๆ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่ง ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดุษฎี สงวนวนชาติ ที่ให้ความกรุณาในการเป็นประธานสอบวิทยานิพนธ์ และอาจารย์ ดร.สันสกฤต วิจิตรเลขการ ที่ให้ความกรุณาในการเป็นกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ซึ่งท่านได้ให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์สำหรับการจัดทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ให้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

สุดท้ายนี้ คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ผู้วิจัยขอบแต่ผู้มีพระคุณและคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้แก่ผู้วิจัย



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฉ
สารบัญภาพ.....	ญ
บทที่ 1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.5 วิธีการดำเนินการวิจัย.....	4
1.6 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	6
1.7 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการวิจัย.....	7
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	8
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง.....	8
2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น.....	8
2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยง.....	11
2.2 การศึกษาและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง.....	18
2.2.1 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับ การประมาณค่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น.....	18
2.2.2 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับ ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น.....	20
2.2.3 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับ ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยง.....	20
2.2.4 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับ การประมาณค่าความเสี่ยง.....	23

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	25
3.1 รูปแบบที่ใช้ในงานวิจัย.....	25
3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	25
3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูลและการวัดค่าตัวแปร.....	27
3.3.1 แบบจำลอง.....	27
3.4 การตั้งสมมติฐาน.....	31
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	35
บทที่ 4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	37
4.1 ตรวจสอบรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณ และตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล.....	38
4.2 การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ.....	39
4.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ.....	39
4.4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม.....	44
4.5 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา.....	47
4.6 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ.....	54
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย.....	66
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	66
5.2 อภิปรายผลการวิจัย.....	68
5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย.....	74
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต.....	74
รายการอ้างอิง.....	76
ภาคผนวก.....	80
ภาคผนวก ก ความเสี่ยงที่เป็นระบบ.....	81
ภาคผนวก ข อัตราส่วนทางการเงิน.....	84
ภาคผนวก ค การทดสอบค่าต้นทุนเงินทุนส่วนบุคคล จากการศึกษาของ O'Hanlon และ Steele (2000) .....	86
ภาคผนวก ง การตรวจสอบเงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ.....	87
ภาคผนวก จ อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อของ ธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย.....	91
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	92



## สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 2.1	สรุปวรรณกรรมด้านความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยง กับปัจจัยความเสี่ยง.....	24
ตารางที่ 3.1	จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่าง.....	26
ตารางที่ 3.2	แสดงตัวแปรและการวัดค่า.....	29
ตารางที่ 3.3	ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Expected signs).....	34
ตารางที่ 4.1	แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ (Pearson correlation coefficient).....	42
ตารางที่ 4.2	แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ (Spearman correlation coefficient).....	43
ตารางที่ 4.3	ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม.....	44
ตารางที่ 4.4	ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรทั้งหมดก่อนตัดค่าที่ผิดปกติ.....	48
ตารางที่ 4.5	ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่มีค่าผิดปกติ จากกลุ่มตัวอย่าง 7 บริษัท.....	49
ตารางที่ 4.6	ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรหลังตัดค่าที่ผิดปกติ.....	50
ตารางที่ 4.7	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่าง ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง จากรูปแบบของ Fama และ French.....	56
ตารางที่ 4.8	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่าง ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับตัวแปรควบคุม.....	59
ตารางที่ 4.9	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่าง ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง.....	63
ตารางที่ 4.10	ผลการวิเคราะห์ความถดถอยทดสอบความสัมพันธ์ ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงโดยมี ตัวแปรควบคุมเฉพาะที่พบความสัมพันธ์ กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น.....	64
ตาราง ก	ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ.....	90
ตาราง ข	อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย.....	91

# สารบัญภาพ

ภาพที่ 1.1	กรอบแนวคิดงานวิจัย.....	หน้า 6
------------	-------------------------	--------



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในหลักทรัพย์โดยทั่วไป ผู้ลงทุนไม่ว่าจะเป็นสถาบันหรือรายย่อยล้วนมีความสนใจต่อผลตอบแทนและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุน นักลงทุนจึงมีการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญเพื่อใช้เป็นเกณฑ์การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการประเมินในส่วนของความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุน

ในการวิจัยนี้ได้ประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญในส่วนของอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนจากค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) จากรูปแบบการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของ O'Hanlon และ Steele (2000) ซึ่งมีแนวคิดบนพื้นฐานของกำไรส่วนที่เหลือ คือ เมื่อกิจการมีการคิดต้นทุนให้กับเงินทุนที่กู้ยืมมาใช้ในกิจการ กิจการก็ควรที่จะคิดต้นทุนให้กับเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการว่ากิจการมีกำไรสุทธิเหลือหลังจากหักต้นทุนเงินทุนทั้งหมดเท่าไร และทำให้นักลงทุนทราบว่าเมื่อตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ใดแล้วจะมีค่าเสียโอกาสที่จะลงทุนในหลักทรัพย์อื่นเป็นอย่างไร

การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยง นักลงทุนได้พยายามหาวิธีลดความเสี่ยงและใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน เครื่องมือที่ช่วยในการตัดสินใจลงทุนที่นิยมใช้ในประเทศไทย มีอยู่ 2 แนวทาง คือ การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) และการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน เป็นการพิจารณาปัจจัยแวดล้อมต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น ความสามารถในการก่อให้เกิดรายได้ ฐานะทางการเงิน และภาระหนี้สินของบริษัท โดยสามารถพิจารณาข้อมูลเชิงปริมาณได้จากงบการเงิน และข้อมูลเชิงคุณภาพจากประวัติผู้บริหารของบริษัท ส่วนแบ่งทางการตลาด และโครงการในอนาคต เพื่อนำมาประมาณการและหามูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมของหลักทรัพย์

ส่วนการวิเคราะห์ทางเทคนิค เป็นการวิเคราะห์พฤติกรรมราคาหลักทรัพย์และการวิเคราะห์ความต้องการซื้อและความต้องการขายของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งในอดีต โดยใช้หลักทางสถิติ แล้วนำมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตและจังหวะการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เหมาะสม โดยเชื่อว่าแนวโน้มราคาหลักทรัพย์จะกลับมาเป็นอย่างไรที่เคยเป็นอีกใน

อนาคต (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546) ในการวิเคราะห์ทางเทคนิคจะต้องอาศัยหลักการทางสถิติมาใช้ในการวิเคราะห์ ดังนั้นการตัดสินใจบนแนวทางของการวิเคราะห์ทางเทคนิคจึงมีโอกาสที่จะเกิดความผิดพลาดได้ เนื่องจากความถูกต้องอยู่ในระดับของความน่าจะเป็นและไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้ทุกครั้ง ซึ่งแท้จริงแล้วการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานยังคงเป็นแนวทางที่สำคัญที่สุดเพราะตัวเทคนิคเหล่านี้พัฒนามาจากการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั่นเอง (รอยเตอร์ (ประเทศไทย), 2550) ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงใช้แนวทางการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในการประเมินความเสี่ยงส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ

การวิจัยนี้เพื่อศึกษาถึงความเสี่ยงและผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญที่นักลงทุนใช้ในการประกอบการพิจารณาการตัดสินใจลงทุน ว่ามีปัจจัยความเสี่ยงใดที่ผลกระทบต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการหรือคาดหวังจากการลงทุน

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย คือ

เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาค้นนี้ประกอบด้วย ปัจจัยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายปันผล อัตราส่วนเงินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม โดยมีขอบเขตการวิจัยดังนี้

1.3.1. งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้นนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2545-2549 โดยศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงินอันประกอบด้วยกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ (Finance and Securities) กลุ่มธนาคาร (Banking) และกลุ่มประกันชีวิตและประกันภัย (Insurance) เนื่องจากกลุ่มธุรกิจการเงินมีข้อบังคับที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาวที่

แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินและตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์ซึ่งไม่รวมกลุ่มดังกล่าวเป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา นี้ กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ (Companies under Rehabilitation) กลุ่มกองทุนและธุรกิจขนาดกลาง (MAI) เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้องและมีหลักเกณฑ์อื่นๆ ในการกำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์โดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3.2 แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้จากรายงานทางการเงินของบริษัท เช่น งบการเงิน รายงานประจำปี แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) จาก Set Smart รวมถึงข้อมูลอื่นๆ จากเว็บไซต์ของคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น
2. เพื่อใช้ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นประกอบการพิจารณาในการวางแผน การตัดสินใจ การกระจายความเสี่ยง หรือการจัดสรรเงินลงทุนที่มีอยู่ในพอร์ตการลงทุน (Portfolio) ให้เกิดประโยชน์มากจากการลงทุนมากที่สุด
3. เพื่อให้บริษัทหลักทรัพย์และภาครัฐสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการบริหารจัดการกับความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ หรือใช้ประโยชน์ในด้านการกำกับดูแล ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม
4. ข้อมูลที่ได้จากการวิจัยสามารถนำไปเป็นความรู้พื้นฐานสำหรับงานวิจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องได้ต่อไป

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 1.5 วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้นเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงซึ่งประกอบด้วย ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม มีขั้นตอนการวิจัย ดังนี้

1.5.1 การคำนวณค่าของตัวแปร ได้แก่ ต้นทุนเงินทุนส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้น ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดบริษัท มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาวะผูกพันดำเนินงาน ภาวะผูกพันทางการเงิน และอัตราการเติบโตของบริษัท

1.5.2 การทดสอบเพื่อให้ทราบระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามโดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation)

1.5.3 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive method) เพื่อให้ทราบลักษณะโดยทั่วไปของตัวแปรโดยใช้วิธีการทางสถิติในการวัดค่า โดยการนำตัวแปรต่างๆ ที่ทำการศึกษา มาทำการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานทั่วไป แสดงผลในรูปของ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุดของข้อมูล รวมถึงการอธิบายถึงลักษณะของข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้

1.5.4 การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative method) เป็นการทดสอบสมมติฐานการวิจัยโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) เพื่ออธิบายถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้น โดยการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จะประกอบด้วยตัวแปร 3 ประเภท คือ ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม ดังนี้

ตัวแปรตาม

K คือ ต้นทุนเงินทุนส่วนบุคคลของผู้ถือหุ้น



## ตัวแปรอิสระ

- GBCR คือ ต้นทุนเงินกู้ยืม  
DR คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล  
WCR คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน  
CFR คือ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม

## ตัวแปรควบคุม

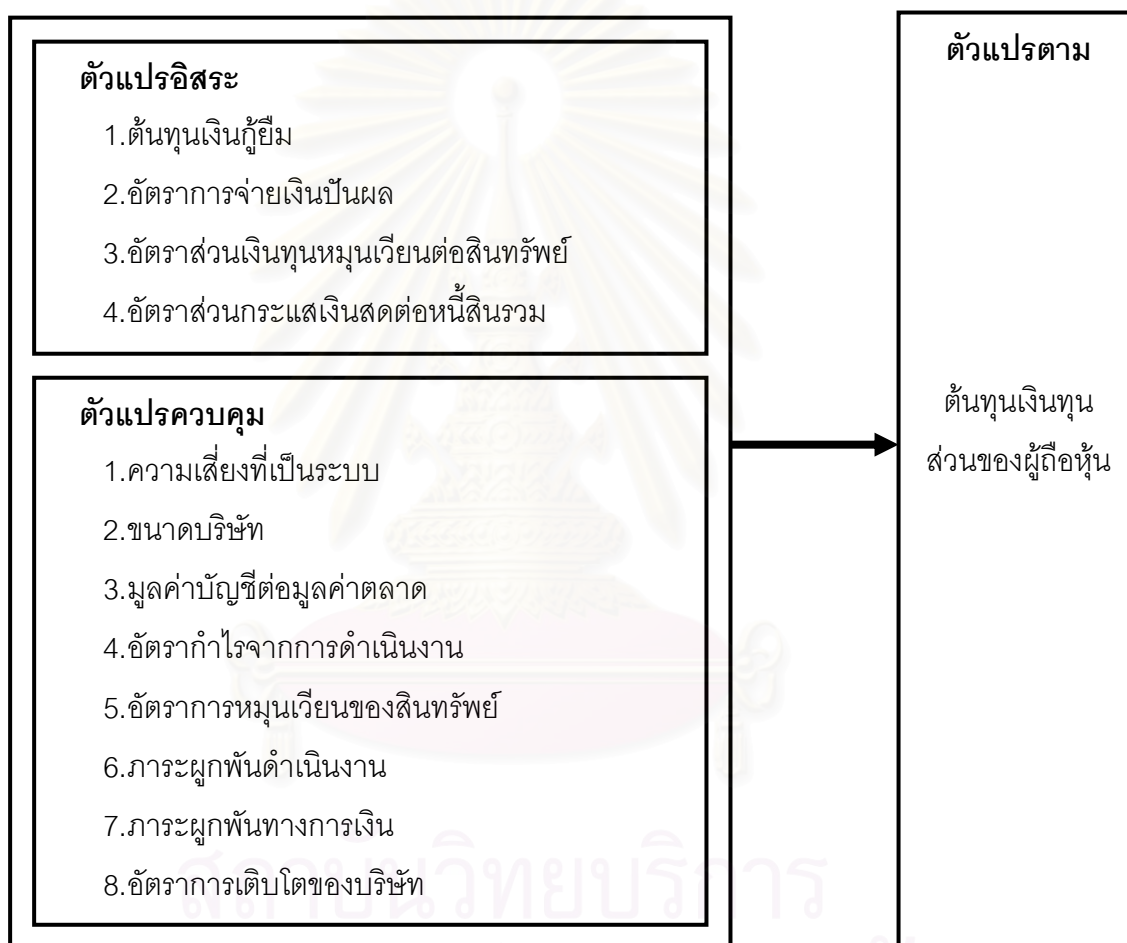
- BETA คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ  
SIZE คือ ขนาดบริษัท  
BM คือ มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด  
PMR คือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน  
ATR คือ อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์  
OLLR คือ ภาวะผูกพันดำเนินงาน  
FLR คือ ภาวะผูกพันทางการเงิน  
GR คือ อัตราการเติบโตของบริษัท



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 1.6 กรอบแนวคิดการวิจัย

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ตัวแปรอิสระประกอบด้วย ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม และตัวแปรตาม คือ ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) โดยสามารถสรุปเป็นแผนภาพกรอบแนวคิดของงานวิจัยได้ ดังนี้



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

## 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาและผลการศึกษาในครั้งนี้จะมีการนำเสนอโดยแบ่งออกเป็น 5 บท ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความสำคัญและความเป็นมาของปัญหา วัตถุประสงค์ในการศึกษา ขอบเขตของการศึกษา คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ รวมทั้งระเบียบวิธีวิจัยโดยสังเขป

บทที่ 2 กล่าวถึง การเก็บรวบรวมเอกสารและผลงานวิจัยต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาครั้งนี้ โดยจะแบ่งหัวข้อออกเป็น แนวความคิดและทฤษฎี การศึกษาและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง วิธีดำเนินการวิจัย ซึ่งประกอบด้วย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การตั้งสมมติฐานเพื่อทำการทดสอบ ตลอดจนการวิเคราะห์ข้อมูลและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัย

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการศึกษาวิจัยที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปของผลการศึกษา ข้อจำกัดของการวิจัย ข้อเสนอแนะการวิจัยในอนาคต

## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ในบทนี้เป็นการทบทวนแนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นและปัจจัยความเสี่ยงที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถสรุปการทบทวนวรรณกรรมได้ดังนี้

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2 การศึกษาและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) เป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุน ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นนี้เป็นตัวแปรที่มีความสำคัญต่อการกำหนดงบประมาณรายจ่ายการลงทุน การตั้งเป้าหมายการปฏิบัติงาน และการกำหนดอัตราผลตอบแทน (O'Hanlon และ Steele, 2000)

ในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญเป็นการประมาณอัตราผลตอบแทนที่ต้องการจากการลงทุน ซึ่งขึ้นอยู่กับส่วนชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ในการลงทุนที่มีความเสี่ยงมากขึ้นผู้ลงทุนย่อมต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงมากขึ้น ทำให้ระดับอัตราผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้น ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการและความเสี่ยงจึงมีความสัมพันธ์ในลักษณะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548)

แบบจำลองในการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่นิยมใช้กันทางการเงินในปัจจุบันคือแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model: CAPM โดยมี William F. Sharpe, John Lintner และ Jan Mossin เป็นผู้ริเริ่มแนวคิดทฤษฎีแบบจำลอง CAPM ในปี 1964 ซึ่งแนวคิดนี้ได้พัฒนาขึ้นมาจากแนวคิดเชิงทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของมาร์โควิทซ์ (Markowitz portfolio theory) ที่ได้อธิบายถึงการประเมินอัตราผลตอบแทนหรือราคาหลักทรัพย์และกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดทุน จากค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรือกลุ่มหลักทรัพย์นั้น รูปแบบ CAPM บนพื้นฐานของตลาดสมบูรณ์ (Perfect market) มีเพียงค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) หรือ  $\beta$  เพียงปัจจัยเดียวที่นักลงทุนให้ความสนใจ ในการคาดหวังจากอัตราผลตอบแทน ซึ่งค่าความเสี่ยงที่เป็น

ระบบนี้เป็นตัวบ่งชี้ความเสี่ยงของตลาด และมีความสำคัญต่อวัตถุประสงค์ในการลงทุนของบริษัท การจัดสรรโครงสร้างของการลงทุนเพื่อให้มีความเสี่ยงอยู่ในระดับที่ยอมรับได้ และการกำหนดลักษณะของผลตอบแทนจากการลงทุน ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้สามารถประมาณค่าได้จากค่าสัมประสิทธิ์แสดงการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของตลาด (ดังแสดงในภาคผนวก ก) นอกจากนี้ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นปัจจัยหนึ่งในแบบจำลองของ Fama และ French (1992) ซึ่งประกอบด้วย ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดบริษัท และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด ซึ่งได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในงานวิจัยทางการเงิน

ต่อมาในปี 2000 O'Hanlon และ Steele ได้ศึกษาเกี่ยวกับวิธีในการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) โดยพัฒนาแบบจำลองจากแนวคิดการประเมินส่วนของผู้ถือหุ้นของ Ohlson (1995) จากข้อมูลทางบัญชี (กำไร มูลค่าสินทรัพย์ และเงินปันผล) และราคาหลักทรัพย์ โดย O'Hanlon และ Steele ได้ประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในช่วงเวลาที่มีกำไรทางบัญชีและมีค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก ซึ่งค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึกนี้เป็นความแตกต่างระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นทางตลาดและส่วนของผู้ถือหุ้นทางบัญชี

การศึกษานี้ใช้การประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นบนพื้นฐานของกำไรส่วนที่เหลือจากรูปแบบของ O'Hanlon และ Steele (2000) ซึ่งรูปแบบการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นโดยใช้ข้อมูลทางบัญชี โดยมีรูปแบบในการประมาณค่าดังต่อไปนี้

O'Hanlon และ Steele (2000) ได้แสดงถึงค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึกว่าเป็นส่วนหนึ่งของกำไรที่ผิดปกติ โดยแสดงผ่านทางรูปแบบการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น คือ

$$ROE_{i,t} = \alpha_{o,i} + \alpha_{1,i} DURG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROE_{i,t} = \text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

$$DURG_{i,t} = \text{ค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึกของบริษัท } i \text{ ณ เวลา } t$$

เมื่อ  $ROE_{i,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นของช่วงเวลา  $t$   $DURG_{i,t}$  คือ ค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก ณ เวลา  $t$  และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) ของแต่ละบริษัทประมาณโดย  $k = \alpha_0$  จากการวิเคราะห์ความถดถอย เมื่อค่า  $\alpha_0$  และ  $\alpha_1$  ที่ได้จากการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าบวก

$$DURG_{i,t} = \frac{MC_{i,t} - bv_{i,t}}{bv_{i,t-1}} \quad (2)$$

$MC_{i,t}$  = มูลค่าตลาดเฉลี่ยของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$  (Market capitalization)  
หาค่าได้จากสมการที่ (3)

$bv_{i,t}$  = มูลค่าทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

O'Hanlon และ Stelele (2000) ได้เสนอให้ใช้ค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาด (Market capitalization) หลังจากวันสิ้นปี 6 เดือน ในการวัดมูลค่าทางตลาด

$$MC_{i,t} = \frac{MV_{i,t} \left[ 1 + \sum_{j=1}^{J=6} \prod_{q=1}^{q=j} (1 + r_{i,q}) \right]}{7} \quad (3)$$

$MV_{i,t}$  = มูลค่าทางตลาด (Market value) ของบริษัท  $i$  ณ สิ้นปีที่  $t$

$r_{i,q}$  = อัตราผลตอบแทน (Stock return) ของบริษัท  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $q$

ผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์มาจากกำไรจากการขายหลักทรัพย์ที่ถือครองอยู่ และเงินปันผลจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<sup>b</sup>, 2548) ในการวิจัยนี้ จึงคำนวณอัตราผลตอบแทนรายเดือนของหลักทรัพย์ โดยพิจารณาจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์และเงินปันผลที่จ่ายระหว่างเดือน

$$r_{i,q} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + d_t}{P_{i,t-1}} * 100 \quad (4)$$

$P_{i,t}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $t$

$P_{i,t-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $t-1$

$d_t$  = เงินปันผลที่จ่ายระหว่างช่วงเวลา  $t$



## 2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์<sup>1</sup> เกิดจากกำไรของกิจการผู้ออกหลักทรัพย์มีความไม่แน่นอน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของผู้ถือหลักทรัพย์ของกิจการนั้น ซึ่งเกิดจากรisk ทางธุรกิจ (Business risk) และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk)

ความเสี่ยงทางธุรกิจ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากลักษณะทางธุรกิจของบริษัทที่แปรผันตามภาวะเศรษฐกิจ หรือเป็นธุรกิจที่มีดีมีมาตรฐานตามฤดูกาล หรือเกิดจากการที่กิจการมีต้นทุนการผลิตสูงขึ้น ส่วนความเสี่ยงทางการเงิน เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการที่กิจการมีโครงสร้างของเงินทุนมาจากการก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูง ส่งผลให้ทำให้อัตราดอกเบี้ยจ่ายของกิจการมีภาระการจ่ายดอกเบี้ย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2550)

อัตราส่วนที่สะท้อนถึงความเสี่ยง ประกอบด้วย อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายรายจ่ายทางการเงิน และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<sup>2</sup>, 2548) ซึ่งอัตราส่วนเหล่านี้เป็นการวัดความสามารถในการจ่ายผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น สภาพคล่องของบริษัท และความสามารถในการชำระหนี้

---

<sup>1</sup> ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ คือ โอกาสที่ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจะแตกต่างไปจากผลตอบแทนที่คาดหวังไว้เมื่อผู้ลงทุนตัดสินใจลงทุน ความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์มี 3 ประเภท คือ

(1) ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงในภาวะเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงทางการเมือง และการเปลี่ยนแปลงในภาวะแวดล้อมของสังคม ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงที่เกิดจากปัจจัยภายนอกของกิจการ ความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้จะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ทั้งตลาด

(2) ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยภายในของแต่ละกิจการ เป็นความเสี่ยงที่ทำให้กิจการเกิดการเปลี่ยนแปลงแตกต่างไปจากกิจการอื่นในตลาด โดยที่ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์เฉพาะกิจการนั้น และไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นในตลาดหลักทรัพย์

(3) ความเสี่ยงรวม (Total risk) คือ องค์ประกอบของความเสี่ยงที่เป็นระบบ รวมกับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (วรพวรรณ ตระการศิริพันธ์, 2548: 8)

Penman (2001) ได้ให้ความหมายของความเสียหายพื้นฐานว่า เป็นความเสียหายที่เกิดจากผลการจัดการในแต่ละกิจกรรม ประกอบด้วย กิจกรรมการจัดการเงิน กิจกรรมการลงทุน และกิจกรรมการดำเนินงาน หากเป็นความเสียหายจากกิจกรรมการลงทุนและการดำเนินงาน เรียกว่า ความเสียหายจากการดำเนินงาน (Operating risk) ส่วนความเสียหายที่เกิดจากกิจกรรมการจัดการเงินจะเรียกว่า ความเสียหายทางการเงิน (Financial risk)

สามารถแบ่งลักษณะของความเสียหายพื้นฐาน ออกเป็น 2 รูปแบบ คือ ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นและความเสี่ยงของกำไรส่วนที่เหลือที่คาดหวังในอนาคต ด้านความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น ประกอบด้วย ความเสี่ยงจากการดำเนินงาน (Operating risk) และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk) ส่วนความเสี่ยงของกำไรส่วนที่เหลือที่คาดหวังในอนาคต เป็นความเสี่ยงจากการเติบโตของบริษัท (Growth risk) ดังนั้นกิจกรรมของบริษัท (การดำเนินงาน การลงทุน และการจัดการเงิน) เป็นปัจจัยพื้นฐานที่สามารถแสดงถึงความเสี่ยงส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity risk)

1. ความเสี่ยงจากการดำเนินงาน (Operating risk) เป็นความเสี่ยงที่ขึ้นอยู่กับความสามารถของกิจการเพื่อให้ได้มาในผลตอบแทนที่ต้องการจากสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิ อัตราส่วนที่แสดงถึงความเสียหายจากการดำเนินงาน ประกอบด้วย อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (Profit margin) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset turnover) และภาวะผูกพันดำเนินงาน (Operating liability leverage)

- ความเสี่ยงจากกำไรจากการดำเนินงาน เป็นความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขาย ซึ่งเป็นผลกระทบที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย ต้นทุนขายและค่าใช้จ่ายในการขาย
- ความเสี่ยงจากการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายต่อสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิ ซึ่งเป็นผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของปริมาณสินค้าที่ขายได้หรือราคาของสินค้า
- ความเสี่ยงจากภาวะผูกพันจากการดำเนินงาน เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินในการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ

2. ความเสี่ยงทางการเงิน (Financing risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินทางการเงิน ซึ่งเป็นต้นทุนที่ก่อให้เกิดผลตอบแทนในสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ อัตราส่วนพื้นฐานที่แสดงถึงความเสียหายทางการเงิน คือ ภาวะผูกพันทางการเงิน (Financial leverage) และต้นทุนเงินกู้ยืม (Net borrowing cost)

- ความเสี่ยงจากภาวะผูกพันทางการเงิน เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินทางการเงินสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิต่อหนี้สินทางการเงินสุทธิ หากบริษัทมีอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่สูงก็จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง

3. ความเสี่ยงการเติบโตของบริษัท (Growth risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการลงทุนของบริษัท จากเหตุผลที่ความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นในอนาคตเป็นความเสี่ยงที่ส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ได้เพิ่มขึ้นตามที่คาดหวัง การที่จะทำให้ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นได้นั้น ก็กิจการจะต้องมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นมากพอที่จะจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในปัจจุบันและมีกำไรส่วนที่เหลือ เพื่อให้กิจการสามารถนำไปลงทุนในสินทรัพย์ในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นด้วย เพราะฉะนั้นถ้าสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิเพิ่มขึ้นก็มีส่วนที่จะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้นการเติบโตของบริษัทจึงมีผลกระทบต่อความเสี่ยงของอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย

อัตราส่วนที่แสดงถึงความเสี่ยงพื้นฐานจากการศึกษาของ Nissim และ Penman (1999) (ดังแสดงในภาคผนวก ข)

จากทฤษฎีแบบจำลอง Capital Asset Pricing Model: CAPM ค่าความเสี่ยงที่นักลงทุนให้ความสนใจในการคาดหวังจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหลักทรัพย์ คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) และจากงานวิจัยในประเทศไทยของ เจริญศักดิ์ เมธานูเคราะห์ (2540) พบว่าแบบจำลอง CAPM สามารถอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดีที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับแบบจำลองของ Scholes-Williams (1997) แบบจำลองของ Dimson (1979) และแบบจำลองของ Vasicek (1973)

จากการศึกษาในอดีตในส่วนของบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับภาวะผูกพันทางการเงิน ภาวะผูกพันดำเนินงาน (Hamada, 1972; Lev, 1974; Bowman, 1980 และ Rayn, 1997) การเปลี่ยนแปลงของกำไร (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970; Bowman, 1979 และ Rayn, 1997) และอัตราการเติบโตของบริษัท (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970) และความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล (Beaver, Kettler และ Scholes, 1970 และ Bowman, 1979)

ปัจจัยความเสี่ยงในการศึกษาความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นในงานวิจัยนี้คือ

### 1. ต้นทุนเงินกู้ยืม (Borrowing cost)

ต้นทุนเงินกู้ยืม เกิดจากการที่ธุรกิจมีการก่อหนี้สินทางการเงินเพื่อที่จะนำเงินที่กู้ยืมมานั้นมาใช้ในการดำเนินกิจการ ส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายทางการเงินเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมเป็นความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงในของค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิเมื่อเทียบกับหนี้สินทางการเงินสุทธิ เมื่อธุรกิจเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินอัตราดอกเบี้ยจะขยับตัวสูงขึ้น ทำให้มีต้นทุนการผลิตของกิจการหรืออุตสาหกรรมต่างๆ สูงขึ้นตามและจะส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิลดลงในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ในทางตรงกันข้ามหากสภาพคล่องทางการเงินมีมาก อัตราดอกเบี้ยก็จะลดต่ำลงส่งผลให้อุตสาหกรรมขยายตัว ธุรกิจต่างๆ รวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะได้รับผลดีตามไปด้วย

### 2. อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio)

อัตราการจ่ายเงินปันผล แสดงถึงการจ่ายเงินปันผลของกิจการว่ามีการจ่ายมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิของกิจการ หากอัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการมีค่าสูงแสดงว่ากิจการนั้นมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดี เพราะกิจการสามารถทำกำไรได้อย่างเพียงพอที่จะนำกำไรจำนวนหนึ่งไปจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ จากการศึกษาของ Beaver, Kettler และ Scholes (1970) และ Bowman (1979) พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยง แสดงให้เห็นว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลสามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการได้

### 3. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (Working capital divided by current asset ratio)

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงสภาพคล่องของกิจการและวัดความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการ รวมทั้งแสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการนำสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีอยู่ไปชำระหนี้สินหมุนเวียนแล้ว จะมีเงินทุนหมุนเวียนเหลือเท่าใดที่จะสามารถนำไปชำระหนี้ระยะยาวหรือไปซื้อสินทรัพย์ถาวรมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ Ohlson (1980) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการพยากรณ์ภาวะล้มละลายของธุรกิจจากอัตราส่วนทางการเงิน พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะประสบปัญหาล้มละลาย จากการดำเนินงานของบริษัทหากบริษัทมีความไม่แน่นอนในส่วนของเงินทุนหมุนเวียน

ที่เพียงพอในการชำระหนี้สินระยะยาวหรือซื้อสินทรัพย์มาใช้ในการดำเนินงานก็จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับด้วย

#### 4. อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม (Cash flow from operation ratio)

อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับการชำระหนี้สินทั้งหมดที่มีอยู่หรือไม่ หากมีความสามารถในการชำระหนี้สูงก็แสดงถึงผลการดำเนินงานที่ดี ในทางตรงกันข้ามหากมีความสามารถในการชำระหนี้ต่ำก็จะแสดงถึงผลการดำเนินงานที่ไม่ดี อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมจึงเป็นตัวที่สะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการจากการที่ไม่สามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เพียงพอต่อการชำระหนี้คืนและจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น

#### 5. ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta)

ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอกของกิจการ ซึ่งจะมีผลกระทบให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ทั้งตลาด จากการศึกษาของ O'Hanlon และSteele (2000) และGiner และReverte (2006) พบว่าค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ ซึ่งแสดงว่าเมื่อความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการก็จะเพิ่มขึ้นด้วย

#### 6. ขนาดบริษัท (Size)

จากการศึกษาของ Fama และ French (1992) และณัฐพงศ์ ฐีชีอ (2547) พบว่าปัจจัยขนาดมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และGiner และ Reverte (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างขนาดบริษัทกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น จากการศึกษาพบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ย่อมจะมีความได้เปรียบมากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก ทั้งในด้านเงินทุน ด้านเทคนิค การจ้างผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถสูง และได้เปรียบในด้านสภาพการแข่งขันในตลาด ซึ่งบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีความเสี่ยงต่อนักลงทุนในระดับต่ำกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ในการวิจัยครั้งนี้ขนาดบริษัทใช้ค่า Logarithm ของมูลค่าตลาด (ราคาหลักทรัพย์\*จำนวนหุ้นสามัญ)



## 7. มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market)

มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด เป็นอัตราส่วนในการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าบัญชีจากส่วนของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าตลาดจากมูลค่าของหลักทรัพย์ แสดงถึงราคาตลาดสะท้อนมูลค่าของบริษัทเมื่อเทียบกับราคาตามบัญชีหรือไม่ และเป็นตัวบ่งบอกว่าบริษัทมีค่าความนิยม (Goodwill) สำหรับนักลงทุนหรือไม่เพียงใดจากการศึกษาของ Fama และ French (1992) และณัฐพงศ์ ฐิติช่อ (2547) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ พบว่าปัจจัยมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของตลาด ต่อมา Giner และ Reverte (2006) ได้พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

## 8. อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating profit margin ratio)

อัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความสามารถในการหาผลตอบแทนจากการดำเนินงานและการลงทุน รวมทั้งการใช้ทรัพยากรทางธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ หากอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรที่สูงแสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจที่ดี นอกจากนี้การที่บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีก็จะมีผลทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลให้นักลงทุนได้และก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนของหุ้นสูงขึ้น จากการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) พบว่าความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ เมื่อกิจการมีความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นนักลงทุนก็คาดหวังที่จะได้รับผลตอบแทนเพื่อชดเชยในความเสี่ยงนี้เพิ่มขึ้นด้วย

## 9. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (Asset turnover)

อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ของกิจการ ซึ่งเป็นการวัดว่าสินทรัพย์ที่บริษัทลงทุนไปสามารถก่อให้เกิดประโยชน์อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่ หากอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพของสินทรัพย์สูงจะแสดงถึงความมีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ที่ดี จะสะท้อนให้นักลงทุนมองเห็นถึงความสามารถของบริษัทในการบริหารสินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ ย่อมต้องการเข้ามาลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทจึงทำให้ราคาหุ้นของบริษัทสูงขึ้นและส่งผลให้มีผลตอบแทนของหุ้นเพิ่มสูงขึ้นด้วย จากการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) พบว่าความเสี่ยงจากอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น



## 10. ภาวะผูกพันดำเนินงาน (Operating liability leverage)

ภาวะผูกพันดำเนินงาน เป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของหนี้สินในการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ กิจกรรมที่มีภาวะผูกพันดำเนินงานสูงจะมีความเสี่ยงมากกว่ากิจกรรมที่มีภาวะผูกพันดำเนินงานที่ต่ำกว่า จากการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) พบว่าภาวะผูกพันดำเนินงานมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

## 11. ภาวะผูกพันทางการเงิน (Financial leverage)

ภาวะผูกพันทางการเงิน แสดงถึงความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนนี้ยังได้แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของธุรกิจว่าประกอบด้วยหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นอย่างไร ซึ่งจะแตกต่างกันไปตามนโยบายของแต่ละบริษัท ธุรกิจที่มีโครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วยส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นส่วนใหญ่ ย่อมมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่าธุรกิจที่มีเงินทุนส่วนใหญ่มาจากหนี้สิน จากการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) พบว่าภาวะผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

## 12. อัตราการเติบโตของบริษัท (Growth ratio)

อัตราการเติบโตของบริษัท เป็นการเติบโตของสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิซึ่งเป็นผลจากการการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย เมื่อยอดขายเพิ่มขึ้นส่งผลให้มีกำไรมากขึ้นและมีเงินทุนเพียงพอที่จะสามารถนำไปซื้อสินทรัพย์เพื่อใช้ในการดำเนินงานได้มากขึ้นด้วย จากการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) พบว่าความเสี่ยงจากอัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 2.2 การศึกษาและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

Botosan (1997) ศึกษาเกี่ยวกับการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นและความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับระดับของการเปิดเผยข้อมูลในปี 1990 จากการศึกษาพบว่ารูปแบบที่ใช้ในการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (20.1%) มีค่าใกล้เคียงกับค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากแบบจำลอง CAPM ที่ได้จากการศึกษาของ Ehrhardt (1995) (17.4%) และพบว่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าเบต้า และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลต่างระหว่างมูลค่าทางตลาดกับมูลค่าทางบัญชีและระดับของการเปิดเผยข้อมูล

O'Hanlon และ Steele (2000) ศึกษาเกี่ยวกับวิธีที่จะแสดงถึงต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) โดยพัฒนาแบบจำลองจากแนวคิดการประเมินส่วนของผู้ถือหุ้นของ Ohlson (1995) จากข้อมูลทางบัญชี (กำไร มูลค่าสินทรัพย์ และเงินปันผล) และราคาหลักทรัพย์ในการศึกษาต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นนี้ ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างบริษัทในช่วงเวลาที่มีกำไรทางบัญชีและมีค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก ซึ่งค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึกเป็นความแตกต่างระหว่างส่วนของผู้ถือหุ้นทางตลาดและส่วนของผู้ถือหุ้นทางบัญชี จากการศึกษาพบว่า ช่วงระยะเวลาที่มีกำไรทางบัญชีและมีค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก (Goodwill) มีนัยสำคัญต่อการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบจากรูปแบบของ CAPM และส่วนชดเชยความเสี่ยงที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยระหว่างค่าต้นทุนเงินทุนที่ประมาณได้กับค่าเบต้าจากแบบจำลอง CAPM มีค่าใกล้เคียงกับค่าที่ได้จากการประมาณของ UK's FT-Actuaries (5%)

Claus และ Thomas (2001) ศึกษาเกี่ยวกับการประมาณค่าส่วนชดเชยความเสี่ยงและการพยากรณ์กำไรบนแนวคิดของการเติบโตของเงินปันผลและกำไรที่ผิดปกติ ในช่วงปี 1985 ถึง ปี 1998 จากการศึกษาพบว่าค่าประมาณส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ในอเมริกามีค่าประมาณ 3 เปอร์เซ็นต์ และในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ (แคนาดา ฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น และอังกฤษ) มีค่าประมาณ 5 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งต่างจากการศึกษาของสถาบัน Lbbotson ในปี 1926 ที่มีค่าประมาณของส่วนชดเชยความเสี่ยงอยู่ที่ 7-9 เปอร์เซ็นต์

Easton (2006) ศึกษาเกี่ยวกับรูปแบบการประมาณต้นทุนเงินทุนที่ใช้ในงานวิจัยในปัจจุบัน การศึกษานี้ได้ให้ความสำคัญกับการเติบโตของบริษัทในการพยากรณ์การจ่ายผลตอบแทน (เงินปันผลและกำไร) ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจาก Dow Jones Industrial Average (DJIA) ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2547 รูปแบบการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนหรือผลตอบแทนที่คาดหวังในการศึกษานี้ คือ รูปแบบการของ Easton, Taylor, Shroff และ Sougiannis (2002) และใช้รูปแบบการประมาณค่าผลตอบแทนที่คาดหวังจากอีก 4 รูปแบบมาเป็นตัวเปรียบเทียบ คือ (1) รูปแบบของ Gebhardt, Lee และ Swaminathan (2001) บนสมมติฐานของผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น (2) รูปแบบของ Gode และ Mohanram (2003) บนสมมติฐานของการเติบโตของกำไรที่ผิดปกติ (3) รูปแบบของ Easton (2004) บนสมมติฐานของอัตราการเปลี่ยนแปลงของการเติบโตของกำไรที่ผิดปกติ และ (4) รูปแบบของ O'Hanlon และ Steele (2000) บนสมมติฐานของการเติบโตของกำไรส่วนที่เหลือ ผลจากการศึกษาพบว่า ราคาหลักทรัพย์ มูลค่าทางบัญชี และกำไรเพื่อพยากรณ์ผลตอบแทนที่คาดหวัง ได้แสดงว่าค่าประมาณของผลตอบแทนที่คาดหวังจากรูปแบบการประมาณของ Easton, Taylor, Shroff และ Sougiannis (2002) เท่ากับ 10.6% ในส่วนของการประมาณผลตอบแทนที่คาดหวังจากรูปแบบของ Gebhardt, Lee และ Swaminathan (2001) ในกลุ่มที่มีผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นสูงค่าผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ 11.3% และในกลุ่มที่มีผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำค่าผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ 9.7% จากรูปแบบการประมาณค่าผลตอบแทนที่คาดหวังของ Easton (2004) มีค่าระหว่าง 9.9% ถึง 13.9% จากรูปแบบการประมาณของ Gode และ Mohanram (2003) จะได้ค่าประมาณของผลตอบแทนที่คาดหวังในกลุ่มที่มีการเติบโตของกำไรที่ผิดปกติต่ำเท่ากับ 7.9% และกลุ่มที่มีการเติบโตของกำไรที่ผิดปกติสูงเท่ากับ 9.2% และจากรูปแบบการประมาณของ O'Hanlon และ Steele (2000) มีค่าผลตอบแทนที่คาดหวังเท่ากับ 12.3% จึงสรุปได้ว่าหากสมมติฐานเกี่ยวกับการเติบโตของกำไรต่างกันจะส่งผลต่อค่าการประมาณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังแตกต่างกัน

