



ใบรับรองวิทยานิพนธ์  
บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต

ปริญญา

บริหารธุรกิจ

โครงการสหวิทยาการระดับบัณฑิตศึกษา

สาขา

ภาควิชา

เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้นหลังวิกฤต  
แฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Financial Constraint Index and Stock Prices Recovery after  
Hamburger Crisis of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

นามผู้วิจัย นางสาวทิพย์วัลย์ ศรีพนม

ได้พิจารณาเห็นชอบโดย

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

( รองศาสตราจารย์อุษณา ภัทรมนตรี, M.B.A. )

อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม

( รองศาสตราจารย์ธารินี พงศ์สุพัฒน์, Dr.rer.soc.oec. )

ประธานสาขาวิชา

( อาจารย์สุมนรัตน์ ชื่นพุดติ, พ.บ.ม. )

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์รับรองแล้ว

( รองศาสตราจารย์กัญญา ชีระกุล, D.Agr. )

คณบดีบัณฑิตวิทยาลัย

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

สิงสีทงี่ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

วิทยานิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Financial Constraint Index and Stock Prices Recovery after  
Hamburger Crisis of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

โดย

นางสาวทิพย์วัลย์ ศรีพนม

เสนอ

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์  
เพื่อความสมบูรณ์แห่งปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
พ.ศ. 2554

ลิขสิทธิ์ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์

ทิพย์วัลย์ ศรีพนม 2554: ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้น  
หลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาบริหารธุรกิจ โครงการสหวิทยาการระดับบัณฑิตศึกษา  
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก: รองศาสตราจารย์อุษณา ภัทรมนตรี, M.B.A. 82 หน้า

การศึกษานี้ได้ริเริ่มนำดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน 6 อัตราส่วน  
ซึ่งพัฒนาโดย Tong และ Wei ในปี พ.ศ. 2551 มาใช้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน  
กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทย และ 2) ความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤต  
แฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ประจำปี พ.ศ. 2551  
จำนวน 81 บริษัทโดยศึกษารายไตรมาสและรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2552 วิธีการศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิโดย  
รวบรวมข้อมูลจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน การวิเคราะห์ข้อมูลใช้  
โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติเพื่อ หาค่าความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และทดสอบสมมติฐานด้วยค่าสัมประสิทธิ์  
สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

ผลการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน 6  
อัตราส่วนกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อเกิดภาวะ  
วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในปี พ.ศ. 2550 – 2552 ซึ่งเป็นภาวะที่เกิดข้อจำกัดทางการเงินที่บริษัทจดทะเบียนไม่  
สามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ พบว่า อัตรากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมี  
ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรวม 3 ไตรมาส โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบใน  
ไตรมาสที่ 1 และมีความสัมพันธ์เชิงบวกในไตรมาสที่ 4 และไตรมาสที่ 9 ส่วนอัตราการจ่ายเงินปันผลมี  
ความสัมพันธ์เชิงบวกในไตรมาสที่ 5 สำหรับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบใน  
ไตรมาสที่ 8 และพบความสัมพันธ์เชิงบวกของอัตราการเติบโตของบริษัทเป็นรายปีกับการเปลี่ยนแปลงของ  
ราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ดังนั้น ถือเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับนักลงทุนและสถาบันการเงินใช้เป็นเครื่องมือวัดสภาพคล่องทาง  
การเงินของบริษัทก่อนการพิจารณาตัดสินใจลงทุนและการให้สินเชื่อ รวมทั้งผู้บริหารสามารถใช้เป็นแนวทาง  
สำหรับกำหนดนโยบาย กลยุทธ์ และบริหารความเสี่ยงขององค์กรในสภาวะตลาดหุ้นวิกฤตของบริษัทจด  
ทะเบียนแห่งประเทศไทย

ลายมือชื่อนิติสด

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก

Tippayawan Sripanom 2011: The Relationship between Financial Constraint Index and Stock Prices Recovery after Hamburger Crisis of the Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand. Master of Business Administration, Major Field: Business Administration, Interdisciplinary Graduate Program. Thesis Advisor: Associate Professor Usana Patramontree, M.B.A. 82 pages.

This study attempts to apply the financial constraint Index composed of the six financial ratios developed by Tong and Wei in 2008. The objectives of this study is to determine 1) financial constraint index and stock prices exchange after hamburger crisis of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand, and 2) the relationship between the financial constraint index and stock prices recovery after hamburger crisis of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand of 81 listed companies in the SET 100 in 2008. The study period quarters and annually during the years of 2007 – 2009. Secondary data was collected from financial reports and the performance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The descriptive statistics applied included frequencies, percentages, and means. Pearson correlation coefficient were used for correlation the analysis.

The aim of this study was to find the relationship of the financial constraint index composed of the six financial ratios with the stock price changes of the listed companies in the stock exchange of Thailand during hamburger crisis in 2007 – 2009 of when the companies could not search for the external fund sources. The results indicated that the rate of the operate cash flow to total asset was significantly related to the change of the stock prices with three quarters. It showed the negatively relationship in the first quarter and the fourth and ninth quarters revealed positive. The rate of the dividend payment showed positive relationship in the fifth quarter. The rate of total debt to total asset had the negatively relationship in the eighth quarter. And, it showed the positive relationship of the firm growth any statically relationship annually at the 0.05 significant level.

Therefore, it is important data for investors and financial institution use tool financial liquidity measurement of firm before considering investments and credit. Executives can use the guide line for policy formulation strategic and risk management in relation with capital market crisis of the listed companies in the stock exchange of Thailand.

---

Student's signature

---

Thesis Advisor's signature

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความกรุณาอย่างสูงยิ่งของ รองศาสตราจารย์อุษณา ภัทรมนตรี อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก รองศาสตราจารย์ ดร.ธารินี พงศ์สุพัฒน์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ร่วม ดร.สันสกฤต วิจิตรเลขการ ประธานการสอบ และรองศาสตราจารย์ กาญจนา ศรีพงษ์ ผู้แทนบัณฑิตวิทยาลัย ที่กรุณาให้คำแนะนำ ให้คำปรึกษา ตลอดจนให้ความช่วยเหลือแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ เพื่อให้วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ ผู้วิจัยขอกราบ ขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณคุณพ่อ คุณแม่ เพื่อนสนิท รวมทั้งครอบครัวศรีพนม ที่คอยส่งเสริมและสนับสนุนทางการเรียนมาโดยตลอด และเป็นกำลังใจที่สำคัญยิ่ง จนสำเร็จการศึกษา และขอขอบคุณพี่ ๆ เพื่อน ๆ ที่ศึกษาด้วยกัน รวมทั้งเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโทบริหารธุรกิจที่ได้คอยช่วยเหลือและเป็นกำลังใจโดยตลอด

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชา ความรู้ ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน รวมถึงผู้เขียนตำรา เอกสารบทความต่าง ๆ ที่ผู้วิจัยได้ศึกษาค้นคว้าและนำมาอ้างอิงในการศึกษาครั้งนี้

คุณค่าของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบให้แด่มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ คณาจารย์และผู้มีพระคุณทุกท่าน ที่ให้การสนับสนุนช่วยเหลือตลอดมา

ทิพย์วัลย์ ศรีพนม  
มีนาคม 2554

## สารบัญ

## หน้า

สารบัญตาราง	(3)
สารบัญภาพ	(5)
บทที่ 1 บทนำ	1
ความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
ขอบเขตของการศึกษา	4
นิยามศัพท์	4
บทที่ 2 การตรวจเอกสาร	6
แนวคิดและทฤษฎี	6
ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง	27
กรอบแนวคิดการศึกษา	35
สมมติฐานการศึกษา	36
บทที่ 3 วิธีการศึกษา	39
วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล	39
วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล	42
บทที่ 4 ผลการศึกษาและข้อวิจารณ์	44
ผลการศึกษา	44
ข้อวิจารณ์	64
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	69
สรุปผลการศึกษา	69
ข้อเสนอแนะ	71

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

เอกสารและสิ่งอ้างอิง	74
ภาคผนวก	78
ประวัติการศึกษาและการทำงาน	82



## สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	ข้อมูลสถิติภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	26
2	สรุปผลงานวิจัยที่ศึกษาดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	29
3	สรุปผลการศึกษาที่เกี่ยวกับราคาหุ้นหรือราคาหลักทรัพย์	33
4	ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	44
5	ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	45
6	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ไตรมาสที่ 1	51
7	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ไตรมาสที่ 2	52
8	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ไตรมาสที่ 3	53
9	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ไตรมาสที่ 4	54

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่		หน้า
10	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไตรมาสที่ 5	55
11	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไตรมาสที่ 6	56
12	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไตรมาสที่ 7	57
13	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไตรมาสที่ 8	58
14	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไตรมาสที่ 9	59
15	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายปี 2550 - 2552	60
16	ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเป็นรายไตรมาส และรายปี	62
ตารางผนวกที่		
1	รายชื่อของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100	79

## สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1	แสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด	21
2	แสดงการเคลื่อนไหวของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน	21
3	แสดงการเคลื่อนไหวของสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายจำแนกตามประเภท นักลงทุน	22
4	แสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตั้งแต่ พ.ศ. 2549 - 2552	27
5	กรอบแนวคิดการศึกษา	35
6	แสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับราคาหุ้น	50

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความสำคัญของปัญหา

จากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2550 ประเทศสหรัฐอเมริกาได้ประสบปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจที่มีจุดกำเนิดจากหนี้เสียของสินเชื่อบ้านที่ปล่อยกู้แก่ผู้มีเครดิตต่ำกว่ามาตรฐานและเกิดปัญหาซับไพร์ม (Subprime) เนื่องจากปัญหา 3 ประการ ปัญหาแรก คือ ปัญหาเงินเฟ้อและภาวะถดถอย ปัญหาที่สอง คือ ปัญหาผู้ก่อสร้างที่พักอาศัยมีการสร้างแบบคุณภาพไม่ได้มาตรฐานเพื่อเงินกู้ และปัญหาที่สาม คือ ปัญหาผู้ซื้อไม่มีเงินจ่าย ทำให้เงินไหลออกจากระบบธนาคาร จนเป็นปัญหาทวีความรุนแรงกับธนาคาร เกิดหนี้เสียหรือหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ เหตุการณ์ดังกล่าวทำให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเป็นภาคธุรกิจสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศตกต่ำและวิกฤตที่สุดในรอบกว่า 20 ปี ส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องและก่อให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจระดับโลกที่เรียกว่า วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) ซึ่งนักเศรษฐศาสตร์ชั้นนำของโลก และกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ได้กล่าวว่าเป็นวิกฤตการณ์ทางการเงินที่รุนแรงที่สุดนับจากสงครามโลกครั้งที่ 2 และจะสร้างผลกระทบไปยังเศรษฐกิจแทบทุกประเทศทั่วโลก โดยเฉพาะต่อการลงทุน

จากวิกฤตเศรษฐกิจในครั้งนี้ ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกลดลงอย่างมาก รวมถึงดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย ซึ่งมีการปรับตัวลดลงนับตั้งแต่เกิดวิกฤตและมีความผันผวนอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วงวันที่ 27 กรกฎาคม – 16 สิงหาคม 2550 ของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปรับตัวลดลง 133 จุด หรือคิดเป็นการลดลง ร้อยละ 15 หลังจากที่ปรากฏข่าวว่ากองทุนหลายแห่งประสบภาวะขาดทุนอย่างหนักและมีการปรับลดการจัดอันดับสินเชื่อ (Credit Rating) ของบริษัทขนาดใหญ่หลายแห่งในสหรัฐอเมริกา ส่งผลให้ดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการปรับตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะเดือนพฤศจิกายน 2551 ราคาปิดหุ้นปรับตัวต่ำสุดเฉลี่ย ปิดที่ 404.84 จุด และค่อย ๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากสถานะเศรษฐกิจเริ่มปรับตัวดีขึ้น โดยราคาปิดหุ้นปรับตัวสูงสุดเฉลี่ยในเดือน กันยายน 2552 ปิดที่ 717.07 จุด เพิ่มขึ้น 312.23 จุด เมื่อเทียบกับเดือนพฤศจิกายนปีที่ผ่านมา (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2552)

จากเหตุการณ์ภาวะตลาดทุนวิกฤตดังกล่าว ทำให้นักลงทุนและสถาบันทางการเงินจำเป็นต้องติดตามความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยการวิเคราะห์จากรายงานประกอบการจากรายงานทางการเงินของบริษัท ซึ่งหากเป็นภาวะตลาดทุนปกติแล้วจะวิเคราะห์ราคาหุ้นจากรายงานทางการเงินและอัตราส่วนทางการเงินเพื่อพิจารณาฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและความเสี่ยงโดยรวมของบริษัทที่จะมีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นก่อนตัดสินใจลงทุน แต่การวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในสภาวะตลาดทุนวิกฤตนั้น ในต่างประเทศการวิเคราะห์นิยมวิเคราะห์จากอัตราส่วนที่เรียกว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraint Index) เพราะเป็นภาวะที่บริษัทมีความเสี่ยงมากกว่าปกติ การวิเคราะห์ดังกล่าวจะเป็นการลดความเสี่ยงและเพิ่มผลตอบแทนให้กับนักลงทุนและสถาบันการเงิน รวมทั้งใช้เป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาก่อนให้สินเชื่อ เนื่องจากบริษัทที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดสภาพคล่องทางการเงินจากภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดปัญหาความสามารถในการชำระหนี้คืนเงินแก่เจ้าหนี้ไม่ทันตามกำหนดเวลา ซึ่งบริษัทอาจต้องปิดกิจการลง อันเกิดจากไม่สามารถแบกรับภาระหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้นได้ ส่งผลให้สถาบันการเงินต้องแบกรับภาระหนี้เสียและหนี้ด้อยคุณภาพอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และส่งผลกระทบทำให้เกิดปัญหาสภาพคล่องในภาคการเงินและระบบเศรษฐกิจโดยรวมเป็นอย่างมาก

งานวิจัยในต่างประเทศมีการวิเคราะห์ข้อจำกัดทางการเงินของบริษัทที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดสภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งมีผลกระทบต่อโอกาสการลงทุนของบริษัท เช่นงานวิจัยของ Whited and Wu (2006) ได้นำดัชนีข้อจำกัดทางการเงินมาใช้วัดความเสี่ยงสำหรับการลงทุนประเภทต่าง ๆ ซึ่งเป็นข้อมูลที่แสดงสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทสูงหรือต่ำ เพื่อวัดความเสี่ยงที่อาจมีผลกระทบต่อโอกาสในการลงทุนของบริษัทได้ นอกจากนี้งานวิจัยของ Tong and Wei (2008) ได้ประยุกต์ใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน จากงานวิจัยของ Whited and Wu มาวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงที่เกิดวิกฤตซับไพร์ม ซึ่งแสดงข้อมูลของบริษัทที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดสภาพคล่องทางการเงินที่ประสบปัญหาและมีข้อจำกัดไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกมาใช้ในการลงทุนได้ ทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่นในการลงทุน และมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูงในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเงิน

การศึกษาในภาวะตลาดทุนวิกฤตยังมีจำกัดในประเทศไทย แต่ข้อมูลของข้อจำกัดทางการเงินและการฟื้นตัวของราคาหุ้นเป็นสิ่งสำคัญของนักลงทุน สถาบันการเงินและผู้บริหารของบริษัท ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี

ข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินจากผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) มาประยุกต์ใช้ในช่วงที่เกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในปี พ.ศ. 2550 เพื่อเป็นข้อมูลสำคัญต่อนักลงทุนและสถาบันการเงินใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน การให้สินเชื่อ ภายใต้ผลการดำเนินงาน ข้อจำกัดทางการเงิน และความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากผลการดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ผู้บริหารสามารถใช้เป็นแนวทางกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงขององค์กรในสถานะตลาดหุ้นวิกฤต เพื่อควบคุมปัจจัยต่างๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ นักลงทุนสามารถนำข้อมูลไปใช้เป็นแนวทางในการพิจารณาข้อจำกัดทางการเงิน ความเสี่ยงจากการดำเนินงานที่จะมีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นก่อนตัดสินใจลงทุนเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงและเพิ่มผลตอบแทน
2. เพื่อให้สถาบันการเงินใช้เป็นข้อมูลประเมินประสิทธิภาพสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทก่อนที่จะพิจารณาให้สินเชื่อ เพื่อลดความเสี่ยงที่จะอาจเกิดขึ้น เนื่องจากบริษัทไม่สามารถชำระหนี้สินและภาระผูกพันเมื่อถึงกำหนดระยะเวลาได้
3. เพื่อให้ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนใช้เป็นแนวทางในการปฏิบัติ ปรับปรุง กำหนดนโยบายเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงขององค์กรในสถานะตลาดหุ้นวิกฤต รวมทั้งใช้เป็นแนวทาง

ในการรายงานผลการดำเนินงานของบริษัทให้มีคุณภาพ เพื่อสร้างความเหมาะสมและประโยชน์แก่นักลงทุน

### ขอบเขตของการศึกษา

1. ศึกษาในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์โดยใช้ข้อมูลราคาปิดของราคาหุ้นที่มีอัตราการเปลี่ยนแปลงตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลราคาปิด ณ วันทำการสุดท้ายของปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูลราคาปิด ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552) จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ใช้ข้อมูลจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการจากรายงานทางการเงินรายไตรมาสและรายงานทางการเงินประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูล ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552)

3. ศึกษาโดยใช้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 Index สำหรับระยะเวลาระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ต้องปฏิบัติตามข้อบังคับของหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้อง และมีลักษณะอื่น ๆ ในการกำกับดูแล นอกเหนือจากกฎเกณฑ์โดยทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### นิยามศัพท์

**ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraint Index)** หมายถึง ดัชนีแสดงความสัมพันธ์หรืออัตราส่วนของรายการในงบการเงินที่แสดงหรือสะท้อนมีผลต่อข้อจำกัดสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทจากเหตุการณ์ไม่ปกติ ทำให้บริษัทมีข้อจำกัดไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกทุกประเภทได้ งานวิจัยนี้ได้ใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินจากผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ซึ่งประกอบด้วย 6 อัตราส่วน คือ

1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม

2. อัตราการจ่ายเงินปันผล
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม
6. อัตราการเติบโตของบริษัท

**ราคาหุ้น (Stock Prices)** หมายถึง ราคาหุ้นสามัญที่มีการเคลื่อนไหวขึ้นลงจากปริมาณการซื้อขายในกระดานหลักในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ราคาปิดเมื่อตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการ

**การฟื้นตัวของราคาหุ้น (Stock Prices Recovery)** หมายถึง การขยายตัวทางเศรษฐกิจในทิศทางบวกที่มีผลทำให้ราคาหุ้นมีการฟื้นตัวในทางดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง หลังจากเกิดสภาวะวิกฤตทางเศรษฐกิจ

**ช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis)** หมายถึง ช่วงระยะเวลาที่เกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2550 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2552 ที่ราคาหุ้นผันผวน

## บทที่ 2

### การตรวจเอกสาร

บทนี้จะได้อธิบายเกี่ยวกับการศึกษาค้นคว้าเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถจำแนกออกเป็น 4 ส่วน ได้แก่ แนวคิดและทฤษฎี ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง กรอบแนวคิดการศึกษา และ สมมติฐานการศึกษา ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

#### แนวคิดและทฤษฎี

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ประกอบด้วย

1. ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory)
2. แนวคิดเกี่ยวกับภาวะตลาดทุนวิกฤต (Capital Market Crisis)
3. แนวคิดเกี่ยวกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (Set Index)

#### ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure Theory)

วิวัฒนาการของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน เริ่มขึ้นเมื่อต้นทศวรรษ 1950 โดย David Durand ซึ่งได้เสนอแนวคิดที่คำนึงถึงผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงิน (Financial Leverage) ต่อมูลค่าของกิจการ คือ แนวคิดกำไรสุทธิ (Net Income Approach) แนวคิดกำไรจากการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Income Approach) และแนวคิดวิธีปฏิบัติมาดั้งเดิม (Traditional Approach) ต่อมาในตอนปลายทศวรรษ 1950s และ 1960s Franco Modigliani และ Merton H. Miller (MM) ได้เสนอว่า การกำหนดระดับสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนไม่มีความเกี่ยวข้องกับมูลค่าของกิจการในตลาดที่มีการแข่งขันสมบูรณ์ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ดังนั้น มูลค่าของกิจการจะพิจารณาได้จากมูลค่าสินทรัพย์ที่แท้จริง และได้ศึกษาเพิ่มเติมและนำเสนอทฤษฎีและข้อสรุปเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนไว้ 2 แนว คือ รูปแบบที่ไม่มีภาษีเงินได้ และมีภาษีเงินได้ หลังจากนั้นมามีนักการเงินและนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่ทำการวิจัยพัฒนาแนวคิดของ Modigliani และ Miller (MM) (1958) โดยการวิจัยนั้นได้ทำการพัฒนานำเอาหลายปัจจัยเข้ามา

ทำการศึกษาเพื่อที่จะสามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้เหมาะสมและใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้น อาทิเช่น ขนาดของกิจการ ความแปรปรวนของกระแสเงินสด ความยืดหยุ่นอุปสงค์ของผลผลิต การมีข้อมูลภายในของกิจการ โครงสร้างผู้ถือหุ้น ต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ผลกระทบทางภาษี เป็นต้น (รจเรข กัลป์ปากรณ์ชัย, 2545)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนสมัยใหม่เริ่มในปี ค.ศ. 1958 เมื่อศาสตราจารย์ Franco Modigliani และ Merton Miller กล่าวว่าภายใต้ตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ การจัดหาเงินทุนของบริษัทจะไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แต่ตลาดในความเป็นจริงเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ เนื่องจากการเก็บภาษี ปัญหาต้นทุนเรื่องการเงิน (Financial Distress Problem) และปัญหาเรื่องตัวแทน ดังนั้นจึงส่งผลให้การตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของบริษัท ทำให้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาจากผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนของหนี้ที่เพิ่มขึ้น โดยกล่าวว่า แต่ละบริษัทจะมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และจะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท โดยปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการก่อหนี้ของบริษัท (อังคณา ชูวะเจริญพานิช, 2545) มีดังต่อไปนี้

1. ภาษี เนื่องจากรายได้ของบริษัทที่เกิดขึ้นนั้นจะต้องเสียภาษีให้กับรัฐบาล ถ้าบริษัทต้องการให้รายได้ของบริษัทกระจายไปสู่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท (Stakeholder) มากที่สุด บริษัทก็จะใช้ประโยชน์โดยก่อหนี้เพิ่มมากขึ้น เพราะถ้าโครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีส่วนของเจ้าของมากแล้วการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะไม่สามารถนำไปหักภาษีได้ แต่การก่อหนี้ทำให้บริษัทต้องชำระคืนดอกเบี้ยให้กับเจ้าหนี้ยนั้นบริษัทสามารถนำดอกเบี้ยไปหักเป็นค่าใช้จ่ายก่อนการจ่ายภาษีได้ ทำให้ภาษีที่บริษัทจะต้องจ่ายแก่รัฐบาลลดน้อยลง แต่อย่างไรก็ตามถ้ากำไรของบริษัทคงที่แล้วการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นเมื่อมาถึงจุด ๆ หนึ่ง ประโยชน์ที่จะได้รับจากการก่อหนี้ก็จะหมดไป เพราะไม่มีกำไรเพียงพอที่จะจ่าย ซึ่งจะทำให้บริษัทประสบปัญหาเรื่องการเงิน รวมทั้งการเปลี่ยนแปลงเรื่องการจัดเก็บภาษีก็จะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทด้วย นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงเรื่องการจัดเก็บภาษีก็จะมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทด้วย เช่น Miller and Scholes (1978) เสนอว่าการเก็บภาษีจากเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นเพราะทำให้เงินปันผลที่จะนำไปเสียภาษีน้อยลง และถ้าภาษีดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทก่อหนี้ลดลง เพราะประโยชน์จากการก่อหนี้ที่น้อยลง เนื่องจากดอกเบี้ยนั้นจะต้องเสียภาษีที่เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้การที่บริษัทมีค่าใช้จ่ายที่ไม่ได้เกิดขึ้นจริงแต่สามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายทำให้กำไรที่บริษัทจะต้องนำไปจ่ายภาษีลดลง เช่น ค่าเสื่อมราคา หรือค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา ส่งผลให้ประโยชน์ของการก่อกำหนดของบริษัทเหล่านี้ลดลง เพราะฉะนั้นบริษัทที่มีค่าเสื่อมราคา หรือค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาที่สูงจะมีอัตราส่วนการก่อกำหนดที่ต่ำกว่าบริษัททั่วไป

2. ปัญหาเรื่องตัวแทน งานวิจัยเกี่ยวกับปัญหาเรื่องตัวแทนได้แก่ Jensen and Meckling (1976) และ Jensen (1986) โดยปัญหาเรื่องตัวแทนแบ่งออกได้เป็น 2 แบบคือ

2.1 ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการของบริษัท

2.2 ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหน้าที่ของบริษัท

ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการของบริษัทเกิดขึ้น เนื่องจากรายได้ของบริษัทที่เกิดขึ้นไม่ได้ตกเป็นของผู้จัดการทั้งหมดเพราะผู้จัดการไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ 100 % โดยรายได้ของกิจการจะต้องแบ่งสรรให้กับผู้ถือหุ้นของกิจการ และเจ้าหน้าที่ของกิจการด้วย ในขณะที่ต้นทุนความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงานนั้นผู้จัดการต้องเป็นคนแบกรับทั้งหมด ทำให้ผู้จัดการอาจจะนำเงินไปลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสม โดยอาจจะนำเงินทุนของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่สร้างประโยชน์ให้แก่ผู้จัดการนอกเหนือจากเงินเดือนที่ได้รับ เช่น นำเงินไปลงทุนในการสร้างสำนักงานที่ใหญ่โตและสะดวกสบาย ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นลดลง การแก้ปัญหาเรื่องตัวแทนในเรื่องนี้คือให้บริษัทก่อกำหนดเพิ่มขึ้น เนื่องจากการก่อกำหนดที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดกระแสเงินสดของกิจการ (Free Cash-flow) เพราะทำให้ผู้บริหารต้องนำเงินทุนของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดเพราะจะต้องนำผลตอบแทนที่ได้ไปจ่ายชำระหนี้จึงไม่สามารถนำเงินไปลงทุนในโครงการที่เพิ่มความสบายส่วนตัว ทำให้ปัญหาเรื่องตัวแทนลดลง

ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหน้าที่ของบริษัทเกิดขึ้นเนื่องจากการก่อกำหนดที่มากเกินไปอาจทำให้บริษัทประสบปัญหาเรื่องการเงิน ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทต้องการให้บริษัทลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นเพื่อผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น โดยไม่ได้คำนึงว่าการลงทุนนั้นเป็นการลงทุนที่เหมาะสมหรือไม่ เนื่องจากการลงทุนในโครงการที่เหมาะสมนั้น อาจจะทำให้ผลตอบแทนที่เพียงพอในการจ่ายชำระคืนเงินกู้ของกิจการ แต่ไม่อาจให้ผลตอบแทนส่วนที่เกินกว่าที่จะต้องนำไปจ่ายชำระหนี้แก่ผู้ถือหุ้นได้ แต่ถ้าบริษัทเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงก็มีโอกาสที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนจากส่วนเกินในการจ่ายชำระหนี้ และถ้าการลงทุนนั้น

ประสบความสำเร็จแล้วผู้ถือหุ้นของบริษัทจะไม่ได้รับผลตอบแทนซึ่งมีค่าเท่ากับการลงทุนในโครงการที่เหมาะสมที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทไม่ได้รับผลตอบแทนเช่นเดียวกัน การลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงเหล่านี้เหมือนเป็นการดึงความมั่งคั่งมาจากเจ้าหนี้ เพราะเจ้าหนี้ต้องแบกรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ทั้งที่ผลตอบแทนที่ได้เจ้าหนี้จะได้รับนั้นมีมูลค่าเท่าเดิม ดังนั้นบริษัทที่มีปัญหาเรื่องตัวแปรระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้จะต้องจัดหาเงินทุน โดยการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเพื่อลดปัญหาเรื่องตัวแปรในส่วนนี้

3. ต้นทุนการล้มละลาย การก่อหนี้ที่เพิ่มมากขึ้นจะทำให้ต้นทุนการล้มละลายเพิ่มมากขึ้น เพราะการก่อหนี้ที่มากเกินไปจะส่งผลให้โอกาสที่บริษัทจะไม่สามารถจ่ายชำระคืนเงินกู้เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะบริษัทที่มีรายได้บริษัทไม่แน่นอนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้นจะยิ่งเพิ่มต้นทุนการล้มละลาย เพราะฉะนั้นโอกาสการล้มละลายที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ก็ลดน้อยลง

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยลักษณะเฉพาะของบริษัทที่กล่าวว่ามีผลในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ คือ

#### 1. ลักษณะเฉพาะของสินค้า

สินค้าที่มีลักษณะเฉพาะตัวสูงส่วนมากสินค้าเหล่านี้จะต้องมีบริการหลังการขายให้กับลูกค้าของบริษัท และการตัดสินใจซื้อสินค้าของลูกค้าก็ต้องการซื้อสินค้าของบริษัทที่มีความมั่นคงสามารถให้บริการหลังการขายได้ไม่ติดขัด เพราะฉะนั้นบริษัทที่มีลักษณะเฉพาะของสินค้าสูงจะมีอัตราส่วนการก่อหนี้ที่ต่ำ เนื่องจากการก่อหนี้ที่มากเกินไปอาจส่งผลให้เกิดปัญหาเรื่องการเงิน ทำให้ภาพพจน์ของบริษัทแย่ลงส่งผลให้ลูกค้าของบริษัทไม่ซื้อสินค้าของบริษัท ทำให้กิจการของบริษัทยิ่งแย่ลง เพราะฉะนั้นบริษัทที่มีลักษณะเฉพาะของสินค้าสูงจะส่งผลให้มีอัตราส่วนการก่อหนี้ที่ต่ำเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีสินค้าแบบทั่วไป

#### 2. ขนาดของกิจการ

ขนาดของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่กล่าวว่ามีผลในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถกระจายความเสี่ยงในการลงทุนได้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ดังนั้นจึงส่งผลให้รายได้ของบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความแปรปรวนของรายได้น้อยกว่า

บริษัทที่มีขนาดเล็ก ทำให้บริษัทที่มีขนาดใหญ่สามารถก่อหนี้ได้มากกว่าเพราะโอกาสที่จะประสบปัญหาเรื่องการเงินมีน้อยกว่า

### 3. มูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกัน

สินทรัพย์ที่สามารถนำมาใช้ค้ำประกันในการกู้ยืม เช่น ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ ยังมีมากเท่าไรความเสี่ยงของเจ้าหนี้ที่จะไม่ได้รับเงินคืนก็จะลดน้อยลง ทำให้เจ้าหนี้ให้กู้ยืมเพิ่มมากขึ้น และต้นทุนในการกู้ยืมอาจจะลดลง เพราะฉะนั้นบริษัทที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันสูงจะมีอัตราส่วนการก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันต่ำ

### 4. โอกาสในการลงทุนของบริษัท

เมื่อบริษัทมีโอกาสในการลงทุนที่มากขึ้นบริษัทจะมีอัตราส่วนการก่อหนี้ที่ลดลง เนื่องจากกระแสเงินสดส่วนเกินที่ก่อให้เกิดปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้นจะลดลง เพราะผู้จัดการของบริษัทจะต้องนำเงินที่มีไปลงทุนในโครงการที่เหมาะสม ทำให้ความจำเป็นในการก่อหนี้ เพื่อบังคับให้ผู้จัดการนำเงินไปลงทุนในโครงการที่เหมาะสมลดลง

ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนมีดังนี้

#### 1. ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน (Pecking order Theory)

ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาทุน เสนอโดย Myer (1984) กล่าวว่า บริษัทไม่จำเป็นต้องมีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม หรือถ้าบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนจากภายนอกจะมีความสำคัญกว่าต้นทุนที่เกิดจากโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมของบริษัท บริษัทจะจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยใช้เงินทุนภายในบริษัทก่อนซึ่งก็คือ เงินสด และหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด และถ้าเงินทุนภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการลงทุน บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายนอก โดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน ซึ่งสามารถเรียงลำดับได้ดังนี้คือ ส่วนหนี้สิน หนี้กู้ยืมแปลงสภาพ และส่วนทุน ตามลำดับ นอกจากนี้ Myers and Majluf (1984) กล่าวว่า ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและต้นทุนตัวแทน ตามสมมติฐานที่มีความเป็นไปได้ 2 ประการ คือ ผู้บริหารรู้เกี่ยวกับรายได้และโอกาสการลงทุนของกิจการมากกว่า

นักลงทุนภายนอกและผู้บริหารจะดำรงผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นปัจจุบัน ดังนั้นผู้บริหารไม่สามารถที่จะถ่ายทอดข้อมูลข่าวสารที่เป็นประโยชน์ไปยังนักลงทุนได้ เพราะว่าข้อมูลข่าวสารของผู้บริหารนั้นไม่น่าเชื่อถือ พิจารณาได้จากเมื่อผู้บริหารค้นพบโครงการลงทุนที่น่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีในอนาคต ฝ่ายผู้บริหารก็จะประกาศโครงการดังกล่าวออกมาเพื่อที่จะช่วยเพิ่มราคาหลักทรัพย์ของกิจการให้มีราคาสูงขึ้น แต่นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะรู้ว่ามันจะเป็นอย่างนั้นจริงได้จนกว่าจะเกิดขึ้นจริง ดังนั้นนักลงทุนก็จะประมาณค่าเฉลี่ยต่ำสุดของราคาหลักทรัพย์ไว้ และจะทำการเข้าซื้อที่ต่อเมื่อราคานั้นต่ำกว่าราคาดุลยภาพ หรืออยู่ในช่วงที่ต่ำกว่าราคาที่นักลงทุนประมาณค่าไว้ว่าควรจะเป็น ซึ่งเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงต้นทุนการเลือกที่ผิดที่นักลงทุนภายนอกกังวลและส่งผลให้ราคาหุ้นตกลงได้ นอกจากนี้ Myers and Majluf ได้เสนอทางออกในการแก้ปัญหาที่ว่าโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกนั้น ควรที่จะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ซึ่งก็คือเงินสดและหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด (Financial Slack) หรือการเลือกใช้การก่อหนี้ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk-Free Debt) ถ้ากิจการมีเงินสดและหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาดเพียงพอแล้ว กิจการก็จะไม่ก่อหนี้ที่มีความเสี่ยง หรือออกหุ้นทุน ในการที่จะจัดหาเงินทุนมาลงทุนในโครงการที่น่าลงทุน และเป็นวิธีที่ช่วยในการขจัดปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างนักลงทุน และผู้บริหารได้

รจเรช กัลปากรณ์ชัย (2545) ได้กล่าวว่า หากกิจการมีความต้องการจัดหาเงินทุนจะพิจารณาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการ (Internal Fund) เป็นอันดับแรก แต่หากแหล่งเงินทุนภายในของกิจการมีไม่เพียงพอกับความต้องการ ผู้บริหารของกิจการจะต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอก โดยจะพิจารณาจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ (Debt) ก่อนการพิจารณาจัดหาเงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) นอกจากนี้กิจการที่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints Firms) การตัดสินใจหาแหล่งเงินทุนถือเป็นสิ่งสำคัญ ซึ่งผู้บริหารจะต้องกำหนดโครงสร้างทุนให้มีความเหมาะสมกับลักษณะธุรกิจที่กำลังดำเนินงาน เพื่อที่จะสะท้อนภาพถึงมูลค่าสูงสุดของกิจการ โดยแหล่งเงินทุนที่ได้มาโดยทั่วไป จะมาจาก 2 แหล่ง ดังนี้

1. จากแหล่งเงินทุนภายใน (Internal Fund) ได้แก่ เงินที่ได้จากกำไรสุทธิ และกำไรสะสมของกิจการเอง
2. จากแหล่งเงินทุนภายนอก (External Fund) แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

2.1 ส่วนของหนี้สิน ประกอบด้วย การกู้เงินจากสถาบันทางการเงินและการระดม  
เงินทุนจากออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ หุ้นแปลงสภาพ

2.2 ส่วนของทุน ประกอบด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ โดยการจัดหาทุนในรูปแบบ  
ต่าง ๆ

ทั้งนี้ ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุน เป็นทฤษฎีของการตัดสินใจเลือกแหล่ง  
เงินทุน แต่ไม่ได้บอกถึงสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม อย่างไรก็ตามทฤษฎีนี้ คือการ  
ศึกษาพฤติกรรมการจัดหาเงินทุนเพื่อประโยชน์สูงสุดของกิจการ โดยการประหยัดต้นทุนการใช้  
เงินทุน ซึ่งราคาหุ้นจะลดลง ถ้ากิจการระดมทุนด้วยหลักทรัพย์หรือตราสารทุนที่มีความเสี่ยงกว่า  
การระดมด้วยตราสารหนี้และการก่อหนี้สิน ดังนั้น ทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนน่าจะขยาย  
ความถึงความสัมพันธ์และผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้นได้ชัดเจนมากที่สุด

## 2. ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade – Off Theory)

ในปี 1958 Modigliani และ Miller ได้คิดค้นทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ตลาดที่  
สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ อีกทั้งมีเงื่อนไขอื่น เช่น ไม่มีค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีภาษี  
ไม่มีต้นทุนการล้มละลาย นักลงทุนสามารถกู้ยืมเงินด้วยอัตราดอกเบี้ยที่เท่ากับกิจการ นักลงทุน  
และผู้บริหารมีข้อมูลที่เท่าเทียมกันเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต และกำไร  
ก่อนดอกเบี้ยและภาษีไม่ถูกกระทบ โดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน เมื่ออ้างอิงจากข้อสมมติฐาน  
ข้างต้น แสดงให้เห็นว่ามูลค่าของกิจการจะไม่ถูกรบกวนด้วยโครงสร้างเงินทุน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง  
คือ ไม่ว่าจะมียุทธศาสตร์เป็นส่วนประกอบในโครงสร้างเงินทุนหรือไม่ มูลค่าของกิจการยังเท่าเดิมไม่  
เปลี่ยนแปลง อีกทั้งภายใต้ข้อสมมติฐานเหล่านี้ ต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงินจะคงที่ไม่เปลี่ยนแปลง  
อย่างไรก็ตาม แม้ว่าข้อสมมติฐานดังกล่าวจะไม่อยู่บนพื้นฐานของความเป็นจริง แต่ให้องค์ความรู้  
ได้ว่า โครงสร้างทุนจะไม่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงาน ตราบที่ไม่มีผลกระทบต่อกระแสเงินสด  
ของกิจการ นอกจากนี้ Myers and Majluf (1984) ได้พัฒนาแนวคิดที่เรียกว่า ทฤษฎีการพิจารณา  
ต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ขึ้นมา โดยนำผลกระทบทางด้านภาษีเงินได้เข้ามาพิจารณา  
ด้วย โดยมีแนวคิดว่า ดอกเบี้ยจ่ายสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายในการคำนวณภาษีเงินได้ ทำให้บริษัท  
จ่ายภาษีต่ำลง และส่งผลให้กระแสเงินสดของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น สรุปได้ว่าการที่กิจการก่อหนี้สิน  
เพิ่มขึ้น ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นจากผลประโยชน์ทางด้านภาษี และต้นทุนถัวเฉลี่ยทางการเงิน  
ลดลง หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งมูลค่าของกิจการจะผันแปรตามอัตราเงินภาษีเงินได้ นอกจากนี้ ข้อ

สมมติฐานที่สำคัญของ Modigliani and Miller (1958) คือไม่มีต้นทุนการล้มละลาย ซึ่งขัดแย้งกับความเป็นจริง เนื่องจากการก่อหนี้สินเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดความเสี่ยงที่กิจการไม่สามารถชำระหนี้สิน ทั้งดอกเบี้ยและเงินต้นได้ ส่งผลให้ต้นทุนความเสี่ยงทางการเงินและต้นทุนล้มละลายเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้เจ้าหนี้ต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น และท้ายที่สุดมูลค่าของกิจการลดต่ำลง ดังนั้น ความเป็นจริงที่มีทั้งภาษีและต้นทุนการล้มละลาย จึงเป็นที่มาของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade – Off Theory) ซึ่งโดยหลักการแล้ว กิจการจะต้องพิจารณาถึงผลประโยชน์ทางด้านภาษีที่จะได้รับจากการก่อหนี้สินและการเพิ่มขึ้นของต้นทุนการล้มละลาย (Bankruptcy Cost) ต้นทุนตัวแทน (Agency Problem) และปัญหาที่เกิดจากข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) เพื่อหาโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมสำหรับกิจการ โดยหาจุดสมดุลที่ต้นทุนถ่วงเฉลี่ยทางการเงินต่ำสุด และมูลค่าของกิจการสูงสุด ซึ่งกิจการอาจกำหนดสัดส่วนหนี้สินที่เหมาะสมดังกล่าวเป็นโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target Capital Structure) เพื่อเป็นแนวทางในการรักษาระดับหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นให้อยู่ในระดับที่ทำให้กิจการมีมูลค่าสูงสุด อย่างไรก็ตาม โครงสร้างเงินทุนเป้าหมายอาจมีการเปลี่ยนแปลงตามสภาพแวดล้อมและเศรษฐกิจที่เปลี่ยนแปลงไป

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2548) ได้ให้นิยามของโครงสร้างเงินทุน หมายถึง เงินทุนระยะยาวของธุรกิจ ซึ่งอาจมาจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัท (กำไรสุทธิ และกำไรสะสม) หรือแหล่งเงินทุนภายนอกบริษัทที่ได้มาจากการก่อหนี้สินระยะยาว (การออกหุ้นกู้และหุ้นบุริมสิทธิ) หรือมาจากการระดมเงินทุนจากการออกจำหน่ายหุ้นเพิ่ม โดยบริษัทมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินทุนมาขยายกิจการหรือใช้ในการดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม การกำหนดโครงสร้างเงินทุนในสัดส่วนที่เหมาะสมเพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดต่อกิจการ และผู้ถือหุ้นนั้น เป็นเรื่องที่ทำได้ยาก เนื่องจากลักษณะของอุตสาหกรรมอาจมีความแตกต่างกันได้ เช่น โครงสร้างเงินทุนของธุรกิจค้าปลีกจะมีความแตกต่างจากโครงสร้างเงินทุนของธนาคารพาณิชย์ หรือแม้แต่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน โครงสร้างเงินทุนอาจมีความแตกต่างกันได้ จึงเป็นความยากลำบากของฝ่ายบริหารที่จะต้องวิเคราะห์เพื่อหาสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต่อบริษัท

นอกจากนี้ เริงรัก จำปาเงิน (2544) อธิบายว่า โครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target Capital Structure) หมายถึง ส่วนผสมของหนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิและส่วนของผู้ถือหุ้น ที่บริษัทได้ตั้งเป้าหมายไว้ในการที่จะจัดหาเงินทุนเพิ่มในอนาคต โดยปกติบริษัทจะวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ แล้วตั้งเป้าหมายว่า โครงสร้างเงินทุนควรเป็นอย่างไร ซึ่งเป้าหมายนี้อาจจะมีเปลี่ยนแปลงได้เมื่อเวลา

ผ่านไปอันเนื่องจากภาวะการณ์ต่าง ๆ ได้เปลี่ยนไป แต่ในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง ผู้บริหารจะมีเป้าหมาย โครงสร้างเงินทุนไว้ในใจ ถ้าปรากฏว่าอัตราส่วนของหนี้สินต่ำกว่าเป้าหมายในการจัดหาเงินทุน ครั้งต่อไปก็จะจัดหาโดยการออกพันธบัตร หุ้นกู้ หรือการกู้ยืม แต่ถ้าปรากฏว่าอัตราส่วนหนี้สินสูงเกินเป้าหมายในการจัดหาเงินทุนครั้งต่อไป ก็จะพยายามจัดหาจากส่วนของเจ้าของ

นอกจากนี้บริษัทยังควรพิจารณาถึงองค์ประกอบ 4 ประการที่จะมีผลต่อการตัดสินใจในเรื่องของ โครงสร้างทุน ดังนี้

1. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business Risk) เป็นความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานของธุรกิจ (โดยที่ธุรกิจนั้นไม่ได้ใช้เงินทุนจากหนี้สินเลย) ถ้าความเสี่ยงทางธุรกิจสูง โครงสร้างเงินทุนนั้นควรจะประกอบไปด้วยหนี้สินในอัตราที่ค่อนข้างต่ำ

2. ภาษี (Tax) เหตุผลหลักในการใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินก็คือ ดอกเบี้ยสามารถนำไปเป็นค่าใช้จ่ายก่อนหักภาษีได้ ทำให้ต้นทุนของหนี้สินต่ำลง ดังนั้น ถ้าอัตราภาษียังสูง ประโยชน์จากการใช้หนี้สินก็จะยิ่งเพิ่มมากขึ้น

3. ความยืดหยุ่นในการจัดหาเงินทุน (Financial flexibility) หรือความสามารถในการระดมเงินทุน เมื่อเกิดวิกฤตการณ์ เนื่องจากการระดมทุนมีความจำเป็น สำหรับการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ในภาวะที่เศรษฐกิจตกต่ำเงินทุนจะขาดแคลน ผู้ที่มีเงินออมมักจะยินดีให้บริษัทที่ไม่มีปัญหา เช่น มีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ ระดมเงินทุนได้ในอัตราที่ต่ำกว่า ดังนั้น ทั้งแนวโน้มความต้องการเงินทุน และ โอกาสที่จะเกิดการขาดแคลนเงินทุนในอนาคตจะมีผลต่อการตัดสินใจในเรื่องโครงสร้างของเงินทุน ถ้าในอนาคตความต้องการเงินทุนมีมาก โครงสร้างของเงินทุนปัจจุบันก็ควรจะมีหนี้สินในอัตราที่ไม่สูงนัก

4. ทักษะคติของผู้บริหาร (Management Conservatism or Aggressiveness) ผู้บริหารบางคนมีความกล้าได้กล้าเสียมากกว่าบางคน ซึ่งผู้บริหารเหล่านี้ มักจะจัดหาเงินทุนจากหนี้สินในอัตราที่ค่อนข้างสูง เพราะต้องการเพิ่มอัตราผลตอบแทนให้สูงขึ้น ทักษะคติต่าง ๆ เหล่านี้ จะไม่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม แต่จะมีผลกระทบต่อเป้าหมายของโครงสร้างเงินทุน

จากแนวคิดและทฤษฎีที่กล่าวไปในข้างต้นนั้น ผู้บริหารต้องพิจารณาอย่างรอบคอบในการตัดสินใจเลือกใช้หลักการใด ทั้งนี้อาจจะขึ้นอยู่กับความแตกต่างตามสภาวะแวดล้อมหรือทัศนคติของผู้บริหาร นอกจากนี้ รจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย (2545) ได้กล่าวว่าการจัดหาทุนในรูปแบบต่าง ๆ ทำให้กิจการต้องเผชิญกับความเสี่ยง 2 รูปแบบ คือ ความเสี่ยงอาจประสบปัญหาการล้มละลาย และความเสี่ยงในแง่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในส่วนของกำไรส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ ในขณะเดียวกันการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ก็มีข้อเสียเช่นกัน โดยเฉพาะกรณีที่กิจการประสบกับปัญหาการขาดทุนจากการดำเนินงาน หรือ ปัญหาทางการเงิน (Financial Distress) กิจการจะต้องจ่ายดอกเบี้ยและเงินต้นตามจำนวนและระยะเวลาที่กำหนดไว้ตามสัญญา ซึ่งสภาวะดังกล่าวจะเพิ่มโอกาสให้กิจการตกอยู่ภาวะล้มละลายมากขึ้น (Bankruptcy Risk) และเงื่อนไขบางอย่างในสัญญาอาจเป็นการเพิ่มความเสี่ยงในการดำเนินงานของกิจการ (Business Risk) และทำให้ความคล่องตัวในการบริหารงานลดลง นอกจากนี้ กิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints Firms) อาจจะมีลักษณะโครงสร้างเงินทุนไม่เหมือนกับกลุ่มกิจการที่ไม่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินก็ได้ (Non Financial Constraints Firms) กล่าวคือ จะมีการกำหนดเป้าหมายโครงสร้างเงินทุนที่แปรผันตามกับสภาวะทางเศรษฐกิจ เนื่องจากในช่วงที่สภาวะทางเศรษฐกิจจะมีการขยายตัวสินทรัพย์ที่สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันจะมีมูลค่าที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ความสามารถในการก่อหนี้ของกิจการมีมากขึ้น ดังนั้นในช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจมีการขยายตัว กิจการที่เผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินจะมีการตั้งระดับสัดส่วนเป้าหมายหนี้สินที่สูงขึ้น

### นิยามของข้อจำกัดทางการเงิน

Kaplan and Zingales (1997) ได้ให้คำนิยาม ข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints) หมายถึง ปัญหาหรือความยากลำบากในการระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกทุกชนิด ไม่ใช่เพียงแต่การกู้ยืมเงินจากธนาคารเท่านั้น ซึ่งสอดคล้องกับ Lamont *et al.* (2001) ได้อธิบายว่า ข้อจำกัดทางการเงินเป็นอุปสรรค ขัดขวาง ไม่สามารถหาเงินทุนจากภายนอกสำหรับดำเนินกิจการตามโครงการที่ต้องการได้ โดยเกิดจากการถูกจำกัดด้านสินเชื่อ หรือกิจการไม่สามารถกู้ยืมเงินเพิ่มได้ หรือไม่สามารถออกหุ้นเพิ่ม

Ginglinger and Saddour (2007) ได้ให้คำนิยาม ข้อจำกัดทางการเงิน หมายถึง กิจการที่ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลและไม่สามารถซื้อหุ้นคืนมา แสดงว่า กิจการมีข้อจำกัดทางการเงิน หาก

กิจการสามารถจ่ายเงินปันผลหรือสามารถซื้อหุ้นคืนมาหรือทั้งสองอย่าง แสดงว่ากิจการไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน

นอกจากนี้ บุครินทร์ บูรณศักดิ์ (2545) ให้คำนิยามที่ใกล้เคียงกับข้อจำกัดทางการเงิน ได้อธิบายว่า การขาดแคลนเงินทุน หมายถึง สภาพที่กิจการใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ (ถ้าไรสะสม) จนหมดแล้ว แต่กิจการยังมีความต้องการเงินทุนเพื่อไปทำการลงทุนอีก ซึ่งจำเป็นต้องจัดหาโดยอาศัยเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก เช่น หนี้สิน หรือหุ้นทุน

จากปัญหาของข้อจำกัดทางการเงินที่เกิดขึ้นนั้น Kaplan and Zingales (1997) ได้พัฒนาเครื่องมือที่สำคัญในการวัดสภาพคล่องทางการเงิน เรียกว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน นำมาใช้ในช่วงแรก ๆ เพื่อใช้ในการวิเคราะห์สถานะทางการเงินของกิจการ และความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นที่มีผลกระทบต่อโอกาสในการลงทุน ซึ่งถือเป็นตัวชี้วัดสถานะทางการเงินของกิจการได้ดี อย่างไรก็ตาม ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินดังกล่าว ส่วนหนึ่งก็เกิดผลคลาดเคลื่อน (error) อาทิเช่น อัตราส่วนวัดมูลค่าตลาด (Tobin's Q) ซึ่งไม่สามารถวัดผลการดำเนินงานและโอกาสในการลงทุนได้อย่างชัดเจน

หลังจากนั้น ได้มีผู้สนใจนำดัชนีข้อจำกัดทางการเงินไปประยุกต์ใช้ เช่น Whited and Wu (2006) ได้นำไปวิเคราะห์สถานะทางการเงินของบริษัทกับความเสี่ยงในการลงทุนประเภทต่าง ๆ เป็นเครื่องมือวัดที่สำคัญสำหรับนักลงทุนทำให้ทราบถึงข้อจำกัดทางการเงินของกิจการ และสามารถหลีกเลี่ยงการลงทุนที่มีความเสี่ยงหากกิจการมีข้อจำกัดทางการเงินสูง นอกจากนี้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินยังมีความสำคัญกับกิจการที่เชื่อว่าข้อจำกัดทางการเงินสามารถวัดศักยภาพความผิดปกติของกิจการได้ และสามารถตรวจสอบพฤติกรรมของการลงทุนในธุรกิจอุตสาหกรรม ความผิดปกติที่เกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมจะถูกเปิดเผยถึงข้อจำกัดทางการเงินกับความเสี่ยงให้กับนักลงทุนทราบ นอกจากนี้ Tong and Wei (2008) ได้นำดัชนีข้อจำกัดทางการเงินของ Whited and Wu มาประยุกต์ใช้วัดผลการดำเนินงานของกิจการในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเงินหรือวิกฤตซับไพร์มที่มีผลกระทบต่อสภาพคล่องการเงิน จึงจำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนเพิ่มเติมสำหรับเพิ่มโอกาสในการลงทุนที่จะมีผลต่อความอยู่รอดของธุรกิจ และกระตุ้นให้นักลงทุนเข้ามาลงทุนเพิ่มขึ้นหลังจากวิกฤตทางการเงินนี้ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงสูงขึ้น โดยนักลงทุนยังไม่มั่นใจที่จะลงทุนในช่วงเวลาดังกล่าวหากกิจการยังขาดสภาพคล่องทางการเงิน และอาจไม่สามารถจ่ายอัตราผลตอบแทนตามที่คาดหวังได้

ดังนั้นการศึกษานี้ใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินจากผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่ได้ประยุกต์ใช้จากผลการศึกษาของ Whited and Wu (2006) ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน จำนวน 6 อัตราส่วน ดังนี้

1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (Operating Cash Flow to Total Asset :CF)

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงสัดส่วนระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานกับสินทรัพย์รวม โดยปกติบริษัทที่มีฐานะทางการเงินที่มั่นคงจะมีแหล่งที่มาหลักของเงินสดจากการขายสินค้าและบริการ ซึ่งการประเมินกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในช่วงระยะเวลาหนึ่งสามารถทราบได้ว่ากิจกรรมดำเนินงานของบริษัทเป็นแหล่งที่มาของเงินสดที่จำเป็นต่อการรักษาความสามารถในการดำเนินงานมากน้อยเพียงใด และบริษัทจำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งที่มาของเงินสดภายนอกมากน้อยเพียงใด

$$\text{อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

2. อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout : DP)

เป็นอัตราที่บ่งบอกถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผล เช่น อัตราการจ่ายเงินปันผล แสดงว่ากิจการมีแนวโน้มจ่ายคืนผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น โดยการนำกำไรที่ได้ไปจ่ายเงินปันผล โดยใช้ตัวแปรเทียม (Dummy Variable) กำหนดให้

บริษัทจ่ายเงินปันผล แทนค่า 1

บริษัทไม่จ่ายเงินปันผล แทนค่า 0

3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Assets Ratio :DEBT)

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงโครงสร้างทางการเงินที่เกิดจากการจัดหาเงินจากภายนอกกว่าเป็นสัดส่วนเท่าใดกับสินทรัพย์รวม และเป็นการประเมินภาระผูกพันที่กิจการจะต้องจ่าย

ชำระหนี้ทั้งหมด ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

#### 4. มูลค่าสินทรัพย์รวม (Natural log of Total Assets : TA)

เป็นอัตราที่บ่งบอกมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทในงบการเงินรวม เป็นจำนวนเงิน (บาท) โดยแปลงด้วยลอการิทึม

#### 5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม (Industry Growth : IG)

เป็นอัตราที่บ่งบอกการเติบโตของอุตสาหกรรมโดยเปรียบเทียบรายได้รวมของกลุ่มอุตสาหกรรมกับรายได้รวมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ในแต่ละช่วงเวลา

$$\text{อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม} = \frac{\text{การเปลี่ยนแปลงรายได้รวมของบริษัท}_t}{\text{การเปลี่ยนแปลงรายได้รวมของอุตสาหกรรม}_t} * 100$$

#### 6. อัตราการเติบโตของบริษัท (Firm Growth : FG)

เป็นอัตราที่บ่งบอกผลการดำเนินงานของบริษัทจากการวิเคราะห์การเติบโตของบริษัท คำนวณจากรายได้รวมของบริษัท โดยเปรียบเทียบข้อมูลในช่วงเวลาก่อน

$$\text{อัตราการเติบโตของบริษัท} = \frac{\text{รายได้รวม}_t - \text{รายได้รวม}_{t-1}}{\text{รายได้รวม}_{t-1}} * 100$$

### แนวคิดเกี่ยวกับภาวะตลาดทุนวิกฤต ( Capital Market Crisis)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2545) ได้ให้คำนิยามของตลาดทุน หมายถึง ตลาดที่ทำการซื้อขายหลักทรัพย์ระยะยาวที่มีอายุเกินกว่า 1 ปี เป็นการระดมเงินออมจากผู้ลงทุนเพื่อจัดสรร

ให้แก่ผู้ต้องการเงินทุนระยะยาวที่เป็นผู้ออกหลักทรัพย์ กลไกการทำงานของตลาดสามารถตอบสนองความต้องการที่แตกต่างกันของผู้ลงทุน ทั้งที่เป็นการลงทุนระยะสั้น เพื่อหวังกำไรส่วนเกินจากการซื้อขายหลักทรัพย์ แล้วขายหลักทรัพย์นั้นออกไปหลังจากที่ได้ถือครองไว้เป็นระยะเวลาสั้นๆ หรือที่เป็นการลงทุนระยะยาวที่ผู้ถือหุ้นซื้อหลักทรัพย์แล้วถือครองอย่างต่อเนื่อง และต้องการผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล

ทั้งนี้ตลาดทุนถือเป็นหัวใจสำคัญของการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ การขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แผนการปฏิรูปโครงสร้างทางการเงิน การเปิดเสรีทางการเงิน และการพัฒนาโครงสร้างทางการเงิน ทำให้บริษัทที่ต้องการระดมทุนจะมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนและสามารถระดมเงินทุนได้มากขึ้น บริษัทขนาดใหญ่จำนวนมากได้มีการเปลี่ยนไประดมทุนโดยการออกหุ้นกู้เพื่อกู้ยืมโดยตรงจากผู้ลงทุนภายในประเทศ หรือออกตราสารหนี้ที่มีสกุลเป็นเงินตราต่างประเทศเพื่อกู้ยืมเงินจากผู้ลงทุนในประเทศอื่น บริษัทอีกจำนวนหนึ่งก็หันมาจัดหาเงินทุนจากตลาดทุนในรูปของการจำหน่ายหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น รวมถึงการออกหุ้นกู้จำหน่ายโดยตรงแก่ผู้มีเงินออม

อย่างไรก็ตาม ในปี 2551 ตลาดทุนไทยได้รับผลกระทบจากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกประเทศ โดยในช่วงครึ่งปีแรก ภาวะวิกฤตการณ์ทางการเงิน กอปรกับวิกฤตราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อีกทั้ง การขาดเสถียรภาพทางการเงินในประเทศ ล้วนส่งผลกระทบต่อตลาดทุนไทย แม้ว่าในเดือนมีนาคม ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ยกเลิกการใช้มาตรการกันสำรองร้อยละ 30 แต่ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อตลาดทุนไทยมากนัก ในครึ่งปีหลังผลต่อเนื่องจากปัญหาสินเชื่อสังหาริมทรัพย์ประเภทด้วยมาตรฐาน (Subprime Loan) ในสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นในปี 2550 ทำให้สถาบันการเงินหลายแห่งประสบกับปัญหาการขาดสภาพคล่อง เข้าสู่ภาวะล้มละลาย ส่งผลทำให้เกิดการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก นักลงทุนต่างประเทศเทขายหลักทรัพย์ในตลาดทุน รวมทั้งตลาดทุนไทยซึ่งได้รับผลกระทบ ดังเห็นได้จากนักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ขายสุทธิ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2551)

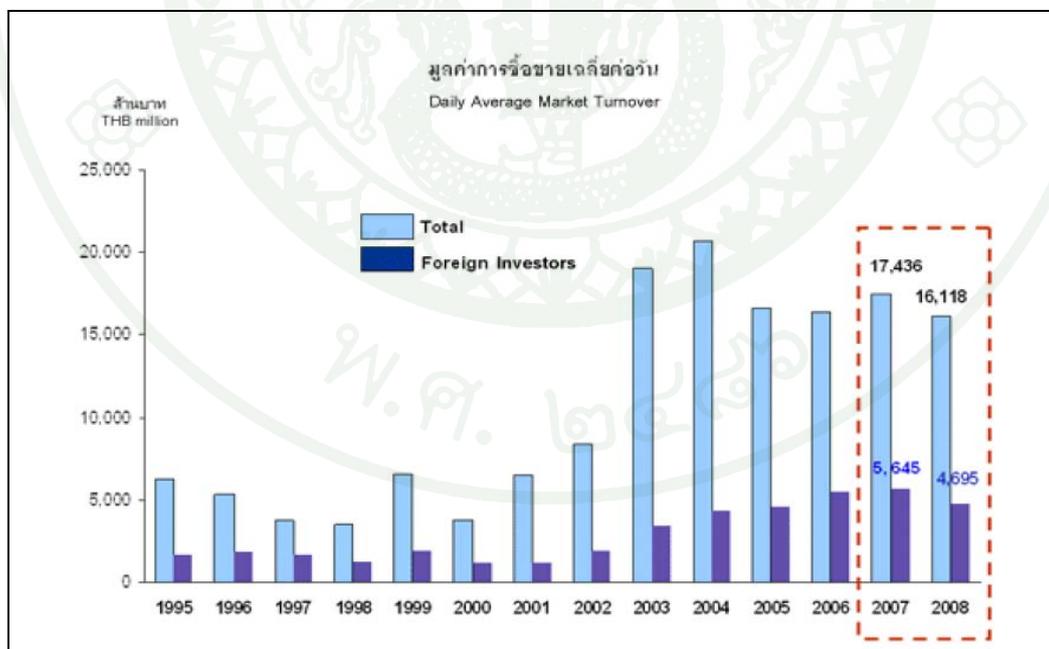
ภาวะวิกฤตทางการเงินทั่วโลกส่งผลกระทบต่อตลาดทุนทั่วโลก รวมทั้งตลาดหุ้นไทย ส่งผลให้ดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index) ปรับตัวลดลง โดย ณ สิ้นปี 2551 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ปิดที่ระดับ 449.96 จุด ลดลงจาก 858.10 จุด ณ สิ้นปี 2550 หรือ

ลดลงร้อยละ 48 โดยดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงสุดของปีอยู่ที่ 884.19 จุด และต่ำสุดที่ 384.15 จุด เช่นเดียวกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดที่ลดลงร้อยละ 46 จากมูลค่ารวม 6.64 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี 2550 เป็น 3.57 ล้านล้านบาท ณ สิ้นปี 2551 ขณะเดียวกันมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง ร้อยละ 6 จาก 4.19 ล้านล้านบาท ในปี 2550 เป็น 3.92 ล้านล้านบาทในปี 2551 โดยคิดเป็นมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยวันละ 15,870 ล้านบาท ในขณะที่ในปี 2550 มีมูลค่าซื้อขายเฉลี่ยต่อวันเท่ากับ 17,097 ล้านบาท ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปี 2550 โดยอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ย เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 3.31 ณ สิ้นปี 2550 เป็น ร้อยละ 6.57 ณ สิ้นปี 2551 สำหรับอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเฉลี่ย ณ สิ้นปี 2551 ลดลงมาอยู่ที่ 7.01 เท่า จากระดับ 17.03 เท่า ณ สิ้นปี 2550

สำหรับดัชนีราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Mai Index) ณ สิ้นปี 2551 ปิดที่ระดับ 162.93 จุด ปรับตัวลดลงร้อยละ 40 จากระดับ 272.37 จุด สิ้นปี 2550 ในขณะที่มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดลดลงเป็น 22,153 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2551 จาก 38,269 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2550 หรือลดลงร้อยละ 42 ขณะเดียวกันการซื้อขายหลักทรัพย์ในปี 2551 มีมูลค่ารวมลดลงถึง ร้อยละ 26 จากมูลค่า 83,043 ล้านบาท ในปี 2550 เป็น 63,356 ล้านบาท ในปี 2551 ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพิ่มขึ้นมากเมื่อเปรียบเทียบกับปี 2550 โดย อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 3.22 สิ้นปี 2550 เป็นร้อยละ 7.29 ณ สิ้นปี 2551 ในขณะที่อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิเฉลี่ย ณ สิ้นปี 2551 ลดลงมาอยู่ที่ 7.50 เท่า จากระดับ 19.30 เท่า ณ สิ้นปี 2550 ทั้งนี้สามารถแสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในภาพที่ 1 และแสดงการเคลื่อนไหวของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันในภาพที่ 2

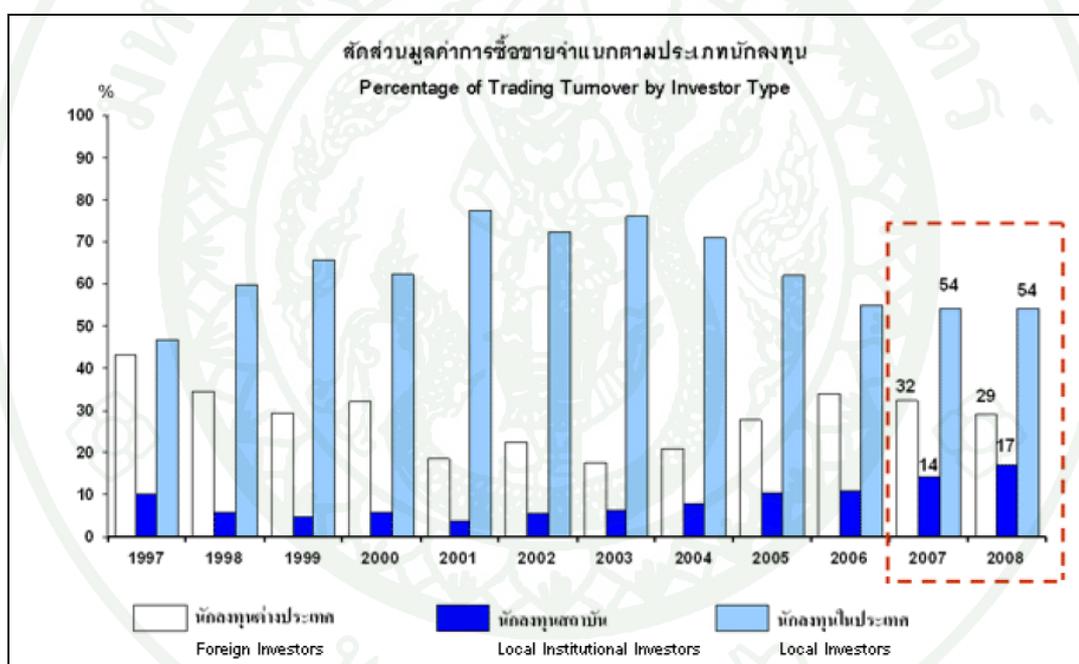


ภาพที่ 1 แสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีและมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)



ภาพที่ 2 แสดงการเคลื่อนไหวของมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวัน  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)

ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์แยกตามกลุ่มนักลงทุนในปี 2551 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า มูลค่าการซื้อขายส่วนใหญ่ยังคงมาจากนักลงทุนในประเทศ คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 54 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมด ซึ่งมีสัดส่วนคงที่เท่ากับปี 2550 รองลงมา คือ นักลงทุนต่างประเทศที่มีสัดส่วนการซื้อคิดเป็นร้อยละ 29 ลดลงจากปี 2550 ที่มีสัดส่วนร้อยละ 32 และนักลงทุนสถาบันยังคงมีสัดส่วนน้อยที่สุดแต่ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 14 ในปี 2550 เป็นร้อยละ 17 ในปี 2551 ด้านการซื้อขายสุทธิ พบว่า ในปี 2551 นักลงทุนต่างประเทศเป็นผู้ขายสุทธิ 162.357 ล้านบาท ในขณะที่นักลงทุนสถาบันเป็นผู้ซื้อสุทธิ 62,210 ล้านบาท เช่นเดียวกับนักลงทุนในประเทศที่เป็นผู้ซื้อสุทธิ โดยมียอดซื้อสุทธิ 116.147 ล้านบาท ทั้งนี้สามารถแสดงการเคลื่อนไหวของสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายจำแนกตามประเภทนักลงทุนในภาพที่ 3



ภาพที่ 3 แสดงการเคลื่อนไหวของสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายจำแนกตามประเภทนักลงทุน  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2551)

กรกรณ์ย์ ชีวะตระกูลพงษ์ (2551) ได้กล่าวว่า วิกฤตการณ์ซับไพร์มมีผลกระทบต่อตลาด  
ทุนไทย ดังนี้

1. ในภาวะการณ์ปัจจุบัน นักลงทุนได้ปรับรสนิยมทางความเสี่ยง

- 1.1 ลดน้ำหนักการลงทุนผ่านตลาดทุนซึ่งที่มีความเสี่ยงสูง
- 1.2 ปรับการลงทุนในตลาดของระบบเศรษฐกิจใหม่ (Emerging Countries)
- 1.3 ขายหุ้นเพื่อต้องการสภาพคล่อง ซึ่งจัดเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง

2. การขายหุ้นของนักลงทุนทำให้ตลาดหุ้นมีความผันผวนและมี การปรับตัวลงของมูลค่าหุ้นในตลาดอย่างมาก

3. สิ่งดังกล่าวส่งผลกระทบต่อไปยังสถานะทางสินทรัพย์ของภาคเอกชนและครัวเรือน (Wealth Effect)

4. ทำให้หน่วยเศรษฐกิจจะมีความสามารถในการใช้จ่ายลดลงและอาจก่อให้เกิดการชะลอตัวของเศรษฐกิจไทยได้

5. ณ ปัจจุบัน ตลาดหุ้นของประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพร์มอย่างรวดเร็วและชัดเจนที่สุด

6. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) ได้ปรับตัวลดลงต่ำที่สุดในรอบ 5 ปี และปรับตัวลดลงสูงสุดถึงประมาณร้อยละ 50

ทั้งนี้ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์สามารถอธิบายสาเหตุของการปรับตัวลงของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นผลจากวิกฤตการณ์ซับไพร์มได้ด้วยเหตุผล 3 ประการด้วยกัน

#### 1. ผลกระทบที่ส่งผ่านจากต่างประเทศ (Spillover Effect)

1.1 ผลตอบแทนในตลาดหุ้นไทยนั้นขึ้นอยู่กับผลตอบแทนที่ส่งผ่านมาจากประเทศอื่นเป็นอย่างมาก เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดอื่น ๆ โดยผลกระทบที่ส่งผ่านจากต่างประเทศคิดเป็นร้อยละ 41.8 ของผลกระทบทั้งหมด

1.2 ตลาดทุนของประเทศไทยจึงได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ซับไพร์มอย่างหนัก

ถึงแม้ว่าระบบการเงินและภาคเศรษฐกิจจริงของประเทศไทยยังไม่ได้รับผลกระทบจากซบไพร้มก็ตาม

### 1.3 การปรับตัวลงอย่างมากสืบเนื่องมาจากตลาดทุนของประเทศไทยมีขนาดเล็ก

#### 1.3.1 สัดส่วนการลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติสูง

1.3.2 นักลงทุนและกองทุนต่างชาติที่ลงทุนในตราสารที่เกี่ยวข้องกับซบไพร้มทำการเทขายสินทรัพย์อื่นๆ (ซึ่งรวมถึงหุ้นซึ่งมีสภาพคล่องสูง) เพื่อต้องการสภาพคล่อง เนื่องจากประสบปัญหาขาดทุนและมูลค่าสินทรัพย์ลดลงอย่างหนัก

1.3.3 เมื่อเกิดปัญหา นักลงทุนจึงปรับลดความเสี่ยง (Risk Appetite) ซึ่งประเทศไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจใหม่ (Emerging Markets) ซึ่งมีความเสี่ยงโดยเปรียบเทียบสูงกว่าตลาดอื่น ๆ

1.4 สิ่งดังกล่าว ทำให้นักลงทุนต่างชาติมีการขายหลักทรัพย์ไทยสุทธิต่อเนื่องมา นับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน พ.ศ. 2550 เป็นต้นมา

1.5 ทำให้ตลาดหุ้นไทยมีการปรับตัวลดลงมาตลอด เนื่องจากกำลังซื้อจากนักลงทุนและสถาบันในประเทศมีไม่เพียงพอที่จะต้านทานแรงเทขายจากนักลงทุนต่างประเทศไทย

## 2. ผลกระทบจากปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental)

2.1 ความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน ทำให้ราคาหุ้นเคลื่อนไหวตามปัจจัยพื้นฐานเพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงาน/กำไรของบริษัทที่จะเกิดขึ้น

2.2 ราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงการคาดการณ์สถานะเศรษฐกิจถดถอยที่เกิดขึ้น

2.3 การปรับตัวลดลงของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่ผ่านมาอาจจะสะท้อนให้เห็นถึงการคาดการณ์ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ได้

## 3. ความอ่อนไหวของนักลงทุน (Investor's Sentiment)

3.1 การปรับตัวลดลงของราคาหุ้นในหลายครั้ง โดยเฉพาะในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าพื้นฐานที่แท้จริง แต่เกิดขึ้นเนื่องจากความอ่อนไหวของนักลงทุนที่ต่อเหตุการณ์ในขณะนั้น ซึ่งเกิดจากเหตุ 3 ประการ กล่าวคือ

3.1.1 ข้อมูลข่าวสารไม่สมมาตร (Asymmetric Information)

3.1.2 ปัญหาความไม่แน่นอน (Uncertainty)

3.1.3 พฤติกรรมการตัดสินใจของนักลงทุน (Agent Decision Making)

### แนวคิดเกี่ยวกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (Set index)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2552) กล่าวไว้ว่า ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ทั้งหมด และเป็นเครื่องมือหนึ่ง ที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถวิเคราะห์ตัดสินใจในการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถเปรียบเทียบแนวโน้มที่ผ่านมาว่าเป็นอย่างไร ดัชนีราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวในทิศทางใด ถ้าดัชนีราคาหุ้นมีค่าสูงขึ้นแสดงว่าราคาหุ้นส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับราคาหลักทรัพย์ในวันที่ผ่านมา ในทางตรงกันข้ามถ้าดัชนีราคาหุ้นมีค่าลดลง แสดงว่า ราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวลดลง ทำให้สามารถคาดการณ์เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์ได้ในอนาคตและยังเป็นมาตรฐานในการวัดความสามารถในการลงทุนของนักลงทุนในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ อีกทั้งยังสามารถชี้วัดถึงภาวะเศรษฐกิจไทยในปัจจุบันและพยากรณ์ภาวะของเศรษฐกิจของประเทศไทยในอนาคต

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการระดมเงินทุนทั้งภาคประชาชนที่ลงทุนในกิจการต่าง ๆ และภาคธุรกิจ การระดมเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่เพิ่มสูงขึ้น และนอกจากนี้บริษัทที่ยังไม่ได้เข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ก็เริ่มให้ความสนใจที่นำหลักทรัพย์ของบริษัทเข้ามาจดทะเบียนมากขึ้น การที่ตลาดหลักทรัพย์เริ่มมีความสำคัญในการเป็นแหล่งระดมทุนนี้ จึงได้รับความสนใจทั้งจากผู้ลงทุนที่ประสงค์เข้ามาถือหลักทรัพย์เพื่อหวังผลตอบแทนจากการลงทุนและเจ้าของกิจการที่ต้องการหาแหล่งเงินทุนในการซื้อขาย ดังนั้นสถานะการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์จึงมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น แสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ข้อมูลสถิติภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์	ปี 2551	ปี 2552
	( ณ 31 ธ.ค. 51)	( ณ 30 ก.ย.52)
Set index - ราคาปิด	449.96	717.07
- ราคาสูงสุด	884.19	730.52
- ราคาต่ำสุด	384.15	411.27
มูลค่าการซื้อขายหมุนเวียน		
- ปริมาณ (ล้านหุ้น)	0.84	0.68
- มูลค่า (ล้านล้านบาท)	3.92	3.09
- จำนวนรายการ (ล้านรายการ)	31.22	25.83
มูลค่าการซื้อขายหมุนเวียนเฉลี่ยต่อวัน		
- ปริมาณ (ล้านหุ้น)	3,397.51	3,733.02
- มูลค่า (ล้านบาท)	15,870	17,097
- จำนวนรายการ (รายการ)	126,388	142,704
จำนวนบริษัทที่จดทะเบียน	476	476
จำนวนหลักทรัพย์จดทะเบียน	580	589
จำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่	9	7
มูลค่าหลักทรัพย์		
- ตามมูลค่าที่ตราไว้ (ล้านล้านบาท)	1.62	1.67
- ตามราคาตลาด	3.57	5.72

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2552)

อย่างไรก็ตาม ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ซึ่งเปิดดำเนินการในระหว่างปี 2551 ซึ่งเกิดสภาวะเศรษฐกิจถดถอยจากวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จนทำให้เกิดเหตุการณ์มีผลกระทบทางด้านเศรษฐกิจทั้งภายในและภายนอกประเทศ ได้แก่ ราคาน้ำมัน อัตราการแลกเปลี่ยนราคาหุ้น อัตราดอกเบี้ย โดยมีความผันผวนในราคาหุ้นและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ทำให้สภาวะการซื้อขายซบเซา ปริมาณการซื้อขายลดลง โดยราคาปิดเฉลี่ยในเดือน พฤศจิกายน 2551 มีราคาหุ้นต่ำสุดปิดที่ 401.84 จุด จนมาถึงต้นปี 2552 เริ่มมีการปริมาณการซื้อขายเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ ทำให้เศรษฐกิจไทยเริ่มฟื้นตัวจากสภาวะซบเซา การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดัชนีราคาหลักทรัพย์เริ่มมีสัญญาณการฟื้นตัวอีกครั้งในเดือนกันยายน 2552 ปิดที่ 717.07 จุด ดังแสดงในภาพ 4



**ภาพที่ 4** แสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตั้งแต่ พ.ศ. 2549 – 2552  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2552)

### ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

#### ผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน

Kaplan and Zingales (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินด้านกระแสเงินสดกับการลงทุน โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำจำนวน 49 บริษัท เก็บข้อมูล 15 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1970 – 1984 โดยจำแนกสถานะข้อจำกัดทางการเงินออกเป็น 5 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่ 1 ไม่มีข้อจำกัดทางการเงิน (Not Financial Constraints :NFC) คิดเป็นร้อยละ 54.50 กลุ่มที่ 2 ไม่น่าจะมีข้อจำกัดทางการเงิน (Likely Not Financial Constraints :LNFC) คิดเป็นร้อยละ 30.90 กลุ่มที่ 3 อาจจะมีข้อจำกัดทางการเงิน (Possibly Financial Constraints :PFC) คิดเป็นร้อยละ 7.20 กลุ่มที่ 4 เป็นไปได้ที่จะมีข้อจำกัดทางการเงิน (Likely Financial Constraints :LFC) คิดเป็นร้อยละ 4.80 และกลุ่มที่ 5 มีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints :FC) คิดเป็นร้อยละ 2.60 โดยสถานะของข้อจำกัดทางการเงินของบริษัทจะอยู่ที่ กลุ่มที่ 1 และกลุ่มที่ 2 ซึ่งไม่มี/ไม่น่าจะมีข้อจำกัดทางการเงินคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 85.40 ส่วนที่เหลือจะเป็นกลุ่มที่ 3 ถึงกลุ่มที่ 5 โดยมีความเป็นไปได้ที่จะมีข้อจำกัดทางการเงิน คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 14.60 ผลการศึกษาโดยใช้

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน จำนวน 5 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อส่วนของทุน อัตราส่วนวัดมูลค่าตลาด อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของทุน อัตราเงินปันผลต่อส่วนของทุน และอัตราส่วนเงินสดต่อส่วนของทุน พบว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกระแสเงินสดกับการลงทุนในทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % ยกเว้น อัตราส่วนวัดมูลค่าตลาดซึ่งความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ หากบริษัทมีข้อจำกัดทางการเงินสูง ส่งผลให้โอกาสการลงทุนเพิ่มขึ้น และจะทำให้อัตราส่วนมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นด้วย

Whited and Wu (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับความเสี่ยงในการลงทุนประเภทต่าง ๆ โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ไม่ใช่ทางการเงิน (Non financial Firms) จาก Quarterly 2002 COMPUSTAT Industrial Files เก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาส ปี ค.ศ. 1975 - 2001 โดยใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน จำนวน 9 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม การจ่ายเงินปันผลของบริษัท อัตราการเติบโตโดยยอดขายบริษัท มูลค่าของสินทรัพย์ อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม จำนวนของการวิเคราะห์ของบริษัท และอัตราส่วนหนี้สินอุตสาหกรรมต่อสินทรัพย์ โดยนำอัตราส่วนทางการเงินกับความเสี่ยงมาพิจารณาการลงทุนถ่วงน้ำหนักมูลค่า (Value – Weighted Portfolios) กับการลงทุนถ่วงน้ำหนักหุ้น (Equal– Weighted Portfolios) ผลการศึกษา พบว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับความเสี่ยงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการลงทุนถ่วงน้ำหนักมูลค่า (Value – Weighted Portfolios) และมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการลงทุนถ่วงน้ำหนักหุ้น (Equal– Weighted Portfolios) ทั้งนี้ ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินยังมีความสำคัญกับกิจการที่เชื่อว่าข้อจำกัดทางการเงินสามารถวัดศักยภาพความผิดปกติของกิจการได้ และสามารถตรวจสอบพฤติกรรมของการลงทุนในธุรกิจอุตสาหกรรม ความผิดปกติที่เกิดขึ้นกับอุตสาหกรรมจะถูกเปิดเผยถึงข้อจำกัดทางการเงินกับความเสี่ยงให้กับนักลงทุนทราบ

Tong and Wei (2008) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงที่เกิดวิกฤตซับไพร์ม โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาเกี่ยวกับวิกฤตทางการเงินที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจ เก็บข้อมูลเป็นตั้งแต่รายไตรมาส ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2550 ถึงเดือนมีนาคม 2551 โดยประยุกต์ใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินของ Whited and Wu (2006) ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงิน จำนวน 6 อัตราส่วน ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก

กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม การจ่ายเงินปันผล มูลค่าสินทรัพย์รวม และอัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เกิดจากขาดความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจากปัญหาทางการเงินในช่วงวิกฤตซับไพร์ม สำหรับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

จากการศึกษาดังนี้ข้อจำกัดทางการเงินซึ่งมีผลงานวิจัยหลายผลงานที่ได้ศึกษา เช่น Kaplan and Zingales (1997) Whited and Wu (2006) และ Tong and Wei (2008) พบว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินเป็นปัจจัยที่สามารถวัดสภาพคล่องทางการเงินของกิจการ แสดงถึงข้อจำกัดทางการเงินที่กิจการต้องเผชิญกับปัญหาทางการเงิน ปัญหาทางเศรษฐกิจ และความเสี่ยงการล้มละลาย ซึ่งหากกิจการต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินในสภาวะเศรษฐกิจถดถอยด้วยแล้ว การตอบสนองด้านกระแสเงินสดกับการลงทุนถือเป็นสิ่งที่สำคัญ จากการศึกษาของ Tong and Wei พบว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินบ่งบอกสภาวะทางการเงินของกิจการได้และมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตซับไพร์ม ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่ไม่ปกติทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้สามารถสรุปผลงานวิจัยดังกล่าว ตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปผลงานวิจัยที่ศึกษาดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	Kaplan and Zingales	Whited and Wu	Tong and Wei
1. Cash Flow to capital	✓	✗	✗
2. Tobin's Q	✓	✗	✗
3. Debt to capital	✓	✗	✗
4. Dividends to capital	✓	✗	✗
5. Cash to capital	✓	✗	✗
6. Long term debt to total assets	✗	✓	✓
7. Dividend Payout (Dummy)	✗	✓	✓
8. Firm Sales growth	✗	✓	✓
9. In (Asset)	✗	✓	✓
10. Industry sales growth	✗	✓	✓
11. Liquid assets to total assets	✗	✓	✗
12. Cash flow to total assets	✗	✓	✓

## ตารางที่ 2 (ต่อ)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	Kaplan and Zingales	Whited and Wu	Tong and Wei
13. Number of analysis firm	✘	✔	✘
14. Industry debt to assets	✘	✔	✘

หมายเหตุ: ✔ หมายถึง นำมาวัดสภาพคล่องทางการเงิน

✘ หมายถึง ไม่ได้นำมาวัดสภาพคล่องทางการเงิน

ที่มา: จากผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง

### ผลการศึกษาเกี่ยวกับราคาหุ้นกับปัจจัยต่าง ๆ

Dhillon *et al.* (2003) ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นสามัญจากการประกาศเงินปันผลที่ต่างไปจากการคาดการณ์ของนักลงทุน โดยใช้การพยากรณ์ด้วย Value Line เป็นตัวแทนการคาดการณ์ของนักลงทุน โดยคาดว่าเงินปันผลในอนาคตเพิ่มขึ้น ลดลง หรือคงที่ และจะจ่ายเงินปันผลเท่าใด ผลการศึกษาพบว่า เมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์จะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แต่ราคาหุ้นจะลดลงเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าการคาดการณ์ของนักลงทุน และการประกาศจ่ายเงินปันผลใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดไว้ ราคาหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง การศึกษานี้ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลที่ต่างจากการคาดการณ์ของนักลงทุนจะมีอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายปันผลต่อราคาหุ้นสามัญ กล่าวคือแม้ว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น แต่ถ้าไม่ถึงระดับที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ จะส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลงได้ ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลให้ใกล้เคียงกับการคาดการณ์ของตลาดเป็นเรื่องที่ผู้บริหารจะต้องคำนึงถึงการกำหนดนโยบายเงินปันผลให้มีความสม่ำเสมอ อาจช่วยให้ให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์นโยบายเงินปันผลได้ง่าย ทำให้อิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลลดลงได้

Dasilas (2007) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์เอเทิน (ASE) เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล พบว่าอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับประเภทการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นคงที่หรือลดลง และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จะสูงมากในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งแสดงถึงปริมาณอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้การศึกษานี้ยังแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ไม่ได้เป็นผลมา

จากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างเดียวนั้น แต่ยังเป็นผลมาจากอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับด้วย คืออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นสูงยอมทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงมากยิ่งขึ้นด้วย

นลินรัตน์ วรรณโกศา (2549) ศึกษาแนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์และเพื่อศึกษาแนวโน้มความสามารถของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วย 22 กลุ่มธุรกิจ จาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2542 – 2548 ผลการศึกษา พบว่า กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีความสามารถในการอธิบายราคาหลักทรัพย์ได้ดีกว่ารายการคงค้าง การศึกษานี้ช่วยให้ให้นักลงทุนทราบถึงข้อมูลทางการบัญชีอื่น ๆ โดยเฉพาะกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มีความสัมพันธ์ต่อราคาหลักทรัพย์

อภิญา อารมณชีน (2550) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การศึกษาครั้งนี้ได้รวบรวมข้อมูลจากการประกาศเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 6 เดือน ระหว่างปี พ.ศ. 2546 – พ.ศ. 2548 จำนวนทั้งสิ้น 204 ครั้ง จาก 69 บริษัท การศึกษาครั้งนี้ใช้แบบจำลองตลาดในการศึกษาเหตุการณ์ซึ่งกำหนดช่วงเวลาเกิดเหตุ 7 วัน คือ ช่วงเวลา 3 วันก่อนและหลังการประกาศเงินปันผล เพื่อหาผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศเงินปันผลของบริษัท โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 กรณี กรณีแรกแบ่งประชากรออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1) กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลง 2) กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิม 3) กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น กรณีที่ 2 แบ่งตามกลุ่มขนาดของบริษัท ซึ่งแบ่งประชากรออกเป็น 2 กลุ่ม 1) กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก 2) กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ผลการศึกษาพบว่ากรณีแรกผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลแยกตามการเปลี่ยนแปลงของจำนวนเงินปันผลทั้ง 3 กลุ่ม มีผลการศึกษาไปในทิศทางเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าการประกาศเงินปันผลมีผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงไม่ว่าจำนวนเงินปันผลที่มีการประกาศจ่ายนั้นจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใดก็ตาม โดยผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์รายวันในช่วงเกิดเหตุการณ์ โดยผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับหลักทรัพย์กลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นได้รับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้มีราคาหลักทรัพย์ลดลงมากที่สุด รองลงมา

คือ กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลง และในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อนได้รับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้ลดลงน้อยที่สุด กรณีที่สอง พบว่า การประกาศเงินปันผลของธุรกิจที่มีขนาดแตกต่างกันจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้แตกต่างกันคือ การประกาศเงินปันผลของธุรกิจขนาดเล็กจะมีผลตอบแทนที่เกินปกติสูงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ โดยผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่มส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง แสดงให้เห็นว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นข่าวร้ายที่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจขนาดเล็กได้รุนแรงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งผลการศึกษาด้านขนาดธุรกิจในครั้งนี้สอดคล้องกับผลงานวิจัยต่างประเทศที่พบว่า ผลกระทบของธุรกิจขนาดเล็กจะรุนแรงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่เช่นเดียวกัน

จากผลการศึกษาดังกล่าวสามารถสรุปปัจจัยต่าง ๆ ที่มีความสัมพันธ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (ราคาหลักทรัพย์) ซึ่งสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 สรุปผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับราคาหุ้น (ราคาหลักทรัพย์)

ชื่อผู้ศึกษา	วิธีการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับ ราคาหุ้น (ราคาหลักทรัพย์)	ปัจจัยที่ไม่มีความสัมพันธ์กับ ราคาหุ้น (ราคาหลักทรัพย์)
Dhillon <i>et al.</i> (2003)	- พยากรณ์ด้วย Value line Investment Survey - บริษัท จำนวน 1,700 บริษัทตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 –1996	- การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินปันผล (+)	
Dasilas (2007)	- การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อนและใช้วิธีกำลังสอง น้อยที่สุด - บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เอเทินตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 – 2004	- อัตราผลตอบแทน (+) - ข้อมูลการจ่ายเงินปันผล (+)	
Tong and Wei (2008)	- การวิเคราะห์ความถดถอยแบบภาคตัดขวาง (Cross sectional Regression Analysis) - บริษัทที่ไม่ใช่บริษัททางการเงินที่จดทะเบียนอยู่ในตลาด หลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกาในปี ค.ศ. 2004 - 2006 ในกลุ่มดัชนีราคา 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มพลังงาน กลุ่มเกษตร และกลุ่มโลหะ	- Cash Flow/Asset (-) - Dividend Payout (-) - Debt /Asset (+) - In (Asset) (-) - Industry Growth (+) - Firm Growth (-)	

ตารางที่ 3 (ต่อ)

ชื่อผู้ศึกษา	วิธีการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	ปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับ ราคาหุ้น (ราคาหลักทรัพย์)	ปัจจัยที่ไม่มีความสัมพันธ์กับ ราคาหุ้น (ราคาหลักทรัพย์)
นลินรัตน์ วรรณโกคา (2549)	- วิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ - ประกอบด้วย 22 กลุ่มธุรกิจ จาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ในปี 2542 – 2548	- ราคาตามบัญชีของสินทรัพย์สุทธิต่อหุ้น(+) - รายการคงค้างต่อหุ้น (-) - กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ต่อหุ้น (+)	
อภิัญญา อารมณชีน (2550)	- ใช้แบบจำลองของตลาดในการศึกษาเหตุการณ์ - บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2546 – 2548 จำนวน 69 บริษัท	- ข้อมูลการประกาศเงินปันผล (-) - ขนาดของกิจการวัดจากมูลค่าสินทรัพย์ (-)	

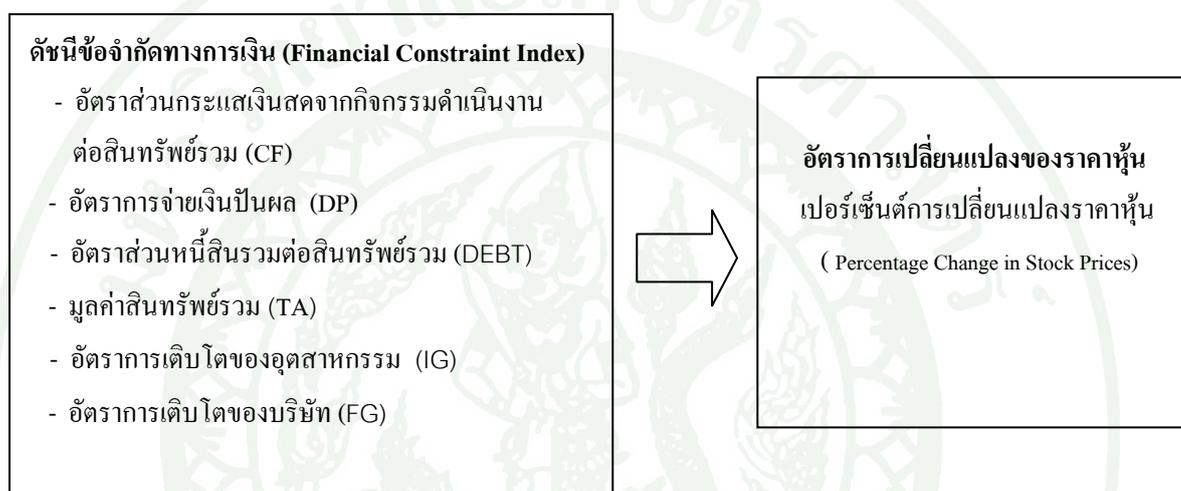
หมายเหตุ: (+) = มีความสัมพันธ์เชิงบวก; (-) = มีความสัมพันธ์เชิงลบ

### กรอบแนวคิดการศึกษา

จากแนวคิดและผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับดัชนีข้อจำกัดทางการเงินและราคาหุ้น กรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้จึงเป็น ดังนี้

ตัวแปรอิสระ (Independent variable)

ตัวแปรตาม (Dependent variable)



ภาพที่ 5 กรอบแนวคิดการศึกษา

### คำอธิบายตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

#### ตัวแปรต้น

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints Index) คือ อัตราส่วนทางการเงินที่เก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการจากรายงานทางการเงินเป็นรายไตรมาสและรายปี เลือกรายการทางบัญชีที่ต้องใช้จากงบดุล งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550-2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูล ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552) เพื่อคำนวณอัตราส่วนทางการเงินจากสูตรการคำนวณ ดังนี้

1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CF)
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP)
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม (LNTA)
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม (Industry Growth : IG)
6. อัตราการเติบโตของบริษัท (Firm Growth : FG)

### ตัวแปรตาม

ข้อมูลการฟื้นตัวราคาหุ้นของบริษัท จำนวนจากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยใช้ข้อมูลราคาปิด ณ สิ้นไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลราคาปิด ณ วันทำการสุดท้ายของปี พ.ศ. 2550 – 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูลราคาปิด ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552)

### สมมติฐานการศึกษา

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้ศึกษาคาดว่าจะพบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐานข้อที่ 1 อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ โดยผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น อาจเกิดจากภาวะวิกฤตเศรษฐกิจทำให้นักลงทุนมีความกังวลต่อความเพียงพอของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H1: อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

สมมติฐานข้อที่ 2 อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น หลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ จากผลการศึกษาของ อภิญา อารมณฺ์ชื่น (2550) ที่พบว่า การประกาศเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลงหรือคงที่ มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง โดยเฉพาะการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงมากที่สุด นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) พบว่า การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H2: อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

สมมติฐานข้อที่ 3 อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทที่ประสบกับปัญหาทางการเงิน และต้องกู้ยืมหรือก่อหนี้เพิ่มขึ้น ทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการมีแนวโน้มสูง เพื่อจะได้รับผลประโยชน์การลดหย่อนทางภาษีที่เพิ่มขึ้น ย่อมมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H3: อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

สมมติฐานข้อที่ 4 มูลค่าสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น หลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ เกิดจากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นกับบริษัทขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าสินทรัพย์รวมสูงจะมีแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบว่ามูลค่าสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H4: มูลค่าสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

สมมติฐานข้อที่ 5 อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ เนื่องจากในภาวะตลาดหุ้นวิกฤตหากธุรกิจกลุ่มอุตสาหกรรม

มีอัตราการเติบโตที่ลดลง ย่อมมีผลกระทบต่อบริษัทในกลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมนั้นด้วย และอาจมีผลกระทบกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ซึ่งผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบว่า อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H5: อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

สมมติฐานข้อที่ 6 อัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ เนื่องจากในภาวะตลาดหุ้นวิกฤต หากบริษัทมีอัตราการเติบโตของรายได้ลดลง ย่อมสะท้อนผลการดำเนินงานในภาพรวมของบริษัทได้ และอาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น จึงสามารถกำหนดสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

H6: อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

### บทที่ 3

## วิธีการศึกษา

### วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูล

ในส่วนของวิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลจะกล่าวถึง แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา ประชากรที่ใช้ในการศึกษา เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา และการเก็บรวบรวมข้อมูล มีรายละเอียดดังนี้

#### แหล่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ ซึ่งประกอบไปด้วย

1. ข้อมูลและผลการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน รวบรวมจากเอกสารทางวิชาการ ตำรา วารสาร บทความ รายงานการวิจัยและวิทยานิพนธ์ที่เกี่ยวข้องที่มีการเก็บรวบรวมไว้ในแหล่งและฐานข้อมูลต่าง ๆ เช่น ห้องสมุดของมหาวิทยาลัยต่าง ๆ ห้องสมุดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เปลี่ยนชื่อเป็นห้องสมุดมารวย ในปี พ.ศ. 2547) รวมทั้งเว็บไซต์ที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากเป็นข้อมูลที่มีการเผยแพร่และเปิดเผย
2. ข้อมูลของดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CF) อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) มูลค่าสินทรัพย์รวม (TA) อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม (IG) และอัตราการเติบโตของบริษัท (FG) เก็บรวบรวมจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการจากรายงานทางการเงินรายไตรมาสและรายงานทางการเงินประจำปี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน
3. ข้อมูลการฟื้นตัวราคาหุ้นของบริษัท เก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่านทาง [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) เปรียบเทียบข้อมูลจากรายงานงบการเงิน

รวมและผลประกอบการจากรายงานทางการเงินรายไตรมาสและรายงานทางการเงินประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ประชากรที่ใช้ในศึกษา

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 สำหรับระยะเวลาระหว่างวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2551 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2551 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน รวมทั้งบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือบริษัทที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมมีบริษัททั้งสิ้น 81 บริษัท โดยแบ่งออกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	จำนวน 5 บริษัท
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	จำนวน 9 บริษัท
3. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	จำนวน 27 บริษัท
4. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	จำนวน 11 บริษัท
5. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	จำนวน 18 บริษัท
6. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	จำนวน 11 บริษัท

### เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี ได้สร้างแบบฟอร์มเพื่อเก็บรวบรวมข้อมูลที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีชี้วัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 ข้อมูลของดัชนีชี้วัดทางการเงิน ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CF) อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) มูลค่าสินทรัพย์รวม (TA) อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม (IG) และอัตราการเติบโตของบริษัท (FG) เก็บรวบรวมจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการจากรายงานทางการเงินรายไตรมาสและรายงานทางการเงินประจำปี เลือกรายการทางบัญชีที่ต้องใช้จากงบดุล งบกำไรขาดทุน และงบกระแสเงินสด ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552

และข้อมูลประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูล ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552) เพื่อคำนวณอัตราส่วนทางการเงินจากสูตรการคำนวณ

ส่วนที่ 2 ข้อมูลการฟื้นตัวราคาหุ้นของบริษัท คำนวณจากเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยใช้ข้อมูลราคาปิด ณ วันสิ้นไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลราคาปิด ณ วันทำการสุดท้ายของปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูลราคาปิด ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552)

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

ส่วนที่ 1 เก็บรวบรวมจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการของบริษัทรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึงไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลประจำปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูล ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CF)
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP)
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DEBT)
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม (LNTA)
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม (Industry Growth : IG)
6. อัตราการเติบโตของบริษัท (Firm Growth : FG)

ส่วนที่ 2 เก็บรวบรวมข้อมูลการฟื้นตัวราคาหุ้นของบริษัท จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (Percentage Change in Stock Prices : SP) ใช้ข้อมูลราคาปิด ณ วันสิ้นไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 ถึง ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552 และข้อมูลราคาปิด ณ วันทำการสุดท้ายของปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 - 2552 (ปี พ.ศ. 2552 ใช้ข้อมูลราคาปิด ณ สิ้นเดือน ก.ย. 2552)

ทั้งนี้เพื่อให้เข้าใจถึงช่วงเวลาที่เกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ชัดเจนมากขึ้น จึงกำหนดให้

ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550	คือ ไตรมาสที่ 1
ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2550	คือ ไตรมาสที่ 2
ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2551	คือ ไตรมาสที่ 3
ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2551	คือ ไตรมาสที่ 4
ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2551	คือ ไตรมาสที่ 5
ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2551	คือ ไตรมาสที่ 6
ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2552	คือ ไตรมาสที่ 7
ไตรมาสที่ 2 ปี พ.ศ. 2552	คือ ไตรมาสที่ 8
ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2552	คือ ไตรมาสที่ 9

### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้นำข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้มาทำการตรวจสอบค่าผิดปกติของข้อมูล (Outlier) ก่อน เพื่อที่จะตัดข้อมูลที่มีค่าผิดปกติออกจากการวิเคราะห์ โดยการสร้าง Boxplot ซึ่งจะแสดงรายละเอียดของค่าสถิติ เพื่อตรวจสอบสำหรับการแจกแจง นั่นคือ จะ plot ค่ามัธยฐาน เปอร์เซ็นไทล์ที่ 25, 75 และให้ค่าข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outlier) นั่นคือ ค่าที่สูงมากหรือต่ำมาก (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2543)

หลังจากนั้นนำข้อมูลที่ได้อันวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย สถิติเชิงพรรณนา และสถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา หมายถึง การวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐานเกี่ยวกับข้อมูลทั่วไปของกิจการ เพื่อนำเสนอข้อมูลเบื้องต้นเกี่ยวกับตัวแปรที่เก็บรวบรวมได้ ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum: Min) ค่าสูงสุด (Maximum: Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินและการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

2. สถิติเชิงอนุมาน หมายถึง การวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงอนุมานในการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปสถิติ ด้วยวิธี Pearson Correlation ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์จะพิจารณาทิศทางของความสัมพันธ์ จากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation : r) โดยค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จะมีค่าตั้งแต่ -1 ถึง 1 ซึ่งจะบอกถึงระดับของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีมากน้อยเพียงใด (ศิริชัย พงษ์วิชัย, 2551: 347-348) ดังนี้

- 1) ถ้าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นบวก และมีค่าใกล้ 1 แสดงว่า ตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์กันสูงและสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน
- 2) ถ้าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นลบ และมีค่าใกล้ -1 แสดงว่า ตัวแปรทั้ง 2 มีความสัมพันธ์กันสูงแต่สัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม
- 3) ถ้าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0 แสดงว่าตัวแปรทั้ง 2 ไม่มีความสัมพันธ์กันแบบเชิงเส้นตรงต่อกัน

## บทที่ 4

### ผลการศึกษาและข้อวิจารณ์

#### ผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้น หลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ ขอบเขตของข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 – 2552 โดยเก็บเป็นรายไตรมาสและรายปี ตามที่นำเสนอบทที่ 3 จึงนำข้อมูลดังกล่าวมาประมวลผล และวิเคราะห์ผล โดยแยกแสดงการวิเคราะห์ผลเป็น 2 ส่วนตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา ดังนี้

#### วัตถุประสงค์ของการศึกษาข้อที่ 1

เพื่อศึกษาดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยวิเคราะห์ข้อมูลรายไตรมาส และรายปี ของ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งมีรายละเอียด ดังนี้

**ตารางที่ 4** ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
ไตรมาสที่ 1	53	-15.037	30.952	4.008	11.629
ไตรมาสที่ 2	52	-25.000	24.419	-1.891	11.176
ไตรมาสที่ 3	44	-30.000	20.988	-3.184	10.689
ไตรมาสที่ 4	49	-39.116	26.923	-12.001	12.200
ไตรมาสที่ 5	54	-53.766	7.979	-23.748	13.643
ไตรมาสที่ 6	61	-68.254	9.494	-31.215	17.300

#### ตารางที่ 4 (ต่อ)

อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ไตรมาสที่ 7	48	-38.519	25.000	-6.685	15.048
ไตรมาสที่ 8	55	-13.846	110.000	47.070	31.605
ไตรมาสที่ 9	51	-3.676	83.333	29.315	20.300
รายปี 2550 - 2552	65	-45.690	46.150	-1.715	19.325

จากตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส มีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 47.070 ในไตรมาสที่ 8 เป็นช่วงเวลาที่สถานะเศรษฐกิจเริ่มปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น โดยมีค่าสูงสุดร้อยละ 110.000 ในไตรมาสที่ 8 เช่นกัน และต่ำสุดติดลบร้อยละ 68.254 ในไตรมาสที่ 6 ทั้งนี้ข้อมูลค่าเฉลี่ยรายไตรมาสส่วนใหญ่จะมีค่าติดลบเกือบทุกไตรมาส เช่นเดียวกับรายปีที่มีค่าเฉลี่ยติดลบร้อยละ 1.715 ทั้งนี้นับตั้งแต่เกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ขึ้นราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงสูงและติดลบเกือบทุกไตรมาสส่งผลให้ข้อมูลรายปีติดลบเช่นกัน

#### ตารางที่ 5 ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของดัชนีชี้วัดจำกัดทางการเงิน

ดัชนีชี้วัดจำกัดทางการเงิน	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
<b>ไตรมาสที่ 1</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	53	-9.231	21.794	6.636	6.548
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	53	0.000	1.000	0.887	0.320
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	53	18.390	81.426	48.101	15.399
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	53	8.794	12.514	10.027	0.988
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	53	-43.566	73.207	6.325	21.841
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	53	-22.490	35.483	4.191	12.017

## ตารางที่ 5 (ต่อ)

ดัชนีชี้วัดจำกัดทางการเงิน	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
<b>ไตรมาสที่ 2</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	52	-11.188	31.696	8.510	8.578
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	52	0.000	1.000	0.846	0.364
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	52	6.347	90.413	44.576	17.365
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	52	7.655	12.155	10.100	0.985
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	52	-26.108	33.587	3.299	11.695
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	52	-27.826	44.337	7.020	15.426
<b>ไตรมาสที่ 3</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	44	-7.161	9.298	1.181	3.722
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	44	0.000	1.000	0.841	0.370
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	44	10.539	78.643	50.380	16.733
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	44	8.276	12.214	10.174	0.908
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	44	-11.769	37.583	3.614	10.364
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	44	-24.003	35.383	2.827	14.911
<b>ไตรมาสที่ 4</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	49	-7.955	23.405	3.207	6.314
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	49	0.000	1.000	0.898	0.306
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	49	15.878	81.152	48.174	16.653
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	49	8.279	12.102	10.021	0.938
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	49	-23.813	37.558	3.916	12.613
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	49	-31.006	47.400	5.252	16.054

## ตารางที่ 5 (ต่อ)

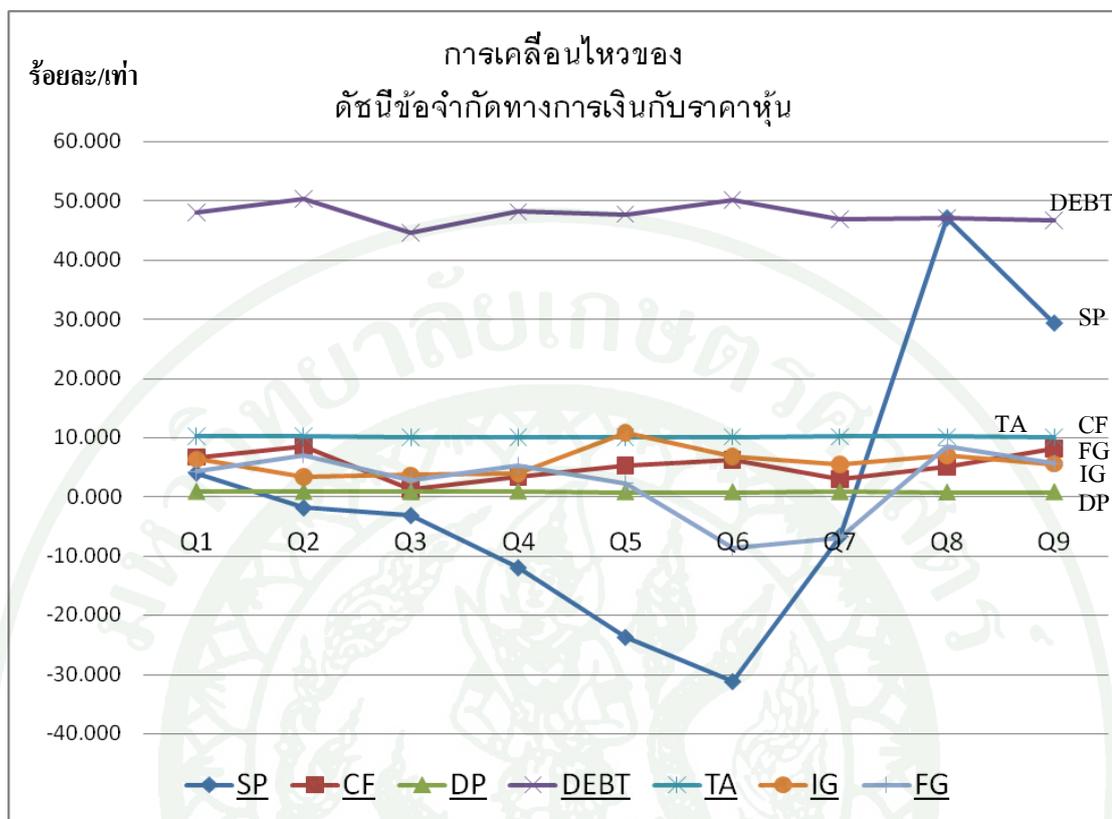
ดัชนีชี้วัดจำกัดทางการเงิน	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
<b>ไตรมาสที่ 5</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	54	-12.049	24.563	5.177	7.318
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	54	0.000	1.000	0.815	0.392
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	54	16.846	93.100	47.746	16.403
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	54	6.835	12.552	10.011	1.154
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	54	-51.256	93.883	10.810	27.504
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	54	-20.631	28.652	2.193	9.652
<b>ไตรมาสที่ 6</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	61	-9.931	24.775	6.158	7.306
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	61	0.000	1.000	0.820	0.388
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	61	12.544	94.339	50.119	17.651
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	61	6.864	11.938	10.058	1.049
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	61	-25.975	49.172	6.778	14.836
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	61	-50.979	32.480	-8.725	19.563
<b>ไตรมาสที่ 7</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	48	-4.374	10.292	2.991	3.158
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	48	0.000	1.000	0.833	0.377
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	48	11.486	79.347	46.923	15.614
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	48	6.915	12.559	10.078	1.179
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	48	-20.689	39.874	5.383	11.984
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	48	-45.754	40.288	-6.970	19.310

## ตารางที่ 5 (ต่อ)

ดัชนีชี้วัดจำกัดทางการเงิน	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
<b>ไตรมาสที่ 8</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	55	-3.048	15.029	5.078	3.743
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	55	0.000	1.000	0.745	0.440
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	55	10.771	79.035	47.112	16.722
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	55	7.591	12.568	10.074	1.031
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	55	-9.737	43.353	6.953	11.933
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	55	-37.050	57.206	8.475	18.852
<b>ไตรมาสที่ 9</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	51	-9.015	23.922	8.090	6.074
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	51	0.000	1.000	0.804	0.401
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	51	13.105	91.367	46.687	15.791
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	51	6.900	12.579	9.948	1.173
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	51	-13.992	43.683	5.494	12.252
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	51	-10.839	27.314	5.552	9.783
<b>รายปี 2550 - 2552</b>					
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจาก กิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	65	-13.314	38.343	7.830	7.569
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	65	0.000	1.000	0.826	0.307
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ รวม	65	12.167	78.666	48.410	15.190
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	65	6.861	12.537	10.052	1.134
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	65	-37.675	57.185	5.665	17.784
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	65	-21.525	32.251	3.841	11.072

จากตารางที่ 5 แสดงสถิติของดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมที่มีค่าเฉลี่ยเป็นบวกทุกไตรมาส โดยค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 8.510 ในไตรมาสที่ 2 โดยมีค่าสูงสุดร้อยละ 31.696 ในไตรมาสที่ 2 เช่นกัน และต่ำสุดติดลบร้อยละ 12.049 ในไตรมาสที่ 5 สำหรับค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 7.830 ในส่วนของอัตราการจ่ายเงินปันผลมี ค่าเฉลี่ยสูงสุดในไตรมาสที่ 4 ร้อยละ 0.898 ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 0.826 และอัตราส่วน หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 50.380 ในไตรมาสที่ 3 และค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 48.410 โดยสัดส่วนของหนี้สินรวมและส่วนของผู้ถือหุ้นมีสัดส่วนไม่ต่างกันมาก นอกจากนี้ มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทมีค่าเฉลี่ยสูงสุด 10.174 เท่า ในไตรมาสที่ 3 คิดเป็นมูลค่าประมาณ 26,196.45 พันล้านบาท สูงกว่ารายปีที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.052 เท่า คิดเป็นมูลค่าประมาณ 23,038.13 พันล้านบาท และอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 10.810 ในไตรมาสที่ 5 สูงกว่าค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 5.665 เช่นเดียวกับอัตราการเติบโตของบริษัทมีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 8.475 ในไตรมาสที่ 8 สูงกว่ามูลค่ารายปีโดยมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 3.841

ทั้งนี้เพื่อให้สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาสให้มีความชัดเจนมากขึ้น โดยนำค่าเฉลี่ยในแต่ละไตรมาสมา แสดงเป็นกราฟ ดังภาพที่ 6



**ภาพที่ 6** แสดงการเคลื่อนไหวของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับราคาหุ้น  
ที่มา: จากการคำนวณ

จากภาพที่ 6 แสดงให้เห็นว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น (SP) มีการเคลื่อนไหว โดยมีมูลค่าติดลบในไตรมาสที่ 6 ซึ่งถือว่าเป็นช่วงที่ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงต่ำสุด หลังจากสถานะตลาดทุนเริ่มปรับตัวดีขึ้น ส่งผลราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาสที่ 8 ก่อนจะปรับตัวลดลงอีกครั้งในไตรมาสที่ 9 เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน 6 อัตรา พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (DEBT) มีการเคลื่อนไหวสูงสุด รองลงมาคือ มูลค่าสินทรัพย์รวม (TA) และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CF) ตามลำดับ

## วัตถุประสงค์ของการศึกษาข้อที่ 2

ศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการทดสอบตามสมมติฐานการศึกษา ดังแสดงตามตารางที่ 6 - 14 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส และตารางที่ 15 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายปี ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 53)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 1</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	-0.397	0.003**	(-)
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	-0.009	0.950	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	-0.021	0.883	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.125	0.373	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	0.168	0.228	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	-0.252	0.068	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์

เชิงลบ กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางตรงกันข้าม

ส่วนดัชนีข้อจำกัดทางการเงินที่เหลือนอกจากนี้ ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และอัตราการเติบโตของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
(n = 52)			
<b>ไตรมาสที่ 2</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	-0.095	0.505	X
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	0.168	0.233	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	0.114	0.420	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	-0.179	0.203	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	0.141	0.318	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	0.088	0.536	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโต

ของอุตสาหกรรม และ อัตราการเติบโตของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

**ตารางที่ 8** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 44)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น	
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value
<b>ไตรมาสที่ 3</b>		
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	0.002	0.989 X
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	0.112	0.471 X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	-0.132	0.394 X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.052	0.738 X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	0.179	0.246 X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	-0.081	0.600 X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 8 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และ อัตราการเติบโตของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 9 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 49)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 4</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	0.293	0.041**	(+)
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	-0.184	0.207	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	-0.105	0.473	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	-0.061	0.676	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	0.195	0.179	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	-0.216	0.135	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 9 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ส่วนดัชนีข้อจำกัดทางการเงินที่เหลือนอกจากนี้ ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และอัตราการเติบโตของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 10 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 54)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 5</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	-0.073	0.601	X
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	0.303	0.026**	(+)
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	0.100	0.472	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.102	0.461	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	0.020	0.888	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	0.015	0.916	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 10 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ ถ้าอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ส่วนดัชนีข้อจำกัดทางการเงินที่เหลือนอกจากนี้ ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และอัตราการเติบโตของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 11 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 61)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 6</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	0.074	0.571	X
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	-0.108	0.406	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	-0.004	0.975	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.077	0.554	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	-0.242	0.060	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	0.119	0.360	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 11 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และ อัตราการเติบโตของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 12 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 48)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 7</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	-0.184	0.211	X
2. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล	-0.181	0.218	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	0.128	0.385	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.094	0.526	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	-0.063	0.672	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	0.189	0.199	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 12 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และ อัตราการเติบโตของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 13 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 55)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 8</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	0.163	0.235	X
2. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล	-0.051	0.710	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	-0.367	0.006**	(-)
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.233	0.087	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	-0.054	0.693	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	-0.147	0.283	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 13 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบ กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางตรงกันข้าม

ส่วนดัชนีข้อจำกัดทางการเงินที่เหลือนอกจากนี้ ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และอัตราการเติบโตของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 14 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 51)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	p-value	
<b>ไตรมาสที่ 9</b>			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	0.291	0.038**	(+)
2. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล	-0.177	0.213	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	0.137	0.338	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	-0.142	0.321	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	-0.127	0.376	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	-0.159	0.266	X

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 14 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ส่วนดัชนีข้อจำกัดทางการเงินที่เหลือนอกจากนี้ ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม และอัตราการเติบโตของบริษัท พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ตารางที่ 15 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

(n = 65)

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น		
	สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์		p-value
รายปี 2550 - 2552			
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	0.035	0.783	X
2. อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล	0.137	0.275	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	-0.074	0.557	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	0.242	0.052	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	-0.034	0.791	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	0.306	0.013**	(+)

หมายเหตุ: \*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากตารางที่ 15 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายปี 2550 - 2552 พบว่า อัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ ถ้าอัตราการเติบโตของบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลงจะส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเพิ่มขึ้นหรือลดลงในทิศทางเดียวกัน

ส่วนดัชนีข้อจำกัดทางการเงินที่เหลือนอกจากนี้ ได้แก่ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวม และอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม พบว่า ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

ทั้งนี้สามารถสรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน 6 อัตราส่วนกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเป็นรายไตรมาสและรายปี ในตารางที่ 16



ตารางที่ 16 สรุปผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เป็นรายไตรมาส และรายปี

ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน	ไตรมาส ที่ 1	ไตรมาส ที่ 2	ไตรมาส ที่ 3	ไตรมาส ที่ 4	ไตรมาส ที่ 5	ไตรมาส ที่ 6	ไตรมาส ที่ 7	ไตรมาส ที่ 8	ไตรมาส ที่ 9	รายปี 2550 - 2552
1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรม ดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม	-0.397 0.003**	X	X	0.293 0.041**	X	X	X	X	0.291 0.038**	X
2. อัตราการจ่ายเงินปันผล	X	X	X	X	0.303 0.026**	X	X	X	X	X
3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม	X	X	X	X	X	X	X	-0.367 0.006**	X	X
4. มูลค่าสินทรัพย์รวม	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
6. อัตราการเติบโตของบริษัท	X	X	X	X	X	X	X	X	X	0.306 0.013**

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บ ( ) คือค่า p-value ของสัมประสิทธิ์ตัวแปรอิสระ

\*\* หมายถึง ปฏิเสธสมมติฐานสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

(+) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงบวก (ทิศทางเดียวกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

(-) หมายถึง มีความสัมพันธ์เชิงลบ (ทิศทางตรงข้ามกัน) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

X หมายถึง ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

## ข้อสมมติฐาน

จากตารางที่ 6 - 14 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส และตารางที่ 15 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายปี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 สามารถวิเคราะห์ความสัมพันธ์ได้ดังต่อไปนี้

### 1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นมากที่สุด รวม 3 ไตรมาส โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบในไตรมาสที่ 1 กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมสูง จะส่งผลให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่ำ และมีความสัมพันธ์เชิงบวกในไตรมาสที่ 4 และไตรมาสที่ 9 กล่าวคือ ถ้าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมสูง จะส่งผลให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูงด้วย แต่ไม่พบความสัมพันธ์รายปีของอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

### 2. อัตราการจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น 1 ไตรมาส โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกในไตรมาสที่ 5 กล่าวคือ หากอัตราการจ่ายเงินปันผลสูง จะส่งผลให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูงด้วย แต่ไม่พบความสัมพันธ์รายปีของอัตราการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

### 3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น 1 ไตรมาส โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบในไตรมาสที่ 8 กล่าวคือ หากอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมสูง จะส่งผลให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่ำ แต่ไม่

พบความสัมพันธ์รายปีของอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

#### 4. มูลค่าสินทรัพย์รวม

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส และรายปี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 กล่าวคือ อัตราส่วนนี้ยังไม่สามารถใช้ได้ผลดีในการวัดสภาพคล่องทางการเงินจากขนาดของกิจการ

#### 5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส และรายปี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 กล่าวคือ อัตราส่วนนี้ยังไม่สามารถใช้ได้ผลดีกับกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศไทย

#### 6. อัตราการเติบโตของบริษัท

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของบริษัทกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส แต่พบความสัมพันธ์รายปีโดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก กล่าวคือ หากอัตราการเติบโตของบริษัทสูง จะส่งผลให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูงด้วย ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

#### ข้อวิจารณ์

จากการผลการศึกษาดังกล่าวข้างต้น สามารถสรุปความแตกต่างความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายไตรมาสและรายปี ดังนี้

## 1. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ไม่สม่ำเสมอระหว่างอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น กล่าวคือ มีความสัมพันธ์เชิงลบและเชิงบวกในช่วงที่ภาวะตลาดทุนวิกฤต แสดงว่า ในไตรมาสแรกที่มีความสัมพันธ์เชิงลบบริษัทที่มีอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงจะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่ำ ซึ่งอาจเกิดจากนักลงทุนยังให้ความเชื่อมั่นในการบริหารงานของบริษัทว่าจะมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเพียงพอ จึงยังไม่มีการเทขายหุ้นในช่วงเวลานั้น รวมทั้งสถาบันการเงินยังเชื่อมั่นในการบริหารงานของบริษัทว่ายังคงมีสภาพคล่องทางการเงินและสามารถชำระหนี้และดอกเบี้ยตามกำหนดเวลา ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) แต่ต่อมามีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า นักลงทุนเริ่มกังวลต่อภาวะตลาดทุนวิกฤตที่รุนแรงขึ้นจึงเทขายหุ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูงและบริษัทมีอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสูงขึ้นเช่นกัน นอกจากนี้สถาบันการเงินอาจจะลดการพิจารณาให้สินเชื่อแก่บริษัทในช่วงภาวะตลาดทุนวิกฤตด้วย เนื่องจากเกรงว่าบริษัทขาดสภาพคล่องทางการเงินและไม่สามารถชำระหนี้และดอกเบี้ยตามกำหนดเวลา ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tong and Wei เช่นเดียวกับไตรมาสแรก

## 2. อัตราการจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก อธิบายได้ว่า เมื่อภาวะตลาดทุนวิกฤตรุนแรงขึ้น บริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงจะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูง ซึ่งอาจเกิดจากความกังวลของนักลงทุนว่าบริษัทอาจไม่มีเงินเพียงพอสำหรับการจ่ายเงินปันผล จึงเทขายหุ้นอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งสถาบันการเงินอาจจะลดการพิจารณาให้สินเชื่อแก่บริษัทในช่วงภาวะตลาดทุนวิกฤต หากกิจการมีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูง และมีอัตราเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูง แสดงว่า บริษัทอาจไม่มีเงินเพียงพอสำหรับชำระหนี้และดอกเบี้ยตามกำหนด เนื่องจากต้องจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นสูง ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น แต่ผลการศึกษาของ Dhillon *et al.* (2003) และ Dasilas (2007) พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้น เนื่องจากบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่นักลงทุน

คาดการณ์จะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แต่ราคาหุ้นจะลดลงเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลต่ำกว่า การคาดการณ์ของนักลงทุน และการประกาศจ่ายเงินปันผลใกล้เคียงกับการคาดการณ์ของตลาด ราคาหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง

### 3. อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบ อธิบายได้ว่า เมื่อสถานะตลาดทุนวิกฤต บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมสูงจะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่ำ อาจเกิดจากนักลงทุนยังให้ความเชื่อมั่นว่าหากบริษัทมีการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการก่อหนี้สินที่เพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทสามารถได้ประโยชน์จากการจ่ายภาษีลดลง และจะส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้น จึงยังไม่มี การเทขายหุ้น แต่ยังคงรอดูสถานการณ์เรื่อย ๆ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ไม่สอดคล้องกับ ผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคา หุ้น จึงอาจกล่าวได้ว่า นักลงทุนในประเทศไทยอาจให้ความสำคัญเกี่ยวกับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อ สินทรัพย์รวมเช่นเดียวกันกับต่างประเทศ แต่คนละแนวทางและมุมมอง

### 4. มูลค่าสินทรัพย์รวม

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าสินทรัพย์รวมกับการเปลี่ยนแปลงของ ราคาหุ้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งอธิบายได้ว่า นักลงทุน และสถาบันการเงินอาจไม่ให้ความสำคัญกับขนาดของบริษัทสำหรับวัดสภาพคล่องทางการเงินของ บริษัทในสถานะตลาดทุนวิกฤตในประเทศไทย

### 5. อัตราการเติบโตของอุตสาหกรรม

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมกับการ เปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษา ของ Tong and Wei (2008) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งอธิบาย ได้ว่า ในภาวะตลาดทุนวิกฤตนักลงทุนและสถาบันการเงินในประเทศไทยอาจไม่ให้ความสำคัญ

เกี่ยวกับอัตราการเติบโตของกลุ่มอุตสาหกรรมที่จะเป็นตัววัดสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันได้

## 6. อัตราการเติบโตของบริษัท

จากการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของบริษัทกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เนื่องจากนักลงทุนในประเทศอาจไม่ให้ความสำคัญกับอัตราการเติบโตเป็นรายบริษัทเหมือนนักลงทุนของต่างประเทศ

## 7. ผลการศึกษารายปี

จากการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของบริษัทกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่า นักลงทุนและสถาบันการเงินให้ความสำคัญกับผลประกอบการประจำปี มากกว่าผลประกอบการเป็นรายไตรมาส กล่าวคือ เมื่อสถานะตลาดทุนวิกฤตการจะพิจารณาว่าผลการดำเนินงานและการเติบโตของบริษัทจะดีหรือไม่ดี ควรพิจารณาจากผลประกอบการประจำปี หากกิจการมีอัตราการเติบโตของบริษัทสูงและมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นสูงด้วย เกิดจากนักลงทุนกังวลต่อสถานะตลาดทุนวิกฤตที่รุนแรงขึ้น จึงเทขายหุ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้สถาบันการเงินอาจชะลอการพิจารณาให้สินเชื่อแก่บริษัท เนื่องจากบริษัทอาจไม่มีเงินเพียงพอสำหรับชำระหนี้และดอกเบี้ยตามกำหนด เพราะต้องนำเงินไปรักษาระดับราคาหุ้นให้คงตัว ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ไม่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Tong and Wei (2008) ที่พบว่า อัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น สำหรับดัชนีข้อจำกัดทางการเงินนอกจากนี้ ประกอบด้วย อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าสินทรัพย์รวมและอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น อาจกล่าวได้ว่า อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการศึกษานี้ใช้อธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในระยะเวลาดสั้น ๆ ที่เกิดสถานะตลาดทุนวิกฤตได้ดีกว่าในระยะเวลายาว

นอกจากนี้นักลงทุนและสถาบันการเงิน สามารถใช้ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินนี้วัดสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทเป็นรายไตรมาสในสภาวะตลาดทุนวิกฤต และจำเป็นต้องติดตามการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นอย่างต่อเนื่อง เพื่อลดโอกาสจากความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น ก่อนพิจารณาลงทุนหรือให้สินเชื่อแก่บริษัทจดทะเบียน



## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้น หลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ประยุกต์นำ ดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน 6 อัตราส่วน ซึ่งพัฒนาโดย Tong and Wei ในปี พ.ศ. 2551 มาใช้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ รวมถึงศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ประจำปี 2551 ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน จำนวน 81 บริษัท วิธีการศึกษาใช้ข้อมูลทุติยภูมิ โดยรวบรวมจากรายงานงบการเงินรวมและผลประกอบการของบริษัท โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติเพื่อหาค่าความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และทดสอบสมมติฐานด้วยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน

ผลการศึกษาข้อมูลของดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นรายไตรมาส มีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 47.070 ในไตรมาสที่ 8 เป็นช่วงเวลาที่ดีที่สุดตลาดหุ้นปกติ และผลประกอบการของบริษัทเริ่มปรับตัวในทิศทางที่ดีขึ้น โดยมีค่าสูงสุดร้อยละ 110.000 ในไตรมาสที่ 8 เช่นกัน และต่ำสุดติดลบร้อยละ 68.254 ในไตรมาสที่ 6 ทั้งนี้ข้อมูลค่าเฉลี่ยรายไตรมาสส่วนใหญ่จะมีค่าติดลบเกือบทุกไตรมาส เช่นเดียวกับรายปีที่มีค่าเฉลี่ยติดลบร้อยละ 1.715 นับตั้งแต่เกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ขึ้นราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงสูงและติดลบเกือบทุกไตรมาสส่งผลให้ข้อมูลรายปีติดลบเช่นกัน

ในส่วนของดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน พบว่า อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีค่าเฉลี่ยเป็นบวกทุกไตรมาส โดยค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 8.510 ในไตรมาสที่ 2 และค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 7.830 ในส่วนของอัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยสูงสุดใน

ไตรมาสที่ 4 ร้อยละ 0.898 ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 0.826 และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 50.380 ในไตรมาสที่ 3 และค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 48.410 โดยสัดส่วนของหนี้สินรวมและส่วนของทุนมีสัดส่วนไม่ต่างกันมาก นอกจากนี้ มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทมีค่าเฉลี่ยสูงสุด 10.174 เท่า ในไตรมาสที่ 3 คิดเป็นมูลค่าประมาณ 26,196.45 พันล้านบาท สูงกว่ารายปีที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 10.052 เท่า คิดเป็นมูลค่าประมาณ 23,038.13 พันล้านบาท และอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 10.810 ในไตรมาสที่ 5 สูงกว่าค่าเฉลี่ยรายปี เท่ากับ 5.665 เช่นเดียวกับอัตราการเติบโตของบริษัทมีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ 8.475 ในไตรมาสที่ 8 สูงกว่ามูลค่ารายปีโดยมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 3.841

สำหรับผลการทดสอบสมมติฐาน พบว่า อัตรากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นมากที่สุด รวม 3 ไตรมาส โดยมีความสัมพันธ์เชิงลบในไตรมาสที่ 1 และมีความสัมพันธ์เชิงบวกในไตรมาสที่ 4 และไตรมาสที่ 9 ส่วนอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกในไตรมาสที่ 5 สำหรับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบในไตรมาสที่ 8 และพบความสัมพันธ์เชิงบวกของอัตราการเติบโตของบริษัทเป็นรายปีกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

สรุปผลการศึกษาความสัมพันธ์ของดัชนีข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน 6 อัตราส่วนกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนแห่งประเทศไทย เมื่อเกิดวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ในปี พ.ศ. 2550 – 2552 ซึ่งเป็นภาวะที่เกิดข้อจำกัดทางการเงินที่บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนภายนอกได้ โดยมีระยะเวลาการศึกษาตั้งแต่ไตรมาสที่เกิดวิกฤตจนถึงไตรมาสที่ราคาหุ้นฟื้นตัวสูงสุด รวม 9 ไตรมาส พบว่า ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นทั้งเป็นไปตามข้อสมมติฐานและไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงลบและเชิงบวกในสภาวะตลาดหุ้นวิกฤต กล่าวคือ บริษัทที่ยังคงมีสภาพคล่องทางการเงิน คือ มีอัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมสูง และมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมสูง จะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่ำ ซึ่งนักลงทุนในประเทศไทยจะมีความมั่นใจต่อสภาพคล่องทางการเงินของบริษัท และให้ความสำคัญในการลงทุนกับบริษัทที่มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง มิใช่เพียงระยะเวลาสั้น ๆ เท่านั้น ดังนั้น ดัชนีข้อจำกัดทางการเงินถือเป็นตัววัดผลการดำเนินงานในสภาวะที่บริษัทต้องเผชิญข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งนักลงทุนและสถาบันการเงินสามารถใช้เป็นเครื่องมือวัดสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลประกอบก่อนการตัดสินใจลงทุน รวมทั้ง

การวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและปัจจัยเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น หากกิจการต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงิน นอกจากนี้ผู้บริหารสามารถใช้เป็นแนวทางกำหนดนโยบายเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยงขององค์กรในสถานะตลาดทุนวิกฤต เพื่อควบคุมปัจจัยต่าง ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น

### ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งนี้

1. จากผลการศึกษาครั้งนี้ พบว่า อัตรากระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นมากที่สุด รองลงมา คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในช่วงเวลาสั้น ๆ แต่สำหรับอัตราการเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในระยะยาว ซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับนักลงทุนสามารถใช้เป็นเครื่องมือวัดสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลก่อนตัดสินใจลงทุน และสถาบันการเงินยังสามารถใช้เป็นแนวทางวิเคราะห์ฐานะทางการเงิน ผลการดำเนินงานและปัจจัยเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น หากกิจการต้องเผชิญกับข้อจำกัดทางการเงินก่อนพิจารณาให้สินเชื่อ ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้เป็นการใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงินเท่านั้น ดังนั้นเพื่อให้ผลการศึกษา มีความถูกต้องและแม่นยำมากยิ่งขึ้น ควรมีการนำปัจจัยด้านอื่นมาวิเคราะห์ควบคู่กัน เช่น การตอบสนองต่อด้านข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ สถานการณ์บ้านเมือง นโยบายการคลัง นโยบายด้านเศรษฐกิจ เป็นต้น

2. จากการศึกษาครั้งนี้ ใช้การพิจารณาตัวเลขจากข้อมูลในงบการเงิน และการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินเท่านั้น ดังนั้น ผู้ศึกษาควรให้ความสำคัญกับข้อมูลอื่น ๆ ที่เป็นองค์ประกอบในงบการเงินด้วย เช่น นโยบายบัญชีซึ่งครอบคลุมถึงมาตรฐานการบัญชีที่บริษัทแต่ละแห่งเลือกใช้ เนื่องจากการภายใต้สถานการณ์และปัจจัยสภาพแวดล้อมเดียวกัน บริษัทที่มีนโยบายการบัญชีที่แตกต่างกันอาจทำให้งบการเงินแสดงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัทแตกต่างกันได้

3. นักลงทุน ผู้ใช้งบการเงิน สถาบันการเงิน หรือ บุคคลทั่วไปสามารถนำผลที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้ประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ข้อจำกัดของการศึกษา

1. มาตรฐานการบัญชีของประเทศไทย หรือ Thailand Accounting Standard (TAS) ในช่วงปี พ.ศ. 2550 – 2551 ได้มีการออกมาตรฐานฉบับใหม่ หรืออาจจะเป็นการปรับปรุงมาตรฐานการบัญชีฉบับเดิมเพื่อให้ทันสมัย มากกว่า 10 มาตรฐาน ซึ่งหากบริษัทยังเลือกใช้มาตรฐานฉบับเดิมย่อมส่งผลกระทบต่อตัวเลขในงบการเงินที่แตกต่างกัน โดยจะส่งผลกระทบต่อการวิเคราะห์ข้อมูล ยกตัวอย่างเช่น มาตรฐานทางบัญชี ฉบับที่ 25 เรื่องงบกระแสเงินสด มาตรฐานทางบัญชี ฉบับที่ 31 เรื่องสินค้าคงเหลือ และมาตรฐานทางบัญชี ฉบับที่ 43 การรวมธุรกิจ เป็นต้น

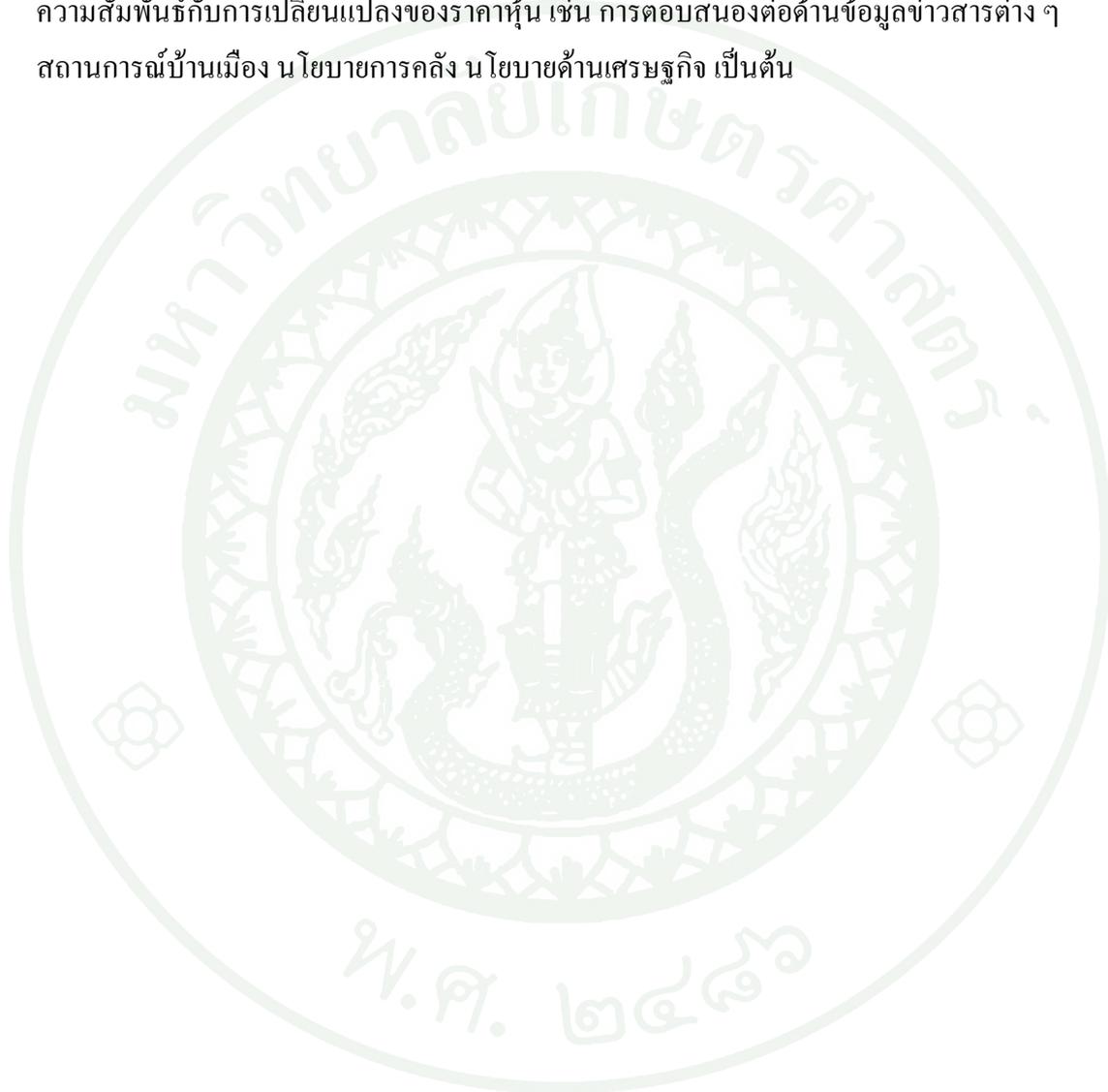
2. ข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณดัชนีข้อจำกัดทางการเงินและอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในการศึกษานี้ ได้เก็บข้อมูลโดยอ้างอิงจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (<http://www.set.or.th> และ <http://www.setsmart.com>) ซึ่งอาจมีความคลาดเคลื่อนของข้อมูลจากฐานข้อมูลดังกล่าว นอกจากนี้การเก็บข้อมูลรายปี ในปี พ.ศ. 2552 ซึ่งเก็บข้อมูลสิ้นสุดในไตรมาสที่ 3 (รอบ 9 เดือน) เมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลรายปี 2550 - 2551 (รอบ 12 เดือน) ช่วงเวลาจะมีความแตกต่างกัน เนื่องจากเก็บข้อมูลให้สอดคล้องกับข้อมูลรายไตรมาส อย่างไรก็ตาม จากข้อจำกัดที่กล่าวมาในข้างต้น อาจทำให้การคำนวณข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ไม่ถูกต้องสมบูรณ์เท่าที่ควร

### ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. ในการศึกษานี้ ผู้ศึกษาได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีข้อจำกัดทางการเงินกับการฟื้นตัวของราคาหุ้นหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 ปี พ.ศ. 2550 – ไตรมาสที่ 3 พ.ศ. 2552 รวม 9 ไตรมาส เนื่องจากอยู่ในช่วงเหตุการณ์วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์และเป็นช่วงที่ราคาหุ้นมีการผันผวนมากที่สุด ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไป อาจจำแนกกลุ่มตัวอย่างเป็น ขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก รวมถึงการจำแนกประเภทตามกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อศึกษาว่าดัชนีข้อจำกัดทางการเงินของบริษัทขนาดใหญ่ ขนาด

กลาง ขนาดเล็ก และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมในสถานะตลาดทุนวิกฤตมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในทิศทางใด

2. ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะพิจารณาตัวแปรหรือปัจจัยด้านอื่น ๆ เพิ่มเติม เพื่อศึกษาความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เช่น การตอบสนองต่อด้านข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ สถานการณ์บ้านเมือง นโยบายการคลัง นโยบายด้านเศรษฐกิจ เป็นต้น



## เอกสารและสิ่งอ้างอิง

กรกรณ์ย์ ชีวะตระกูลพงษ์, ดร. 2551. ผลกระทบวิกฤตการณ์ซบไพร่มต่อตลาดทุนไทย  
(Online). [www.econ.tu.ac.th/doc/.../semubar\\_22Dec2551\\_Kornkarun.ppt](http://www.econ.tu.ac.th/doc/.../semubar_22Dec2551_Kornkarun.ppt),  
15 สิงหาคม 2553.

กัลยา วานิชย์บัญชา, รศ.ดร. 2543. การใช้ SPSS for Window ในการวิเคราะห์ข้อมูล.  
กรุงเทพมหานคร: ห้างหุ้นส่วนจำกัด ซี เค แอนด์ เอส โปโต้สตูดิโอ.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2545. กลไกของตลาดการเงินในระบบเศรษฐกิจไทย.  
กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2546. การวิเคราะห์หลักทรัพย์โดยใช้ปัจจัยพื้นฐาน.  
พิมพ์ครั้งที่ 7. กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2550. SET 100 Index และ SET 50 Index. (Online).  
[www.set.or.th](http://www.set.or.th), 20 กันยายน 2551.

\_\_\_\_\_. 2551. SET 100 Index และ SET 50 Index.

\_\_\_\_\_. 2552. SET 100 Index และ SET 50 Index.

นลินรัตน์ วรรณโกคา. 2549. แนวโน้มของรายการคงค้างและกระแสเงินสดจากกิจกรรม  
ดำเนินงานในการอธิบายราคาหลักทรัพย์. วิทยานิพนธ์ปริญญาโท สาขาวิชาการ  
บัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

บุศรินทร์ บูรณศักดิ์ดา. 2545. การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้าง  
เงินทุน: การศึกษาของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชา  
การเงิน, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

รจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย. 2545. การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนดโครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึง สถานะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน. วิทยานิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

เริงรัก จำปาเงิน, รศ. 2544. การจัดการทางการเงิน. พิมพ์ครั้งที่ 2. กรุงเทพมหานคร: บริษัท บุ๊คเน็ต จำกัด.

ศิริชัย พงษ์วิชัย. 2551. การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ ด้วยคอมพิวเตอร์. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. 2548. การเงินธุรกิจ, กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.

อภิญา อารมณัฐ. 2550. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชิต มหาบัณฑิต สาขาการบัญชี, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

อังคณา ชูวะเจริญพานิช. 2545. การจับจ้งหะตลาดและโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

Dasilas, A. 2007. **Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Greek Stock Market.** (Online).

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=981885](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981885), August 10, 2010.

Dhillon, U. S., K. Raman, and G.G. Ramirez. 2003. **Analysts' Dividend Forecasts and Dividend Signaling.** (Online).

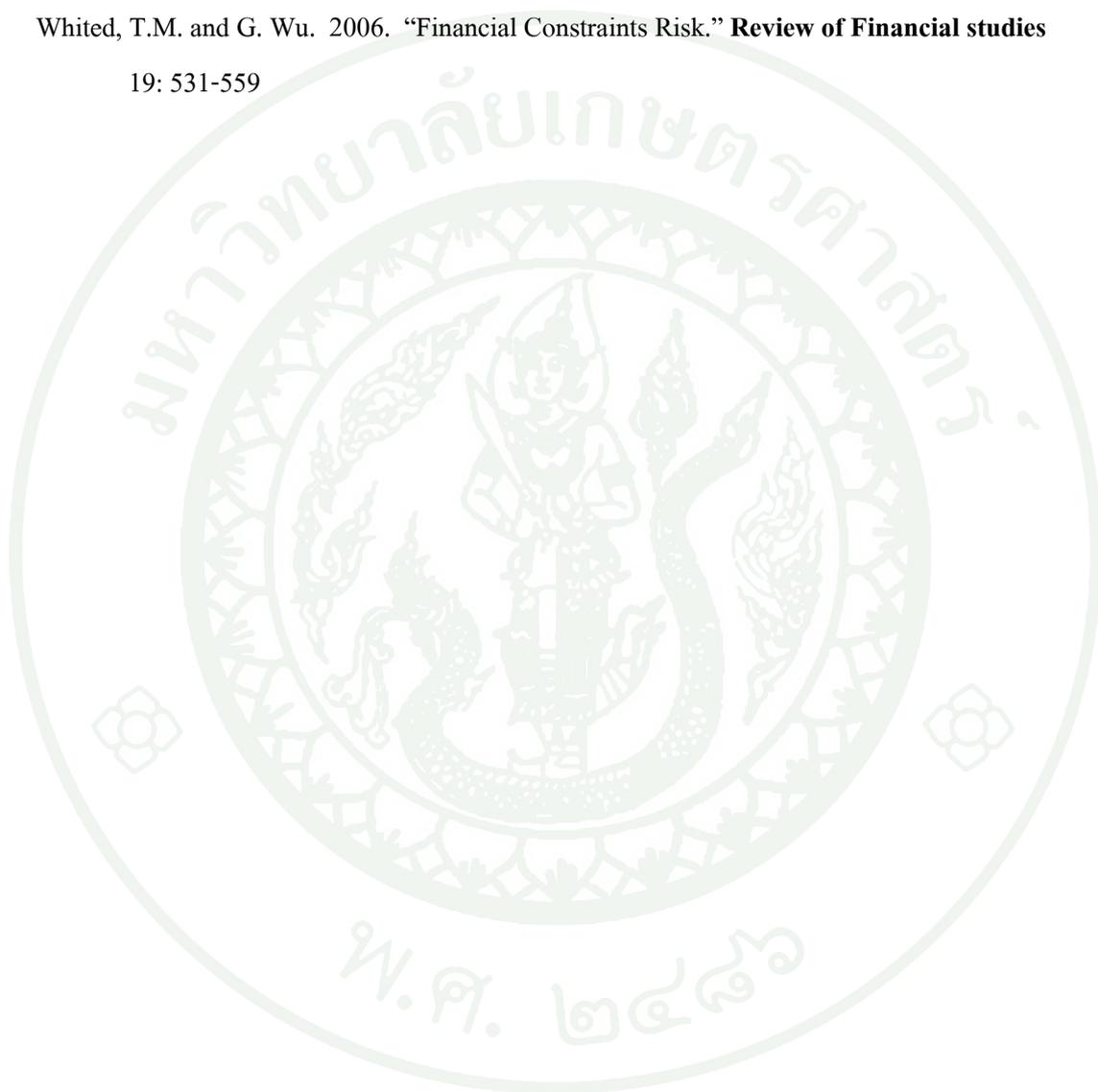
[http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract\\_id=420782](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract_id=420782), August 10, 2010.

- Ginglinger, E. and K. Saddour. 2007. “**Cash holdings, Corporate Governance and Financial Constraints**” (Online). [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1188843](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1188843), August 10, 2010.
- Jensen, M. C. 1986. “Agency costs of free-cash flow corporate finance and takeovers”. **American Economic Review** 76 : 323-329.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. **Journal of financial Economics** 3 : 305-360.
- Kaplan, S. and L. Zingales. 1997. “Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with cash flow”. **Quarterly Journal of Economics** 112: 169 -216.
- Lamont, O., C. Polk, and J.S. Requejo. 2001. “Financial Constraints and Stock Returns.” **Review of Financial Studies** 14: 529 – 544
- Miller, M. H. and M. S. Scholes. 1978. “Dividends and taxes”. **Journal of Financial Economics** 6: 333-364.
- Modigliani, F. and M. H. Miller. 1958. “The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment”. **American Economic Review** 53: 433-433.
- Myers, S.C. 1984. “The Capital Structure Puzzle”. **Journal of Finance** 39: 575-592.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf. 1984. “Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information Investors do not have”. **Journal of Financial Economics** 13: 187-221.

Tong, H. and S.J. Wei. 2008. **Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is it a Demand or a Finance Shock?** (Online).

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1266519](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266519), August 31, 2009.

Whited, T.M. and G. Wu. 2006. “Financial Constraints Risk.” **Review of Financial studies** 19: 531-559





ตารางผนวกที่ 1 รายชื่อหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนแห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100

ลำดับที่	ชื่อย่ออังกฤษ	ชื่อหลักทรัพย์
1	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)
2	KSL	บริษัท น้ำตาลขอนแก่น จำกัด (มหาชน)
3	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
4	TUF	บริษัท ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์ จำกัด (มหาชน)
5	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
6	SAT	บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)
7	STANLY	บริษัท ไทยสแตนเลย์การ์ไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
8	GJS	บริษัท จี เจ สตีล จำกัด (มหาชน)
9	GSTEEL	บริษัท จี สตีล จำกัด (มหาชน)
10	SSI	บริษัท สหวิริยาสตีลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
11	TUCC	บริษัท ไทยยูนิคคอยล์เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)
12	PTL	บริษัท โพลีเพล็กซ์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
13	PTTCH	บริษัท ปตท. เคมีคอล จำกัด (มหาชน)
14	TPC	บริษัท ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)
15	RICH	บริษัท ริช เอเชีย สตีล จำกัด (มหาชน)
16	SAM	บริษัท สามชัย สตีล อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
17	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)
18	SCCC	บริษัท ปูนซิเมนต์นครหลวง จำกัด (มหาชน)
19	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)
20	TSTH	บริษัท ทาทา สตีล (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
21	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
22	AP	บริษัท เอเชียันพรีออเพอร์ตี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
23	BLAND	บริษัท บางกอกแลนด์ จำกัด (มหาชน)
24	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)
25	CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)
26	HEMRAJ	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)
27	ITD	บริษัท อิตาลีเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

## ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อย่ออังกฤษ	ชื่อหลักทรัพย์
28	LH	บริษัท แลนด์เอนด์เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
29	LPN	บริษัท แอล.พี.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
30	METRO	บริษัท เมโทรสตาร์ พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
31	MJD	บริษัท เมเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
32	PLE	บริษัท เพาเวอร์ไลน์ เอ็นจิเนียริง จำกัด (มหาชน)
33	PS	บริษัท พุกผา เรียวเอสเตท จำกัด (มหาชน)
34	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์ จำกัด (มหาชน)
35	ROJNA	บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน)
36	SC	บริษัท เอสซี แอสเสท คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
37	SIRI	บริษัท แสตนลิริ จำกัด (มหาชน)
38	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)
39	STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
40	TICON	บริษัท ไทยคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)
41	TYONG	บริษัท ธนียง จำกัด จำกัด (มหาชน)
42	BANPU	บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน)
43	BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
44	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)
45	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)
46	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)
47	LANNA	บริษัท สวนนารีเซอร์สเซส จำกัด (มหาชน)
48	PTT	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
49	PTTAR	บริษัท ปตท. อะโรเมติกส์และการกลั่น จำกัด (มหาชน)
50	PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
51	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
52	TOP	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)
53	CPALL	บริษัท ซีพี ออยล์ จำกัด (มหาชน)
54	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ชั่น เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน)

ตารางผนวกที่ 1 (ต่อ)

ลำดับที่	ชื่อย่ออังกฤษ	ชื่อหลักทรัพย์
55	LOXLEY	บริษัท ล็อกซเลย์ จำกัด (มหาชน)
56	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน จำกัด (มหาชน)
57	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน)
58	BGH	บริษัท กรุงเทพอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
59	BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)
60	BEC	บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน)
61	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
62	MCOT	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)
63	BWG	บริษัท เบตเตอร์ เวิลด์ กรีน จำกัด (มหาชน)
64	ERAWAN	บริษัท ดี เอราวัณ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)
65	AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
66	BECL	บริษัท ทางด่วนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
67	PSL	บริษัท พรีเมียม ชิปปิ้ง จำกัด (มหาชน)
68	RCL	บริษัท อาร์ ซี แอล จำกัด (มหาชน)
69	THAI	บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)
70	TTA	บริษัท ไทรีเซนไทย เอเยนต์ชีส์ จำกัด (มหาชน)
71	CCET	บริษัท แคล-คอมพี อีเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
72	DELTA	บริษัท เดลต้า อีเลคทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
73	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
74	ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)
75	DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส จำกัด (มหาชน)
76	FORTH	บริษัท ฟอर्थ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
77	JAS	บริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
78	SAMART	บริษัท สามารตคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
79	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)
80	TRUE	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
81	TT&T	บริษัท ทีที แอนด์ที จำกัด (มหาชน)

## ประวัติการศึกษา และการทำงาน

ชื่อ –นามสกุล	นางสาวทิพย์วัลย์ ศรีพนม
วัน เดือน ปี ที่เกิด	วันที่ 22 เดือนธันวาคม พ.ศ. 2520
สถานที่เกิด	จังหวัดนครราชสีมา
ประวัติการศึกษา	บัญชีบัณฑิต สถาบันเทคโนโลยีราชมงคลวิทยาเขตภาคตะวันออกเฉียงเหนือ
ตำแหน่งปัจจุบัน	นักตรวจสอบภายใน สำนักงานอธิการบดี
สถานที่ทำงานปัจจุบัน	มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าพระนครเหนือ