

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่องการประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบและข้อเสนอแนะ ดังรายละเอียดต่อไปนี้

#### สรุปผลการศึกษา

การศึกษาโดยนำแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Market Score Model : EM-Score) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่สามารถบ่งชี้ถึงสถานภาพของบริษัท มาทดสอบกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งประกอบไปด้วย 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวนทั้งสิ้น 229 บริษัท ไม่รวมถึงกลุ่มธุรกิจการเงิน (ประกอบไปด้วยหมวดธนาคารพาณิชย์ หมวดเงินทุนหลักทรัพย์ และหมวดประกันภัยและประกันชีวิต) และบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน ที่มีข้อมูลงบการเงินครบถ้วน ระหว่างปี 2544 – 2547 จากการวิเคราะห์ความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด พบว่า ค่าเฉลี่ยของข้อมูลความเสี่ยงในการล้มละลาย (EM-Score) ในปี 2544 - 2547 อยู่ระหว่าง 7.52 – 10.10 ซึ่งให้เห็นทิศทางของความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทที่มีค่าคะแนนอยู่ในเกณฑ์ที่สูงกว่า 2.60 แสดงให้เห็นว่าบริษัทอยู่ในกลุ่มที่มั่นคงทางการเงินหรือฟื้นเกณฑ์ล้มละลาย ค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมดอยู่ระหว่าง 5.88 – 7.87 ค่าสูงสุดของข้อมูลความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียน คือ 79.64 เป็นค่าคะแนนความเสี่ยงของบริษัท โรงแรมเทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน) และค่าต่ำสุด คือ -3.27 เป็นค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัท ยูไนเต็ค บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

เมื่อพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินที่แสดงถึงแนวโน้มอันอาจก่อให้เกิดการล้มละลายในแต่ละด้านของธุรกิจตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Market Score Model : EM-Score) พบว่า อัตราส่วนความคล่องตัวของกิจการ อัตราส่วนเงินทุนสะสมจากแหล่งภายใน และอัตราส่วนความสามารถในการหากำไรของแต่ละบริษัทอยู่ในเกณฑ์ต่ำ แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่มีความเสี่ยงในการล้มละลายจากการขาดสภาพคล่องทางการเงิน ความสามารถในการสะสมกำไรตลอดช่วงเวลาที่ประกอบธุรกิจต่ำ อีกทั้งประสิทธิภาพของผู้บริหารในการนำทรัพย์สินของกิจการไปบริหารเพื่อให้เกิดรายได้อยู่ในเกณฑ์ต่ำ อาจส่งผล

ให้กิจการมีโอกาสในการล้มละลายได้ แต่เนื่องจากสัดส่วนแห่งภาระผูกพันทางการเงินของแต่ละบริษัทอยู่ในเกณฑ์ที่สูงซึ่งเกิดจากการที่บริษัทมีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่สูงกว่าราคาตามบัญชี ทำให้ค่าคะแนนความเสี่ยง (EM-Score) ของแต่ละบริษัทอยู่ในเกณฑ์ที่สูง ส่งผลทำให้กิจการโดยส่วนใหญ่พ้นเกณฑ์ล้มละลายได้

จากการพิจารณาอัตราส่วนทางการเงินในแต่ละด้านจำแนกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมตั้งแต่ปี 2544 – 2547 พบว่า กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนความคล่องตัวของกิจการสูงที่สุดซึ่งอยู่ระหว่าง 0.20 – 0.21 แสดงให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีสภาพคล่องทางการเงินสูงที่สุด และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภคเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนเงินทุนสะสมจากแหล่งภายในสูงที่สุดเช่นกัน คืออยู่ระหว่าง 0.20 – 0.22 แสดงให้เห็นว่าบริษัทของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีความสามารถในการสะสมกำไรเพื่อป้องกันผลกระทบจากการขาดทุนที่มีต่อกิจการสูงที่สุด ส่วนกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มบริการ เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนความสามารถในการหากำไรสูง คืออยู่ระหว่าง 0.09 – 0.12 และ 0.08 – 0.12 แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีประสิทธิภาพในการนำทรัพย์สินของกิจการไปบริหารเพื่อก่อให้เกิดรายได้สูงที่สุด นอกจากนี้กลุ่มบริการเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าเฉลี่ยของสัดส่วนแหล่งภาระผูกพันทางการเงินสูงที่สุด ซึ่งอยู่ระหว่าง 4.85 – 7.03 แสดงให้เห็นว่าบริษัทของกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงกว่านี้สินรวม ซึ่งอัตราส่วนนี้ใช้วัดความอ่อนแอทางการเงินอันเกิดจากการก่อหนี้ของกิจการ

นอกจากนี้ เมื่อแบ่งกลุ่มข้อมูลความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนสามารถแบ่งตามเกณฑ์ความเสี่ยงออกเป็น 3 กลุ่ม พบว่า บริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย (Distress zone) มีจำนวนระหว่าง 7 – 19 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.06 – 8.30 บริษัทที่อยู่ในเกณฑ์กำกึ่งว่าบริษัทจะตกอยู่ในภาวะล้มละลายหรือไม่ (Gray zone) มีจำนวนระหว่าง 5 – 22 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.18 – 9.60 และบริษัทไม่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย (Safe zone) มีจำนวนระหว่าง 188 – 217 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 82.10 – 94.76

ตารางที่ 5-1 แสดงจำนวนบริษัทและร้อยละของค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียน ตามเกณฑ์ของความเสี่ยงในการล้มละลายตามแบบจำลอง EM-Score แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับปี 2544 - 2547

กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry)	จำนวน ร้อยละ	เกณฑ์ล้มละลาย					เกณฑ์กำกวม					เกณฑ์ไม่ล้มละลาย				
		2544	2545	2546	2547	รวม	2544	2545	2546	2547	รวม	2544	2545	2546	2547	รวม
1. บริการ	จำนวน	4	3	3	2	12	6	4	2	1	13	44	47	49	51	191
	ร้อยละ	33.33	25.00	25.00	16.67	100.00	46.15	30.77	15.38	7.69	100.00	23.04	24.61	25.65	26.70	100.00
2. อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	จำนวน	8	5	2	1	16	3	4	2	2	11	27	29	34	35	125
	ร้อยละ	50.00	31.25	12.50	6.25	100.00	27.27	36.36	18.18	18.18	100.00	21.60	23.20	27.20	28.00	100.00
3. สินค้าอุปโภคบริโภค	จำนวน	1	1	2	1	5	0	1	0	0	1	35	34	34	35	138
	ร้อยละ	20.00	20.00	40.00	20.00	100.00	0.00	100.00	0.00	0.00	100.00	25.36	24.64	24.64	25.36	100.00
4. วัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม	จำนวน	3	3	1	1	8	6	3	0	1	10	26	29	34	33	122
	ร้อยละ	37.50	37.50	12.50	12.50	100.00	60.00	30.00	0.00	10.00	100.00	21.31	23.77	27.87	27.05	100.00
5. เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	จำนวน	2	1	2	2	7	2	1	2	1	6	31	33	31	32	127
	ร้อยละ	28.57	14.29	28.57	28.57	100.00	33.33	16.67	33.33	16.67	100.00	24.41	25.98	24.41	25.20	100.00
6. เทคโนโลยี	จำนวน	0	2	0	0	2	4	1	0	0	5	18	19	22	22	81
	ร้อยละ	0.00	100.00	0.00	0.00	100.00	80.00	20.00	0.00	0.00	100.00	22.22	23.46	27.16	27.16	100.00
7. โรงพยาบาล	จำนวน	1	0	1	0	2	1	1	0	0	2	7	8	8	9	32
	ร้อยละ	50.00	0.00	50.00	0.00	100.00	50.00	50.00	0.00	0.00	100.00	21.88	25.00	25.00	28.13	100.00
รวม	จำนวน	19	15	11	7	52	22	15	6	5	48	188	199	212	217	816
	ร้อยละ	36.54	28.85	21.15	13.46	100.00	45.83	31.25	12.50	10.42	100.00	23.04	24.39	25.98	26.59	100.00

จากตารางที่ 5-1 เมื่อพิจารณาบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย ตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ Emerging Market Score Model ตั้งแต่ปี 2544 – 2547 พบบริษัทที่มีค่าดัชนีบ่งชี้เข้าเกณฑ์ล้มละลาย จำนวน 19, 15, 11 และ 7 บริษัท ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าแนวโน้มของบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลายมีจำนวนลดลงทุกปีนับจากปี 2544 - 2547 ส่วนจำนวนบริษัทที่มีค่าดัชนีที่บ่งชี้อยู่ในเกณฑ์กำกึ่งว่าบริษัทจะตกอยู่ในภาวะล้มละลาย หรือไม่นับตั้งแต่ปี 2544 – 2547 มีจำนวน 22, 15, 6 และ 5 บริษัท ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์กำกึ่งว่าจะตกอยู่ในภาวะล้มละลายหรือไม่มีจำนวนลดลงทุกปีนับจากปี 2544 – 2547 นอกจากนั้นบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ไม่ล้มละลาย (มีความแข็งแกร่งทางการเงิน) นับตั้งแต่ปี 2544 – 2547 มีจำนวน 188, 199, 212 และ 217 บริษัท แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีความแข็งแกร่งทางการเงินมีจำนวนเพิ่มขึ้นมากทุกปีนับจากปี 2544 ถึง 2547

จากการจัดเรียงอันดับความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัท โดยจำแนกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทอยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย (Distress zone) จำนวนสูงสุด 3 อันดับแรก คือ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มบริการ และกลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม ตามลำดับ

จากแนวโน้มของบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลายมีจำนวนลดลงทุกปีนับจากปี 2544 - 2547 พบว่า สาเหตุของการลดลงของบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลายเนื่องจาก บริษัทจดทะเบียนมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนขึ้น ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น ได้แก่

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

- บริษัท เจนเนอร์ล เอนจิเนียริ่ง จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่ประสบปัญหาขาดทุนอย่างมากและต่อเนื่องตั้งแต่ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 จึงทำให้มีผลขาดทุนสะสมอย่างมาก จนกระทั่งในปี 2545 กิจการเริ่มมีกำไรและมีการเพิ่มทุนในปี 2546 จำนวน 239 ล้านบาท มีผลทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น เมื่อทดสอบความเสี่ยงในการล้มละลายตามแบบจำลอง EM-Score พบว่าบริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลายในปี 2546 เนื่องจากการเพิ่มทุนจดทะเบียนของบริษัท

- บริษัท แอล.พี.เอ็น. ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) มีผลการดำเนินงานที่มีกำไร โดยในปี 2546 มีกำไรเพิ่มขึ้น 185% และมีการเพิ่มสภาพคล่องโดยมีการเพิ่มทุนจดทะเบียน 470 ล้านบาท ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น มีผลทำให้บริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลาย

- บริษัท ทีพีโอ โพลีน จำกัด (มหาชน) มีผลขาดทุนสะสมเป็นจำนวนมากตั้งแต่ปี 2544 – 2547 แต่ในปี 2546 บริษัทฯ กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน 4,765 ล้านบาท อีกทั้งมีการเพิ่มทุนทำให้ทีพีโอ โพลีน มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วเพิ่มขึ้น ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น มี

ผลทำให้บริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลายในปี 2547 แต่บริษัทฯ เข้าไปอยู่ในกลุ่มของบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์กำลังจะล้มละลายหรือไม่แทน

- บริษัท สหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) ประสบผลขาดทุนจากการดำเนินงานในปี 2544 – 2545 แต่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานในปี 2546 จำนวน 1,160 บาท อีกทั้งมีการปรับโครงสร้างหนี้ในปี 2546 มีผลทำให้หนี้ลดลง ซึ่งส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น บริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลายในปี 2546

- บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน) มีผลขาดทุนจากการดำเนินงานและมีผลขาดทุนสะสมในปี 2544 แต่ในปี 2545 บริษัทฯ มีกำไรจากการดำเนินงาน อีกทั้งมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนในปี 2545 ซึ่งส่งผลให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น บริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลายในปี 2545

#### กลุ่มบริการ

- บริษัท จุฑานาวี จำกัด (มหาชน) มีผลขาดทุนสุทธิในปี 2544 – 2545 แต่เริ่มมีผลกำไรจากการดำเนินงานในปี 2546 อีกทั้งมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนในปี 2546 มีผลทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น จึงทำให้บริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลายในปี 2546

- บริษัท ซาฟารีเวิลด์ จำกัด (มหาชน) มีผลขาดทุนสุทธิในปี 2544 – 2547 อีกทั้งมีผลขาดทุนสะสมเป็นจำนวนมาก ถึงแม้ว่าบริษัทฯ จะมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนในปี 2546 บริษัทฯ ยังคงอยู่ในกลุ่มบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย

- บริษัท เอเชีย นามารีน เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) มีผลขาดทุนสุทธิในปี 2544 แต่เริ่มมีกำไรจากการดำเนินกิจการตั้งแต่ปี 2545 – 2547 อีกทั้งมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนในปี 2545 มีผลทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเพิ่มขึ้น จึงทำให้บริษัทฯ พ้นเกณฑ์ล้มละลายในปี 2545

#### ฯลฯ

กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทอยู่ในเกณฑ์กำลัง (Gray zone) จำนวนสูงสุด 3 อันดับแรก คือ กลุ่มบริการ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม ตามลำดับ และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบริษัทอยู่ในเกณฑ์ไม่ล้มละลายหรือพ้นเกณฑ์ล้มละลาย (Safe zone) จำนวนสูงสุด 3 อันดับแรก คือกลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ตามลำดับ

การศึกษาค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) ของหลักทรัพย์ในปี 2544 - 2547 พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่าง 0.58 ถึง 0.64 แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด ค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมดอยู่ระหว่าง 0.41 ถึง 0.54 ค่าสูงสุดอยู่ระหว่าง 1.73 ถึง 2.35 ได้แก่ หลักทรัพย์ของ



บริษัท ลีอกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน) บริษัท เอ.เจ.พลาสติก จำกัด (มหาชน) และบริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) เป็นต้น

เมื่อแบ่งกลุ่มข้อมูลความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) ซึ่งสามารถแบ่งเกณฑ์ความเสี่ยงออกเป็น 3 กลุ่ม พบว่า ในระหว่างปี 2544 - 2547 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าน้อยกว่า 1 มีจำนวนระหว่าง 170 - 183 หลักทรัพย์ คิดเป็นร้อยละ 74.24 - 79.91 แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีค่าความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าเท่ากับ 1 มีจำนวนระหว่าง 0 - 1 คิดเป็นร้อยละ 0 - 0.44 แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีค่าความเสี่ยงเท่ากับตลาด และหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้ามากกว่า 1 มีจำนวนระหว่าง 46 - 59 คิดเป็นร้อยละ 20.09 - 25.76 แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวมีค่าความเสี่ยงสูงกว่าตลาด

การศึกษาค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในปี 2544 - 2547 พบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ระหว่าง 1.04 ถึง 1.42 แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีสัดส่วนเงินทุนของกิจการมาจากหนี้สินมากกว่าทุนของผู้ถือหุ้น ค่ามัธยฐานของข้อมูลทั้งหมด อยู่ระหว่าง 0.75 ถึง 0.82 ค่าสูงสุด อยู่ระหว่าง 23.56 ถึง 64.32 ซึ่งได้แก่ บริษัท ทักษิณคอนกรีต จำกัด (มหาชน), บริษัท ไดอาน่าดีพาร์เมนท์สโตร์ จำกัด (มหาชน), บริษัท มาลีสามพราน จำกัด (มหาชน) และบริษัท สยามสติลอินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน) แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีสัดส่วนเงินทุนของกิจการมาจากหนี้สินมากกว่าทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งถ้าอัตราส่วนหนี้สินสูงแสดงว่าบริษัทมีความเสี่ยงต่อการล้มละลายสูงเพราะเงินกู้เป็นแหล่งเงินทุนที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย

เมื่อแบ่งกลุ่มข้อมูลความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท สามารถแบ่งเกณฑ์ความเสี่ยงออกเป็น 2 กลุ่ม คือ บริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่า 1 และบริษัทที่มีสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่า 1 พบว่าในระหว่างปี 2544 - 2547 กลุ่มที่มีสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นซึ่งมีค่าน้อยกว่า 1 มีจำนวนระหว่าง 126 - 146 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 55.02 - 63.76 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่มีสัดส่วนเงินทุนของกิจการมาจากส่วนทุนของผู้ถือหุ้นมากกว่าหนี้สิน และกลุ่มที่มีสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีค่ามากกว่า 1 มีจำนวนระหว่าง 83 - 103 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 36.24 - 44.98 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนมีสัดส่วนของเงินทุนของกิจการมาจากหนี้สินมากกว่าส่วนของผู้ถือหุ้น

การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามค่าคะแนนความเสี่ยงของตัวแปรต่าง ๆ พบว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร EM-Score และ Beta เท่ากับ  $-0.251$  แสดงว่าค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ มีความสัมพันธ์กับค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) ค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนค่า

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร EM-Score และ D/E ratio เท่ากับ  $-0.128$  แสดงว่าค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัท ตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ มีความสัมพันธ์กับค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนกันค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน นอกจากนี้พบว่า ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร Beta และ D/E ratio เท่ากับ  $0.067$  แสดงว่าค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน

และเมื่อวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ โดยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามเกณฑ์ความเสี่ยงของตัวแปรต่าง ๆ พบว่าที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ  $0.01$  ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร EM-Score และ Beta เท่ากับ  $-0.225$  แสดงว่า ค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่มีความสัมพันธ์กับค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) ค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร EM-Score และ D/E ratio เท่ากับ  $-0.241$  แสดงว่า ค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ มีความสัมพันธ์กับค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน นอกจากนี้ พบว่า ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร Beta และ DE ratio เท่ากับ  $0.223$  หมายความว่า ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) มีความสัมพันธ์ค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัท

### อภิปรายผลการศึกษา

1. ค่าเฉลี่ยของคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Mean EM-Score) ในปี 2544 – 2547 อยู่ระหว่าง  $7.52 - 10.10$  ซึ่งมีค่าสูงกว่า  $2.60$  บ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนโดยเฉลี่ยมีฐานะทางการเงินที่มั่นคงและไม่มีความเสี่ยงในการล้มละลาย และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นทุกปีตามลำดับ และเมื่อแบ่งข้อมูลค่าความเสี่ยงในการล้มละลายตามเกณฑ์ความเสี่ยง พบว่าบริษัทส่วนใหญ่อยู่ในเกณฑ์ไม่ล้มละลาย (ค่าความเสี่ยงสูงกว่า  $2.60$ ) ซึ่งมีจำนวนอยู่ที่ระหว่าง  $188 - 217$  บริษัท จากบริษัททั้งสิ้น  $229$  บริษัท

2. จากการประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อวัดความน่าเชื่อถือทางการเงินของธุรกิจ ได้พิจารณาถึงความเสี่ยงที่อาจก่อให้เกิดการล้มละลายของธุรกิจในแต่ละด้าน ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนความคล่องตัวของกิจการ เงินทุนสะสมจาก

แหล่งภายใน อัตราส่วนแสดงความสามารถในการหากำไร และสัดส่วนแห่งภาระผูกพันทางการเงิน พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทมีสภาพคล่องทางการเงิน ความสามารถในการสะสมกำไรตลอด ช่วงเวลาที่ประกอบธุรกิจมาตั้งแต่อดีต และความสามารถในการหากำไรของกิจการอยู่ในเกณฑ์ต่ำ แต่ตัวแปรที่มีผลทำให้ค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายอยู่ในเกณฑ์ที่สูงมาจากสัดส่วนแห่ง ภาระผูกพันทางการเงินอยู่ในเกณฑ์ที่สูงซึ่งเกิดจากการที่บริษัทมีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่สูงกว่า ราคาตามบัญชี มีผลทำให้กิจการโดยส่วนใหญ่พ้นเกณฑ์ล้มละลายได้ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวน บริษัทที่พ้นเกณฑ์ล้มละลายสูงสุด 3 กลุ่มแรก ได้แก่ กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ตามลำดับ

3. จากการวิเคราะห์ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (ค่าเบต้า) พบว่าค่าเฉลี่ยของความเสี่ยงที่เป็น ระบบของหลักทรัพย์ในปี 2544 – 2547 อยู่ระหว่าง 0.58 – 0.64 ซึ่งมีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 แสดงให้ เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงต่ำกว่าตลาด ซึ่งหมายถึงการเปลี่ยนแปลงของอัตรา ผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด และเมื่อแบ่งเกณฑ์ความเสี่ยง ออกเป็น 3 กลุ่ม พบว่าหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 โดยในระหว่างปี 2544 – 2547 หลักทรัพย์ที่มีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 มีจำนวนระหว่าง 170 – 183 หลักทรัพย์ คิดเป็นร้อยละ 74.24 – 79.91 แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์โดยส่วนใหญ่มีค่าความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด

4. จากการวิเคราะห์ความเสี่ยงจากสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ค่าเฉลี่ยของ ความเสี่ยงจากสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทในปี 2544 – 2547 อยู่ระหว่าง 1.04 – 1.42 ซึ่งมีค่ามากกว่า 1 แสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทมีสัดส่วนเงินลงทุนของกิจการมาจากหนี้สิน มากกว่าทุนของผู้ถือหุ้น หนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินสูงแสดง ว่าบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินและมีความเสี่ยงในการล้มละลายสูง และเมื่อแบ่งเกณฑ์ความเสี่ยง ออกเป็น 2 กลุ่ม พบว่าบริษัทส่วนใหญ่มีสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่า 1 โดยในระหว่าง ปี 2544 - 2547 บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่า 1 จำนวนระหว่าง 126 – 146 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 55.02 – 63.76 แสดงให้เห็นว่าบริษัทโดยส่วนใหญ่ไม่มีค่าความเสี่ยงจาก สัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

5. จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของค่าความเสี่ยงในการล้มละลายต่าง ๆ พบว่า ความ เสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์และความเสี่ยงจากสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าความเสี่ยงในการล้มละลาย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ กล่าวคือ เมื่อหลักทรัพย์ที่มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบต่ำ (ค่าเบต้า น้อยกว่า 1) หลักทรัพย์มีความเสี่ยงน้อยกว่าตลาด บริษัทจะมีค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลาย



ตามแบบ EM-Score สูง ซึ่งหากบริษัทมีค่าคะแนนความเสี่ยงสูง (สูงกว่า 2.60) แสดงว่าบริษัทยังไม่มีความเสี่ยงในการล้มละลาย และในทางเดียวกันค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนของหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าน้อย (ค่าความเสี่ยงน้อยกว่า 1) บริษัทจะมีค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายตามแบบ EM-Score สูง ซึ่งหากบริษัทมีค่าคะแนนความเสี่ยงสูง (สูงกว่า 2.60) แสดงว่าบริษัทไม่มีความเสี่ยงในการล้มละลาย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์และความเสี่ยงจากสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างน้อยและเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่

### ข้อค้นพบ

1. การศึกษาการประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ (Emerging Market Score Model) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ระหว่าง 7.52 – 10.10 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อยู่ในเกณฑ์ไม่ล้มละลาย เมื่อแบ่งกลุ่มบริษัทตามเกณฑ์ความเสี่ยงออกเป็น 3 ส่วน คือ บริษัทไม่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย (Safe zone) มีจำนวนสูงสุดถึง 188 – 217 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 82.10 – 94.76 ส่วนที่เหลือคือบริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลาย (Distress zone) มีจำนวนระหว่าง 7 – 19 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.06 – 8.30 บริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ก้ำกึ่งว่าบริษัทจะตกอยู่ในภาวะล้มละลายหรือไม่ (Gray zone) มีจำนวนระหว่าง 5 – 22 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.18 – 9.60 นอกจากนี้ ค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายที่มีค่าสูงที่สุดคือเป็นของบริษัท โรงแรมเทพธานีกรีฑา จำกัด (มหาชน) มีค่า EM-Score เท่ากับ 79.64 และค่าต่ำสุดของค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายเป็นของบริษัท ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีค่า EM-Score เท่ากับ -3.27

2. ค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนตามแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ พบว่าส่วนใหญ่มีค่าสูง เนื่องจากมีตัวแปรสัดส่วนแห่งภาระผูกพันทางการเงินอยู่ในเกณฑ์ที่สูงซึ่งเกิดจากการที่บริษัทมีมูลค่าตลาดของผู้ถือหุ้นสามัญที่สูงกว่าราคาตามบัญชี มีผลทำให้กิจการ โดยส่วนใหญ่พ้นเกณฑ์ล้มละลายได้

3. จากการทดสอบความเสี่ยงในการล้มละลายตามแบบจำลอง EM-Score พบว่า บริษัทที่อยู่ในเกณฑ์ล้มละลายมีจำนวนลดลงทุกปีนับตั้งแต่ปี 2544 จนถึงปี 2547 เหตุที่มีจำนวนลดลงทุกปีนั้นเนื่องจากบริษัทๆ มีการจดทะเบียนเพิ่มทุนระหว่างปี ซึ่งมีผลทำให้มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคา

ตลาดเพิ่มขึ้น เมื่อคำนวณตามแบบจำลองฯ จึงพบว่าบริษัทฯ ออกจากเกณฑ์ล้มละลายในปีที่มีการเพิ่มทุน

4. เมื่อพิจารณาบริษัทที่มีค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายตามแบบ EM-Score สูงสุด พบว่า บริษัทดังกล่าวล้วนมีผลการดำเนินงานที่มีกำไรและมีการจ่ายเงินปันผลในปีนั้น ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีค่าคะแนนความเสี่ยงในการล้มละลายตามแบบ EM-Score ต่ำที่สุด บริษัทดังกล่าวล้วนมีผลการดำเนินงานที่ประสบผลขาดทุน มีผลขาดทุนสะสมเป็นจำนวนมากและ ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีนั้น

5. จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์โดยใช้ข้อมูลจำนวน 229 บริษัท พบว่า ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบและค่าความเสี่ยงจากสัดส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับค่าความเสี่ยงในการล้มละลายจากแบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ ในลักษณะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ และ โครงสร้างเงินทุนของกิจการ มีผลต่อการล้มละลายของกิจการค่อนข้างน้อย

#### ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาต่อไป

1. การศึกษาการประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลองการทดสอบคะแนนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์เกิดใหม่ เป็นการใช้ประโยชน์จากข้อมูลทางบัญชีและงบการเงินตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งยังเป็นข้อมูลในอดีต ดังนั้น ถ้าต้องการศึกษาบริษัทใดบริษัทหนึ่ง ควรทำการวิเคราะห์ในรายละเอียดของบริษัทเพิ่มเติม เช่น การวิเคราะห์ SWOT (SWOT Analysis)

2. ควรวิเคราะห์ภาพรวมเพิ่มเติม โดยวิเคราะห์หลักทรัพย์ตามวิธีปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งเป็นการวิเคราะห์เศรษฐกิจโดยทั่วไป (Economic Analysis) เพื่อให้ทราบถึงแนวโน้มของภาวะเศรษฐกิจในอนาคตว่าจะมีผลกระทบต่อธุรกิจหรือไม่เพียงใด การวิเคราะห์อุตสาหกรรม (Industry Analysis) เพื่อให้ทราบถึงสภาพการตลาดและการแข่งขัน ตลอดจนอนาคตของอุตสาหกรรมว่าจะมีแนวโน้มอัตราการเจริญเติบโตอย่างไร และวิเคราะห์บริษัท (Company Analysis) โดยวิเคราะห์ประสิทธิภาพการบริหารของผู้บริหาร ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัท โครงการขยายโรงงานของบริษัท เพื่อนำมาประมาณการกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นในอนาคตได้

3. ศึกษาสาเหตุในการล้มละลายของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาถึงปัจจัยที่ทำให้กิจการเกิดปัญหาทางการเงินและสาเหตุที่นำไปสู่การล้มละลาย ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยภายในและปัจจัยภายนอก

4. การประเมินความเสี่ยงในการล้มละลายของกิจการ ควรเพิ่มการวิเคราะห์งบการเงินของแต่ละบริษัทอย่างละเอียด โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินที่เหมาะสมกับการวิเคราะห์บริษัท แต่ผู้ศึกษาต้องคำนึงถึงข้อจำกัดของอัตราส่วนทางการเงินซึ่งได้แก่ ความแตกต่างของนโยบายการบัญชีของกิจการที่นำมาเปรียบเทียบ เนื่องจากการบัญชีเปิดโอกาสให้เลือกใช้นโยบายการบัญชีและการบันทึกบัญชีที่ต่างกันอย่างมีลักษณะและความเหมาะสมของกิจการ จึงต้องตรวจสอบวิธีการบัญชีของกิจการที่นำมาเปรียบเทียบและปรับค่าในส่วนที่แตกต่างก่อนการวิเคราะห์กิจการดังกล่าว



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright © by Chiang Mai University  
All rights reserved