Giner และ Reverte (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างค่าประมาณของต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นจากแบบจำลองของ O'Hanlon และ Steele (2000) กับตัวแปรจากแบบจำลองของ Fama และ French (1992) ประกอบด้วย ค่าเบต้า มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และขนาดบริษัท ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจาก Madrid Stock Exchange ในช่วงเวลาปี 1987-2002 จากการศึกษพบว่าค่าประมาณต้นทุนเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าเบต้าและมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับขนาดบริษัท

## 2.2.2 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้น

Nissim และ Penman (1999) ศึกษาเกี่ยวกับการวิเคราะห์งบการเงินเพื่อที่จะประเมิน ส่วนของผู้ถือหุ้น การศึกษานี้ได้ศึกษาข้อมูลในช่วงปี 1963-1996 วัตถุประสงค์เพื่อที่จะประเมิน และพยากรณ์ส่วนของผู้ถือหุ้นจากการวิเคราะห์งบการเงินบนรูปแบบการประเมินของกำไรส่วนที่เหลือ (Residual earnings valuation model) จากการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถอธิบายได้ด้วยอัตราส่วนทางการเงิน คือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Profit margin) อัตราการหมุนของสินทรัพย์ (Asset turnover) ภาระผูกพันทางการเงิน (Financial leverage) ต้นทุนเงินกู้ยืม (Net borrowing cost) ภาระผูกพันดำเนินงาน (Operating leverage) และอัตราการเติบโตของบริษัท (Growth rate)

Giner และ Reverte (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจาก Madrid Stock Exchange ในช่วงเวลาปี 1987-2002 ปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ศึกษา คือ ความแปรปรวนของอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการเติบโตของบริษัท ภาระผูกพันดำเนินงาน และภาระผูกพันทางการเงิน จากการศึกษาพบว่า ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับภาระผูกพันดำเนินงาน ภาระผูกพันทางการเงิน และความแปรปรวนของกำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของบริษัท

## 2.2.3 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับความเสียหาย

Beaver, Kettler และ Scholes (1970) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของกิจการ กับปัจจัยจากข้อมูลทางการเงินบัญชี จากตัวอย่างที่ใช้ศึกษาจำนวน 307 บริษัท ในช่วงเวลาปี 1947 ถึงปี 1965 และได้แบ่งช่วงเวลานี้ออกเป็น 2 ช่วงเวลาย่อย คือ ช่วงปี 1947 ถึงปี 1956 (10 ปี) และ ช่วงปี 1957 ถึงปี 1965 (9 ปี) ปัจจัยที่ใช้ในการหาความสัมพันธ์ดังกล่าวประกอบด้วย อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราการเติบโต สภาพเสี่ยงของกิจการ ขนาดบริษัท และการเปลี่ยนแปลงของกำไร จากการศึกษาพบว่า ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับปัจจัยความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการเงินบัญชี กล่าวคือความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตของบริษัท (อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์รวม) และความผันแปรของกำไร และความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลและขนาดบริษัท นอกจากนี้ ได้มีข้อสรุป

เพิ่มเติมเกี่ยวกับการใช้ข้อมูลทางการบัญชีเพื่ออธิบายความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ว่า ค่าความเสี่ยงที่ได้จากข้อมูลทางบัญชีสามารถนำไปใช้ในการพยากรณ์ค่าเบต้าในอนาคตได้ ถูกต้องกว่าการใช้ค่าเบต้าในอดีตไปพยากรณ์ค่าเบต้าในอนาคต

Hamada (1972) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบกับโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ซึ่งมีสมมติฐานว่าหากมีการจัดหาเงินทุนด้วยการก่อหนี้เพิ่มขึ้น จะทำให้มีภาระของดอกเบี้ยสูงขึ้น ส่งผลต่อค่าใช้จ่ายประจำที่สูงขึ้นและจะทำให้ความเสี่ยงในโครงสร้างเงินทุนของกิจการนั้นเพิ่มขึ้น ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีบริษัทจำนวน 304 บริษัท จาก 9 อุตสาหกรรม ในช่วงปี 1948 ถึงปี 1967 จากการศึกษาพบว่า เมื่อกิจการมีการก่อหนี้สินจากแหล่งภายนอกเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงขึ้น

Lev (1974) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบกับภาระผูกพันดำเนินงาน (Operating leverage) เพื่ออธิบายความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งความเสี่ยงนี้มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทและนักลงทุน ผลจากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับภาระผูกพันดำเนินงาน

Bowman (1979) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบกับปัจจัยทางการเงินและการบัญชี ปัจจัยที่ใช้ศึกษา คือ ภาระผูกพัน การเปลี่ยนแปลงของกำไร อัตราการจ่ายเงินปันผล ขนาดบริษัท และอัตราการเติบโตของบริษัท จากการศึกษาพบว่า ปัจจัยความเสี่ยงจากข้อมูลทางการบัญชีมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความเสี่ยงที่เป็นระบบ กล่าวคือค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของกำไร และความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับเชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล

Bowman (1980a) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของกิจการกับปัจจัยทางการเงินและการบัญชี ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ New York จากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับภาระผูกพัน (อัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น)



Bowman (1980b) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบกับปัจจัยความเสี่ยง โดยได้ทำการศึกษากับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ รวม 92 บริษัท ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนสัญญาเช่าต่อหนี้สิน และอัตราส่วนสัญญาเช่าต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จากการศึกษพบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

Ohlson (1980) ศึกษาเกี่ยวกับการพยากรณ์ภาวะล้มละลายของธุรกิจจากอัตราส่วนทางการเงิน อัตราส่วนที่ใช้ศึกษาคือ ขนาดบริษัท อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราเงินทุนดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน ส่วนเกินของหนี้สินในสินทรัพย์ รายได้สุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราเงินทุนในการดำเนินงานต่อหนี้สินรวม และรายได้สุทธิ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 2,163 บริษัท ในปี 1970-1979 โดยแบ่งเป็น กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ประสบปัญหาการล้มละลายจำนวน 105 บริษัท และกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ไม่ประสบปัญหาการล้มละลายจำนวน 2,058 บริษัท จากการศึกษพบว่าอัตราส่วนทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะประสบปัญหาการล้มละลาย แบ่งออกได้เป็น 4 ปัจจัย คือ (1) ขนาดบริษัท (2) ด้านโครงสร้างทางการเงิน คือ อัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (3) ด้านการวัดผลการปฏิบัติงาน คือ กำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม อัตราเงินทุนในการดำเนินงานต่อหนี้สินรวม และ (4) ด้านสภาพคล่อง คือ อัตราเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน นอกจากนี้ยังพบว่าการขาดทุนติดต่อกัน 2 ปี จะทำให้การพยากรณ์ภาวะล้มละลายของบริษัทมีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น

สุธา ดีวงกิจ (2537) ศึกษาการวัดค่าความเสี่ยงจากข้อมูลทางการบัญชีของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่ออธิบายความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ เปรียบเทียบระหว่างบริษัทกลุ่มการเงินกับบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรม ความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และความเสี่ยงรวม ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษามี 8 ปัจจัย คือ ขนาดบริษัท โครงสร้างเงินทุนของกิจการ สภาพคล่องของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร ความแปรปรวนของกำไร อัตราการเติบโตของกิจการ อัตราค่าใช้จ่ายประจำในการดำเนินงาน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล ผลจากการศึกษาพบว่า บริษัทกลุ่มการเงินความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ และความแปรปรวนของกำไร ในส่วนของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ และความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับขนาดบริษัทและอัตราส่วนทุนหมุนเวียน



Ryan (1997) ได้สำรวจงานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงที่เป็นระบบใน ส่วนของผู้ถือหุ้น (Systematic equity risk) กับปัจจัยจากข้อมูลทางการเงินการบัญชี จาก การศึกษาพบว่า ความเสี่ยงที่เป็นระบบของส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์อย่างมากกับความผันแปร ของกำไร (Earnings variability) และความเสี่ยงที่เป็นระบบของส่วนผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิง บวกกับภาระผูกพันดำเนินงาน (Operating leverage) และภาระผูกพันทางการเงิน (Financial leverage)

วรพรรณ ตระการศิริพันธ์ (2548) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับข้อมูล ทางการบัญชีของบริษัทธุรกิจประเภทบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ความเสี่ยงที่ใช้ศึกษาประกอบด้วยความเสี่ยงที่เป็นระบบ ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ และความ เสี่ยงรวม ข้อมูลทางบัญชีที่ใช้ศึกษาประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วน คุณภาพกำไร อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินค้า คงเหลือ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของเจ้าของ ผลจากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงมี ความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราการจ่ายเงินปันผล

#### 2.2.4 การศึกษาและทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับการประมาณค่าความเสี่ยง

เจริญศักดิ์ เมธานุเคราะห์ (2540) ศึกษาวิธีที่ใช้ในการประมาณค่าเบต้าสำหรับบริษัทใน ประเทศไทย วัตถุประสงค์ในการศึกษา คือ หารูปแบบที่ดีที่สุดในการประมาณค่าเบต้า และ ช่วงเวลาที่เหมาะสมของข้อมูลควรจะใช้ย้อนหลังไปนานแค่ไหน รูปแบบการประมาณค่าเบต้าที่ใช้ ในการศึกษามี 4 รูปแบบ คือ รูปแบบ Market model รูปแบบของ Scholes-Williams (1997) รูปแบบของ Dimson (1979) และรูปแบบของ Vasicek (1973) โดยวัดจากความสามารถในการ อธิบายผลตอบแทนของหุ้นในอนาคต ผลจากการศึกษาพบว่าวิธี Market Model สามารถ ประมาณค่าเบต้าได้ดีที่สุดและช่วงเวลาที่เหมาะสมที่ควรใช้ข้อมูลย้อนหลังไป 2 ปี จะให้ ค่าประมาณที่ดีกว่าช่วงเวลาอื่นเล็กน้อย

จากการศึกษาและทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวกับปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยง สามารถสรุปตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงได้ดังตารางที่ 2.1 ดังนี้

ตาราง 2.1 สรุปวรรณกรรมด้านความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับปัจจัยความเสี่ยง

ผู้วิจัย	ความเสี่ยง	ปัจจัยความเสี่ยง									
		อัตราการเติบโต ของบริษัท	ความเปลี่ยนแปลง ของกำไร	อัตราการ จ่ายเงินปันผล	ขนาดบริษัท	ภาระผูกพัน ทางการเงิน	ภาระผูกพัน ดำเนินงาน	อัตราหนี้สินรวม ต่อสินทรัพย์รวม	อัตราหนี้สินหมุนเวียน ต่อสินทรัพย์หมุนเวียน	อัตรากำไรสุทธิ ต่อสินทรัพย์รวม	อัตราเงินทุน หมุนเวียน
Beaver, Kettler และ Scholes (1970)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	+	+	-	-						
Hamada (1972)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ					+					
Lev (1974)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ						+				
Bowman (1979)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	0	+	-	0	+					
Bowman (1980a)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ					+					
Bowman (1980b)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ					+					
Ohlson (1980)	ภาวะการณ์ล้มละลาย				-			+	+	-	-
สุธา ดีวงกิจ (2537)	ความเสี่ยง	+	+		-					+	-
Rayn (1997)	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ		+			+	+				
วรพรรณ ตระการ ศิริพันธ์ (2548)	ความเสี่ยง			-						-	

หมายเหตุ

- + หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตาม
- หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวแปรตาม
- 0 หมายถึง ไม่พบความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 รูปแบบที่ใช้ในการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยศึกษาค้นคว้าจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งได้แก่ การศึกษาและค้นคว้าจากเอกสาร สิ่งพิมพ์ วิทยานิพนธ์ งานวิจัย บทความ ตำรา และข้อมูลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องจากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้การเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิเคราะห์หาค่าตามตัวแบบจำลอง จะรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 3.2 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากร คือ บริษัททั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีการเปิดเผยข้อมูลงบการเงินต่อสาธารณชนในรูปแบบของรายงานประจำปี

กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ.2549 ที่มีผลการดำเนินงานต่อเนื่องและมีรอบระยะเวลาบัญชีสำหรับปีสิ้นสุด 31 ธันวาคม เนื่องจากมีการเก็บข้อมูลราคาปิดของหุ้นและมีการใช้ข้อมูลในงบการเงินจึงควรมีวัดผลในช่วงเวลาเดียวกันเพื่อให้สามารถเปรียบเทียบกันได้ กลุ่มตัวอย่างดังกล่าวนี้ไม่รวม (1) กลุ่มธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบด้วย หมวดธนาคาร หมวดเงินทุนและหลักทรัพย์ หมวดประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวมีกฎหมายและหลักเกณฑ์อื่นๆ ในการกำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์ทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ โดยมีมาตรฐานการบัญชีที่กำกับเฉพาะ มีรูปแบบของกระแสเงินสดและลักษณะการดำเนินธุรกิจแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ (2) กลุ่มฟื้นฟูการดำเนินงานที่มีกฎหมายและหลักเกณฑ์กำกับดูแลนอกเหนือจากกฎเกณฑ์ทั่วไปของบริษัทจดทะเบียน มีผลประกอบการขาดทุนต่อเนื่อง ถูกสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ หากนำมาคำนวณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอาจจะเกิดความคลาดเคลื่อนได้ และ (3) กลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (MAI) มีหลักเกณฑ์การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่แตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และมูลค่าตลาดของบริษัทในกลุ่มนี้มีความแตกต่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในสัดส่วนสูง โดยบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 97 บริษัท

### ตารางที่ 3.1 จำนวนบริษัทกลุ่มตัวอย่าง

	บริษัท
1. บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	356
2. บริษัทที่ไม่มีข้อมูลที่จะสามารถคำนวณค่า ROE และ DURG ต่อเนื่องกัน 5 ปี	(129)
3. บริษัทที่มีผลขาดทุนหรือส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ	(90)
4. บริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์การประมาณค่าต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้น	(33)
5. ค่าผิดปกติจากการตรวจสอบข้อมูล	(7)
6. บริษัทที่นำมาศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อ ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น	97

จากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละปี (ปี 2545–2549) จำนวน 356 บริษัทต่อปี พบว่ามีบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนที่จะสามารถประมาณค่าต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นได้ ดังแสดงในตารางที่ 3.1 ข้อ 2 และ 3 ในส่วนของข้อ 2 คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่ต่อเนื่องกันในช่วงเวลา 5 ปี หรือหลักทรัพย์ของบริษัทมีการหยุดการซื้อขายระหว่างช่วงเวลาดังกล่าว ทำให้มีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะสามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนและค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึกของบริษัทในแต่ละปีได้ และในข้อ 3 คือ บริษัทที่มีผลขาดทุนหรือมีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ (O'Hanlon และ Steele, 2000) เนื่องจากการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการ หากนำข้อมูลของบริษัทที่มีผลขาดทุนหรือมีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบจะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นค่าหนึ่งที่น่ามาประกอบการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นลบด้วย อาจส่งผลให้ผลของการวิจัยในครั้งนี้คลาดเคลื่อนได้ จึงมีจำนวนตัวอย่างที่นำไปประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจำนวน 137 บริษัท

เมื่อนำกลุ่มตัวอย่างทั้ง 137 บริษัทมาประมาณค่าต้นทุนเงินทุนของแต่ละกิจการพบว่า มี 33 บริษัทที่มีค่าสัมประสิทธิ์ของค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากการประมาณมีค่าเป็นลบจากการหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก ดังแสดงในตารางที่ 3.1 ข้อ 4 ซึ่งในข้อจำกัดของรูปแบบการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของ O'Hanlon

และ Steele ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนและค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึกจะใช้ค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่าเป็นบวก เนื่องจากค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุน และจะมีการลงทุนเมื่อนักลงทุนคาดหวังว่าบริษัทนั้นจะมีกำไรจากการดำเนินงานหรือมีผลตอบแทนที่ดี และจากการศึกษาลักษณะของข้อมูลเบื้องต้นในส่วนของ การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า มีค่าผิดปกติจำนวน 7 บริษัท จึงทำให้คงเหลือตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มี 97 บริษัทต่อปี ซึ่งนำไปวิเคราะห์ความถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานต่อไป

### 3.3 การเก็บรวบรวมข้อมูลและการวัดค่าตัวแปร

#### 3.3.1 แบบจำลอง

ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยมุ่งที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2545-2549 การศึกษาครั้งนี้ใช้การประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นบนพื้นฐานของกำไรส่วนที่เหลือจากรูปแบบของ O'Hanlon และ Steele (2000) ซึ่งรูปแบบการประมาณค่านี้ได้พัฒนามาจากการศึกษาของ Ohlson (1995) โดยเหตุผลที่ผู้วิจัยเลือกการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของ O'Hanlon และ Steele มาใช้ในการคำนวณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นในครั้งนี้ เนื่องจากในการศึกษาของ O'Hanlon และ Steele มีการนำค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ได้มาทดสอบหาความสัมพันธ์กับแบบจำลอง CAPM ที่เป็นที่ยอมรับในงานวิจัยทางการเงิน ผลจากการศึกษาพบว่าค่าของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) และอัตราผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) มีค่าใกล้เคียงกับการศึกษาในอดีต (ดังแสดงในภาคผนวก ค) และจากการทบทวนงานวิจัยเกี่ยวกับการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ผ่านมามีงานวิจัยในปัจจุบันได้ศึกษาเกี่ยวกับการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (Cost of equity capital) เพื่อที่จะใช้เป็นตัวบ่งชี้ถึงมูลค่าทางตลาดและใช้ในการพยากรณ์การทำการกำไรของกิจการ Giner และ Reverte (2006) ได้พบความสัมพันธ์ระหว่างค่าประมาณของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากแบบจำลองของ O'Hanlon และ Steele กับปัจจัยความเสี่ยงจากแบบจำลองของ Fama และ French (1992) ประกอบด้วย ค่าเบต้า มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และขนาดบริษัท โดยเชื่อว่าวิธีการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของ O'Hanlon และ Steele จะสามารถวัดและอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นใกล้เคียงกับความถูกต้องแม่นยำมากที่สุด

การวิจัยครั้งนี้ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ

**ส่วนที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงจากแบบจำลองของ Fama-French** ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ได้รับการยอมรับทางด้านการเงิน ประกอบด้วยปัจจัยความเสี่ยง คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดบริษัท มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และจากการศึกษาพบว่าปัจจัยเหล่านี้สามารถอธิบายค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ ในการวิจัยนี้จึงได้นำปัจจัยความเสี่ยงจากแบบจำลองของ Fama-French (1992) มาทดสอบความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบครั้งนี้ เป็นดังนี้

$$K_i = \alpha_0 + \alpha_1 BETA_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 BM_i + \varepsilon_i \quad (\text{ตัวแบบที่ 1})$$

**ส่วนที่ 2 การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น** ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงตามสมมติฐานในการศึกษานี้ แบบจำลองสำหรับใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษากับตัวแปรตาม เป็นดังนี้

$$\begin{aligned} K_i = & \beta_0 + \beta_1 GBCR_i + \beta_2 DR_i + \beta_3 WCR_i + \beta_4 CFR_i \\ & + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SIZE_i + \beta_7 BM_i + \beta_8 PMR_i \\ & + \beta_9 ATR_i + \beta_{10} OLLR_i + \beta_{11} FLR_i + \beta_{12} GR_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (\text{ตัวแบบที่ 2})$$

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ต่อไปนี้เป็นคำอธิบายและการวัดค่าของตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม

### ตารางที่ 3.2 แสดงตัวแปรและการวัดค่า

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า
<b>ตัวแปรตาม</b>		
ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น	K	ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นจากแบบจำลองของ O'Hanlon และ Steele
<b>ตัวแปรอิสระ</b>		
ต้นทุนเงินกู้ยืม	GBCR	$\frac{\text{ค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิ}^{(1)}}{\text{หนี้สินทางการเงินสุทธิ}_{t-1}^{(2)}}$
อัตราการจ่ายเงินปันผล	DR	$\frac{\text{เงินปันผล}}{\text{กำไรสุทธิ}}$
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน	WCR	$\frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{หนี้สินหมุนเวียน}}{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}$
อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม	CFR	$\frac{\text{กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน}}{\text{หนี้สินรวม}}$
ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	BETA	ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างผลตอบแทนจากหลักทรัพย์กับตลาดต่อความแปรปรวนของผลตอบแทนจากตลาด
ขนาดบริษัท	SIZE	ราคาหลักทรัพย์ * จำนวนหุ้นสามัญ

ตารางที่ 3.2 แสดงตัวแปรและการวัดค่า (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า
<b>ตัวแปรอิสระ</b>		
มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด	BM	$\frac{\text{มูลค่าบัญชี}}{\text{มูลค่าตลาด}}$
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	PMR	$\frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ยอดขาย}}$
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	ATR	$\frac{\text{ยอดขาย}}{\text{สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ}_{t-1}}$
ภาวะผูกพันดำเนินงาน	OLLR	$\frac{\text{หนี้สินดำเนินงาน}^{(5)}}{\text{สินทรัพย์การดำเนินงานสุทธิ}}$
ภาวะผูกพันทางการเงิน	FLR	$\frac{\text{หนี้สินทางการเงินสุทธิ}^{(2)}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
อัตราการเติบโตของบริษัท	GR	$\frac{\text{ยอดขาย}_t - \text{ยอดขาย}_{t-1}}{\text{อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์}_{t-1}}$

(1) ค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิ = ดอกเบี้ยจ่าย - ดอกเบี้ยรับ (สุทธิจากภาษี)

(2) หนี้สินทางการเงินสุทธิ = หนี้สินทางการเงิน<sup>(3)</sup> - สินทรัพย์ทางการเงิน<sup>(4)</sup>

(3) หนี้สินทางการเงิน = หนี้สินระยะสั้นและหนี้สินระยะยาวที่มีต้นทุนทางการเงิน + หนี้บริมสิทธิ

(4) สินทรัพย์ทางการเงิน = เงินสดและเงินลงทุนระยะสั้น + เงินลงทุนระยะยาว

(5) หนี้สินดำเนินงาน = สินทรัพย์ดำเนินงาน<sup>(6)</sup> - สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ<sup>(7)</sup>

(6) สินทรัพย์ดำเนินงาน = สินทรัพย์รวม - สินทรัพย์ทางการเงิน

(7) สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ = หนี้สินทางการเงินสุทธิ + ส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ + ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย

### 3.4 การตั้งสมมติฐาน

#### สมมติฐานในการวิจัย

จากการศึกษาของ Giner และ Reverte (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ปัจจัยความเสี่ยงที่ใช้ศึกษาคือ ปัจจัยความเสี่ยงพื้นฐานจากการศึกษาของ Penman (2001) ประกอบด้วย อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการเติบโตของบริษัท ภาวะผูกพันดำเนินงาน และภาวะผูกพันทางการเงิน ซึ่ง Giner และ Reverte ได้เห็นว่าอัตราส่วนเหล่านี้ไม่ได้เป็นตัวแสดงถึงความเสี่ยงโดยตรง ยกเว้นภาวะผูกพันทางการเงินและภาวะผูกพันดำเนินงานที่เป็นตัวแสดงถึงความเสี่ยงโดยตรง จึงได้ใช้ความแปรปรวนของอัตราส่วนเป็นตัวแสดงถึงความเสี่ยงในการศึกษานี้

จากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ อัตราการเติบโตของบริษัท ภาวะผูกพันดำเนินงาน และภาวะผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีเพียงต้นทุนเงินกู้ยืมเท่านั้นที่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว เพื่อศึกษาว่าปัจจัยความเสี่ยงจากปัจจัยพื้นฐานของ Penman (2001) ในส่วนของความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ และจากเหตุผลที่การลงทุนที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นผู้ลงทุนย่อมต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย การศึกษานี้จึงมีสมมติฐาน คือ

**$H_1$  : ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น**

อัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นตัวที่แสดงว่ากิจการมีการจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิของกิจการ หากอัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการมีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดี เพราะกิจการสามารถทำกำไรได้อย่างเพียงพอที่จะนำกำไรจำนวนหนึ่งไปจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ และการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นเชื่อในความสม่ำเสมอของกำไรได้ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลสะท้อนให้เห็นว่าผู้บริหารมั่นใจในความสามารถของบริษัทในการทำกำไรในอนาคตและเป็นกำไรที่ก่อให้เกิดเงินสดเพียงพอที่จะใช้ในการจ่ายเงินปันผลและลงทุนในโครงการต่างๆ เพื่อขยายธุรกิจ และผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นสามารถมั่นใจได้ในสภาพคล่องและความแข็งแกร่งของบริษัทมากกว่าข้อมูลในลักษณะอื่นจากผู้บริหาร จากการศึกษาค้นคว้าของ Beaver, Kettler และ Scholes (1970) และ Bowman (1979) พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความเสี่ยง แสดงให้เห็นว่าอัตราการจ่ายเงิน

ปันผลสามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการได้ ซึ่งความเสี่ยงนี้จะส่งผลให้ที่นักลงทุนต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนเพื่อที่จะชดเชยความเสี่ยง ในการลงทุนที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นทำให้ผู้ลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้ระดับของผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้น และจากเหตุผลที่ความไม่แน่นอนของอัตราการจ่ายเงินปันผลเกิดจากผลการดำเนินงานของกิจการ และจะส่งผลต่อความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ จึงเห็นว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลไม่ได้เป็นตัวที่แสดงถึงความเสี่ยงโดยตรง ในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้ความแปรปรวนของอัตราการจ่ายเงินปันผลแสดงถึงความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผล เพื่อที่จะศึกษาว่าความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่ การศึกษาครั้งนี้จึงมีสมมติฐาน คือ

**H<sub>2</sub> : ความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น**

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงสภาพคล่องของกิจการ แสดงให้เห็นว่าเมื่อกิจการนำสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีอยู่ไปชำระหนี้สินหมุนเวียนแล้ว จะมีเงินทุนหมุนเวียนเหลือเท่าใดที่จะสามารถนำไปชำระหนี้สินระยะยาวหรือไปซื้อสินทรัพย์ถาวรมาใช้ในการดำเนินธุรกิจ จากการศึกษาของ Ohlson (1980) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการพยากรณ์ภาวะล้มละลายของธุรกิจจากอัตราส่วนทางการเงิน จากการศึกษาพบว่าอัตราเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความน่าจะเป็นที่บริษัทจะประสบปัญหาล้มละลาย แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินทุนหมุนเวียนสามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการได้ จากผลการดำเนินงานของบริษัทหากบริษัทมีความไม่แน่นอนที่จะมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอในการชำระหนี้สินระยะยาวหรือซื้อสินทรัพย์มาใช้ในการดำเนินงานก็จะส่งผลกระทบต่อความไม่แน่นอนของผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับด้วย ในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้ความแปรปรวนของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นตัวที่แสดงถึงความเสี่ยงจากอัตราเงินทุนหมุนเวียน ในการลงทุนที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ทำให้ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้น เพื่อที่จะศึกษาว่าความเสี่ยงจากอัตราเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ การศึกษาครั้งนี้จึงมีสมมติฐาน คือ

**H<sub>3</sub> : ความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น**

อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับการชำระหนี้สินทั้งหมดที่มีอยู่หรือไม่ ซึ่งความสามารถในการชำระหนี้นี้เป็นผลมาจากผลการดำเนินงานของกิจการหากมีความสามารถในการชำระหนี้สูงก็แสดงถึงผลการดำเนินงานที่ดี ในทางตรงกันข้ามหากมีความสามารถในการชำระหนี้ต่ำก็จะแสดงถึงผลการดำเนินงานที่ไม่ดี อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมจึงเป็นตัวที่สามารถสะท้อนถึงความเสี่ยงของกิจการจากการที่ไม่สามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เพียงพอต่อการชำระคืนหนี้และจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น ในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้ความแปรปรวนของอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมเป็นตัวที่แสดงถึงความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม และในการลงทุนที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นทำให้ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่ต้องการสูงขึ้น เพื่อที่จะศึกษาว่าความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ การศึกษาครั้งนี้จึงมีสมมติฐาน คือ

$H_4$  : ความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.3 ค่าความสัมพันธ์ที่คาดหวัง (Expected signs)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ตัววัด	ค่าความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง
<b>ตัวแปรตาม</b>			
ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น	K	ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากแบบจำลองของ O'Hanlon และ Steele	
<b>ตัวแปรอิสระ</b>			
ต้นทุนเงินกู้ยืม	GBCR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนค่าใช้จ่ายทาง การเงินสุทธิต่อหนี้สินทางการเงินสุทธิ	+
อัตราการจ่ายเงินปันผล	DR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนเงินปันผลที่จ่ายให้ผู้ ถือหุ้นสามัญต่อกำไรสุทธิ	+
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อ สินทรัพย์หมุนเวียน	WCR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียน หักหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน	+
อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม	CFR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนกระแส เงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินรวม	+
<b>ตัวแปรควบคุม</b>			
ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	BETA	ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างผลตอบแทนจาก หลักทรัพย์กับตลาดต่อความแปรปรวนของ ผลตอบแทนจากตลาด	+
ขนาดบริษัท	SIZE	Log ของมูลค่าตลาด	-
มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด	BM	มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด	+
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	PMR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนกำไร จากการดำเนินงานต่อยอดขาย	+
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	ATR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนยอดขาย ต่อสินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ	+
ภาระผูกพันดำเนินงาน	OLLR	ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินในการดำเนินงานต่อ สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ	+
ภาระผูกพันทางการเงิน	FLR	ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินทางการเงินสุทธิต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	+
อัตราการเติบโตของบริษัท	GR	ความแปรปรวนของอัตราส่วนยอดขาย ต่ออัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	+



### 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross sectional data) ตั้งแต่ปี 2545-2549 รวม 5 ปี จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน กลุ่มฟื้นฟูการดำเนินงาน กองทุนและธุรกิจขนาดกลาง (MAI) โดยจะนำข้อมูลที่ได้ทั้งหมดมาวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้เทคนิคทางสถิติ คือ การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ด้วยวิธี Ordinary Least Squares (OLS)<sup>2</sup>

ในการวิเคราะห์ข้อมูลจะทำการทดสอบสัมประสิทธิ์ถดถอยในแต่ละตัวแปรที่ทำการศึกษามีทิศทางตามสมมติฐานที่กำหนดไว้หรือไม่ โดยการใช้สถิติทดสอบ t-test ตรวจสอบข้อกำหนดของการวิเคราะห์ความถดถอยที่ตัวแปรอิสระทุกตัวจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญโดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาเรื่อง Multicollinearity และทำการประมาณค่าพารามิเตอร์ของสมการถดถอยเชิงพหุ จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS)

ข้อมูลที่ได้สามารถแบ่งการวิเคราะห์ได้เป็น 4 ส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิจัย เป็นการอธิบายถึงการเลือกกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

ส่วนที่ 2 การตรวจสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ซึ่งแบ่งเป็น 5 ขั้นตอน ดังนี้

- 1) การตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณและการตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล
- 2) การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ
- 3) การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม
- 4) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ส่วนที่ 3 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistic) ในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของ ปัจจัยความเสี่ยง และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึงข้อมูลของตัวแปรควบคุมด้วยค่าสถิติ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และ ค่าต่ำสุด (Minimum)

<sup>2</sup> Ordinary Least Squares Method เป็นการประมาณค่าในการวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อวิเคราะห์หาถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวข้องว่ามีความสัมพันธ์ในลักษณะใด ตลอดจนสามารถวิเคราะห์ถึงผลกระทบของตัวแปรอิสระที่มีต่อตัวแปรตาม

ส่วนที่ 4 สถิติเชิงอนุมาน (Inference statistic) ในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่าง ปัจจัยความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยการนำข้อมูลที่เก็บจากงบการเงินและ รายงานประจำปีของแต่ละบริษัทมาวัดและคำนวณหาค่าของปัจจัยต่างๆ แล้วนำข้อมูลที่ได้มา วิเคราะห์หาความสัมพันธ์และใช้โปรแกรม SPSS ในการประมวลผลและการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์เชิงซ้อน (Correlation analysis) และในส่วนสถิติเชิงอนุมานในการ ทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงเดี่ยว (Univariate regression analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis)



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### วิเคราะห์ข้อมูลและผลการวิจัย

เมื่อรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยความเสี่ยง คือ ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดบริษัท มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาวะผูกพันดำเนินงาน ภาวะผูกพันทางการเงิน อัตราการเติบโตของกิจการ และต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น เพื่อนำมาใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง จึงนำข้อมูลดังกล่าวมาวิเคราะห์ทางสถิติโดยใช้โปรแกรม SPSS โดยผลการศึกษาแบ่งเป็น 3 ส่วน คือ

ส่วนที่ 1 การตรวจสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ซึ่งแบ่งเป็น 4 ขั้นตอน ดังนี้

1. การตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณและการตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล
2. การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ
3. การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ
4. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

ส่วนที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistic)

ส่วนที่ 3 สถิติเชิงอนุมาน (Inference statistic)

#### ส่วนที่ 1 การตรวจสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาคือความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยจะใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว หากต้นทุนเงินทุนมีความสัมพันธ์กับปัจจัยความเสี่ยง อย่างมีนัยสำคัญ ผู้วิจัยจะสรุปว่าปัจจัยนั้นๆ สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้และนักลงทุนสามารถใช้ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์นี้ช่วยในการตัดสินใจในการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการวิจัยครั้งนี้เพื่อเป็นการยืนยันความเหมาะสมของข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์ ผลการวิจัยและให้ผลการวิเคราะห์มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้นจึงต้องทำการตรวจสอบข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุก่อนที่จะคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย ดังนี้

#### 4.1 การตรวจสอบรูปแบบความสัมพันธ์ของตัวแปรเชิงปริมาณและตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูล

ในการใช้สถิติการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุนั้นจะต้องทำการตรวจสอบว่าความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามว่ามีความสัมพันธ์ในรูปแบบเชิงเส้นหรือไม่และตรวจสอบว่าข้อมูลมีค่าผิดปกติ (Outlier) หรือไม่ เนื่องจากหากตัวแปรตามหรือตัวแปรอิสระมีค่าที่สูงหรือต่ำมากอย่างผิดปกติ จะส่งผลต่อสมการความถดถอยเชิงซ้อนแบบพหุคูณเป็นอย่างมาก เช่น ทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีการเปลี่ยนแปลงไปมาก หรือทำให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามไม่อยู่ในรูปเชิงเส้น ในการวิจัยนี้ได้พิจารณาจากค่า Mahalanobis distances ซึ่งแสดงถึงค่าที่ผิดปกติของตัวแปรอิสระที่ได้จากการประมวลผลด้วยโปรแกรมทางสถิติ SPSS พบว่ามีข้อมูลจำนวน 7 บริษัทที่มีค่าผิดปกติ (ดังแสดงในตารางที่ 4.4) จากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 104 ประกอบด้วย

- 1) บริษัททางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ BECL
- 2) บริษัทยูไนเต็ดคอมมูนิตี้ อินดัสตรี จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ UCOM
- 3) บริษัทซีเอ็ดยูเคชั่น จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ SE-ED
- 4) บริษัทปูนซีเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ SCCC
- 5) บริษัทโรงงานผ้าไทย จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ TTI
- 6) บริษัทปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ SCC
- 7) บริษัทพีเรียล ซีพีปิ้ง จำกัด (มหาชน) ชื่อย่อ PSL

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 4.2 การตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับความคลาดเคลื่อน (Error or Residual) มีดังนี้

1. ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ เพื่อทดสอบว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ โดยใช้สถิติ Kolmogorov-Smirnov Test (K-S Test)
2. ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์ โดยการวิเคราะห์ความถดถอยด้วยวิธีกำลังสอยน้อยที่สุด (Least square method)
3. ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่
4. ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน เป็นการตรวจสอบอัตสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความถูกต้องและน่าเชื่อถือยิ่งขึ้น
5. ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ ที่อาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity

ผลการตรวจสอบเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ดังแสดงรายละเอียดในภาคผนวก ง

## 4.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

เนื่องจากเงื่อนไขข้อหนึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่ในทางปฏิบัติมักจะพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองจึงทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งมีผลทำให้สมการถดถอยไม่ถูกต้อง ดังนั้นจึงต้องทำการทดสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระดังตารางที่ 4.1

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระสามารถพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ว่าเป็นศูนย์หรือไม่ หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของแต่ละคู่เป็นศูนย์แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเอง จากการตรวจสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ที่ใช้ในการวิจัยมีค่า Pearson correlation coefficient ดังในตารางที่ 4.1 พบว่าความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.19 ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด

ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 มีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.30 ความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์กับขนาดบริษัท ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 มีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.22 ความเสี่ยงจากอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.18 และตัวแปรอิสระคู่ที่มีความสัมพันธ์กันมากที่สุดจากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยพิจารณาจากค่า Pearson correlation coefficient คือ ความเสี่ยงจากอัตราค่าธรรมเนียมเวียนของสินทรัพย์กับภาระผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.69

และจากการตรวจสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ที่ใช้ในการวิจัย จากค่า Spearman correlation coefficient ดังในตารางที่ 4.2 พบว่ามีตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กัน ดังนี้ ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.23 ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงที่เป็นระบบ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.28 ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.20 ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรสุทธิของบริษัท ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.29 ความเสี่ยงจากอัตรากำไรจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.33 ความเสี่ยงจากอัตรากำไรจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.23 ความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนมีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงจากอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.28 ความเสี่ยงจากอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์กับภาระผูกพันทางการเงิน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.44 และตัวแปรอิสระคู่ที่มีความสัมพันธ์กันมากที่สุดจากการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยพิจารณาจากค่า Spearman correlation coefficient คือ ขนาดบริษัทกับมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.69



จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระพบว่าตัวแปรอิสระทุกคู่ที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อยกว่า 0.70 จึงสรุปว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์กันเองในระดับสูงจนทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity แฝงอยู่ในสมการที่ใช้วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ดังนั้นการตีความผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยจึงมีความถูกต้องและความน่าเชื่อถือในระดับสูง



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ (Pearson correlation coefficient)

	GBCR	DR	WCR	CFR	BETA	SIZE	BM	PMR	ATR	OLLR	FLR	GR
GBCR	1.000											
DR	-0.024	1.000										
WCR	0.189*	-0.030	1.000									
CFR	-0.014	-0.016	-0.032	1.000								
BETA	0.100	0.021	-0.041	0.037	1.000							
SIZE	0.004	-0.119	0.021	-0.224**	0.259**	1.000						
BM	-0.076	0.304***	-0.058	0.038	-0.154	-0.579***	1.000					
PMR	-0.030	0.048	-0.068	0.183*	0.064	-0.049	-0.018	1.000				
ATR	-0.024	-0.009	-0.051	-0.025	-0.177*	0.033	0.009	-0.043	1.000			
OLLR	-0.056	-0.042	-0.134	0.080	-0.238**	0.099	-0.127	-0.034	0.694***	1.000		
FLR	-0.024	-0.012	0.068	-0.162	0.423***	0.099	-0.235**	-0.085	-0.096	-0.128	1.000	
GR	0.014	-0.031	-0.056	-0.007	0.093	-0.034	0.292***	-0.039	-0.034	-0.137	0.018	1.000

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

GBCR = ต้นทุนเงินกู้ยืม DR = อัตราการจ่ายเงินปันผล WCR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน CFR = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม BETA = ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ

SIZE = ขนาดบริษัท BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด PMR = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน ATR = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ OLLR = ภาวะผูกพันดำเนินงาน

FLR = ภาวะผูกพันทางการเงิน GR = อัตราการเติบโตของบริษัท

ตารางที่ 4.2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ (Spearman correlation coefficient)

	GBCR	DR	WCR	CFR	BETA	SIZE	BM	PMR	ATR	OLLR	FLR	GR
GBCR	1.000											
DR	0.151	1.000										
WCR	0.229**	-0.089	1.000									
CFR	0.012	0.329***	-0.279***	1.000								
BETA	0.276***	0.055	0.106	-0.080	1.000							
SIZE	-0.050	-0.091	0.054	-0.441***	0.262***	1.000						
BM	0.008	-0.019	-0.164	0.326***	-0.187	-0.692***	1.000					
PMR	0.203**	0.233**	0.119	0.243**	0.282***	0.023	0.012	1.000				
ATR	0.095	0.142	-0.167	0.157	-0.146	-0.161	0.023	-0.237**	1.000			
OLLR	-0.045	-0.058	-0.133	-0.128	-0.172	0.034	-0.192*	-0.346***	0.544***	1.000		
FLR	0.155	-0.241**	0.375***	-0.438***	0.366***	0.179*	-0.230**	-0.019	-0.233**	-0.320***	1.000	
GR	0.291***	0.081	0.094	0.035	0.363***	0.064	0.005	0.571***	-0.283***	-0.538***	0.258**	1.000

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

GBCR = ต้นทุนเงินกู้ยืม DR = อัตราการจ่ายเงินปันผล WCR = อัตราเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน CFR = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

SIZE = ขนาดบริษัท BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด PMR = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน ATR = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ OLLR = ภาวะผูกพันดำเนินงาน

FLR = ภาวะผูกพันทางการเงิน GR = อัตราการเติบโตของบริษัท

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

#### 4.4 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

การวัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามว่ามีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใดและมีความสัมพันธ์กันอย่างไรมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ จะพิจารณาจากค่าสถิติสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation coefficient) ผลการตรวจสอบระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ดังนี้

#### ตารางที่ 4.3 ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

Variable	Partial Correlation
GBCR	-0.187
DR	0.151
WCR	-0.099
CFR	-0.178
BETA	0.358***
SIZE	0.061
BM	-0.014
PMR	-0.094
ATR	-0.099
OLLR	-0.122
FLR	0.484***
GR	0.016

\*\*\* ระดับสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับสำคัญทางสถิติ 0.10

GBCR = ต้นทุนเงินกู้ยืม DR = อัตราการจ่ายเงินปันผล WCR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน

CFR = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ SIZE = ขนาดบริษัท

BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด PMR = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน ATR = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

OLLR = ภาระผูกพันดำเนินงาน FLR = ภาระผูกพันทางการเงิน GR = อัตราการเติบโตของบริษัท

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วน (Partial correlation) ซึ่งเป็นค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์บางส่วนของตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งโดยมีการควบคุมอิทธิพลของตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ให้มีค่าคงที่ ในการอธิบายระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามดังนี้

### 1. ตัณฑ์เงินกู้ยืม (GBCR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าตัณฑ์เงินกู้ยืมแปรผกผันกับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $-0.187$  แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าตัณฑ์เงินกู้ยืมไม่มีความสัมพันธ์กับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

### 2. อัตราการจ่ายเงินปันผล (DR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลแปรผันตรงกับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $0.151$  แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

### 3. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนแปรผกผันกับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $-0.099$  แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

### 4. อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม (CFR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมแปรผกผันกับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $-0.178$  แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมไม่มีความสัมพันธ์กับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

### 6. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบแปรผันตรงกับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $0.358$  ที่ระดับนัยสำคัญ  $0.01$  แสดงว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์กับตัณฑ์เงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 6. ขนาดบริษัท (SIZE)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าขนาดบริษัทแปรผันตรงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.061 แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าขนาดบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 7. มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM)

จากตารางที่ 4.3 พบว่ามูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดแปรผกผันกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.014 แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่ามูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 8. อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PMR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานแปรผกผันกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.094 แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 9. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ATR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์แปรผกผันกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.099 แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 10. ภาวะผูกพันดำเนินงาน (OLLR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าภาวะผูกพันดำเนินงานแปรผกผันกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.122 แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าภาวะผูกพันดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น



#### 11. ภาวะผูกพันทางการเงิน (FLR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าภาวะผูกพันทางการเงินแปรผันตรงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.485 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าภาวะผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

#### 12. อัตราการเติบโตของบริษัท (GR)

จากตารางที่ 4.3 พบว่าอัตราการเติบโตของบริษัทแปรผันตรงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.016 แต่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เชิงส่วนไม่อยู่ในช่วงระดับนัยสำคัญที่กำหนด แสดงว่าอัตราการเติบโตของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

## ส่วนที่ 2 สถิติเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เป็นการอธิบาย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และ ค่าต่ำสุด (Minimum) ของตัวแปรที่ศึกษา และตัวแปรควบคุมซึ่งมีผลกระทบกับตัวแปรตาม

### 4.5 ข้อมูลเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทูนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดบริษัท มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาวะผูกพันดำเนินงาน ภาวะผูกพันทางการเงิน และอัตราการเติบโตของกิจการ

ในการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้นสามารถแสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรเกี่ยวกับค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) ของตัวแปรแต่ละตัวจากกลุ่มตัวอย่างได้แบ่งออกเป็น 1) การแสดงค่าสถิติพื้นฐานของกลุ่มตัวอย่าง 104 บริษัท 2) การแสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่มีค่าผิดปกติจำนวน 7 บริษัท และ 3) การแสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรหลังตัดค่าที่ผิดปกติจำนวน 97 บริษัท ดังแสดงในตาราง 4.4 ตาราง 4.5 และตาราง 4.6 ตามลำดับ

## ผลการวิเคราะห์ค่าสถิติพื้นฐาน

ตารางที่ 4.4 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรทั้งหมดก่อนตัดค่าที่ผิดปกติ

Variable	คำอธิบายตัวแปร	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
K	ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น	104	0.164	0.136	0.121	0.035	1.042
GBCR	ต้นทุนเงินกู้ยืม	520	0.038	0.019	0.322	-2.184	6.008
DR	อัตราการจ่ายเงินปันผล	520	0.618	0.430	2.054	0.000	43.033
WCR	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน	520	0.134	0.404	1.575	-29.850	0.999
CFR	อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม	520	0.506	0.247	0.898	-2.370	8.237
BETA	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	104	0.553	0.502	0.469	-0.397	2.036
SIZE	ขนาดบริษัท	520	17,028.42	2,097.37	61,561.63	59.50	632,177.53
BM	มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด	520	0.930	0.829	0.566	0.071	3.554
PMR	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	520	0.244	0.129	0.779	-0.151	9.784
ATR	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	520	1.463	1.478	19.159	-424.902	59.647
OLLR	ภาระผูกพันดำเนินงาน	520	0.465	0.210	1.597	-12.011	19.429
FLR	ภาระผูกพันทางการเงิน	520	0.203	0.054	1.901	-30.568	22.922
GR	อัตราการเติบโตของบริษัท	520	0.179	0.059	0.664	-2.765	7.368

จากตารางที่ 4.4 เป็นการแสดงค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 104 บริษัทต่อปี ยกเว้นต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (K) และความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ที่เป็นค่าที่ประมาณขึ้นจากข้อมูลของบริษัททั้ง 5 ปี จากการตรวจสอบความผิดปกติของข้อมูลพบว่ามี 7 บริษัท ที่มีค่าผิดปกติจึงได้ตัดออกจากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ซึ่งข้อมูลของบริษัทที่มีค่าผิดปกตินี้ได้แสดงค่าสถิติพื้นฐานในตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรที่มีค่าผิดปกติจากกลุ่มตัวอย่าง 7 บริษัท

Variable	คำอธิบายตัวแปร	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
K	ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น	7	0.253	0.098	0.350	0.082	1.042
GBCR	ต้นทุนเงินกู้ยืม	35	0.181	0.000	1.015	-0.090	6.008
DR	อัตราการจ่ายเงินปันผล	35	1.705	0.525	7.199	0.000	43.033
WCR	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน	35	-1.263	0.090	5.316	-29.850	0.999
CFR	อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม	35	0.609	0.167	1.404	-0.117	8.185
BETA	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	7	0.705	1.074	0.497	0.031	1.083
SIZE	ขนาดบริษัท	35	54,042.07	16,510.00	92,627.25	1,040.00	304,800.00
BM	มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด	35	0.634	0.453	0.431	0.104	1.568
PMR	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	35	1.311	0.245	2.770	0.001	9.784
ATR	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	35	-5.469	1.124	74.163	-424.902	59.647
OLLR	ภาระผูกพันดำเนินงาน	35	2.587	0.162	5.598	-12.011	19.429
FLR	ภาระผูกพันทางการเงิน	35	0.197	-0.231	1.419	-1.024	5.671
GR	อัตราการเติบโตของบริษัท	35	0.214	0.032	0.773	-0.341	4.479

จากค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่เป็นค่าผิดปกติ ดังแสดงในตารางที่ 4.5 พบว่า เป็นค่าสูงสุดในแต่ละตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ประกอบด้วย ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และภาระผูกพันดำเนินงาน และเป็นค่าต่ำสุดในแต่ละตัวแปร ประกอบด้วย อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และภาระผูกพันดำเนินงาน

ตารางที่ 4.6 ค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรหลังตัดค่าที่ผิดปกติ

Variable	คำอธิบายตัวแปร	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
K	ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น	97	0.157	0.137	0.086	0.035	0.525
ROE	อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น	485	0.182	0.148	0.149	0.001	1.314
DURG	ค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก	485	0.616	0.167	1.304	-0.906	8.643
GBCR	ต้นทุนเงินกู้ยืม	485	0.030	0.019	0.189	-2.184	2.061
DR	อัตราการจ่ายปันผล	485	0.553	0.426	0.905	0.000	16.372
WCR	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน	485	0.231	0.413	0.721	-6.090	0.931
CFR	อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม	485	0.507	0.259	0.851	-2.370	8.237
BETA	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ	97	0.542	0.497	0.468	-0.397	2.036
SIZE	ขนาดบริษัท	485	13,286.97	1,958.70	53,600.74	59.50	632,177.53
BM	มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด	485	0.953	0.850	0.575	0.071	3.554
PMR	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	485	0.167	0.129	0.152	-0.151	1.037
ATR	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์	485	1.974	1.497	1.876	-1.466	20.487
OLLR	ภาระผูกพันดำเนินงาน	485	0.314	0.210	0.430	-1.038	3.572
FLR	ภาระผูกพันทางการเงิน	485	0.199	0.060	1.933	-30.568	22.922
GR	อัตราการเติบโตของบริษัท	485	0.168	0.057	0.633	-2.765	7.368

### 1. ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น (K)

จากตารางที่ 4.6 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นพบว่า ค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ประมาณได้จากค่าสัมประสิทธิ์ความถอยจากความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นกับค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 15.7% บริษัทที่มีค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำสุดและสูงสุดเท่ากับ 3.5% และ 52.5% ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันมาก และเมื่อเปรียบเทียบกับค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับอัตรา

ผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของค่าเฉลี่ยพบว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่ามากกว่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 0.025 ( $K=0.157$ ,  $ROE=0.182$ ) แต่เมื่อพิจารณาใน จากค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานพบว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีการกระจายของข้อมูลที่มากกว่าค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

## 2. ต้นทุนเงินกู้ยืม (GBCR)

จากตารางที่ 4.6 แสดงว่าต้นทุนเงินกู้ยืมมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -218.4% ค่าสูงสุดเท่ากับ 206.1% โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.189 จากค่าเฉลี่ยของ ต้นทุนเงินกู้ยืม แสดงว่าเมื่อบริษัทมีการก่อหนี้สินทางการเงินจะทำให้เกิดต้นทุนในส่วน ของค่าใช้จ่ายทางการเงิน เช่น ดอกเบี้ยจ่ายโดยเฉลี่ยเท่ากับ 3% บริษัทที่มีค่าต้นทุนเงินกู้ยืมสูงสุดคือ บริษัท โรงพยาบาลวิภาวดี จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีดอกเบี้ยจ่ายในปี 2545 เป็นจำนวน 30,067,270 บาท และบริษัทที่มีต้นทุนเงินกู้ยืมที่ต่ำสุดคือ บริษัท ลานนารีซอร์สเซส จำกัด (มหาชน) เนื่องจาก ในปี 2548 บริษัทมีสินทรัพย์ทางการเงินมากกว่าหนี้สินทางการเงินและมีดอกเบี้ยจ่ายที่ต่ำจึงทำให้ มีค่าต้นทุนเงินกู้ยืมมีค่าเป็นลบ

## 3. อัตราการจ่ายเงินปันผล (DR)

จากตารางที่ 4.6 อัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1,637.2% โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 53.3% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.905 แสดงว่าเงินปันผลจ่ายโดย เฉลี่ยมีค่าเท่ากับครึ่งของกำไรสุทธิ บริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลมากที่สุดคือ บริษัท ไทยโทรเร เท็กซ์ไทล์ มิลลส์ จำกัด (มหาชน) มีการจ่ายเงินปันผลที่สูงมากเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิ ในปี 2549

## 4. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR)

จากตารางที่ 4.6 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนมีค่าต่ำสุดเท่ากับ - 6.090 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.931 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.231 เท่า และมีค่าเบี่ยงเบน มาตรฐานเท่ากับ 0.721 ซึ่งแสดงว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนที่สามารถนำมาใช้ในการ ดำเนินงานของกิจการหลังจากหักหนี้สินหมุนเวียนมีค่าเท่ากับ 0.231 เท่า เมื่อเทียบกับสินทรัพย์ หมุนเวียน

## 5. อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม (CFR)

จากตารางที่ 4.6 อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -237.0% ค่าสูงสุดเท่ากับ 823.7% โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 50.7% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.851 เห็นได้ว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานมากกว่ากึ่งหนึ่งของหนี้สินรวม คือ 50.7%

## 6. ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA)

จากตารางที่ 4.6 สรุปได้ว่า ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.397 ค่าสูงสุดเท่ากับ 2.036 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.542 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 0.468 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเฉลี่ยมีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ค่าเฉลี่ยของค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่ากับ 0.542 แสดงว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำกว่าตลาด

## 7. ขนาดบริษัท (SIZE)

จากตารางที่ 4.6 สรุปได้ว่า ขนาดบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 59.50 ล้านบาท มีค่าสูงสุดเท่ากับ 632,177.53 ล้านบาท ขนาดบริษัทมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 13,286.97 ล้านบาท และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 53,600.74 เมื่อพิจารณาข้อมูลขนาดบริษัทที่วัดค่าจากมูลค่าตลาดพบว่าขนาดบริษัทมีความแตกต่างกันมาก โดยบริษัทที่มีมูลค่าตลาดมากที่สุดมีมูลค่าตลาดเท่ากับ 632,177.53 ล้านบาท ส่วนบริษัทที่มีมูลค่าตลาดน้อยที่สุดมีมูลค่าตลาดเท่ากับ 59.50 ล้านบาท

## 8. มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM)

จากตารางที่ 4.6 สรุปได้ว่า มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.071 ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.554 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.953 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.575 จากค่าเฉลี่ยของมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.95 แสดงว่าโดยเฉลี่ยบริษัทมีมูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี อธิบายได้ว่านักลงทุนคาดหวังว่าบริษัทจะมีความสามารถที่จะก่อให้เกิดกำไรได้ในอนาคตซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการสูงขึ้นจึงทำให้ราคาตลาดสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี



### 9. อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PMR)

จากตารางที่ 4.6 อัตรากำไรจากการดำเนินงานมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -15.1% ค่าสูงสุดเท่ากับ 103.7% โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.7% และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.152 อัตรากำไรจากการดำเนินงานเป็นอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร ใช้วัดความสามารถในการหาผลตอบแทนจากการดำเนินงานและจากการลงทุน รวมทั้งการใช้ทรัพยากรทางธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ จากค่าเฉลี่ยพบว่ากำไรจากการดำเนินงานมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.7% ของยอดขาย

### 10. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ATR)

จากตารางที่ 4.6 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์มีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.466 เท่าค่าสูงสุดเท่ากับ 20.487 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.974 เท่า และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.876 จากค่าเฉลี่ยของอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ สามารถอธิบายได้ว่าสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิทุก ๆ 1 บาท จะสามารถทำยอดขายได้เท่ากับ 1.97 บาท

### 11. ภาระผูกพันดำเนินงาน (OLLR)

จากตารางที่ 4.6 ภาระผูกพันดำเนินงานมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.038 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 3.572 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.314 เท่า และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.430 จากค่าเฉลี่ยแสดงว่ามีหนี้สินดำเนินงานน้อยกว่ากึ่งหนึ่งของสินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิ

### 12. ภาระผูกพันทางการเงิน (FLR)

จากตารางที่ 4.6 พบว่าภาระผูกพันทางการเงินมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -30.568 เท่าค่าสูงสุดเท่ากับ 22.922 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.199 เท่า และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.933 จากค่าเฉลี่ยแสดงถึงบริษัทมีหนี้สินทางการเงินเท่ากับ 0.199 เมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น

### 13. อัตราการเติบโตของบริษัท (GR)

จากตารางที่ 4.6 พบว่าอัตราการเติบโตของบริษัทมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.765 ค่าสูงสุดเท่ากับ 7.368 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับอยู่ที่ 0.168 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.633 จากค่าเฉลี่ยแสดงว่าการเติบโตของบริษัทโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.168 เมื่อเทียบกับอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

### ส่วนที่ 3 สถิติเชิงอนุมาน

#### 4.6 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

การศึกษานี้มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในส่วนการวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน เทคนิคที่ใช้ คือ การวิเคราะห์ความถดถอยแบบเชิงเดี่ยว (Univariate regression analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis)

จากที่ได้กล่าวในบทที่ 3 ได้แบ่งการศึกษานี้ออกเป็น 2 ส่วน คือ 1.การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงจากแบบจำลองของ Fama-French และ 2.การศึกษาค่าความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

**ส่วนที่ 1** การทดสอบความสัมพันธ์ของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงจากรูปแบบของ Fama และ French (1992) ประกอบด้วย ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) ขนาดบริษัท (Size) มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market) โดยใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น

แบบจำลองที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง ดังแสดงในตัวอย่างที่ 1

##### ตัวอย่างที่ 1

$$K_i = \alpha_0 + \alpha_1 BETA_i + \alpha_2 SIZE_i + \alpha_3 BM_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

K = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

SIZE = ขนาดบริษัท

BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด

จากตารางที่ 4.7 แสดงผลจากการวิเคราะห์ความถดถอยความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงของ Fama-French (1992) ตามตัวอย่างที่ 1 ใน Model 1 ผู้วิจัยพบว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 1% โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ

0.065 และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 11.9% ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Giner และ Reverte (2006) แสดงว่าค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสามารถในการอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ เมื่อค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องเพื่อที่จะชดเชยความเสี่ยงนั้นก็เพิ่มขึ้นด้วย

ในส่วนของ Model 2 และ Model 3 ในตาราง 4.7 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับขนาดบริษัท (SIZE) และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) ตามลำดับ ซึ่งเป็นตัวแปรในแบบที่ 1 พบว่าปัจจัยขนาดบริษัทและมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด

จากนั้นจึงนำปัจจัยความเสี่ยงจากการศึกษาของ Fama-French ทั้ง 3 ปัจจัยเข้าร่วมวิเคราะห์ความถดถอย เพื่อที่จะดูอิทธิพลร่วมของทั้ง 3 ปัจจัย ซึ่งประกอบด้วย ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ขนาดบริษัท (SIZE) และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) ดังแสดงใน ตาราง 4.7 ผลลัพธ์ของ Model 4 พบว่ามีเพียงความเสี่ยงที่เป็นระบบเพียงปัจจัยเดียวที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 1% มีสัมประสิทธิ์ความถดถอยของค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบเท่ากับ 0.067 และมีค่าสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 10.2%

จะเห็นว่าการศึกษาส่วนที่ 1 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงจากรูปแบบของ Fama และ French (1992) ตามแบบที่ 1 และสามารถสรุปผลได้ว่าปัจจัยความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการได้ 11.9% และในส่วนของปัจจัยขนาดบริษัท (SIZE) และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น กับปัจจัยความเสี่ยงจากรูปแบบของ Fama และ French

	Intercept	BETA	SIZE	BM	F-value	Adj.R <sup>2</sup>	N
Model 1	0.122*** 9.689	0.065*** 3.731			13.921***	11.9%	97
Model 2	0.086 0.722		0.008 0.591		0.349	-0.7%	97
Model 3	0.159*** 8.236			-0.002 -0.132	0.017	-1.0%	97
Model 4	0.131 0.862	0.067*** 3.660	-0.002 -0.117	0.006 0.294	4.621***	10.2%	97

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

K = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ SIZE = ขนาดบริษัท

BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด

**ส่วนที่ 2** การทดสอบสมมติฐานของการวิจัยเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ปัจจัยความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น จะใช้ตัวแบบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้น แสดงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยง (ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม) กับต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้น ดังแสดงในตัวอย่างที่ 2

### ตัวอย่างที่ 2

$$\begin{aligned}
 K_i = & \beta_0 + \beta_1 GBCR_i + \beta_2 DR_i + \beta_3 WCR_i + \beta_4 CFR_i \\
 & + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SIZE_i + \beta_7 BM_i + \beta_8 PMR_i \\
 & + \beta_9 ATR_i + \beta_{10} OLLR_i + \beta_{11} FLR_i + \beta_{12} GR_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

K	=	ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น
GBCR	=	ต้นทุนเงินกู้ยืม
DR	=	อัตราการจ่ายเงินปันผล
WCR	=	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน
CFR	=	อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม
BETA	=	ความเสี่ยงที่เป็นระบบ
SIZE	=	ขนาดบริษัท
BM	=	มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด
PMR	=	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน
ATR	=	อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์
OLLR	=	ภาวะผูกพันดำเนินงาน
FLR	=	ภาวะผูกพันทางการเงิน
GR	=	อัตราการเติบโตของบริษัท

ก่อนที่จะทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้ทดสอบตัวแปรควบคุมอื่นๆ นอกเหนือจาก ปัจจัยความเสี่ยงตามแบบจำลองของ Fama-French (1992) คือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PMR) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ATR) ภาวะผูกพันดำเนินงาน (OLLR) ภาวะผูกพันทางการเงิน (FLR) และอัตราการเติบโตของบริษัท (GR) ว่ามีปัจจัยใดที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ดังแสดงในตารางที่ 4.8 ผลจากการศึกษาดังแสดงใน Model 1-3 และ Model 5 พบว่าความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PMR) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ATR) ภาวะผูกพันดำเนินงาน (OLLR) และอัตราการเติบโตของบริษัท

(GR) ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญที่กำหนด ส่วนผลลัพธ์ของ Model 4 ในตาราง 4.8 พบว่าภาวะผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 1% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.034 และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 22.6% ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต แสดงว่าภาวะผูกพันทางการเงินสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ เมื่อบริษัทมีภาวะผูกพันทางการเงินเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพิ่มมากขึ้นด้วย

เมื่อนำปัจจัยความเสี่ยงในส่วนของตัวแปรควบคุม คือ ความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาวะผูกพันดำเนินงาน ภาวะผูกพันทางการเงิน และอัตราการเติบโตของบริษัท เข้าร่วมในการวิเคราะห์ความถดถอยพร้อมกัน ดังแสดงผลในตารางที่ 4.8 ผลลัพธ์ของ Model 6 พบว่าความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาวะผูกพันดำเนินงาน และอัตราการเติบโตของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ระดับนัยสำคัญที่กำหนด มีเพียงภาวะผูกพันทางการเงินปัจจัยเดียวที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกที่ระดับนัยสำคัญ 1% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.033 และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 20%

และเพื่อเป็นการทดสอบตัวแปรควบคุมทั้งหมดที่นำมาใช้ในงานวิจัยในการทดสอบความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นตามสมมติฐาน ผู้วิจัยจึงนำตัวแปรควบคุมทั้งหมดประกอบด้วย ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) ขนาดบริษัท (SIZE) มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) ความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (PMR) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (ATR) ภาวะผูกพันดำเนินงาน (OLLR) ภาวะผูกพันทางการเงิน (FLR) และอัตราการเติบโตของบริษัท (GR) เข้าร่วมวิเคราะห์ความถดถอยเพื่อที่จะดูอิทธิพลร่วมของปัจจัยทั้งหมด ดังแสดงในตารางที่ 4.8 ผลลัพธ์ของ Model 7 พบว่าปัจจัยค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และภาวะผูกพันทางการเงินที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งตัวแปรควบคุมทั้งหมดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 22.1% จึงได้นำปัจจัยความเสี่ยงทั้ง 3 ปัจจัยนี้ไปเป็นตัวแปรควบคุมในการทดสอบสมมติฐานต่อไป ดังแสดงในตารางที่ 4.10



ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยของความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับตัวแปรควบคุม

	Intercept	BETA	SIZE	BM	PMR	ATR	OLLR	FLR	GR	F-value	Adj.R <sup>2</sup>	N
Model 1	0.159*** 17.572				-0.344 -0.924					0.857	-0.2%	97
Model 2	0.159*** 17.882					-0.004 -0.971				0.943	-0.1%	97
Model 3	0.166*** 14.739						-0.027 0.233			1.439	0.5%	97
Model 4	0.150*** 19.367							0.034*** 5.389		29.044***	22.6%	97
Model 5	0.157*** 17.428								0.001 0.160	0.026	-1.0%	97
Model 6	0.156*** 13.212				-0.209 -0.623	-0.001 -0.181	-0.011 -0.372	0.033*** 5.091	0.000 -0.020	5.788***	20.0%	97
Model 7	0.033 0.227	0.035*** 1.795	0.008 0.532	0.030* 1.399	-0.247 -0.740	-0.001 -0.322	0.003 0.093	0.030*** 4.145	-0.004 -0.615	4.406***	22.1%	97

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.1

K = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ SIZE = ขนาดบริษัท BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด PMR = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน

ATR = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ OLLR = ภาวะผูกพันดำเนินงาน FLR = ภาวะผูกพันทางการเงิน GR = อัตราการเติบโตของบริษัท

ต่อมาเป็นการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย เพื่อที่จะทดสอบว่าปัจจัยความเสี่ยงที่ต้องการศึกษาในแต่ละปัจจัยมีความสัมพันธ์กับต้นทุนส่วนของผู้ถือหุ้นหรือไม่ จึงนำปัจจัยความเสี่ยงมาทำการทดสอบความสัมพันธ์กับค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ละปัจจัย เพื่อตัดอิทธิพลจากตัวแปรอื่นๆ ดังแสดงในตารางที่ 4.9 Model 1-4

ผลจากการวิเคราะห์ความถดถอยความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงแต่ละปัจจัย ดังแสดงในตารางที่ 4.9 ผลลัพธ์ของ Model 1 พบว่าความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม (GBCR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ  $-0.113$  และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 2.5% แสดงว่าเมื่อบริษัทมีอัตราต้นทุนเงินกู้ยืมสูงจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการต่ำลง ผลลัพธ์ของ Model 2 พบว่าความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 1% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ  $0.002$  และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 1.2% ผลลัพธ์ของ Model 3 พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และใน Model 4 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินรวม (CFR) กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับนัยสำคัญ 5% ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ  $-0.010$  แสดงว่าเมื่อความเสี่ยงจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินรวมเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง โดยความเสี่ยงจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินรวมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 2.1%

จากนั้นจึงนำตัวแปรที่สนใจศึกษา คือ ต้นทุนเงินกู้ยืม (GBCR) อัตราการจ่ายเงินปันผล (DR) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR) และอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม (CFR) เข้าร่วมในการวิเคราะห์ความถดถอยพร้อมกัน เพื่อที่จะดูอิทธิพลร่วมของตัวแปรทั้งหมด ผลจากการศึกษาดังแสดงในตารางที่ 4.9 ผลลัพธ์ของ Model 5 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น คือ ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ซึ่งความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมและอัตรากระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีสัมประสิทธิ์

การตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 5.3% ซึ่งแสดงว่าปัจจัยต้นทุนเงินกู้ยืมและอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมสามารถอธิบายค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นรวมกันได้ 5.3%

ในขั้นตอนต่อมาเป็นการทดสอบสมมติฐานตามตัวแบบที่ 2 จึงนำตัวแปรควบคุมทั้งหมดเข้าร่วมในการวิเคราะห์ความถดถอย ผลการวิจัยดังแสดงในตารางที่ 4.9 ผลลัพธ์ของ Model 6-8 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากอัตราเงินกู้ยืม (GBCR) และความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DR) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งทั้ง 3 ปัจจัยสามารถอธิบายค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นร่วมกับตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้ 25.1% 22.9% และ 22.7% ตามลำดับ ส่วนผลลัพธ์ของ Model 9 ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

จากนั้นจึงนำปัจจัยทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เข้าร่วมในการวิเคราะห์ความถดถอย ดังแสดงในตารางที่ 4.9 ผลลัพธ์ของ Model 10 พบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ได้แก่ ปัจจัยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม (GBCR) อัตราการจ่ายเงินปันผล (DR) ส่วนตัวแปรควบคุมที่พบความสัมพันธ์ ได้แก่ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และภาวะผูกพันทางการเงิน โดยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และในส่วนของความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผล ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ และภาวะผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยปัจจัยทั้งหมดที่ใช้การวิจัยนี้สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นรวมกันได้ 26.35%

ต่อมาเพื่อที่จะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง โดยตัดอิทธิพลของตัวแปรควบคุมอื่นๆ ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากผลการศึกษาข้างต้น ดังแสดงในตารางที่ 4.8 ผลลัพธ์ของ Model 7 พบว่ามีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) และภาวะผูกพันทางการเงิน (FLR) เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นจึงนำเฉพาะปัจจัยค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และภาวะผูกพันทางการเงิน มาเป็นตัวแปรควบคุมในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงกับค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นต่อไป ผลการทดสอบความสัมพันธ์นี้แสดงในตารางที่ 4.10 ผลลัพธ์ของ Model 1 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม (GBCR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 5% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -0.115 และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 28.1% ผลลัพธ์ของ Model 2 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงอัตราการจ่ายเงินปันผล (DR) มี

ความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 10% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.002 และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 26% ผลลัพธ์ของ Model 3 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 10% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -0.039 และมีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 25.8% และผลลัพธ์ของ Model 4 พบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFR) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 10% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -0.007 มีสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจที่ปรับแล้วเท่ากับ 26%

จากนั้นจึงปัจจัยความเสี่ยงที่สนใจศึกษาทั้ง 4 ปัจจัยคือ ต้นทุนเงินกู้ยืม (GBCR) อัตราการจ่ายเงินปันผล (DR) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR) และอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม (CFR) เข้าร่วมในการวิเคราะห์ความถดถอยความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นพร้อมกับตัวแปรควบคุมที่พบความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น คือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (BETA) มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BM) และภาวะผูกพันทางการเงิน (FLR) ดังแสดงผลในตารางที่ 4.10 ผลลัพธ์ของ Model 5 พบว่าความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมและอัตรากระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินรวมยังคงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 5% และ 10% ตามลำดับ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ -0.115 และ -0.007 และความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ณ ระดับนัยสำคัญ 10% โดยมีสัมประสิทธิ์ความถดถอยเท่ากับ 0.002 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ปัจจัยที่ต้องการศึกษาทั้ง 4 ปัจจัยร่วมกับปัจจัยความเสี่ยงที่เป็นระบบ มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และภาวะผูกพันทางการเงิน สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นร่วมกันได้เท่ากับ 29.6%

ตารางที่ 4.9 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง

	Intercept	GBCR	DR	WCR	CFR	BETA	SIZE	BM	PMR	ATR	OLLR	FLR	GR	F-value	Adj.R <sup>2</sup>	N
Model 1	0.161*** 18.175	-0.113** -1.851												3.427*	2.5%	97
Model 2	0.155*** 17.738		0.002* 1.484											2.203	1.2%	97
Model 3	0.160*** 17.178			-0.033 -0.973										0.946	-0.1%	97
Model 4	0.160*** 18.227				-0.010** -1.759									3.095*	2.1%	97
Model 5	0.164*** 17.305	-0.104** -1.708	0.002* 1.423	-0.023 -0.673	-0.011** -1.809									2.337*	5.3%	97
Model 6	0.068 0.467	-0.115** -2.121				0.040** 2.082	0.005 0.345	0.024 1.142	-0.288 -0.876	-0.001 -0.255	-0.001 -0.020	0.028*** 3.964	-0.004 -0.550	4.572***	25.1%	97
Model 7	0.059 0.397		0.002* 1.294			0.034** 1.753	0.006 0.407	0.020 0.898	-0.274 -0.822	-0.001 -0.310	0.002 0.082	0.030*** 4.065	-0.003 -0.408	4.133***	22.7%	97
Model 8	0.039 0.265			-0.043* -1.379		0.032* 1.653	0.008 0.562	0.029* 1.344	-0.275 -0.826	-0.001 -0.226	-0.004 -0.139	0.031*** 4.250	-0.005 -0.697	4.168***	22.9%	97
Model 9	0.086 0.558				-0.007 -1.192	0.040** 2.001	0.002 0.152	0.026 1.218	-0.191 -0.568	-0.002 -0.455	0.009 0.293	0.028*** 3.795	-0.004 -0.558	4.093***	22.5%	97
Model 10	0.149 0.982	-0.109** -1.984	0.002* 1.320	-0.029 -0.942	-0.007 -1.270	0.042** 2.128	-0.002 -0.139	0.010 0.452	-0.273 -0.827	-0.001 -0.320	0.001 0.028	0.026*** 3.588	-0.002 -0.339	3.853***	26.35	97

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

K = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น GBCR = ต้นทุนเงินกู้ยืม DR = อัตราการจ่ายเงินปันผล WCR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน CFR = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ  
SIZE = ขนาดบริษัท BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด PMR = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน ATR = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ OLLR = ภาระผูกพันดำเนินงาน FLR = ภาระผูกพันทางการเงิน GR = อัตราการเติบโตของบริษัท

ตารางที่ 4.10 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยง โดยมีตัวแปรควบคุมเฉพาะที่พบความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

	Intercept	GBCR	DR	WCR	CFR	BETA	BM	FLR	F-value	Adj.R <sup>2</sup>	N
Model 1	0.116*** 5.888	-0.115** -2.179				0.040** 2.269	0.018 1.145	0.029*** 4.214	10.390***	28.1%	97
Model 2	0.118*** 5.779		0.002* 1.389			0.034** 1.925	0.013 0.798	0.030*** 4.295	9.416***	26.0%	97
Model 3	0.118*** 5.754			-0.039* -1.302		0.034** 1.886	0.020 1.231	0.031*** 4.439	9.336***	25.8%	97
Model 4	0.113*** 5.648				-0.007* -1.392	0.038** 2.149	0.021* 1.308	0.028*** 4.005	9.420***	26.0%	97
Model 5	0.127*** 6.210	-0.107** -2.016	0.002* 1.366	-0.027 -0.908	-0.008* -1.468	0.040** 2.274	0.011 0.652	0.027*** 3.910	6.774***	29.6%	97

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

K = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น GBCR = ต้นทุนเงินกู้ยืม DR = อัตราการจ่ายเงินปันผล WCR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน CFR = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม  
BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ SIZE = ขนาดบริษัท BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด FLR = ภาระผูกพันทางการเงิน



จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยความเสี่ยงกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น สามารถสรุปผลการศึกษาได้ว่าความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นแต่เป็นความสัมพันธ์เชิงลบซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ส่วนการทดสอบสมมติฐานที่ 2 พบว่าความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ในการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นในการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีการประมาณค่าที่พัฒนาขึ้นจากการศึกษาของ O'Hanlon และ Steele (2000) ซึ่งอยู่บนพื้นฐานของกำไรส่วนที่เหลือ และได้ใช้การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในส่วนของการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณที่ได้จากข้อมูลในงบการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ คือบริษัทที่จดทะเบียนต่อเนื่องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ.2545 ถึงปี พ.ศ.2549 ยกเว้น กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มฟื้นฟูการดำเนินงาน และกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

ปัจจัยที่นำมาศึกษาและทดสอบความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นนี้ คือ ปัจจัยความเสี่ยงที่คาดหวังว่าจะมีความสัมพันธ์ดังกล่าว ได้แก่ ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน และอัตรากระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ซึ่งคาดหวังว่าปัจจัยเหล่านี้จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงเวลาที่บริษัทมีกำไรทางบัญชีและมีค่าความนิยมที่ไม่ได้บันทึก ได้นำมาประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นพบว่าค่าของต้นทุนเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 16.6% การศึกษานี้ได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ 1. การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงจากการศึกษาของ Fama-French (1992) และ 2. การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นตามสมมติฐานการวิจัย

การศึกษาส่วนที่ 1 เป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นกับปัจจัยความเสี่ยงจากการศึกษาของ Fama-French (1992) ประกอบด้วย ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Beta) ขนาดบริษัท (Size) มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด (Book-to-Market) ผลจากการศึกษาพบว่า มีเพียงปัจจัยความเสี่ยงที่เป็นระบบปัจจัยเดียวที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ และความเสี่ยงที่เป็นระบบนี้สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ 11.9% ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาในอดีต คือ ความเสี่ยงที่เป็นระบบมี

ความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อความเสี่ยงจากการลงทุนเพิ่มขึ้นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพื่อที่จะชดเชยความเสี่ยงนั้นก็เพิ่มขึ้นด้วย

การศึกษาส่วนที่ 2 เป็นการศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานในการวิจัย ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม และอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และปัจจัยความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

เมื่อนำปัจจัยที่ต้องการศึกษารวมทั้งตัวแปรควบคุม ได้แก่ ความเสี่ยงที่เป็นระบบ ขนาดบริษัท มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาวะผูกพันดำเนินงาน ภาวะผูกพันทางการเงิน และอัตราการเติบโตของกิจการ เข้าร่วมในการศึกษาความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ในส่วนของตัวแปรที่ต้องการศึกษา ความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม และอัตราการจ่ายเงินปันผล พบผลลัพธ์ดั้งเดิม คือ ปัจจัยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และปัจจัยความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แต่ในส่วนของปัจจัยความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมนั้นกลับไม่พบความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังได้พบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นในส่วนของความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน กล่าวคือความเสี่ยงจากอัตราเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนผลลัพธ์ของตัวแปรควบคุมพบว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และภาวะผูกพันทางการเงินเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 5.2 อภิปรายผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติทดสอบได้คำตอบงานวิจัยซึ่งแบ่งประเด็นการอภิปรายตามตัวแปรอิสระได้ ดังนี้

### 1. ต้นทุนเงินกู้ยืม

จากการศึกษาพบว่าความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอธิบายได้ว่าเมื่อความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมมากขึ้นจะทำให้ต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง อาจมีสาเหตุมาจากเมื่อธุรกิจเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินทำให้บริษัทต้องมีการกู้ยืมเพื่อนำมาใช้ในการดำเนินงานมากขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุนในรูปของค่าใช้จ่ายทางการเงินเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนการผลิตของกิจการสูงขึ้น มีกำไรจากการดำเนินงานลดลง และส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิในส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง หรือในทางตรงกันข้ามหากกิจการมีสภาพคล่องทางการเงินที่ดี ไม่ต้องกู้ยืมเงินจากภายนอกมาใช้ในการดำเนินงานมาก ค่าใช้จ่ายทางการเงินอยู่ในระดับที่ต่ำ ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิที่นักลงทุนได้รับสูงขึ้น จึงทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินกู้ยืมและต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม เมื่อพิจารณาจากอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ธรรมดาขั้นต่ำและดอกเบี้ยเงินกู้เบิกเกินบัญชีขั้นต่ำของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย (ดังแสดงในภาคผนวก ๑) พบว่าต้นทุนเงินกู้ยืมโดยเฉลี่ยของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราเงินกู้ยืมที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย ส่วนการพิจารณาโครงสร้างเงินทุนของกิจการจากภาวะผูกพันทางการเงิน พบค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.199 เท่า เมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงว่าโดยเฉลี่ยบริษัทได้มีแหล่งเงินทุนจากภายนอกในระดับต่ำเมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น จึงอาจจะสรุปได้ว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืมเงินในระดับที่ต่ำ

### 2. อัตราการจ่ายเงินปันผล

อัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นตัวที่แสดงว่ากิจการมีการจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิของกิจการ หากอัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการมีค่าสูง แสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดี เพราะกิจการสามารถทำกำไรได้อย่างเพียงพอที่จะนำกำไรจำนวนหนึ่งไปจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เมื่อพิจารณาจากค่าเฉลี่ยของอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่ามีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับกึ่งหนึ่งของกำไรสุทธิซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูง จากการศึกษาพบว่า ความเสี่ยงจากอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนใช้ประกอบการพิจารณาในการตัดสินใจ

ลงทุน เมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงก็จะสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่นักลงทุนในจำนวนที่สูงด้วย ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนอยู่ในระดับสูง

### 3. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงสภาพคล่องของกิจการและยังแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการ จากการศึกษาพบว่าความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการที่นักลงทุนใช้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนในการพิจารณาสภาพคล่องของบริษัทประกอบการตัดสินใจลงทุน นักลงทุนอาจเห็นว่าเมื่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนสูง แสดงว่ากิจการอาจมีการถือสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไปจนเกิดความจำเป็น ซึ่งน่าจะนำไปลงทุนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์หรือผลตอบแทนกลับมาสู่ผู้ถือหุ้นมากกว่า ส่งผลให้นักลงทุนคาดคะเนผลตอบแทนที่อาจจะได้รับจากการลงทุนของบริษัทในอนาคตอยู่ในระดับต่ำ ทำให้ความเสี่ยงจากอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียนมีความสัมพันธ์ของในทิศทางตรงกันข้ามกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

### 4. อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม

อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมแสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของกิจการว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอสำหรับการชำระหนี้สินทั้งหมดที่มีอยู่หรือไม่ จากการศึกษาพบว่าความเสี่ยงจากอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น อาจเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นนี้ ทำให้กิจการมีหนี้สินที่เพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่มากกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ซึ่งหนี้สินที่เพิ่มขึ้นส่งผลให้มีต้นทุนของเงินทุนเพิ่มขึ้น และจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับลดลง

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 5. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ความเสี่ยงที่เป็นระบบเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอกของกิจการ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมด จากการศึกษาพบว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งอธิบายได้ว่าเมื่อความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มขึ้นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการเพื่อที่จะชดเชยความเสี่ยงก็จะเพิ่มขึ้นด้วย

## 6. ขนาดบริษัท

จากการศึกษาพบว่าขนาดบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงว่าขนาดบริษัทไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการได้

## 7. มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด

มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดเป็นอัตราส่วนในการเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าบัญชีกับมูลค่าตลาดเพื่อแสดงว่าราคาตลาดสามารถสะท้อนมูลค่าของบริษัทได้หรือไม่เมื่อเทียบกับราคาตามบัญชี จากการศึกษาพบว่าค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาดสามารถสะท้อนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ใกล้เคียงกัน และมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงว่ามูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้

## 8. อัตรากำไรจากการดำเนินงาน

อัตรากำไรจากการดำเนินงานเป็นอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรหรือความสามารถในการหาผลตอบแทนจากการดำเนินงานและการลงทุน รวมทั้งการใช้ทรัพยากรทางธุรกิจอย่างมีประสิทธิภาพ จากการศึกษาพบว่าความเสี่ยงจากอัตรากำไรจากการดำเนินงานไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ทั้งนี้อาจมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงของความสามารถในการทำกำไรที่เติบโตไม่สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออาจเกิดจากเหตุผลที่ว่านักลงทุนมักมีการเก็งกำไรในระลอกของราคาหลักทรัพย์สามารถอธิบายได้ว่าในช่วงแรกหากอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นแต่เพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่ไม่มากนัก เนื่องจากเป็นช่วงเริ่มแรกที่บริษัทอยู่



ในช่วงขยายตัว หรือบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรไม่สูงเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม ซึ่งราคาหลักทรัพย์ในช่วงนี้จะไม่สูงมากนัก นักลงทุนจึงเริ่มซื้อหุ้น แต่เมื่อความสามารถในการทำกำไรค่อยๆ เพิ่มขึ้นแต่ยังไม่เท่ากับอุตสาหกรรม ในช่วงนี้จะเป็นช่วงที่นักลงทุนทำการเก็บสะสมหุ้น เพราะคิดว่าราคาหุ้นช่วงนี้จะมีราคาจะต่ำกว่าในอนาคตที่บริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น และเมื่ออัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเพิ่มสูงขึ้นจนเท่ากับอุตสาหกรรม จะเป็นช่วงที่หุ้นของบริษัทจะเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุน ทำให้เกิดความต้องการของตลาดมากขึ้นส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นมาก ประกอบกับการที่บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ให้นักลงทุนได้ ดังจะเห็นได้ว่าในแต่ละช่วงของการเติบโตของบริษัท ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับไม่ได้เกิดจากความสามารถในการทำกำไรเพียงปัจจัยเดียว แต่ถูกรบกวนจากพฤติกรรมของนักลงทุนในการคาดการณ์เพื่อเก็งกำไรจากผลต่างของราคาหลักทรัพย์

### 9. อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

จากการศึกษาพบว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุน ส่วนของผู้ถือหุ้น อาจเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย ที่ไม่ได้ส่งผลให้กิจการมีการเปลี่ยนแปลงในกำไรที่มากพอที่จะมีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนและการคาดคะเนของอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต หรือเป็นผลมาจากมีการเปลี่ยนแปลงในต้นทุนของสินค้า หรือมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอื่นๆ ที่สูงขึ้น จึงทำให้อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ไม่สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้

### 10. ภาวะผูกพันดำเนินงาน

จากการศึกษาพบว่าภาวะผูกพันดำเนินงานไม่สามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ อาจมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงในหนี้สินที่เกิดจากการดำเนินงานไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น เนื่องจากหนี้สินจากการดำเนินงานไม่ได้ก่อให้เกิดค่าใช้จ่าย ซึ่งต่างจากหนี้สินทางการเงินที่ก่อให้เกิดดอกเบี้ยจ่าย ภาวะผูกพันดำเนินงานเป็นเพียงการเปรียบเทียบว่ามีหนี้สินดำเนินงานเป็นสัดส่วนอย่างไรกับสินทรัพย์ในการดำเนินงาน ซึ่งอาจจะไม่ได้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นโดยตรง จึงทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างภาวะผูกพันทางการเงินกับต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น

## 11. ภาวะผูกพันทางการเงิน

ภาวะผูกพันทางการเงินแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่าประกอบด้วยส่วนของหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นอย่างไร บริษัทที่มีโครงสร้างของเงินทุนส่วนใหญ่มาจากผู้ถือหุ้นย่อมมีความเสี่ยงทางการเงินต่ำกว่าบริษัทที่มีเงินทุนส่วนใหญ่มาจากการก่อหนี้สิน และเจ้าหนี้ก็มีความเสี่ยงต่ำที่จะไม่ได้รับชำระคืนหนี้ จากการศึกษาพบว่าภาวะผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินทางการเงินสูงขึ้น ส่งผลให้มีค่าใช้จ่ายทางการเงินที่สูงขึ้นด้วย และมีความเสี่ยงในส่วนของความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มขึ้น ในความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นนี้ทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่จะชดเชยความเสี่ยงส่วนเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นมีระดับที่สูงขึ้นตาม

## 12. อัตราการเติบโตของบริษัท

จากการศึกษาพบว่าความเสี่ยงจากอัตราการเติบโตของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น อาจเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายนั้นไม่ได้ส่งผลให้บริษัทมีกำไรมากขึ้นเพียงพอที่จะสามารถนำไปเป็นเงินทุนในการซื้อสินทรัพย์ไว้ใช้ในการดำเนินงานของบริษัทได้ หรือเกิดจากการที่บริษัทมีการลงทุนในสินทรัพย์มากเกินไปทำให้นักลงทุนคาดคะเนว่า อาจไม่ได้รับผลตอบแทนตามระยะเวลาที่ต้องการ ในส่วนของปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการทำกำไรของบริษัทนั้นอาจมีสาเหตุเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนการผลิตหรือมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่มากขึ้น ปัจจัยเหล่านี้อาจมีผลกระทบต่อการคาดหวังผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับ จึงทำให้การศึกษาในครั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงจากอัตราการเติบโตของบริษัทกับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

นอกจากปัจจัยต่างๆ ที่ได้ศึกษาแล้วอาจมีปัจจัยอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการศึกษาในการตัดสินใจลงทุน คือ

1. ปัจจัยทางเศรษฐกิจ เป็นปัจจัยสำคัญที่สุดที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุนในหลักทรัพย์ ปัญหาทางเศรษฐกิจอาจส่งผลกระทบต่อปัญหาอื่นๆ อีกมากมายและก่อให้เกิดผลกระทบต่อผู้ลงทุนได้มากที่สุด เช่น ด้านสภาพคล่องทางการเงิน เมื่อเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินหมายความว่าธุรกิจหรือกิจการขาดเงินทุนหมุนเวียนที่จะใช้ในการดำเนินงานก่อให้เกิดปัญหาอื่นๆ ตามมา เช่น อัตราดอกเบี้ย กล่าวคือเมื่อเกิดปัญหาสภาพคล่องทางการเงินอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นจากการกู้ยืมเงินมาใช้ในการดำเนินงานของกิจการ ทำให้ต้นทุนการผลิตของกิจการหรืออุตสาหกรรมต่างๆ สูงขึ้นตามไปด้วย ในทางตรงกันข้ามหากสภาพคล่องทางการเงินมีมากอัตรา

ดอกเบี้ยจะลดต่ำลงผู้คนในสังคมจะมีกำลังซื้อมากขึ้น ส่งผลให้อุตสาหกรรมขยายตัวธุรกิจต่างๆ รวมถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ก็จะได้รับผลดีตามไปด้วย ด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตรา ระหว่างประเทศหรือค่าเงิน ปัญหานี้ส่วนมากจะเกิดขึ้นเฉพาะอุตสาหกรรม ที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบจากต่างประเทศ หากค่าของเงินบาทอ่อนตัวลง ย่อมทำให้ค่าใช้จ่ายในการสั่งซื้อสินค้าเข้ามาผลิตหรือจำหน่ายสูงขึ้นตามไปด้วย แต่สำหรับกิจการที่ส่งออกสินค้าหรือบริการอาจจะได้รับผลดีสำหรับประเทศไทยซึ่งอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ต้องพึ่งพาการนำเข้าวัตถุดิบ และมีภาระหนี้สินต่างประเทศค่อนข้างมาก ค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลงจะส่งผลในแง่ลบแก่ธุรกิจ

2. ปัจจัยการเมือง เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อหลักทรัพย์ได้รวดเร็วและรุนแรงโดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยการเมืองภายในประเทศเนื่องจากรัฐบาลเป็นผู้กำหนดนโยบายต่างๆ ที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดอัตราภาษี การส่งเสริมการลงทุน การหาตลาดต่างประเทศ เป็นต้น

3. ปัจจัยอื่นๆ เช่น ปัจจัยจากธรรมชาติ ได้แก่ ฝนแล้ง น้ำท่วม แผ่นดินไหว หรือภัยพิบัติต่างๆ รวมทั้งความไม่สงบภายในประเทศหรือบริเวณชายแดนกับประเทศเพื่อนบ้าน

ในการศึกษานี้สรุปได้ว่าปัจจัยความเสี่ยงจากต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม ความเสี่ยงที่เป็นระบบ และภาวะผูกพันทางการเงินสามารถอธิบายต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นผู้ลงทุนสามารถใช้ปัจจัยความเสี่ยงเหล่านี้ ซึ่งเป็นแนวทางการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานโดยใช้ข้อมูลเชิงปริมาณที่ได้จากงบการเงินของแต่ละบริษัทนั้นๆ ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาประเมินค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุน มาใช้ประกอบในการตัดสินใจลงทุนได้ และในส่วนของบริษัทเองก็สามารถใช้แนวทางการวิเคราะห์เช่นเดียวกันนี้มาใช้ในการกำหนดงบประมาณการลงทุนหรือการกำหนดอัตราผลตอบแทน เพื่อให้ธุรกิจบรรลุวัตถุประสงค์ในการดำเนินธุรกิจมากที่สุด

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### 5.3 ข้อจำกัดในการวิจัย

การศึกษานี้มีข้อจำกัด คือ

1. จากผลการศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยภายนอกอื่นๆ บางประการที่อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง เช่น การกำหนดนโยบายการบัญชีที่แตกต่างกัน การตกแต่งตัวเลขทางการบัญชี เป็นต้น ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นเพราะผู้วิจัยไม่มีข้อมูลที่ครบถ้วนและเชื่อถือได้ในงบการเงินหรือจากแหล่งอื่นที่จะสามารถช่วยในการปรับผลกระทบดังกล่าวได้
2. การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์โดยคำนึงถึงข้อมูลเชิงปริมาณตามตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยเพียงอย่างเดียว โดยมิได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพหรือปัจจัยอื่นๆ ที่อาจมีผลกระทบต่อการศึกษาคือความสัมพันธ์ในการวิจัยนี้

### 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งใช้กลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการวัดค่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นจากตัวแบบจำลองของ O'Hanlon และ Steele (2000) โดยปัจจัยที่มุ่งเน้นในการศึกษาได้แก่ ต้นทุนเงินกู้ยืม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม โดยมีปัจจัยควบคุมได้แก่ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ภาระผูกพันดำเนินงาน ภาระผูกพันทางการเงิน อัตราการเติบโตของบริษัท ซึ่งได้จากการทบทวนวรรณกรรมในอดีต ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงอาจไม่ครอบคลุมถึงปัจจัยทั้งหมดที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์กับต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และปัจจัยที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นปัจจัยจากแนวทางการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเชิงปริมาณ

ดังนั้นในการการศึกษารุ่นต่อไปผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะคือ อาจมีการศึกษาถึงปัจจัยเชิงคุณภาพที่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น เช่น การบริหารงานของผู้บริหาร หรือโครงการในอนาคต เป็นต้น หรือนำข้อมูลเชิงคุณภาพอื่นๆ ที่อาจมีผลต่อต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น เช่น นโยบายทางการเงินของแต่ละบริษัท และสถานะเศรษฐกิจ เป็นต้น และการขยายช่วงของเวลาที่ใช้ทำการศึกษาในอนาคตเพื่อประสิทธิภาพของการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น

กล่าวโดยสรุป ผลการศึกษาได้ยืนยันว่าปัจจัยความเสี่ยงจากแนวทางการวิเคราะห์ ปัจจัยพื้นฐานมีคุณค่าในการอธิบายต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และปัจจัยความเสี่ยงที่ใช้ข้อมูลทางการบัญชีที่มีนัยสำคัญที่ได้จากการศึกษาสามารถนำไปเป็นตัวแทนค่าวัดความเสี่ยงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ดังนั้น ผู้วิจัยหวังว่าผลการศึกษาจะช่วยชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางบัญชีและข้อมูลเกี่ยวกับภาวะตลาดในส่วนของความเสี่ยงและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดียิ่งขึ้น และอาจใช้เป็นแนวทางในการกำหนดมาตรฐานการเปิดเผยข้อมูลเพื่อให้ได้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจของผู้ลงทุน ตลอดจนใช้เป็นแนวทางในการวิจัยต่อไป



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

กัลยา วาณิชย์บัญชา. การใช้ SPSS for Windows ในการวิเคราะห์ข้อมูล. พิมพ์ครั้งที่ 7.

กรุงเทพมหานคร: ธรรมสาร, 2548.

กัลยา วาณิชย์บัญชา. การวิเคราะห์สถิติ: สถิติสำหรับการบริหารและการวิจัย. พิมพ์ครั้งที่ 7.

กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2546.

เจริญศักดิ์ เมธานุเคราะห์. การประมาณค่าเบต้าสำหรับหุ้นไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญา  
มหาบัณฑิต. สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์  
มหาวิทยาลัย, 2540.

ณัฐพงศ์ ฐิติช่อ. การทดสอบแบบจำลอง Fama-French ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์  
มหาวิทยาลัย, 2547.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<sup>า</sup>. การวิเคราะห์งบการเงิน. 2,000 เล่ม. พิมพ์ครั้งที่ 1.

กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, พฤษภาคม, 2548.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<sup>บ</sup>. เครื่องมือเพื่อการวิเคราะห์การลงทุน. 3,000 เล่ม. พิมพ์ครั้งที่

1. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด, 2548.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<sup>ค</sup>. เครื่องมือเพื่อการวิเคราะห์การลงทุนการเงินธุรกิจ. 2,000

เล่ม. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง, กันยายน, 2548.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ตลาดหุ้นในประเทศไทย. 5,000 เล่ม. พิมพ์ครั้งที่ 1.

กรุงเทพมหานคร: บุญศิริการพิมพ์, 2547.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. เทคนิคการวิเคราะห์งบการเงินบริษัทจดทะเบียน. 100,000

เล่ม. พิมพ์ครั้งที่ 6. กรุงเทพมหานคร: เทวา ศรีเอชเอ็น, 2546.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หลักสูตรความรู้พื้นฐานเกี่ยวกับตลาดเงินและตลาดทุน

[Online]. แหล่งที่มา: <http://elearning1.set.or.th/tsi/tsi5004/tsi5.pdf>[มีนาคม 2550]

ธนาคารแห่งประเทศไทย. อัตราดอกเบี้ย [Online]. แหล่งที่มา:

[http://www.bot.or.th/bothomepage/databank/Financial\\_Institutions/interestraterate/interest\\_t.asp](http://www.bot.or.th/bothomepage/databank/Financial_Institutions/interestraterate/interest_t.asp)[มกราคม 2550]

พรอนงค์ บุษบาตระกูล. การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่ง

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2547.



- รอยเตอร์ (ประเทศไทย). การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้วิธีทางเทคนิค [Online]. แหล่งที่มา: <http://www.taladhoon.com/taladhoon/lib/irsta01/irsta01-1.htm>[มีนาคม 2550]
- วรพรรณ ตระการศิรินนท์. ความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลทางการบัญชีกับความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของธุรกิจประเภทบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.
- วรศักดิ์ ทูมมานนท์. มิติใหม่ของการเงินและการวิเคราะห์. 1,200 เล่ม. กรุงเทพมหานคร: ธรรมนิติ เพรส, 2547.
- สุธา ดีวงกิจ. การวิเคราะห์ข้อมูลทางการบัญชีในการวัดความเสี่ยงของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: เปรียบเทียบธุรกิจการเงินกับธุรกิจอุตสาหกรรม. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2537.

### ภาษาอังกฤษ

- Baginski, S.P. and Wahlen, J.M. Residual Income risk, Intrinsic values and share prices. The Accounting Review 78, 1 (2003): 327-351.
- Beaver, W., Kettler, P. and Scholes, M. The association between market determined and accounting determined risk measures. The Accounting Review 45 (1970): 654-682.
- Beaver, W.H. and Ryan, S.G. Accounting fundamentals of the Book-to-Market ratio. Financial Analysts Journal (1993): 50-56.
- Botosan, C.A. Disclosure level and the cost of equity capital. The Accounting Review 72, 3 (1997):323-394.
- Bowman, R.G. The theoretical relationship between systematic risk and financial (accounting) variables. The Journal of Finance 34, 3 (1979): 617-630.
- Bowman, R.G. The debt equivalence of leases: An empirical investigation. The Accounting Review 55, 2 (1980): 237-253.
- Bowman, R.G. The importance of market-value measurement of debt in assessing leverage. Journal of Accounting Research 18, 1 (1980): 242-254.

- Claus, J. and Thomas, J. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock market. Journal of Finance 56, 5 (2001): 1629-1666.
- Dimson, E. Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading. Journal of Financial Economics 7 (1979): 197–226.
- Easton, P. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. The Accounting Review 79 (2004): 73–96.
- Easton, P. Use of forecasts of earnings to estimate and compare and compare cost of capital across regimes. Journal of Business Finance and Accountings 33, 3-4 (2006): 374-394.
- Easton, P., Taylor G., Shroff, P. and Sougiannis, T. Using forecasts of earnings to simultaneously estimate growth and the rate of return on equity investment. Journal of Accounting Research 40, 3 (2002): 657–676.
- Ehrhardt, M. The Search for value: Measuring the company's cost of capital. The Journal of Finance 50, 4 (1995): 1339-1341.
- Fama, E.F. and French K.R. The cross-section of expected stocks returns. Journal of Finance 47, 2 (1992): 427-465.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson P.M. and Schipper K. Cost of equity and earnings attributes. Accounting review 4 (2004): 967-1010.
- Gebhardt, W.R., Lee, C.M.C. and Swaminathan, B. Toward an implied cost of capital. Journal of Accounting Research 39, 1 (2001): 135-176.
- Giner, B. and Reverte, C. The risk-relevance of accounting data: evidence from the Spanish Stock market. Journal of International Financial Management and Accounting 17, 3 (2006): 175-207.
- Gode, D. and Mohanram, P. Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner Model. Review of Accounting Studies 8 (2003): 399-431.
- Hamada, R.S. The effect of firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. The Journal of finance 27, 2 (1972): 435-452.
- Lev, B. On the association between operating leverage and risk. Journal of Financial and Quantitative Analysis 9 (1974): 627–640.

- Nissim, D. and Penman, S. Ratio analysis and equity valuation. [Online]. 1999.  
Available from: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=161222](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=161222)  
[2007, March]
- O'Hanlon, J. and Steele, A. Estimating the equity risk premium using accounting fundamentals. Journal of Business Finance and Accounting 27, 9&10 (2000): 1051-1083.
- Ohlson, J.A. Earnings, book value, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research 11, 2 (1995): 661-687.
- Ohlson, J.A. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. Journal of Accounting Research 18, 1 (1980): 109-131.
- Penman, S. Financial statement analysis and security valuation. New York: McGraw-Hill, 2001.
- Ryan S. A Survey of research relating accounting numbers to systematic equity risk, With Implications for Risk Disclosure Policy and Research. Accounting Horizons 11, 2 (1997): 82-95.
- Scholes, W. and Williams, J. Estimating beta from Nonsynchronous data. Journal of Financial Economics 5 (1997): 390-327.
- Vasicek, O. A note on using cross-sectional information in Bayesian estimation of security beta. Journal of Finance 5 (1973): 1233-1239.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ภาคผนวก ก

## ความเสี่ยงที่เป็นระบบ

ความเสี่ยงที่เป็นระบบ คำนวณได้จากค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างผลตอบแทนจากหลักทรัพย์กับตลาดต่อค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนจากตลาด (O'Hanlon และ Steele, 2000) โดยสูตรในการคำนวณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือ  $\beta_i$  เป็นดังนี้

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

โดยที่

$\text{Cov}(R_i, R_m)$  = ค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์  $i$  กับจากตลาด  $m$  คำนวณได้จากผลคูณระหว่าง  $(R_{it} - \bar{R}_{it})$  กับ  $(R_{mt} - \bar{R}_{mt})$

$\text{Var}(R_m)$  = ค่าความแปรปรวนของผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด คำนวณได้จาก  $(R_{mt} - \bar{R}_{mt})^2$

$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนจริงจากหลักทรัพย์  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $t$  คำนวณได้จาก

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)} + d_t}{P_{i(t-1)}}$$

$P_{it}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $t$

$P_{i(t-1)}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $t - 1$

$d_t$  = เงินปันผลที่จ่ายระหว่างช่วงเวลา  $t$

$\bar{R}_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากหลักทรัพย์  $i$  ณ สิ้นเดือนที่  $t$  คำนวณได้จาก

$$\bar{R}_{it} = \frac{\sum_{t=1}^{n-1} (R_{it})}{n-1}$$

$n$  = ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่คำนวณจากข้อมูลรายเดือน

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนจริงจากหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด ณ  
สิ้นเดือนที่  $t$  คำนวณได้จาก

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

$SET_t$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์รายเดือนของตลาด เมื่อเวลา  $t$

$SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาหลักทรัพย์รายเดือนของตลาด เมื่อเวลา  $t - 1$

$\bar{R}_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากหลักทรัพย์โดยทั่วไปในตลาด ณ  
สิ้นเดือนที่  $t$  คำนวณได้จาก

$$\bar{R}_{mt} = \frac{\sum_{t=1}^{n-1} (R_{mt})}{n-1}$$

โดยที่ค่าเบต้า ( $\beta$ ) ซึ่งเป็นส่วนประกอบตัวหนึ่งของค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ที่คำนวณ  
ออกมาได้นั้นมีความหมายดังนี้

ถ้าค่าเบต้ามีค่า มากกว่า 1 ( $\beta > 1$ ) หมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของ  
ความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด และหลักทรัพย์นั้น  
มีค่าความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด

ถ้าค่าเบต้ามีค่า เท่ากับ 1 ( $\beta = 1$ ) หมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของ  
ความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด และหลักทรัพย์นั้น  
มีความเสี่ยงเท่ากับความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด

ถ้าค่าเบต้ามีค่า มากกว่า 0 แต่น้อยกว่า 1 ( $0 < \beta < 1$ ) หมายถึงหลักทรัพย์นั้นมีการ  
เปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงไปในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด  
และหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด

ถ้าค่าเบต้ามีค่า มากกว่า -1 แต่น้อยกว่า 0 ( $-1 < \beta < 0$ ) หมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีการ  
เปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของ  
ตลาด และหลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงน้อยกว่าความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด

ถ้าค่าเบต้ามีค่า น้อยกว่า -1 ( $\beta = -1$ ) หมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของ  
ความเสี่ยงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด และ  
หลักทรัพย์นั้นมีความเสี่ยงเท่ากับความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด



ถ้าค่าเบต้ามีค่าน้อยกว่า -1 ( $\beta < -1$ ) หมายถึง หลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด และหลักทรัพย์นั้นมีค่าความเสี่ยงมากกว่าความเสี่ยงโดยเฉลี่ยของตลาด



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ภาคผนวก ข

## อัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนที่ใช้ในการศึกษาของ Nissim และ Penman (1999)

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	=	$\frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ยอดขาย}}$
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	=	$\frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{ยอดขาย}}$
อัตราส่วนการหมุนเวียนของสินทรัพย์	=	$\frac{\text{สินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิ}_{t-1}}{\text{หนี้สินดำเนินงาน}}$
ภาระผูกพันดำเนินงาน	=	$\frac{\text{สินทรัพย์ในการดำเนินงานสุทธิ}}{\text{หนี้สินทางการเงินสุทธิ}}$
ภาระผูกพันทางการเงิน	=	$\frac{\text{หนี้สินทางการเงินสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$
ต้นทุนเงินกู้ยืม	=	$\frac{\text{ค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิ}}{\text{หนี้สินทางการเงินสุทธิ}_{t-1}}$
อัตราส่วนเติบโตของบริษัท	=	$\frac{\text{ยอดขาย}_t - \text{ยอดขาย}_{t-1}}{\text{อัตราส่วนหมุนของสินทรัพย์}}$

สินทรัพย์ทางการเงิน	=	เงินสดและเงินลงทุนระยะสั้น + เงินลงทุนระยะยาว
สินทรัพย์ดำเนินงาน	=	สินทรัพย์รวม - สินทรัพย์ทางการเงิน
หนี้สินทางการเงิน	=	หนี้สินระยะสั้น + หนี้สินระยะยาว + หุ้นบุริมสิทธิ
หนี้สินทางการเงินสุทธิ	=	หนี้สินทางการเงิน - สินทรัพย์ทางการเงิน
สินทรัพย์ดำเนินงานสุทธิ	=	สินทรัพย์ดำเนินงาน - หนี้สินดำเนินงาน
ค่าใช้จ่ายทางการเงินสุทธิ	=	ดอกเบี้ยจ่ายสุทธิจากภาษี - ดอกเบี้ยรับสุทธิจากภาษี

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ภาคผนวก ค

การทดสอบค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจากการศึกษาของ O'Hanlon และ Steele (2000)

O'Hanlon และ Steele (2000) ศึกษาวิธีการประมาณค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ประมาณได้กับแบบจำลอง CAPM ดังนี้

$$k_i = a_1 + a_2 b_i^d + \xi_i \quad (a)$$

เมื่อ  $k_i$  คือ ค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น และ  $b_i^d$  คือค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ

Results of Regression of Cost of Equity Estimates on Beta Estimates (Equation (17))				
	<i>N</i>	<i>Intercept Term</i> ( <i>t</i> -statistic (White, 1980))	<i>Slope Term</i> ( <i>t</i> -statistic (White, 1980))	<i>R-squared</i> %
172 companies: Company level-data	172	0.092 (7.84*)	0.047 (3.98*)	7.4
172 companies: Ten portfolios	10	0.088 (12.06*)	0.050 (6.77*)	60.1

*Notes:*  
<sup>1</sup> For the company level data, the following OLS regression model was estimated:  

$$k_i = a_1 + a_2 b_i^d + \xi_i, \quad (17)$$
where  $a_1$  and  $a_2$  are cross-sectional regression coefficients,  $k_i$  is the cost of equity estimate for company  $i$ ,  $b_i^d$  is the Dimson (1979) beta estimate for company  $i$  and  $\xi_i$  is an error term. This regression was run for the 172 companies (out of 180) for which, from equation (15),  $\gamma_{1,i}$  and  $\gamma_{4,i}$  exceeded zero. We also report the results of a portfolio-based regression using the mean  $k_i$  and  $b_i$  values for portfolios based on deciles of the distribution of betas.  
<sup>2</sup> \*\* Denotes that the coefficient is significantly different from zero at the 1% level.

ผลจากการศึกษาพบว่าค่า  $a_1$  ที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยในสมการ (a) มีค่าเท่ากับ 9.2% จากแบบจำลอง CAPM ได้แสดงถึงค่าของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) ซึ่งค่าที่ได้มีค่าใกล้เคียงกับอัตราผลตอบแทนของตั๋วเงินคงคลังระยะเวลา 3 เดือนของ UK คือ 10% และ  $a_2$  จากการวิเคราะห์ความถดถอยสมการ (a) มีค่าเท่ากับ 4.7% จากแบบจำลอง CAPM แสดงถึงอัตราผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Risk premium) ค่าที่ได้มีค่าใกล้เคียงกับค่าชดเชยความเสี่ยงที่ได้จากการประมาณของ UK's FT-Actuaries All Share Index ที่มีค่าเท่ากับ 5% จึงสรุปว่าค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ได้จากการประมาณจากแบบจำลองของ O'Hanlon และ Steele (2000) มีความเพียงพอที่จะสามารถแสดงถึงค่าต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นได้

## ภาคผนวก ง

### การตรวจสอบเงื่อนไขในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

#### 1. เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ

ก่อนที่ผู้วิจัยจะทดสอบโดยใช้วิธีการวิเคราะห์ความถดถอย ผู้วิจัยต้องตรวจสอบก่อนว่า ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยหรือไม่ ทั้งนี้เงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยมี 5 ข้อ ซึ่งเป็นเงื่อนไขเกี่ยวกับค่าความคลาดเคลื่อนของสมการ (Residual) เหตุที่ผู้วิเคราะห์ข้อมูลต้องทดสอบเงื่อนไขต่างๆ เพราะการที่จะนำผลของสมการถดถอยไปประยุกต์ ผู้วิเคราะห์ต้องมีความมั่นใจในความถูกต้องของสมการ หากเงื่อนไขทุกข้อเป็นจริง ผู้วิเคราะห์จึงสามารถใช้วิธีการทดสอบ F (F-test) และ t (t-test) ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามได้ เงื่อนไขทั้ง 5 ข้อ มีดังนี้

- 1) ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ
- 2) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์
- 3) ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่
- 4) ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- 5) ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

#### 1.1 ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ

การทดสอบว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ สามารถทดสอบโดยใช้สถิติ Kolmogorov-Smirnov Test (K-S Test) และตามทฤษฎี asymptotic normality (Kutner and Wasserman (1996)) ได้กล่าวไว้ว่า การมีกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่ ( $n > 30$ ) จะทำให้สามารถใช้ข้อสมมติว่าข้อมูลชุดนั้นมีการแจกแจงใกล้เคียงการแจกแจงแบบปกติได้ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยครั้งนี้มีจำนวน 98 ตัวอย่าง ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปว่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงใกล้เคียงกับการแจกแจงแบบปกติ

## 1.2 ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์

การวิเคราะห์ความถดถอยโดยใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Least square method) จะทำให้ค่าเฉลี่ยของค่าความคลาดเคลื่อนเป็นศูนย์เสมอ ดังนั้นผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่าเงื่อนไขของการวิเคราะห์ความถดถอยข้อนี้เป็นจริงเสมอสำหรับทุกสมการ

## 1.3 ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนเป็นค่าคงที่

การประมาณค่า  $\beta_0$  และค่า  $\beta_1$  โดยทำให้ผลบวกกำลังสองของความคลาดเคลื่อนมีค่าต่ำที่สุดจะทำให้ค่า  $E(\text{error}) = 0$  ผู้วิจัยจึงไม่ทดสอบเงื่อนไขข้อนี้

## 1.4 ค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

เป็นการตรวจสอบอัตสหสัมพันธ์ (Autocorrelation) เพื่อให้ผลการวิเคราะห์มีความถูกต้องและน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น เนื่องจากข้อมูลตัวแปรตาม ณ ระดับใดๆ ของตัวแปรอิสระจะต้องเป็นอิสระกัน โดยส่วนใหญ่ความสัมพันธ์ของตัวแปรตามจะเกิดขึ้นกับข้อมูลที่มีลักษณะของข้อมูลอนุกรมเวลาหรือเป็นข้อมูลที่เก็บตามเวลา การศึกษาครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลรายบริษัทหรือเป็นข้อมูลภาคตัดขวาง โอกาสที่จะเกิดปัญหานี้จึงมีน้อย แต่อย่างไรก็ตามเพื่อให้ผลการทดสอบความสัมพันธ์มีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น จึงทำการตรวจสอบความเป็นอิสระของค่าความโดยใช้สถิติทดสอบ Durbin-Watson

การใช้สถิติทดสอบ Durbin-Watson สามารถพิจารณาได้ดังนี้

- 1) ถ้า Durbin-Watson มีค่าใกล้ 2 ( มีค่าในช่วง 1.5 - 2.5 ) จะสรุปว่าค่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน
- 2) ถ้า Durbin-Watson น้อยกว่า 1.5 แสดงว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อกัน โดยถ้า Durbin-Watson มีค่าใกล้ศูนย์ แสดงว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันมาก
- 3) ถ้า Durbin-Watson มากกว่า 2.5 แสดงว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อกัน โดยถ้า Durbin-Watson มีค่าใกล้ 4 แสดงว่า ค่าความคลาดเคลื่อนมีความสัมพันธ์กันมาก

สำหรับงานวิจัยนี้ ผู้วิจัยทดสอบความเป็นอิสระของค่าความคลาดเคลื่อนโดยใช้ค่าสถิติทดสอบ Durbin - Watson โดยการนำค่าสถิติทดสอบสมการถดถอยต่อไปนี้



$$\begin{aligned}
 K_i = & \beta_0 + \beta_1 GBCR_i + \beta_2 DR_i + \beta_3 WCR_i + \beta_4 CFR_i \\
 & + \beta_5 BETA_i + \beta_6 SIZE_i + \beta_7 BM_i + \beta_8 PMR_i \\
 & + \beta_9 ATR_i + \beta_{10} OLLR_i + \beta_{11} FLR_i + \beta_{12} GR_i
 \end{aligned}$$

ค่า Durbin-Watson ของสมการเท่ากับ 2.057 เนื่องจากค่า Durbin-Watson ของสมการมีค่าใกล้ 2 ดังนั้น ผู้วิจัยจึงสรุปได้ว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระกัน

### 1.5 ตัวแปรอิสระแต่ละตัวเป็นอิสระกัน

เนื่องจากเงื่อนไขข้อหนึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ คือ ตัวแปรอิสระทุกตัวจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่ในทางปฏิบัติมักจะพบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเองจึงทำให้เกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งมีผลทำให้สมการถดถอยไม่ถูกต้อง ดังนั้นจึงต้องทำการทดสอบว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีความสัมพันธ์กันเองหรือไม่ การตรวจสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวทำได้หลายวิธี ซึ่งผลลัพธ์จากโปรแกรมทางสถิติ SPSS จะให้ค่าสถิติที่ใช้วัดความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ 4 ค่า คือ

- 1) Tolerance ถ้าค่า Tolerance ของตัวแปร  $X_i$  มีค่าต่ำ แสดงว่า ตัวแปรอิสระ  $X_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ มาก
- 2) VIF (Variance Inflation Factor) ถ้าค่า VIF ของตัวแปร  $X_i$  มีค่ามาก แสดงว่า ตัวแปรอิสระ  $X_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ มาก
- 3) Eigenvalue ถ้าค่า Eigenvalue เข้าใกล้ศูนย์ แสดงว่า ตัวแปรอิสระนั้นมี ความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ มาก
- 4) Condition Index ถ้าค่า Condition Index มีค่ามาก แสดงว่า ตัวแปรอิสระนั้นมี ความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอื่นๆ มาก

ผู้วิจัยใช้ค่าสถิติ Tolerance และ VIF ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ถ้าค่า Tolerance ของตัวแปรที่มีค่าใกล้ 0 หรือค่า VIF มีค่ามากกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระที่เหลือมาก จากผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระเป็นดังนี้

ตาราง ก ผลการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

Variable	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
GBCR	0.925	1.081
DR	0.871	1.148
WCR	0.914	1.095
CFR	0.829	1.206
BETA	0.659	1.518
SIZE	0.531	1.884
BM	0.466	2.144
PMR	0.939	1.065
ATR	0.498	2.008
OLLR	0.448	2.230
FLR	0.699	1.431
GR	0.837	1.195

K = ต้นทุนเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น GBCR = ต้นทุนเงินกู้ยืม DR = อัตราการจ่ายเงินปันผล

WCR = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์หมุนเวียน CFR = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวม

BETA = ความเสี่ยงที่เป็นระบบ SIZE = ขนาดบริษัท BM = มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด

PMR = อัตรากำไรจากการดำเนินงาน ATR = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์

OLLR = ภาระผูกพันดำเนินงาน FLR = ภาระผูกพันทางการเงิน GR = อัตราการเติบโตของบริษัท

จากตาราง ก พบว่าตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีค่า Tolerance ที่เข้าใกล้ศูนย์และค่า VIF มีค่าน้อยกว่า 10 จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรอิสระทุกตัวเป็นอิสระต่อกัน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาคผนวก จ

ตาราง ข อัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ในประเทศไทย

ธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศไทย	2545			2546			2547			2548			2549		
	MOR	MLR	MRR	MOR	MLR	MRR	MOR	MLR	MRR	MOR	MLR	MRR	MOR	MLR	MRR
กรุงเทพ	7.0000	6.7500	7.0000	6.0000	5.7500	6.2500	6.0000	5.7500	6.2500	6.7500	6.5000	7.0000	7.7500	7.5000	8.0000
กรุงไทย	6.5000	6.5000	6.5000	5.7500	5.7500	5.7500	5.7500	5.7500	5.7500	6.7500	6.5000	7.0000	8.0000	7.7500	8.2500
กสิกรไทย	7.0000	6.7500	7.0000	5.7500	5.5000	6.0000	5.7500	5.5000	6.0000	6.7500	6.5000	7.0000	8.0000	7.7500	8.2500
ไทยพาณิชย์	7.2500	6.7500	7.2500	6.0000	5.7500	6.2500	6.0000	5.7500	6.2500	6.7500	6.5000	7.0000	8.0000	7.7500	8.2500
กรุงศรีอยุธยา	7.5000	7.0000	7.5000	6.0000	5.7500	6.2500	6.0000	5.7500	6.2500	7.0000	6.7500	7.0000	8.5000	8.0000	8.5000
ทหารไทย	7.5000	7.0000	7.5000	6.5000	6.0000	6.5000	6.5000	6.0000	6.5000	7.0000	6.7500	7.0000	8.2500	8.0000	8.5000
ดีบีเอส ไทยท努	7.7500	7.5000	8.2500	7.0000	6.5000	7.5000									
นครหลวงไทย	7.0000	6.7500	7.2500	6.0000	5.7500	6.2500	6.0000	5.7500	6.2500	7.0000	6.7500	7.0000	8.2500	8.0000	8.5000
เอเชีย	7.5000	7.0000	7.7500	6.7500	6.2500	7.0000	6.7500	6.2500	7.0000						
ยูโอบี รัตนสิน	7.7500	7.2500	8.2500	7.0000	6.2500	7.7500	6.7500	6.2500	7.0000						
ยูไนเต็ด โอเวอร์ซีส์ (ไทย)										7.5000	7.0000	7.7500	8.7500	8.3000	9.0000
ไทยธนาคาร	7.0000	6.7500	7.7500	6.0000	5.7500	6.5000	6.0000	5.7500	6.5000	7.0000	6.7500	7.0000	8.2500	8.0000	8.5000
สแตนดาร์ดชาร์เตอร์ดนครธน	7.5000	7.0000	7.7500	7.0000	6.7000	7.2500	7.0000	6.7000	6.7000	7.0000	6.7000	7.7000	8.5000	8.2500	9.0000
ธนาชาต	7.2500	6.7500	7.2500	6.0000	5.7500	6.2500	6.0000	5.7500	6.2500	7.0000	6.7500	7.5000	8.2500	8.0000	8.7500
ทีเอสโก้										7.5000	7.0000	7.7500	8.5000	8.2500	8.7500
เมกะ สากลพาณิชย์													9.0000	8.0000	8.7500
สากลพาณิชย์แห่งประเทศไทย										8.5000	8.0000	8.5000			
เกียรตินาคิน										7.2500	7.0000	7.5000	8.5000	8.2500	8.7500
แลนด์ แอนด์ เฮาส์ เพื่อรายย่อย										6.7500	6.5000	7.0000	8.0000	7.7500	8.2500
สินเอเชีย										-	7.0000	8.0000	8.5000	8.2500	8.7500
จีซี มั่นใจ เพื่อรายย่อย													-	8.0000	-
<b>เฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์จดทะเบียนในประเทศไทย</b>	<b>7.2692</b>	<b>6.9038</b>	<b>7.4615</b>	<b>6.2885</b>	<b>5.9577</b>	<b>6.5769</b>	<b>6.2083</b>	<b>5.9125</b>	<b>6.3917</b>	<b>7.1000</b>	<b>6.8094</b>	<b>7.3563</b>	<b>8.3125</b>	<b>7.9882</b>	<b>8.5469</b>

MLR = Minimum loan rate ดอกเบี้ยเงินกู้รวมตามขั้นต่ำ

MOR = Minimum over draft rate ดอกเบี้ยเงินกู้เบิกเกินบัญชีขั้นต่ำ

MRR = Minimum retail rate ดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้ารายย่อยขั้นต่ำ

ที่มา: <http://www.bot.or.th>

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวกานต์แก้ว กุลวานิช เกิดเมื่อวันที่ 21 กรกฎาคม พ.ศ. 2525 ที่จังหวัดพังงา สำเร็จการศึกษาหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชี) คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ ปีการศึกษา 2547 จากนั้นเข้าศึกษาต่อระดับปริญญาบัญชีมหาบัณฑิต สาขาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปีการศึกษา 2548



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย