

การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และอัตราส่วนกำไรต่อ  
ราคาตลาดสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาว ปิยนาด แก้วประเสริฐศิลป์

สถาบันวิทยบริการ

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

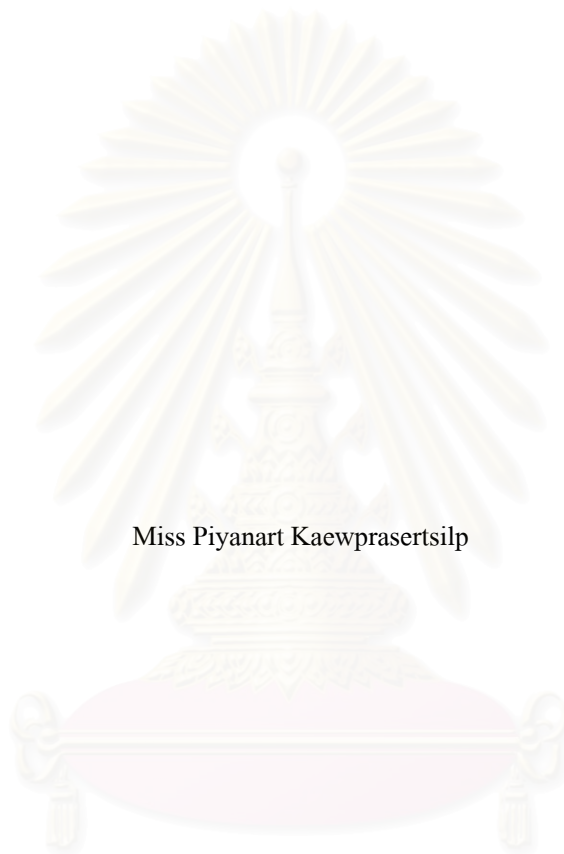
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-17-1607-9

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

PREDICTING EQUITY RISK PREMIUMS WITH DIVIDEND YIELDS AND EARNINGS YIELDS FOR  
LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND



Miss Piyanart Kaewprasertsilp

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance

Faculty of Commerce and Accountancy

Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-17-1607-9

หัวข้อวิทยานิพนธ์                      การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยอัตรา  
ผลตอบแทนจากเงินปันผล และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดสำหรับ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
โดย    นางสาวปิยนาด แก้วประเสริฐศิลป์  
สาขาวิชา                                      การเงิน  
อาจารย์ที่ปรึกษา                              อ. ดร. สันติ กิระนันท์

---

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้หัวข้อวิทยานิพนธ์  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร.พงศา พรชัยวิเศษกุล)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(อาจารย์ ดร.สันติ กิระนันท์)

..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภายนันท์)

ปิยนาด แก้วประเสริฐศิลป์ : การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วย  
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดสำหรับบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (PREDICTING EQUITY RISK PREMIUMS WITH  
DIVIDEND YIELDS AND EARNINGS YIELDS FOR LISTED COMPANIES IN THE  
STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อ. ที่ปรึกษา : อ. ดร. สันติ กิระนันท์, 38 หน้า.  
ISBN 974-171-607-9

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสามารถของคุณลักษณะของ  
หุ้นสามัญในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง คุณลักษณะของหุ้นสามัญนำมาศึกษา  
ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน  
ของผู้ถือหุ้น ขนาดสินทรัพย์ และค่าในอดีตของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงซึ่งคุณลักษณะ  
เหล่านี้สะท้อนโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน โดยข้อมูลที่น่ามา  
ศึกษา คือ ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2537 – พ.ศ. 2544 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
ประเทศไทย จำนวน 165 บริษัท

ผลการศึกษาพบว่า คุณลักษณะของหุ้นสามัญในอดีตที่มีอิทธิพลในการอธิบายอัตรา  
ผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง อัตราส่วนกำไร  
ต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ขณะที่  
คุณลักษณะอื่นในอดีต ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และขนาดสินทรัพย์ไม่  
สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเพื่อ  
ชดเชยความเสี่ยงเป็นผลมาจากโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิสิต.....

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

## 4482315726 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: EQUITY RISK PREMIUMS / DIVIDEND YIELDS / EARNINGS YIELDS

PIYANART KAEWPRASERTSILP : PREDICTING EQUITY RISK PREMIUMS WITH  
DIVIDEND YIELDS AND EARNINGS YIELDS FOR LISTED COMPANIES IN THE  
STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR : SANTI KIRANAND, D.B.A.,  
38 pp. ISBN 974-171-607-9.

The purpose of this study is to investigate the relationship between characteristics of common stock and equity risk premiums. The characteristics of common stock are dividend yields, earnings yields, debt to equity ratio, total asset, and lagged equity risk premiums. They represent growth opportunities, business risks and financial risks. The study uses samples based mainly on yearly data of 165 listed companies in the Stock Exchange of Thailand between 1994 and 2001.

The result of the study is found that the lagged characteristics of common stock, such as unexpected dividend yields, earnings yields, debt to equity ratio and equity risk premiums, can explain equity risk premiums while the other lagged characteristics, such as expected dividend yields and total asset can not explain significantly .The conclusion of the study is that equity risk premiums effect of growth opportunities, business risks and financial risks.

Department of Banking and Finance

Student's signature.....

Field of study Finance

Advisor's signature.....

Academic year 2002

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์ได้ด้วยความช่วยเหลืออย่างมากของ อาจารย์ ดร.สันติ กิระนันท์อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้สละเวลาให้คำแนะนำ ตลอดจนแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งขอขอบพระคุณ รศ. ดร.พงศา พรชัยวิเศษกุล ที่ได้สละเวลามาเป็นประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ และ อ. ดร. ธวัชชัย จิตรภักษ์นันท์ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้ให้คำแนะนำเพิ่มเติมอันเป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบคุณ คุณมงคล ตันติวิภาณุวงศ์ เจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน ที่ช่วยให้การทำงานเป็นไปอย่างราบรื่น รวมทั้งเพื่อน ๆ ในหลักสูตร ที่ให้กำลังใจและความช่วยเหลืออันเป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณพ่อและแม่ที่ได้ให้การสนับสนุนและให้กำลังใจผู้เขียนเสมอมา ประโยชน์อันเกิดจากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ขอมอบแด่ผู้มีพระคุณ และอาจารย์ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้แก่ผู้เขียน ส่วนข้อผิดพลาดในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

ปิยนาด แก้วประเสริฐศิลป์

มีนาคม 2546

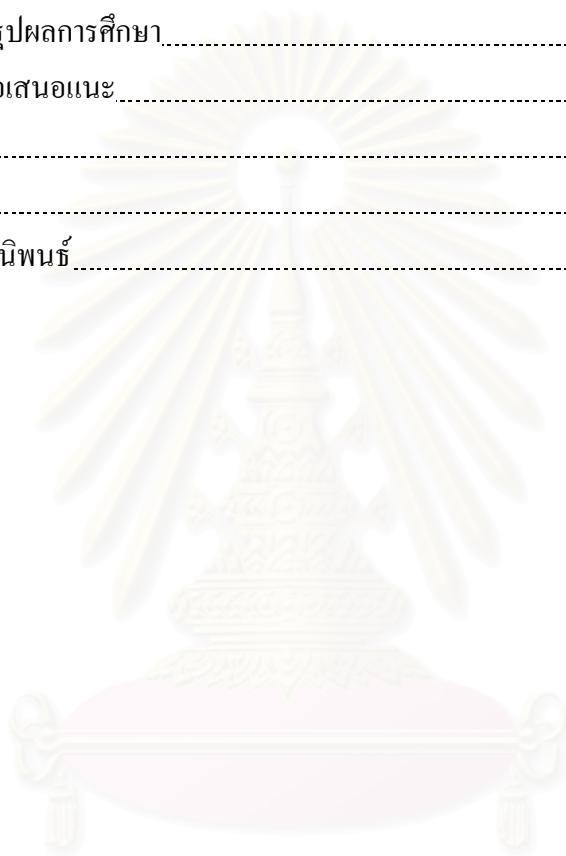
สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ญ
สารบัญภาพ.....	ฎ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
1.3 ขอบเขตการดำเนินงานวิจัย.....	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลงาน.....	3
2 คำนิยามที่เกี่ยวข้องและวรรณกรรมปริทัศน์.....	4
2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง.....	4
2.2 หลักการพื้นฐาน.....	5
2.3 งานวิจัยเกี่ยวกับข้อ.....	11
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.1 แหล่งข้อมูล.....	13
3.2 วิธีดำเนินการวิจัย.....	13
3.2.1 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล.....	13
3.2.2 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง.....	15
4 ผลการศึกษา.....	19
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....	19
4.2 ผลการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ.....	22
4.2.1 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล.....	23

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4.2.2 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง.....	25
5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....	29
5.1 สรุปผลการศึกษา.....	29
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	30
รายการอ้างอิง.....	31
ภาคผนวก.....	33
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	39



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
4.1 ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ สำหรับการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ในอนาคตสำหรับกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ร่วม.....	21
4.2 สมการถดถอยเพื่อการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล.....	25
4.3 สมการถดถอยเพื่อการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง.....	28
ผ.1 ระดับความล่าช้าของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจาก เงินปันผลที่คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2544 .....	35
ผ.2 ระดับความล่าช้าของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจาก เงินปันผลที่คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2539.....	36
ผ.3 ระดับความล่าช้าของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจาก เงินปันผลที่คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544 .....	37

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญญภาพ

ภาพประกอบ	หน้า
4.1 อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของบริษัทตัวอย่างที่ทำการศึกษา.....	20
4.2 อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทตัวอย่างที่ทำการศึกษา.....	20
4.3 อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดของบริษัทตัวอย่างที่ทำการศึกษา.....	20



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนของนักลงทุนย่อมต้องพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทน สำหรับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการอาจแบ่งได้เป็น 3 ส่วน อัตราผลตอบแทนจริงหรืออัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงโดยสมบูรณ์ (Real Risk-Free Rate) อัตราผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยงที่ปรับอัตราเงินเฟ้อ (Nominal Risk-Free Rate) และอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุน (Equity Risk Premiums) ซึ่งผู้ลงทุนจะใช้อัตราผลตอบแทนที่ต้องการเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ และ (หรือ) เปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ๆ โดยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะต่างกันไปตามชนิดหลักทรัพย์ที่ลงทุน อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกู้ ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับจากการลงทุนตลอดระยะเวลาที่ครอบครองกรรมสิทธิ์หรือถือครอง (Current Yields) และอัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นกู้ (Capital Gains(Losses)) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตั๋วเงินคลังจะได้รับในรูปของส่วนต่างของจำนวนเงินที่จะได้รับเมื่อถือตั๋วเงินคลังนั้นไว้จนครบกำหนดชำระ (ราคาตรา หรือ ราคาที่กำหนดไว้หน้าตั๋ว) กับราคาซื้อ ซึ่งเรียกว่า “ส่วนลด” และอัตราผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ ก็จะแบ่งได้อีกเป็น 4 ประเภท ได้แก่ เงินสดปันผล การให้สิทธิผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นเพิ่มทุน การแตกหุ้น จ่ายหุ้นปันผล โดยในการศึกษานี้เน้นศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่มีการจ่ายเงินสดปันผล

อย่างไรก็ดี การลงทุนและอัตราผลตอบแทนมีความไม่แน่นอน ซึ่งเกิดได้จากหลายสาเหตุ ได้แก่ ความเสี่ยงของธุรกิจ (Business Risk) ความเสี่ยงเกี่ยวกับฐานะการเงิน (Financial Risk) และความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องของหลักทรัพย์ (Liquidity Risk) ซึ่งจะกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน ด้วยเหตุนี้จึงมีคนที่ให้ความสำคัญกับการหาค่าของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง เพราะค่าของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) เป็นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนเรียกร้องเพื่อชดเชยสถานภาพความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากผลตอบแทนที่พึงได้ ภายใต้สถานะที่ปราศจากความเสี่ยงอันเนื่องจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือเป็นแรงจูงใจพื้นฐานของการลงทุนในตลาดหุ้น เนื่องจากเป็นส่วนที่ได้รับเพิ่มจากอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงในกรณีที่นักลงทุนลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง ถ้าความเสี่ยงสูงขึ้น ค่าชดเชยความเสี่ยงก็ย่อมสูงขึ้นด้วย แต่ถ้าความเสี่ยงต่ำลง ค่าชดเชยความเสี่ยงก็ย่อมจะต่ำลงด้วย

มีหลายแนวคิดที่แตกต่างกันไปในการพยากรณ์ค่าของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง จากอัตราส่วนทางการเงินต่าง ๆ อาทิ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อัตราการเปลี่ยนแปลง

ราคาของหลักทรัพย์ เมื่อทราบค่าอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอาจจะทำให้นักลงทุนใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทอื่น ๆ และเลือกการลงทุนที่เหมาะสมได้ นอกจากนี้ก็ยังมีหลายงานวิจัยที่ทำการศึกษเกี่ยวกับการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยตัวแปรทางเศรษฐกิจต่าง ๆ และอัตราส่วนทางการเงิน อาทิเช่น ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร รวมทั้งอัตราผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์

## 1.2 วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาความสามารถของคุณลักษณะของหุ้นสามัญ (Characteristics of Common Stock) ในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums)

### 1.3 ขอบเขตการดำเนินงานวิจัย

ในการศึกษานี้จะแบ่งออกเป็นสองส่วนใหญ่ ๆ คือส่วนแรกจะศึกษาถึงปัจจัยที่อธิบายอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ปัจจัยที่ศึกษาประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด และมูลค่าสินทรัพย์รวม โดยนำผลที่ได้รับจากการศึกษาในส่วนแรก คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังเป็นปัจจัยหนึ่งในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างคุณลักษณะของหุ้นสามัญกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ปัจจัยที่ศึกษาในส่วนที่สองประกอบด้วย ค่าในอดีตของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญ และมูลค่าสินทรัพย์รวม โดยข้อมูลที่นำมาศึกษา คือข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2537 – พ.ศ. 2544 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 165 บริษัท จากฐานข้อมูล Data Stream และ I - SIM จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการทดสอบครั้งนี้จะแบ่งการทดสอบออกเป็นช่วงระยะเวลาการศึกษาได้แก่ พ.ศ.2537-2539 พ.ศ.2541-2544 และพ.ศ.2537-2544 เพื่อศึกษาว่าช่วงเวลาของภาวะเศรษฐกิจมีผลต่อการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ดังที่การศึกษาของ Goyal A. and Welch I. (2002) พบว่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงลดลงเมื่อเทียบกับอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดที่มีความสามารถในการพยากรณ์เพิ่มขึ้น ในช่วงสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ

#### 1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเป็นผลมาจากโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน โดยการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอาจจะทำให้นักลงทุนใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทอื่น ๆ และเลือกการลงทุนที่เหมาะสมได้

#### 1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลงาน

เนื้อหาของวิทยานิพนธ์เล่มนี้สามารถสรุปได้ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมา และความสำคัญของปัญหาของการศึกษาวัตถุประสงค์ของการศึกษา ขอบเขตการศึกษา และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

บทที่ 2 กล่าวถึง คำนิยามที่ใช้ในการศึกษา หลักการพื้นฐาน รวมถึงเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาการพยากรณ์อัตราผลตอบแทน และอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

บทที่ 3 กล่าวถึง แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา สมมติฐานการศึกษา

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการศึกษาการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปของการศึกษา รวมถึงข้อเสนอแนะเกี่ยวกับงานศึกษาที่ควรจะทำการศึกษาต่อไป

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 2

### คำนิยามที่เกี่ยวข้อง หลักการพื้นฐาน และวรรณกรรมปริทรรศน์

#### 2.1 คำนิยามที่เกี่ยวข้อง

1. อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ต้องการเพิ่มขึ้นจากผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยงโดยคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังกับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

2. ผลตอบแทน (Return) หมายถึง ดอกผลทั้งสิ้นที่ได้รับจากหลักทรัพย์ที่ได้ลงทุนตลอดระยะเวลาหนึ่งของผู้ลงทุนครอบคลุมกรรมสิทธิ์หรือถือครองหลักทรัพย์นั้น (เรียกว่า รายได้ปัจจุบัน) รวมทั้งมูลค่าส่วนเพิ่มของราคาตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสุดท้ายของระยะเวลาลงทุนที่สูงกว่าราคาทุนที่ซื้อหลักทรัพย์นั้น (เรียกว่า ส่วนเกินทุน)

3. ราคา (Price) หมายถึง จำนวนเงินที่ผู้ลงทุนพิจารณาว่าเหมาะสมต่อการซื้อขายหรือถือหุ้นหรือไม่ ในการวิเคราะห์คุณภาพของหุ้น ราคาหุ้นต้องนำมาวิเคราะห์ร่วมกับผลการดำเนินงานอันได้แก่ กำไรต่อหุ้น การจ่ายเงินปันผล หรือข้อมูลอื่น ๆ อีกหลายประการ ดังนั้นราคาจึงเป็นเพียงตัวกำหนดหนึ่งที่ประกอบการตัดสินใจเบื้องต้น

4. เงินปันผล (Dividend) หมายถึง ส่วนของกำไรที่บริษัท (หรือกองทุนรวม) แบ่งจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิ (หรือผู้ถือหุ้นย่อยลงทุน) ตามสิทธิของแต่ละหุ้น เงินปันผลแก่หุ้นบุริมสิทธิมักกำหนดไว้ตายตัวเป็นร้อยละของราคาหุ้นที่ตราไว้ แต่เงินปันผลของหุ้นสามัญ (หรือหุ้นย่อยลงทุน) จะมากหรือน้อยเปลี่ยนแปลงไปตามผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละปี คณะกรรมการบริษัทจะประกาศจ่ายปันผลแก่หุ้นสามัญเป็นคราวๆ ไป การปันผลอาจจ่ายเป็นเงินสดหรือหุ้นก็ได้

5. อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yields) หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เทียบกับราคาหุ้น ซึ่งถ้าหากหุ้นตัวใดมี Dividend Yields สูง อาจได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนมากกว่า เนื่องจากให้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลมากกว่า ซึ่งสามารถเปรียบเทียบระหว่างหุ้นแต่ละตัวได้ว่าตัวใดน่าสนใจมากกว่ากัน

$$\text{อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล} = \frac{\text{เงินปันจ่ายผลต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}$$

6. อัตราส่วนกำไรต่อราคา (Earnings Yields) เป็นตัวหนึ่งในการวัดอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน

$$\text{อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด} = \frac{\text{กำไรต่อหุ้นของกิจการ}}{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}$$

## 2.2 หลักการพื้นฐาน

ตัวแปรที่สำคัญในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญไม่ว่าจะเป็นกรณีตัวแบบเงินปันผล กรณีตัวแบบราคาต่อกำไร คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับจากการลงทุนในหุ้นสามัญตามหลักการโดยทั่วไปถือว่าผู้ลงทุนเป็นผู้ไม่ชอบความเสี่ยง หากการลงทุนใดมีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้น กล่าวคือ ความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกตามทฤษฎีของ Markowitz กล่าวว่่านักลงทุนต้องการความเสี่ยงที่ต่ำที่สุด ณ ระดับอัตราผลตอบแทนหนึ่ง หรือต้องการอัตราผลตอบแทนสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้นถ้าหากมีโอกาสที่การเงินจะไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ เนื่องจากนักลงทุนเป็นผู้กลัวความเสี่ยง

ความกลัวความเสี่ยง (Risk Aversion) มาจากแนวคิดของอัตราส่วนเพิ่มที่ลดลงของการใช้ประโยชน์ของเงิน (Diminishing Marginal Utility of Money) การเพิ่มขึ้นที่เท่ากันของความมั่งคั่ง การใช้ประโยชน์ของนักลงทุนจะเพิ่มขึ้นในจำนวนที่น้อยกว่าการเพิ่มขึ้นของความมั่งคั่ง เช่นในสถานการณ์ที่นักลงทุนมีทางเลือกทั้งที่มีความเสี่ยง และไม่มีความเสี่ยง การลงทุนทั้งสองให้อัตราผลตอบแทนที่เท่ากัน แต่นักลงทุนที่กลัวความเสี่ยงจะรู้สึกว่าจะต่างกันแม้ว่าผลลัพธ์จะเท่ากัน แต่นักลงทุนจะได้รับความเดือดร้อนเมื่อขาดทุนมากกว่าเมื่อได้กำไร

### ชนิดของความเสี่ยง

ความเสี่ยง คือ ผลลัพธ์ที่ออกมาตรงกันข้ามกับการลงทุนที่คาดไว้ ความเสี่ยงมีหลายชนิด ได้แก่

1. ความเสี่ยงเรื่องอำนาจในการซื้อ (Purchasing power risk) คือ การที่นักลงทุนคาดว่าเงินที่มีจะสามารถซื้อของได้น้อยลงในอนาคต ความเสี่ยงชนิดนี้นักลงทุนจึงต้องการเงินเพื่อมาชดเชย ซึ่งก็มีความเสี่ยงที่เงินเฟ้อในอนาคตจะต่ำกว่าความเสี่ยงจากอำนาจในการซื้อซึ่งสะท้อนถึงเงินเพื่อทำให้มูลค่าเงินลดลง

2. ความเสี่ยงทางธุรกิจ (Business risk) ในบางกรณีมีความเป็นไปได้ว่ากระแสเงินสดจากการลงทุนจะไม่เพียงพอต่อความเสี่ยงทางธุรกิจ ซึ่งความเสี่ยงทางธุรกิจกำหนดจากชนิดของโครงการ การบริหารงานของโครงการและตลาดที่โครงการนั้นเกี่ยวข้อง ความเสี่ยงทางธุรกิจแบ่งเป็น 2 ส่วน

- 2.1 การบริหาร ได้แก่ สภาพแวดล้อมในการดำเนินงานที่ดี อัตราการเช่าคงที่ การบำรุงรักษาทรัพย์สิน การซ่อมแซมโครงสร้าง และการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานซึ่งเป็นตัวแปรหลักในการบริหาร

## 2.2 การเปลี่ยนแปลงทางตลาด ได้แก่ คู่แข่งรายใหม่ หรือมีการเปลี่ยนแปลงในลักษณะของประชากรในท้องถิ่น

3. ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk) คือ การใช้ส่วนของหนี้ในการจัดหาเงินมาลงทุนในทรัพย์สินจะทำให้มีความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) สูงขึ้นหรืออาจกล่าวได้ว่า ความเสี่ยงทางการเงินเกิดจากการที่กำไรจากการดำเนินงานสุทธิจากโครงการไม่สามารถครอบคลุมหนี้ได้ ดังนั้นสัดส่วนการลงทุนที่มีหนี้้น้อยกว่า ก็จะมีความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำกว่า หากผู้ให้กู้เสนออัตราดอกเบี้ยให้หลากหลายก็จะมีผลต่อความเสี่ยงทางการเงิน ถ้าอัตราดอกเบี้ยตลาดสูงขึ้นหนี้ที่มีอัตราที่ไม่ได้กำหนดไว้ก็จะสูงขึ้นด้วย ซึ่งหนี้ที่เพิ่มขึ้นนี้อาจทำให้กำไรจากการดำเนินงานสุทธิไม่พอที่จะครอบคลุมความเสี่ยง ดังนั้นโครงการที่มีอัตราที่ไม่ได้กำหนดไว้จะทำให้ผู้กู้ยืมมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น

4. ความเสี่ยงจากสภาพคล่อง (Liquidity risk) นักลงทุนต้องการที่จะขายได้เร็วในราคาที่ไม่ต่ำไปกว่ามูลค่าตลาด ความเสี่ยงจากสภาพคล่องเกี่ยวกับการที่นักลงทุนไม่สามารถขายได้เร็วหรือหากขายได้เร็วก็ต้องขายได้ในราคาที่ต่ำ ซึ่งการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์เป็นการลงทุนในทรัพย์สินที่ไม่ค่อยมีสภาพคล่องหากไม่มีการลดราคา (เปลี่ยนเป็นเงินสดได้ยาก)

### นโยบายเงินปันผล

การกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจจะเป็นการตัดสินใจระหว่างการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่น่าพอใจกับการนำเงินดังกล่าวเพื่อไปลงทุนเพิ่มในกิจการเป็นแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) เพื่อสร้างความเจริญเติบโตแก่กิจการในระยะยาว การกระทำทั้ง 2 ประการเป็นความขัดแย้งกัน คือ ถ้ามีการจ่ายเงินปันผลมากจะมีผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของกิจการกลุ่มหนึ่งพอใจเพราะทำให้เขาได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่เห็นได้เป็นตัวเงินระยะสั้น คือ เงินปันผล ในขณะที่เดียวกันจะมีผู้ถือหุ้นอีกกลุ่มหนึ่งที่ไม่พอใจ ซึ่งผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้เป็นผู้ที่ยังไม่ต้องการเงินปันผลในปัจจุบันแต่ปรารถนาให้กิจการมีการขยายตัวเติบโตมากขึ้น ด้วยการสะสมกำไรไว้ลงทุนเพิ่มเติมเพื่อขยายกิจการและก่อให้เกิดมูลค่าของกิจการสูงสุด ราคาหุ้นที่ลงทุนไว้ก็จะเพิ่มขึ้นตามมูลค่าของกิจการที่เพิ่มขึ้นด้วย



## ทฤษฎีความพอใจของผู้ลงทุน (Dividend Policy)<sup>1</sup>

### 1. Dividend Irrelevance Theory

Miller, H. M. and Modigliani, F. (M&M) กล่าวว่า นโยบายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นหรือค่าของทุนของบริษัททั้งนี้เพราะมูลค่าของบริษัทขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไร (Earning Power) และความเสี่ยงของบริษัท มูลค่าของบริษัทจึงขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์ เมื่อบริษัทจ่ายปันผลเท่าใด ก็จัดหาเงินทุนโดยออกหุ้นใหม่ได้ในจำนวนเท่ากัน โดยมีข้อสมมติว่า 1) ไม่มีภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและภาษีเงินได้นิติบุคคล 2) ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหุ้น 3) ผู้ลงทุนไม่เห็นความแตกต่างของเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้น 4) นโยบายการลงทุนเป็นอิสระจากนโยบายเงินปันผล 5) ผู้ลงทุนและผู้จัดการบริษัทมีข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสการลงทุนในอนาคตที่เหมือนกัน

### 2. The Bird in the hand Theory

Lintner, J. and Gordon, J. M. กล่าวว่า อัตราผลตอบแทนที่เจ้าของต้องการ ( $K_s$ ) จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลลดลง เพราะรายได้จากเงินปันผลเป็นสิ่งที่แน่นอนกว่ารายได้จากอัตราผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นที่คาดว่าจะได้รับจากการนำรายได้ที่เก็บไว้ไปลงทุน (ผู้ลงทุนให้จำนวนเงินที่ได้จากเงินปันผลมีคุณค่ามากกว่าจำนวนเงินที่ได้จากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เพราะ อัตราส่วนเงินปันผลต่อราคาตลาด ( $D_1/P_0$ ) มีความเสี่ยงน้อยกว่า อัตราการเติบโต (Growth :  $g$ ) ในสมการอัตราผลตอบแทน  $K_s = D_1/P_0 + g$ )

### 3. Tax Preference Theory

Litzenberger and Ramaswamy กล่าวว่า ถ้าอัตราภาษีเงินได้จากเงินปันผลและภาษีเงินได้จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่างกัน เช่น ภาษีเงินได้จากเงินปันผลมีอัตราสูงกว่าภาษีเงินได้จากอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ทำให้ผู้ลงทุนอาจจะต้องการให้เก็บกำไรไว้ลงทุนต่อซึ่งนอกจากจ่ายภาษีต่ำกว่าแล้ว ยังไม่ต้องจ่ายในวันนี้ ซึ่งจะเป็นผลดีกว่า

<sup>1</sup> ทศนีย์ ตันทวุฒ โฒ, การบริหารการเงิน

## ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผล

### 1. ความสามารถในการทำกำไรของโครงการลงทุนใหม่ ๆ ของกิจการ

ในกรณีที่ธุรกิจยังไม่มีโครงการลงทุนใด ๆ หรือยังไม่มียุทธศาสตร์การลงทุนใด ๆ ของกิจการ ธุรกิจก็สามารถใช้เงินกำไรจ่ายออกในรูปแบบเงินปันผลได้เต็มที่ แต่ในกรณีที่ธุรกิจมีโครงการลงทุนในอนาคตก็ควรจะเก็บเงินกำไรไว้ใช้สำหรับโครงการลงทุนนั้น ๆ ดีกว่าการจ่ายเงินปันผล เมื่อถึงเวลาลงทุน ธุรกิจก็ต้องไปหาเงินลงทุนจากภายนอก เช่น การกู้ยืม ออกหุ้นกู้ หุ้นสามัญใหม่ การที่ธุรกิจต้องหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเพื่อใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่นั้นมีข้อเสีย 2 ประการ คือ ก่อให้เกิดความไม่พอใจแก่ผู้ถือหุ้นที่ต้องการได้รับกำไรส่วนเกินมูลค่าหุ้นมากกว่าเงินปันผล ผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้ต้องการเห็นการเติบโตของธุรกิจและสนับสนุนการนำกำไรสะสมไปลงทุน และการหาเงินทุนจากภายนอกจะเสียค่าใช้จ่าย เช่น ค่าใช้จ่ายในการออกหุ้น ค่าธรรมเนียม ค่านายหน้าในการขายหุ้น ค่าประกันการขาย

### 2. ภาษี

ภาษีที่เกี่ยวข้อง คือ

#### - ภาษีเงินได้ของผู้ถือหุ้น

การที่ผู้ถือหุ้นได้รับเงินปันผลหรือส่วนเกินมูลค่าหุ้นจากการขายหุ้นจะต้องเสียภาษีเงินได้จากเงินปันผลในอัตราที่สูงเพื่อเป็นการจูงใจให้มีการสะสมเงินทุนเพื่อประโยชน์ในการลงทุนต่อ ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นไม่ต้องการเงินปันผลเพราะต้องเสียภาษีในอัตราสูง ธุรกิจก็อาจจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ ดังนั้นการเก็บภาษีจากเงินปันผลและกำไรจากการขายหุ้นในอัตราเท่ากันจะทำให้การจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมหรือจากแหล่งเงินทุนภายในไม่ได้รับประโยชน์ทางด้านภาษี กรณีนี้จะทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการจ่ายในอัตราสูงกว่ากรณีแรกและจะทำให้กิจการหันไปใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกมากขึ้น

#### - ภาษี / ค่าปรับที่เก็บจากการสะสมทุนมากเกินไปของบริษัท

ในบางกรณีธุรกิจไม่มีการจ่ายเงินปันผล ขณะเดียวกันก็ไม่มีโครงการลงทุนที่น่าสนใจและสามารถทำกำไรได้ ในกรณีนี้ธุรกิจจะดำรงเงินทุนอยู่ในรูปของเงินสดหรือสินทรัพย์ใกล้เคียงเงินสด เช่น เงินฝากธนาคาร ตัวเงินคลังที่มีปริมาณมากเกินไปเกินความต้องการสำหรับใช้เป็นสภาพคล่องของตน

- ภาษีนิติบุคคล

เนื่องจากการจัดหาเงินทุนจากภายนอกด้วยการกู้ยืมก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการในด้านภาษี คือ ดอกเบี้ยจ่ายสำหรับเงินกู้สามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายก่อนคำนวณภาษีได้ ประโยชน์ที่ได้รับในกรณีนี้จะทำให้ธุรกิจนิยมหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกโดยการก่อหนี้เพิ่มขึ้น กำไรสุทธิของธุรกิจจึงไม่ถูกสะสมเพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุน แต่จะจ่ายคืนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบเงินปันผล

3. ข้อตกลงของธุรกิจกับบุคคลภายนอกเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

ในบางกรณีเจ้าหน้าที่ของกิจการหรือผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิมีข้อตกลงกับกิจการว่าจะห้ามการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลาหนึ่งซึ่งธุรกิจเริ่มฟื้นตัว มิฉะนั้นเจ้าหน้าที่จะไม่ยอมให้ธุรกิจกู้ยืม หรือธุรกิจจะจ่ายปันผลได้ก็ต่อเมื่อได้จ่ายดอกเบี้ยตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิแล้ว

4. สภาพคล่องของธุรกิจ

ถ้าธุรกิจมีสภาพคล่องมากเกินไป ความจำเป็น ธุรกิจก็ควรนำเงินนั้นมาจ่ายปันผลคืนแก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง เช่น เงินสด หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำ ธุรกิจควรนำเงินส่วนเกินของตนมาจ่ายปันผลหรือไถ่ถอนหนี้สินของตนจะเป็นประโยชน์กว่าในกรณีที่ธุรกิจไม่มีโครงการลงทุนใด ๆ ในอนาคตอันใกล้

5. ต้นทุนการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก (เทียบกับต้นทุนการจ่ายเงินปันผล)

ถ้าการหาเงินทุนจากภายนอกเสียต้นทุนสูง เช่น ต้องเสียค่าประกันการขายหลักทรัพย์ ค่าธรรมเนียมการขาย ค่านายหน้า ฯลฯ ธุรกิจมีแนวโน้มที่จะใช้เงินทุนภายในมากกว่า ดังนั้นจะเป็นสาเหตุให้มีการจ่ายปันผลในอัตราต่ำ ในขณะที่เดียวกันก็จะต้องคำนึงถึงต้นทุนที่เกิดจากการจ่ายปันผลด้วย เช่น ค่าบันทึกบัญชี ค่าไปรษณีย์ แต่ค่าใช้จ่ายเหล่านี้จะไม่มากกว่าค่าใช้จ่ายในการหาเงินทุนจากภายนอกอยู่แล้ว

6. ข้อกำหนดตามกฎหมายเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

ตามกฎหมายเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะจ่ายเงินปันผลได้ก็ต่อเมื่อมีกำไรสะสมแล้วจะต้องจัดสรรกำไร 5 % ของกำไรสุทธิประจำปีเป็นทุนสำรองตามกฎหมาย จากนั้นบริษัทจึงสามารถนำกำไรสุทธิประจำปีทั้งสิ้น (ส่วนที่เหลือ) ไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้ ในบางกรณีกฎหมายอาจห้ามการจ่ายเงินปันผลถ้ากิจการมีฐานะไม่มั่นคงหรือห้ามผู้ลงทุนขอถอนหุ้นที่ได้ลงทุนไว้ในระยะแรกตั้งของธุรกิจ เป็นต้น กฎหมายของแต่ละประเทศจึงเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดนโยบายปันผลแต่ละบริษัท

## 7. อำนาจการควบคุมกิจการ

การหาแหล่งเงินทุนระยะยาวของธุรกิจสามารถกระทำได้ทั้งจากการก่อหนี้ ออกหุ้นสามัญ จากแหล่งภายใน คือ กำไรสะสมหลังจากจัดสรร ในแต่ละวิธีจะมีข้อดีและข้อเสียของตนเอง คือ การก่อหนี้ทำให้ธุรกิจมีภาระการจ่ายดอกเบี้ยและมีความเสี่ยงทางการเงินสูงขึ้น แต่อำนาจการควบคุมกิจการของผู้ถือหุ้นไม่เปลี่ยนแปลงถ้าไม่มีข้อตกลงระหว่างบริษัทกับเจ้าหนี้ในเรื่องการบริหารงาน ในขณะที่การออกหุ้นสามัญจะทำให้อำนาจการควบคุมบริหารงานของกิจการต้องเปลี่ยนแปลงไปตามสัดส่วนการถือหุ้น ทำให้กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมต้องสูญเสียอำนาจบริหารและในขณะเดียวกันก็ไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินด้วย ดังนั้นถ้าผู้บริหารต้องการรักษาอำนาจการควบคุมจะมี 2 แนวทางในการหาแหล่งเงินทุน คือ จะใช้แหล่งเงินทุนระยะยาวจากการกู้ยืมหรือจากกำไรสะสม ซึ่งถ้าผู้บริหารเลือกใช้กำไรสะสม กิจการนั้นก็จะต้องจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำเพื่อสะสมทุนไว้ในรูปของกำไรสะสมเพื่อลงทุนต่อไป

## 8. ความต้องการในการได้ถอนหนี้สิน

แหล่งที่มาของเงินในการได้ถอนหนี้สินของกิจการเมื่อครบกำหนด ได้แก่ การได้ถอนหนี้สินด้วยการขายสินทรัพย์บางตัวหรือก่อหนี้ใหม่มาชำระหนี้เดิม และการใช้กำไรสะสมไปได้ถอนหนี้ในช่วงเวลาที่หนี้ครบกำหนด และการที่ผู้บริหารกิจการตัดสินใจที่จะได้ถอนหนี้สินนั้น โดยใช้กำไรสะสมจะส่งผลกระทบต่อจ่ายเงินปันผลในปีนั้น

## 9. ความสม่ำเสมอของการทำกำไรของกิจการ

กิจการที่มีระดับการทำกำไรที่สม่ำเสมอจะเป็นประโยชน์ในการพยากรณ์การทำกำไรในอนาคต และทำให้ค่าความคลาดเคลื่อนจากการพยากรณ์อยู่ในระดับต่ำ อันจะส่งผลให้กิจการสามารถจ่ายเงินปันผลด้วยอัตราที่คงที่เมื่อเปรียบเทียบกับกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ไม่แน่นอน โดยพบว่ากิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ไม่แน่นอนจะมีรูปแบบการจ่ายเงินปันผลที่ไม่แน่นอนด้วย

## 10. ความสามารถในการเข้าร่วมในตลาดทุน

ธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีชื่อเสียงและมีความสม่ำเสมอในการทำกำไรมีโอกาสในการเข้าร่วมในตลาดทุนด้วยการขอกู้ยืมหรือขายหุ้นสามัญของบริษัทง่าย ดังนั้นเมื่อกิจการต้องการเงินทุนระยะยาว กิจการประเภทนี้สามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงเทียบกับธุรกิจขนาดเล็กถึงปานกลางหรือธุรกิจแรกตั้งที่มีความสามารถในการเข้าร่วมตลาดทุนจำกัด จึงต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) ธุรกิจประเภทนี้จึงต้องมีการสะสมทุนมากส่งผลให้มีการจ่ายปันผลจำกัด

### 2.3 วรรณกรรมปริทัศน์

ในงานศึกษาที่ผ่านมาให้ผลการศึกษาว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถบอกการคาดการณ์ของ บริษัทในอนาคตและส่งสัญญาณบางอย่างแก่ผู้ถือหุ้น โดยให้หลักฐานอธิบายผลการศึกษาดัง ๓ อัน ได้แก่ Lintner, J. (1956) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า ผู้บริหารจะเพิ่มเงินปันผลก็ต่อเมื่อรายได้ของบริษัทมีการ เพิ่มขึ้นอย่างแน่นอนหรือผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จะเกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) และการลดการจ่ายเงินปันผลนั้นอาจจะเป็นการส่งสัญญาณบางอย่างที่ไม่ดีให้กับนักลงทุน และงานของ Joseph, A. and Swary, I. (1980) ที่อธิบายว่า ตลาดทุน (Capital Market) จะตอบสนอง ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งสามารถสนับสนุนข้อสมมติฐาน Information Content หรือ กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่จ่ายในไตรมาสจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลดำเนินงานของ บริษัทในไตรมาสนั้น และนอกจากนี้พบว่าราคาหุ้นจะปรับตัวไปตามการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนไป ส่วนงานของ Miller, H. M. and Modigliani, F. (1961) อธิบายว่า เงินปันผลสามารถบอกถึงข้อมูล ของกระแสเงินสดในอนาคตได้ก็ต่อเมื่อตลาดเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ งานของ Penman and Stephen, H. (1983) อธิบายว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลและรายได้จากการพยากรณ์ (Earnings Forecasts) สามารถบอกข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของบริษัทในอนาคตและพบว่ารายได้จากการพยากรณ์ มีข้อมูลที่ให้ออกมาแก่ตลาดเกี่ยวกับกำไรในอนาคตของบริษัทได้ดีกว่าการประกาศจ่ายเงินปันผล แต่ผลการศึกษานี้ก็มีข้อบกพร่องเกี่ยวกับข้อมูลที่ใช้ กล่าวคือจะใช้เฉพาะข้อมูลของบริษัทที่จ่ายเงิน ปันผลสม่ำเสมอโดยตัดบริษัทที่เริ่มจ่ายกับงดจ่ายเงินปันผลออกไป ทำให้การศึกษาแสดงถึงส่วน ของ well Established Firm เท่านั้น

จากการศึกษาที่พบว่าการจ่ายเงินปันผลและอัตรากำไรสามารถบอกการคาดการณ์ของ บริษัทในอนาคตและส่งสัญญาณแก่ผู้ถือหุ้น ทำให้มีหลายงานศึกษานำอัตรการจ่ายเงินปันผลและ อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดซึ่งเป็นตัวหนึ่ง ๆ ที่บอกคุณภาพในการทำกำไรของบริษัทมาพยากรณ์ อัตราผลตอบแทนและอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง โดยบางงานศึกษากล่าวว่ามี ความสามารถในการพยากรณ์ในระยะสั้น อัน ได้แก่ งานของ Lamount, O. (1998) พบว่าอัตรการ จ่ายเงินปันผลช่วยพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพราะทั้งเงินปันผลและกำไรระบุความสามารถในการ พยากรณ์อย่างเด่นชัดโดยเฉพาะในระยะสั้น แต่ในระยะยาวไม่สามารถพยากรณ์ได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก ช่วงกลางปี 1990 ราคาหุ้นมันสูงมากกว่าราคาที่เคยเป็น เงินปันผลสามารถบอกข้อมูลของ ผลตอบแทนในอนาคตได้ เพราะเงินปันผลช่วยวัดมูลค่าของเงินปันผลในอนาคตขณะที่กำไรก็ สามารถบอกข้อมูลได้เพราะตัวกำไรมีความสัมพันธ์กับสถานะของธุรกิจและจากผลการทดสอบ สมการถดถอยพบว่าอัตรการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวพยากรณ์ที่ดีกว่าอัตรกำไรตอบแทน

แต่บางงานศึกษากล่าว่ามีความสามารถในการพยากรณ์ในระยะยาว กล่าวคือยิ่งเวลานานขึ้นจะทำให้ความสามารถในการอธิบายดีขึ้นได้แก่ งานของ Fama and French (1988) อธิบายว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสามารถพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของ NYSE Index ได้และมีความสามารถในการพยากรณ์จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการเพิ่มช่วงระยะเวลาจาก 1 เดือนเป็น 4 ปี และพบว่าค่า  $R^2$  เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 19% เป็น 64% และงานของ Flood, Hodrick, and Kaplan (1987) and Campbell and Shiller (1988) อธิบายผลใกล้เคียงกันแม้จะใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยกล่าวว่า ส่วนประกอบของอัตราผลตอบแทนในอดีตและปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์สามารถพยากรณ์อัตราผลตอบแทนในระยะยาวได้ และงานของ Ibbotson and Sinquefeld อธิบายว่าอัตราผลตอบแทนในอดีตเป็นตัวชี้หน้าที่ดีสำหรับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตโดยการพยากรณ์ในระยะเวลาด้านจะเพิ่มค่าความผิดพลาด และงานของ Roger, G. and Ibbotson. (2000) กล่าวว่าถ้าเป็นการพยากรณ์ในระยะยาว ค่าความผิดพลาดในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงจะลดลงโดยใช้ข้อมูลของราคาแต่ละหลักทรัพย์และเงินปันผลตลอดช่วงปี 1815 ถึงปี 1925

และในบางงานศึกษาพบว่าไม่มีความสามารถในการพยากรณ์ได้ อันได้แก่ งานของ Chan, S. et al. (2000) อธิบายว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลพยากรณ์อัตราผลตอบแทนได้ไม่แม่นยำแม้ว่าเขาจะตัดบริษัทที่ไม่มีเงินปันผลออกไปและพบว่าตั้งแต่ปี ค.ศ. 1980 ถึง ค.ศ. 1999 ค่าสัมประสิทธิ์จากการทดสอบสมการถดถอยเริ่มกลับมาติดลบ แสดงให้เห็นว่าในช่วงเวลาดังกล่าวทั้ง 2 ตัวแปรมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงกันข้ามและกล่าวว่า ความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีค่าลดลงเมื่อเทียบกับการศึกษาที่ผ่าน ๆ มา เนื่องจากในขณะที่มูลค่าตลาดของหุ้นจำนวนมากเพิ่มขึ้น แต่บริษัทจำนวนมากไม่มีการจ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลน้อยมาก อันเป็นสาเหตุให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของตลาดลดลงมากจนกระทั่งลดประสิทธิภาพการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลลง และงานของวนิดา อธิการยานัน ศิริวรรณ ฉันทรัตนารักษ์ และพนิดา สมส่งสกุล (2535) ทำการศึกษาความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ตัวแปรอิสระ 7 ตัวแปร ได้แก่ ดัชนีการลงทุน อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างประเทศ ค่าชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ผลตอบแทน จากกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กที่สุดและอัตราผลตอบแทนของตลาด ในช่วงปี พ.ศ. 2529 - พ.ศ. 2534 พบว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็ก อัตราดอกเบี้ยกู้ยืมระหว่างธนาคาร และอัตราผลตอบแทนของตลาดช่วงก่อนสามารถพยากรณ์ผลตอบแทนได้ดีตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา ขณะที่ดัชนีการลงทุน ค่าชดเชยความเสี่ยง และอัตราเงินเฟ้อ มีความสามารถในการพยากรณ์ผลตอบแทนได้บางช่วงเวลาเท่านั้น ส่วนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ได้เลยตลอดช่วงการศึกษา

### บทที่ 3

#### วิธีดำเนินการวิจัย

##### 3.1 แหล่งข้อมูล

ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2544 ของของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จำนวน 165 บริษัท ประกอบด้วยข้อมูลอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) อัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Stock Returns) อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) ขนาดสินทรัพย์รวม (Total Asset) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท (Market to Book Value of Firm) อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields Growth)

##### 3.2 วิธีดำเนินการวิจัย

อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่นักลงทุนได้รับเป็นองค์ประกอบหนึ่งของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับโดยที่ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ และเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงอันส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจะทำให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ได้รับไม่เป็นไปตามที่คาดหวัง และเมื่อเกิดอัตราผลตอบแทนไม่เป็นไปตามที่คาดจะทำให้การลงทุนต้องการส่วนชดเชยอันได้แก่อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

การอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงนอกจากจะสามารถอธิบายด้วยการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล คาดว่าคุณลักษณะของหุ้นสามัญอื่นน่าจะ สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงได้ ดังนั้นในส่วนแรกจะทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเพื่อนำไปประกอบในส่วนหลังในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงร่วมกับปัจจัยอื่นที่สามารถสะท้อนความเสี่ยงของนักลงทุน

##### 3.2.1 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

การหาค่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอนาคตตามแบบจำลองของ Rozeff (1982)

จาก

$$DY_{t+1} = \alpha_1 DY_t + \alpha_2 MTB + \alpha_3 D/E \text{ ratio} + \alpha_4 GROW + \alpha_5 SIZE + \varepsilon_{t+1} \quad (3.1)$$

กำหนดให้

$DY$	=	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัท
$MTB$	=	อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท
$D/E \text{ ratio}$	=	อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น
$GROW$	=	อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด
$SIZE$	=	ขนาดของบริษัท

แบบจำลองนี้เป็นการใช้ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต (Dividend Yields) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท (Market to Book Value of Firm) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields Growth) และตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Asset) ในการทำนายอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

ทดสอบว่า  $DY$   $MTB$   $D/E \text{ ratio}$   $GROW$  และ  $SIZE$  มีค่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เพื่อตอบคำถามที่ว่าตัวแปรข้างต้นมีความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลหรือไม่บนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดโดยใช้วิธี Multivariate Regression และตรวจสอบว่าค่าความผิดพลาดเป็น white noise หรือไม่ โดยนำค่า Box and Jenkins Q-Statistic เป็นเกณฑ์ในการทดสอบภายใต้สมมติฐานที่ว่า ค่าความผิดพลาด (Error Term) เป็น White Noise เมื่อ Prob. Q-Statistic=0

$DY$  คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทที่นักลงทุนได้รับและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในอนาคตน่าจะมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในอดีตโดยที่บริษัทจะไม่พยายามลดการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการกระทำดังกล่าวอาจจะเป็นการส่งสัญญาณบางอย่างที่ไม่ดีให้กับนักลงทุน

$MTB$  คือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทซึ่งใช้เป็นตัวแทนสำหรับการอธิบายถึงโอกาสการลงทุนของบริษัท เนื่องจากถ้าบริษัทเล็งเห็นโอกาสในการลงทุนที่มีกำไร บริษัทจะกำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายเงินสดปันผล (Target Payout Ratio) ในระดับต่ำโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินสดนั้นไปลงทุนต่อ แต่ขณะที่บริษัทมีสภาพคล่องมากและไม่มีโครงการลงทุนที่ดี ดังนั้นบริษัทน่าจะกำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายเงินสดปันผล (Target Payout Ratio) ระดับสูงแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท เนื่องจากการลงทุนในสินทรัพย์สภาพคล่อง เช่น เงินสด หรือ หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนต่ำ



$D/E$  ratio คือ ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท คำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งใช้เป็นตัวแทนสำหรับการอธิบายถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท เนื่องจากถ้าบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูง บริษัทพยายามหลีกเลี่ยงที่จะก่อหนี้เพิ่มขึ้น ดังนั้นบริษัทจะกำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เงินสดเป็นส่วนหนึ่งของแหล่งเงินทุนของบริษัท

$GROW$  คือ อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดซึ่งใช้เป็นตัวแทนสำหรับการอธิบายถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ถ้าบริษัทมีผลการดำเนินงานในอดีตที่ดี บริษัทอาจมีความสามารถในการกำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายเงินปันผล (Target Payout Ratio) สูง

### 3.2.2 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

ในส่วนที่สองจะนำอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ได้จากหัวข้อ 3.2.1 ไปประกอบการพยากรณ์อัตราส่วนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตพร้อมกับปัจจัยอื่น ดังแบบจำลองดังต่อไปนี้

#### 1. รูปแบบจำลอง

$$Y_{t+1} = c + \alpha_1 Y_t + \dots + \alpha_p Y_{t-p+1} + \alpha_2 X_t + \dots + \alpha_q X_{t-q+1} + \alpha_3 Z_t + \dots + \alpha_r Z_{t-r+1} + \beta_1 \varepsilon_t + \beta_2 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_{t+1} \quad (3.2)$$

กำหนดให้

$Y_{t+1}$  คือ ค่าตัวแปรตาม ณ ช่วงเวลา  $t$

$X_t$  คือ ค่าตัวแปรอิสระ ณ ช่วงเวลา  $t$

$Z_t$  คือ ค่าตัวแปรอิสระ ณ ช่วงเวลา  $t$

$\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

แบบจำลองนี้เป็นแบบจำลองแบบ Autoregressive Distributed Lag เพื่อดูค่าในอดีตของตัวแปร  $Y$   $X$  และ  $Z$  ในการพยากรณ์  $Y$  ในอนาคต โดยเครื่องหมายของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ( $\alpha$ ) ที่คำนวณได้จากสมการ จะบอกถึงทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามหรือทิศทางเดียวกันกับในช่วงเวลาที่แล้ว

### การทดสอบ Stationary

สังเกตแนวโน้มของค่า PACF (Partial Autocorrelation Function) ว่ามีการวิ่งเข้าหาศูนย์หรือไม่จากการตรวจสอบ Correlogram ถ้า PACF วิ่งเข้าหาศูนย์ (ไม่รวมกรณีที่วิ่งเข้าหาศูนย์ช้า) แสดงว่า ชุดข้อมูลนี้ Stationary และหลังจากนั้นทำการหาค่าลำดับ (Order) ที่เหมาะสมได้

ถ้าค่า PACF มีค่าเข้าใกล้ศูนย์หลังจาก Lag  $p$  ดังนั้นค่าลำดับที่เหมาะสมของ Autoregressive (AR) คือ  $p$

แบบจำลองนี้ต้องการศึกษาความสามารถของค่าในอดีตของคุณลักษณะของหุ้นสามัญในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) คุณลักษณะของหุ้นสามัญประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) อัตราส่วนหนี้สินส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) และตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Asset) ซึ่งคุณลักษณะเหล่านี้สะท้อนถึงความเสี่ยงในรูปโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน

โดยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) ได้จากการทดสอบสมการถดถอยที่ (1) ในหัวข้อที่ 3.2.1 และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Dividend Yields) คำนวณจาก ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่เกิดขึ้นจริงกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่นักลงทุนคาดหวัง

ในงานวิทยานิพนธ์นี้จะแบ่งการทดสอบออกเป็นช่วงเวลาการศึกษาได้แก่ ระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2539 ระหว่างปี พ.ศ. 2541 - พ.ศ. 2544 และระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2544 เพื่อศึกษาว่า ช่วงเวลาของภาวะเศรษฐกิจมีผลต่อการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงดังที่การศึกษาของ Amit Goyal and Ivo Welch (2002) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีความสามารถในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงลดลงเมื่อเทียบกับอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดที่มีความสามารถในการพยากรณ์เพิ่มขึ้นในช่วงสภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ

$$EQP_{t+1} = c + \alpha_1 EQP_t + \alpha_2 EDY_t + \alpha_3 UDY_t + \alpha_4 EY_t + \alpha_5 D/Eratio_t + \alpha_6 SIZE_t + \varepsilon_{t+1} \quad (3.3)$$

### กำหนดให้

$EQP_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$EDY_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทที่คาดหวัง ณ เวลา $t$
$UDY_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทที่ไม่คาดหวัง ณ เวลา $t$
$EY_{i,t}$	คือ อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$D/E \text{ ratio}_{i,t}$	คือ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$SIZE_{i,t}$	คือ ขนาดของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$

ทดสอบว่า  $EQP_t, EDY_t, UDY_t, EY_t, D/E \text{ ratio}_t$  และ  $SIZE_t$  ต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ เพื่อตอบคำถามที่ว่าตัวแปรข้างต้นมีความสามารถในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงบนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2539 ระหว่างปี พ.ศ. 2541 - พ.ศ. 2544 และระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2544 โดยใช้วิธี Multivariate Regression และตรวจสอบว่า ค่าความผิดพลาดเป็น white noise หรือไม่โดยนำค่า Box and Jenkins Q-Statistic เป็นเกณฑ์ในการทดสอบ ภายได้สมมติฐานที่ว่าค่าความผิดพลาด (Error Term) เป็น White Noise เมื่อ Prob. Q-Statistic=0 และทำการเลือกแบบจำลองที่ให้ค่า Akaike Information Criterion ต่ำสุดเป็นเกณฑ์ในการเลือกจำนวนความล่า (Lag) ที่เหมาะสม ภายได้สมมติฐานที่ว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนไม่มีการลงทุนต่อ (Reinvestment)

$EDY$  คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังที่นักลงทุนได้รับเป็นอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับโดยคำนึงถึงปัจจัยต่าง ๆ อันจะส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด

$UDY$  คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังที่นักลงทุนได้รับซึ่งคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ในงานวิจัยใช้ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในการทดสอบสมการถดถอยและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังเป็นค่าสะท้อนความเสี่ยงของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล ดังนั้นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังน่าจะสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงโดยเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

*EY* คือ อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดบริษัทซึ่งใช้เป็นตัวแทนสำหรับการอธิบายถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเนื่องจากความสามารถในการทำกำไรที่ดีสะท้อนถึงการดำเนินงานที่ดีของบริษัทและการดำเนินงานที่ดีของบริษัทจะเสริมสร้างความมั่นใจให้แก่นักลงทุน อาจทำให้นักลงทุนมีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงลดลง ดังนั้นอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดน่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่น่ามาอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงโดยเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

*D/E ratio* คือ ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ใช้เป็นตัวแทนสำหรับการอธิบายถึงความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทเนื่องจากถ้าบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูง อาจทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้น



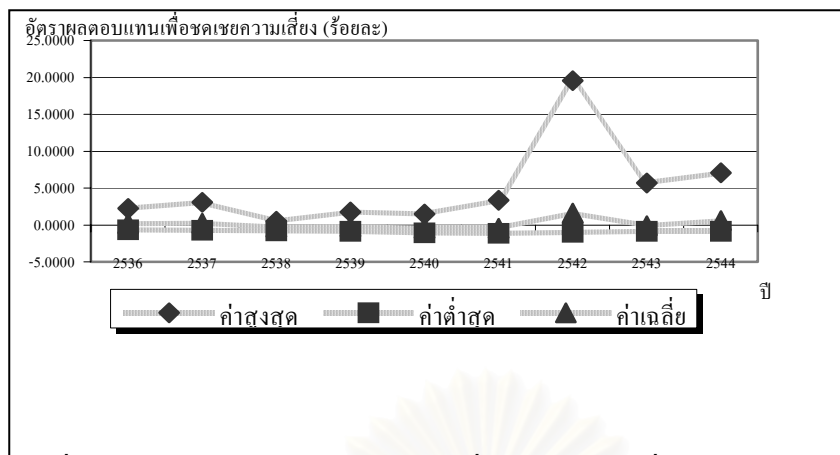
สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

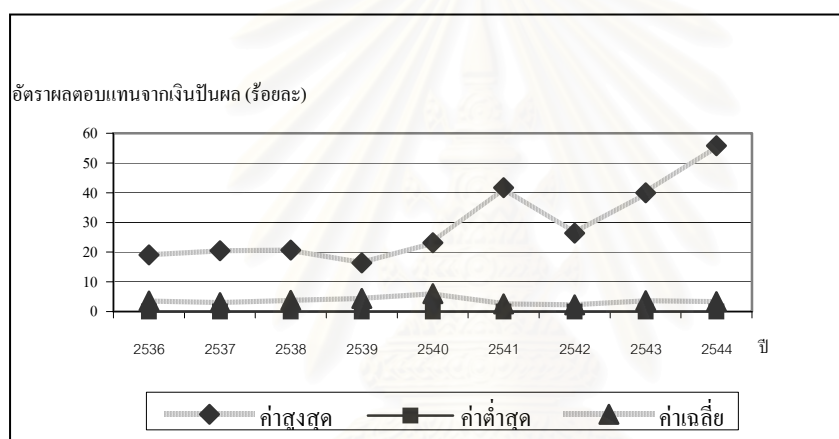
### ผลการศึกษา

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

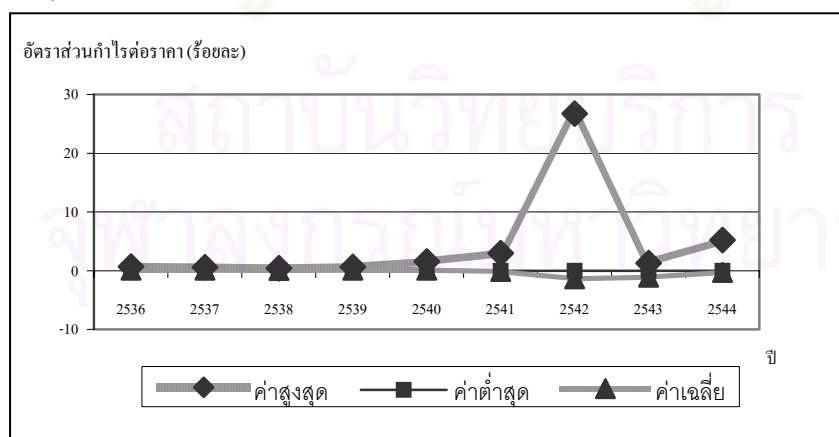
จากผลการวิเคราะห์โดยนำข้อมูลของบริษัทที่คัดเลือกเป็นรายปีระหว่างปี พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544 ซึ่งเป็นช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ พบว่าตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 ถึง พ.ศ. 2540 เกิดปัญหาการตกต่ำของราคาหุ้น การเติบโตอย่างรวดเร็วของระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลงและส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและบริษัทส่วนใหญ่มีผลกำไรตกต่ำกว่าที่คาดการณ์ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2540 ได้รับผลกระทบที่รุนแรงอันมีสาเหตุมาจากปัจจัยลบทั้งภายในและภายนอกประเทศและปัจจัยลบภายในประเทศเกี่ยวกับค่าเงินบาท วิกฤตการณ์ทางการเมือง และการลดเครดิตสถาบันการเงินจากมูดีส์ อินเวสเตอร์ เซอร์วิส ซึ่งก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและทำให้สภาพตลาดหุ้นไทยยังคงซบเซาอย่างต่อเนื่อง โดยที่ผ่านมามีปรากฏว่ามีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยงดจ่ายเงินปันผลเป็นเวลา 3 ปีติดต่อกันอยู่หลายบริษัท ซึ่งสาเหตุที่บริษัทจดทะเบียนงดจ่ายเงินปันผลอาจเกิดจากปัจจัยด้านผลประกอบการที่ไม่ดีประกอบกับต้องพิจารณาโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทด้วย เช่น ในกรณีบริษัทที่ต้องการที่จะนำเงินไปในการลงทุนต่อ ในกรณีของธนาคารพาณิชย์หรือไฟแนนซ์ที่อาจจะจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าเดิมเป็นสาเหตุมาจากธนาคารพาณิชย์ต้องนำเงินไปสำรองหนี้จัดชั้นต่ำกว่ามาตรฐานเพิ่มขึ้นตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดไว้ นอกจากนี้ยังมีปัญหาในเรื่องของอัตราแลกเปลี่ยนโดยเฉพาะบริษัทขนาดใหญ่ที่มีหนี้สินต่างประเทศจำนวนมาก ทำให้ไม่สามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้ ขณะที่ช่วงเวลาที่ผ่านมามีการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นเครื่องชี้ถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของอุตสาหกรรมนั้น ๆ ต่อมาภายหลังวิกฤตตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 เป็นต้นมาพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีการจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี พ.ศ. 2543 หวือหวาชัดเจนที่สุด (จากภาพที่ 4.2) เป็นภาพสะท้อนภาวะธุรกิจที่พลิกฟื้นดีขึ้นในปี พ.ศ. 2542 (จากภาพที่ 4.3) อันมีสาเหตุมาจากบริษัทจดทะเบียนมีสภาพคล่องเงินสดเหลือมากขณะที่อัตราผลตอบแทนเงินฝากในตลาดอยู่ในระดับต่ำและบริษัทจดทะเบียนไม่มีแผนการลงทุนใหม่ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนจะนำเงินสดมาจ่ายปันผลและเนื่องด้วยบริษัทส่วนใหญ่ราว 80% ได้ปรับโครงสร้างหนี้สินทำให้ภาระหนี้สินลดลงมากอีกทั้งมีการปรับลดพนักงาน ทำให้ผลประกอบการจึงเริ่มกลับมาดีและมีกำไรและทำให้ ROE (Return On Equity) และราคาหุ้นสูงขึ้น



ภาพที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษารายปี (Equity Risk Premiums)



ภาพที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษารายปี (Dividend Yields)



ภาพที่ 4.3 แสดงอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดของบริษัทตัวอย่างที่นำมาศึกษารายปี (Earnings Yields)

#### ตารางที่ 4.1

ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ สำหรับการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคต  
สำหรับกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์รวม

ตารางนี้แสดงข้อมูล อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) ขนาดของบริษัท (Total Asset) มูลค่าตลาด (Market Capitalizations) ในแต่ละช่วงเวลา โดยช่วงที่ 1 ระหว่าง พ.ศ.2537-2539 ช่วงที่ 2 ระหว่าง พ.ศ.2541-2544 ช่วง 3 ระหว่าง พ.ศ.2537-2544

พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2539	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง	-0.1487	-0.2683	3.0589	-0.8617	0.4919
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล	3.9481	3.26	20.66	0	3.468
อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด	0.0551	0.0497	0.6145	-0.4146	0.0795
ขนาดสินทรัพย์	14.91	14.6172	20.8731	12.3401	1.4564
มูลค่าตลาด	21.2068	20.9779	26.0998	18.6422	1.5254
พ.ศ. 2541 - พ.ศ. 2544	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง	0.4214	-0.0246	19.5857	-1.1103	1.7604
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล	2.8453	0	55.75	0	5.4781
อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด	-0.8466	0.0409	26.7295	-143.731	7.986
ขนาดสินทรัพย์	15.0337	14.7638	20.9633	12.4531	1.5532
มูลค่าตลาด	20.5239	20.4082	26.1205	17.1114	1.7127
พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2544	ค่าเฉลี่ย	ค่ามัธยฐาน	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง	0.2012	-0.1352	19.5857	-1.1103	1.4392
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล	3.2713	1.475	55.75	0	4.8305
อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด	-0.4983	0.0478	26.7295	-143.731	6.2701
ขนาดสินทรัพย์	14.9859	14.6929	20.9633	12.3401	1.517
มูลค่าตลาด	20.7876	20.6312	26.1205	17.1114	1.6754

ซึ่งเมื่อพิจารณาในแต่ละช่วงเวลาจากตารางที่ 4.1 จะเห็นได้ว่า

1. ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544) มีค่าสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2539) เนื่องจากในสภาวะที่เกิดความผันผวนอาจเป็นสาเหตุให้นักลงทุนมีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้น
2. ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในช่วงหลังวิกฤติมีค่าลดลงและ (หรือ) มีค่าเป็นศูนย์ (ไม่มีการจ่ายเงินปันผล) สอดคล้องกับค่าเฉลี่ยอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มลดลงและมีผลการดำเนินงานที่ขาดทุน ทั้งนี้เนื่องจากช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ระบบเศรษฐกิจชะลอตัวและการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยส่วนใหญ่มีกำไรลดลงกว่าที่คาดอีกทั้งผลกระทบต่อด้านลบจากภายนอกประเทศ ทำให้บริษัทโดยส่วนมากงดการจ่ายเงินปันผลติดต่อกัน โดยในช่วง พ.ศ. 2543 เป็นต้นมาบริษัทจดทะเบียนหลายบริษัทเริ่มมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นและมีผลกำไรที่ดีขึ้น
3. ค่าเฉลี่ยของมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจมีค่าต่ำกว่าในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งเกิดจากการที่ระบบเศรษฐกิจชะลอตัวลง ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลกำไรที่ตกต่ำส่งผลกระทบต่อให้ราคาหุ้นในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงและมีมูลค่าตลาดต่ำลง

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ

เนื้อหาในหัวข้อ 4.2 เป็นการนำเสนอผลการศึกษาดมวิธีการศึกษาที่ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษาจะแบ่งเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ ส่วนแรกจะเป็นผลการศึกษาแบบจำลองนี้เป็นการใช้ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต (Dividend Yields) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท (Market to Book Value of Firm) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $D/E$  ratio) อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields Growth) และตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Asset) ในการทำนายอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และส่วนที่สองจะเป็นผลต่อการศึกษาความสามารถของค่าในอดีตของคุณลักษณะของหุ้นสามัญในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) คุณลักษณะของหุ้นสามัญประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $D/E$  ratio)



และตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Asset) ซึ่งคุณลักษณะเหล่านี้สะท้อนถึงโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน

#### 4.2.1 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

จากการทดสอบการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลโดยใช้ข้อมูลรายปีข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2537 –พ.ศ. 2544 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 165 บริษัท ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต (Dividend Yields) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท (Market to Book Value of Firm) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $D/E$  ratio) อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields Growth) และตัวแปรควบคุม (Control Variables) ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Asset) ตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 3.2.1

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลโดยใช้ข้อมูลความถี่รายปี ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต (Dividend Yields) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท (Market to Book Value of Firm) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $D/E$  ratio) อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields Growth) มูลค่าสินทรัพย์ (Total Asset) ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอนาคต พบว่า

ตัวแปรข้างต้นทุกตัว (ยกเว้นขนาดของบริษัท) มีความสามารถในการอธิบายและพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญที่รับความเชื่อมั่น 95%

- โดยที่ค่าที่สัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีตมีค่าเป็นบวกที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอนาคตของบริษัทขึ้นอยู่กับระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในปีที่ผ่านมา โดยบริษัทพยายามรักษาระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลและไม่ลดระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลลงเพราะการลดอัตราการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีต่อนักลงทุน

- ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทมีค่าเป็นลบ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทมองเห็น โอกาสในการลงทุนที่มีกำไร บริษัทจะนำเงินสดไปเป็นเงินทุนหมุนเวียนสำหรับโครงการลงทุนของบริษัทและ กำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายเงินสดปันผล (Target Payout Ratio) ต่ำ
- อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นลบ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงให้เห็นว่า ถ้าบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูง บริษัทพยายามหลีกเลี่ยงที่จะก่อหนี้เพิ่มขึ้น ดังนั้นบริษัทจะใช้เงินสดเป็นแหล่งเงินทุนหนึ่งของบริษัทและกำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายเงินสดปันผล (Target Payout Ratio) ต่ำ
- อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดมีค่าเป็นลบที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงให้เห็นว่าขณะที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีและมีความสามารถในการทำกำไร แต่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกลับมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อาจมีสาเหตุมาจากการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนอกจากจะขึ้นอยู่กับอัตราการทำกำไรแล้ว อัตราการจ่ายเงินปันผลยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่น ๆ ประกอบกัน โดยสามารถพิจารณาได้จากคำอธิบายตัวแปรข้างต้น

จึงสรุปได้ว่าความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด

#### ตารางที่ 4.4

##### สมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

ตารางนี้ แสดงผลการหาสมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลโดยใช้ ข้อมูลความถี่รายปี ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอดีต (Dividend Yields) อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท (Market to Book Value of Firm) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields Growth) ขนาดสินทรัพย์ (Total Asset) ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในอนาคตตามสมการ  $DY_{t+1} = \alpha_1 DY_t + \alpha_2 MTB + \alpha_3 D/E \text{ ratio} + \alpha_4 GROW + \alpha_5 SIZE + \varepsilon_{t+1}$  โดย  $DY_t$  หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในปีที่  $t$   $MTB$  หมายถึง อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัท  $D/E \text{ ratio}$  หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัทในปีที่  $t$   $GROW$  หมายถึง อัตราการเติบโตของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด  $SIZE$  หมายถึง ขนาดสินทรัพย์ของบริษัทในปีที่  $t$

อัตราผลตอบแทน จากเงินปันผล	อัตราส่วน มูลค่าตลาดต่อ มูลค่าทางบัญชี	อัตราส่วนหนี้สิน ต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น	อัตราการเติบโต ของอัตราส่วน กำไร ต่อราคาตลาด	ขนาด สินทรัพย์	R <sup>2</sup>	Adj.R <sup>2</sup>
0.4891 **	-0.0137 **	-0.3179 **	-2.05*10 <sup>-6</sup> **	0.0909	4.59%	3.70%
(13.6508)	(2.7798)	(2.8758)	(3.5242)	(0.5311)		

\*\* มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

#### 4.2.2 แบบจำลองการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

แบบจำลองนี้ต้องการศึกษาความสามารถของค่าในอดีตของคุณลักษณะของหุ้นสามัญในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) คุณลักษณะของหุ้นสามัญประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $D/E \text{ ratio}$ ) และตัวแปรควบคุม (Control Variable) ได้แก่ มูลค่าสินทรัพย์รวม (Total Asset) ซึ่งคุณลักษณะเหล่านี้สะท้อนถึงโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน ตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 3.2.2

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงโดยใช้ข้อมูลความถี่รายปี ประกอบด้วยค่าในอดีตของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (*D/E ratio*) และขนาดบริษัท (Total Asset) ระหว่างปี พ.ศ. 2537 - พ.ศ. 2539 ระหว่างปี พ.ศ. 2541 – พ.ศ. 2544 และระหว่างปี พ.ศ. 2537 – พ.ศ. 2544 พบว่า

1. อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอดีตมีความสามารถในการอธิบายและพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตโดยที่ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ณ ทุกช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบอาจเป็นสาเหตุจากการเกิดพฤติกรรมย้อนกลับเข้าหาค่าเฉลี่ย (Mean Reversion)

2. ค่าในอดีตของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสามารถในการอธิบายและพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคต

- โดยค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังในทุกช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% อันมีสาเหตุมาจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังเป็นค่าอัตราผลตอบแทนที่เบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดไว้ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังเป็นตัวสะท้อนความเสี่ยงประเภทหนึ่งที่น่าลงทุนได้รับเมื่อทราบอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง ดังนั้นถ้าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ไม่คาดหวังเพิ่มขึ้นจะทำให้การลงทุนมีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตเพิ่มขึ้น

- ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดในทุกช่วงเวลาที่ทำกรทดสอบมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง เนื่องจากโดยส่วนมากการเปลี่ยนแปลงของสถานะกิจกรรมทางเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท นอกจากนั้นจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง โดยที่เมื่อสถานะเศรษฐกิจเป็นไปในทิศทางที่ไม่ดี ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจะลดลงและอาจทำให้การลงทุนมีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

- ขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % แสดงถึงความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น นักลงทุนจะให้ค่าอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงสำหรับบริษัทนั้น ๆ มากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำกว่าซึ่งแสดงถึงนักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้นเมื่อระดับความเสี่ยงเพิ่ม

3. ขณะที่ค่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตได้

สรุปได้ว่าคุณลักษณะของหุ้นสามัญที่มีอิทธิพลในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท ในขณะที่คุณลักษณะอื่น ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังและขนาดสินทรัพย์ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเป็นผลมาจากโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ตารางที่ 4.5

## สมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

ตารางนี้แสดงผลการหาสมการแสดงผลการหาสมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงโดยใช้ความถี่รายปี และแบ่งศึกษาออกเป็นช่วงเวลาต่าง ๆ ตามภาวะเศรษฐกิจ โดยช่วงที่ 1 ระหว่าง พ.ศ. 2537 – พ.ศ. 2539 ช่วงที่ 2 ระหว่าง พ.ศ. 2541 – พ.ศ. 2544 ช่วง 3 ระหว่าง พ.ศ. 2537 – พ.ศ. 2544 โดยใช้ข้อมูลในอดีตของ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premiums) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง (Unexpected Dividend Yields) อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) ในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอนาคตตามสมการ

$$EQP_{t+1} = c + \alpha_1 EQP_t + \alpha_2 EDY_t + \alpha_3 UDY_t + \alpha_4 EY_t + \alpha_5 D/E\ ratio_t + \varepsilon_{t+1}$$
 โดย  $EQP_t$  หมายถึง อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงของบริษัทในปี  $t$   $EDY_t$  หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังในปีที่  $t$   $UDY_t$  หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังในปีที่  $t$   $EY_t$  หมายถึง อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดในปีที่  $t$   $D/E\ ratio_t$  หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในปีที่  $t$  ความถี่ของข้อมูลที่ใช้เป็นรายปี

	ค่าคงที่	อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง	อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	ขนาดสัมประสิทธิ์	R <sup>2</sup>	Adj.R <sup>2</sup>
2537-2539	-0.7357 (-2.9457)	-0.0479** (-3.0026)	-0.0185 (1.0722)	0.0021** (-2.2113)	-0.3481** (3.9206)	0.0780** (2.6131)	0.0225 (1.3826)	5.30%	3.88%
2541-2544	0.3310 (0.3828)	-0.2543** (-5.6292)	-0.0242 (-0.5585)	0.0091** (2.3574)	-0.0022** (-3.2028)	0.0309** (-2.5771)	0.0378 (0.6561)	8.82%	7.58%
2537-2544	-0.0405 (-0.0782)	-0.1712** (-4.8816)	-0.0378 (-1.3271)	-0.0489** (2.8304)	-0.0092** (-2.0281)	0.0105** (2.2568)	0.0182 (0.5298)	5.78%	5.10%

\*\* มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลรายปี ระหว่างปี พ.ศ. 2537 – พ.ศ. 2544 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 165 บริษัท พบว่าคุณลักษณะของหุ้นสามัญมีอิทธิพลในการอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ซึ่งคุณลักษณะเหล่านี้สะท้อนถึงโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน ดังนี้

ในกรณีที่ใช้ค่าสัมบูรณ์ของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังเป็นปัจจัยที่สะท้อนโอกาสในการเติบโต พบว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดว่าเป็นผลมาจากเมื่อเกิดอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ไม่คาดหวัง จะทำให้นักลงทุนมีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตเพิ่มขึ้น

ในกรณีที่ใช้อัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดเป็นตัววัดความเสี่ยงทางธุรกิจ พบว่าอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดว่าเป็นผลมาจากสภาวะเศรษฐกิจและประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และส่งผลอย่างต่อเนื่องต่ออัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

ในกรณีที่ใช้อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดความเสี่ยงทางการเงิน พบว่าอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีของหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ โดยคาดว่าบริษัทที่มีหนี้สินในสัดส่วนสูงจะทำให้นักลงทุนมีความต้องการอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงเป็นผลจากโอกาสในการเติบโต ความเสี่ยงทางธุรกิจ และความเสี่ยงทางการเงิน โดยการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงจะเอื้อประโยชน์ต่อนักลงทุน โดยที่นักลงทุนสามารถใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทอื่น ๆ และเลือกการลงทุนที่เหมาะสมได้

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

สำหรับผู้สนใจศึกษาเรื่องนี้ต่อไปในอนาคต ยังคงมีประเด็นที่น่าศึกษาเพิ่มเติมดังนี้

1. เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ยังไม่สมบูรณ์ คือ ทั้งด้านตัวแปรที่ใช้ในการอธิบาย และระยะเวลา คือ ปัจจัยดังกล่าวต่างๆ ที่นำมาใช้อธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ยังอธิบายอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงในอนาคตได้ไม่มากนัก ( $R\text{-squared} = 0.0578$ ) และข้อมูลที่ใช้ประมาณ 8 ปี ช่วง พ.ศ. 2537-2544 ทำให้จำนวนกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณน้อย และอาจส่งผลกระทบต่อให้ผลการศึกษาในครั้งนี้เกิดความคลาดเคลื่อน

2. อาจศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่สามารถใช้เป็นตัวแทนในการอธิบายถึงความเสี่ยงในรูปแบบต่างๆ เพื่อสามารถอธิบายและสะท้อนอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงได้ถูกต้องและแม่นยำมากขึ้น



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.
- ธีรยา อาวีชนาการ. การพยากรณ์ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์โดยผลตอบแทนช่วงก่อนของกลุ่มหุ้นสามัญที่แบ่งตามอุตสาหกรรม. โครงการวิจัย คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2544.
- วนิดา อธิการยานัน สิริวรรณ จันทรัตนารักษ์ และพนิดา สมส่งสกุล. การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในหลักทรัพย์. วารสารบริหารธุรกิจมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2535.
- เอกสารการสอนชุดวิชา การลงทุน หน่วยที่ 1-6. สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัย ธรรมธิราช, 2532.
- เอกสารการสอนชุดวิชา การลงทุน หน่วยที่ 7-15. สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัย ธรรมธิราช, 2534.

### ภาษาอังกฤษ

- Chan, S. et al. 2000. What has happened to the predictive power of dividend yield?. Big Alpha Asset Management.
- Fama and French. 1988. Dividend yields and expected stock returns. Journal of Financial Economics 22(1): 3-25
- Goyal, A. and Welch, I. 2002. Predicting the equity premium with dividend ratios. Nber working paper series 8788: 1-30.
- Goetzmann.; W. N.; and Jorion, P. 1993. Testing the predictive power of dividend yields. Journal of Finance 48(2): 663-679.
- Healy et al. 1988. Earning information conveyed by dividend initiations and omissions. Journal of Financial Economics 21: 149-176.
- Holder, M. et al. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. Financial Management 27: 73-82.
- Joseph, A. and Swary, I. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' return: An empirical analysis. Journal of Finance 35: 1-12.
- Lamont, O. 1998. Earnings and expected returns. Journal of Finance 53(5): 1563-1587.

Penman and Stephen, H.1983. The predict content of earnings forecasts and dividends. Journal of Finance38:1181-1983.

Roger, G. and Ibbotson. 2000. The equity risk premium. Yale school of management.

Saxena, A. 1999. Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. Mercer University.

Spremann, K. AND Gantenbein, P. 2001. Theories and Determinants of Dividend Policy.



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

### **Multicollinearity (ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ)**

ในงานศึกษา ต้องพิจารณาปัญหา Multicollinearity (ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ) ระหว่างตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง (Expected Dividend Yields) และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด (Earnings Yields) เพื่อทดสอบกรณีที่ใส่ทั้งสองตัวแปรดังกล่าวในสมการสำหรับการพยากรณ์ จะเกิดปัญหา Multicollinearity หรือไม่ ถ้าพบว่า ตัวแปรอิสระทั้งสองตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ก็จะสามารถนำทั้งสองตัวแปรนี้มาประกอบอยู่ในสมการเดียวกันได้ โดยประยุกต์ใช้แบบจำลอง Multivariate Regression Model แต่ถ้าเกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสอง จะทำให้แบบจำลองที่ได้มีความคลาดเคลื่อนของค่าสัมประสิทธิ์สูง และส่งผลให้การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ขาดนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ ผ.1 ถึง ผ.3 แสดงถึง ผลการหาสมการถดถอยในการพยากรณ์ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง ด้วยระดับความล่า (Lag) ต่าง ๆ ของ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด ซึ่งตารางนี้แสดงค่า Akaike Info Criterion (AIC)

ตารางที่ ผ.1

ระดับความล่า (lag) ต่าง ๆ ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด

ตารางข้างล่างแสดงถึงผลจากการหาสมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยระดับความล่า (lag) ต่าง ๆ ของ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และอัตราส่วน กำไรต่อราคาตลาด ณ ช่วงเวลา พ.ศ. 2537-2544 ( \* แสดงระดับความล่า (Lag) ที่เหมาะสมที่สุดในการพยากรณ์)

ระดับความล่าของอัตราผลตอบแทน เพื่อชดเชยความเสี่ยง	ระดับความล่าของอัตราผลตอบแทน จากเงินปันผลที่คาดหวัง	ระดับความล่าของอัตราส่วน กำไรต่อราคาตลาด	Akaike info. Criterion
1	1	1	3.4035*
1	1	2	3.5124
1	1	3	3.6539
1	2	1	3.4717
1	2	2	3.5141
1	2	3	3.6552
1	3	1	3.6192
1	3	2	3.6216
1	3	3	3.6717
1	4	1	3.7694
1	4	2	3.7673
1	4	3	3.7804
1	1,2	1	3.4455
1	1,2	2	3.4868
1	1,2	3	3.6589
1	1,3	1	3.6067
1	1,3	2	3.6092
1	1,3	3	3.6234
1	1,4	1	3.7562
1	1,4	2	3.7539
1	1,4	3	3.7673
1	1,2,3	1	3.5788
1	1,2,3	2	3.5804
1	1,2,3	3	3.6262
1	1,2,4	1	3.7283
1	1,2,4	2	3.7255
1	1,2,4	3	3.7352
1	1,3,4	1	3.7579

## ตารางที่ ผ.2

ระดับความล่า (lag) ต่าง ๆ ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง

อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด

ตารางข้างล่างแสดงถึงผลจากการหาสมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยระดับความล่า (lag) ต่าง ๆ ของ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด ณ ช่วงเวลา พ.ศ. 2537-2539 (\* แสดงระดับความล่า (Lag) ที่เหมาะสมที่สุดในการพยากรณ์)

ระดับความล่าของอัตรา ผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง	ระดับความล่าของอัตราผลตอบแทน จากเงินปันผลที่คาดหวัง	ระดับความล่าของอัตราส่วน กำไรต่อราคาตลาด	Akaike info. Criterion
1	1	1	3.5283*
1	1	2	3.7043
1	1	3	3.9245
1	2	1	3.5861
1	2	2	3.6930
1	2	3	3.9262
1	3	1	3.8465
1	3	2	3.8855
1	3	3	3.9702
1	4	1	4.1220
1	4	2	4.1509
1	4	3	4.1681
1	1,2	1	3.5404
1	1,2	2	3.6342
1	1,2	3	3.8526
1	1,3	1	3.8227
1	1,3	2	3.8510
1	1,3	3	3.9312
1	1,4	1	4.0948
1	1,4	2	4.1124
1	1,4	3	4.1266
1	1,2,3	1	3.7454
1	1,2,3	2	3.7758
1	1,2,3	3	3.8504
1	1,2,4	1	4.0160
1	1,2,4	2	4.0360
1	1,2,4	3	4.0512

### ตารางที่ ผ.3

ระดับความล่า (lag) ต่าง ๆ ของตัวแปรอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง  
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังและอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด

ตารางข้างล่างแสดงถึงผลจากการหาสมการถดถอยในการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยระดับความล่า (lag) ต่าง ๆ ของ อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวัง และอัตราส่วนกำไรต่อราคาตลาด ณ ช่วงเวลา พ.ศ. 2541-2544 ( \* แสดงระดับความล่า (Lag) ที่เหมาะสมที่สุดในการพยากรณ์)

ระดับความล่าของอัตราผล ตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง	ระดับความล่าของอัตราผลตอบแทน จากเงินปันผลที่คาดหวัง	ระดับความล่าของอัตราส่วน กำไรต่อราคาตลาด	Akaike info. Criterion
1	1	1	3.5753 *
1	1	2	3.7200
1	1	3	3.8698
1	2	1	3.7079
1	2	2	3.7247
1	2	3	3.8730
1	3	1	3.8688
1	3	2	3.8657
1	3	3	3.8895
1	4	1	3.9744
1	4	2	3.9707
1	4	3	3.9789
1	1,2	1	3.6776
1	1,2	2	3.6935
1	1,2	3	3.8568
1	1,3	1	3.8568
1	1,3	2	3.8543
1	1,3	3	3.8772
1	1,4	1	3.9768
1	1,4	2	3.9731
1	1,4	3	3.9813
1	1,2,3	1	3.8290
1	1,2,3	2	3.8254
1	1,2,3	3	3.8438
1	1,2,4	1	3.9478
1	1,2,4	2	3.9434
1	1,2,4	3	3.9486

### ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวปิยนาด แก้วประเสริฐศิลป์ เกิดวันที่ 9 ตุลาคม พ.ศ. 2522 จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนสายปัญญา ในปี พ.ศ. 2539 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต สาขาการเงินการธนาคาร จากคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ในปี พ.ศ. 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย